

[DES]GLOBALIZACIÓN E INFLACIÓN

Mark Carney

1. INTRODUCCIÓN

Durante su mandato como Director Gerente, Michel Camdessus supervisó la segunda gran ola de globalización. Cayó el Muro de Berlín, se liberalizaron los controles de capital, se creó el euro y China se alistó para unirse a la Organización Mundial del Comercio. Los mercados de bienes y financieros se integraron cada vez más, con un crecimiento del comercio a una tasa anual del 10% y de los flujos de capital del 20%. Se duplicó la mano de obra mundial efectiva, y más de 1,000 millones de personas salieron de la pobreza.

Actualmente los bancos centrales están lidiando con una de las consecuencias de tales logros descomunales: el efecto de la globalización en la inflación.

Todos los bancos centrales deben tener en cuenta la relación cíclica entre la atonía global y la inflación nacional, el grado en el cual las fuerzas seculares de la globalización afectan la dinámica de la inflación interna, y cómo los factores mundiales influyen en la postura de política monetaria nacional misma. Y ahora algunos bancos centrales podrían necesitar considerar las implicaciones para la estabilidad de precios si el proceso de globalización se ralentizara o comenzara a revertirse.

Estos temas son especialmente relevantes para el Bank of England ya que la perspectiva inflacionaria del Reino Unido estará fuertemente influida por cierto tiempo por un proceso de desintegración iniciado por el Brexit.

Hoy quisiera ahondar en este ejemplo a fin de ilustrar cómo los factores mundiales influyen en la dinámica de la inflación nacional y en la capacidad de los bancos centrales para lograr la estabilidad de precios.

M. Carney, gobernador del Bank of England. Discurso presentado durante la 2017 IMF Michel Camdessus Central Banking Lecture, 18 de septiembre de 2017. El autor agradece a Clare Macallan y Iain de Weymarn por su ayuda en la preparación de estos comentarios. También agradece a Will Abel, Fernando Eguren Martin, Rebecca Freeman, Alex Haberis, Simon Lloyd, Rana Sajedi, Andrej Sokol, Gregory Thwaites, Thomas Viegas, Matt Waldron y Gabija Zemaityte por la investigación de referencia y análisis realizados, así como a Wayne Chapman, Chris Peacock y Lyndsey Pereira-Brereton por su colaboración con los materiales de presentación. Traduce y publica el CEMLA con la autorización del Bank of England el artículo original publicado en <<https://www.bankofengland.co.uk/speech/2017/de-globalisation-and-inflation>> . Cualquier error, omisión o inexactitud derivado de la traducción es responsabilidad del CEMLA.

2. GLOBALIZACIÓN E INFLACIÓN

Si bien la curva de Phillips mundial parece gozar de buena salud (gráfica 1), la globalización ha estado acompañada de un debilitamiento de la relación entre la atonía nacional y la inflación nacional (gráfica 2),¹ y por el correspondiente fortalecimiento en la relación entre las fuerzas globales y los precios mundiales.

Gráfica 1

¿CURVA DE PHILLIPS DE PRECIOS MUNDIAL?



Notas: brecha del producto mundial promedio e inflación del IPC básica mundial (ponderada por la PPA).

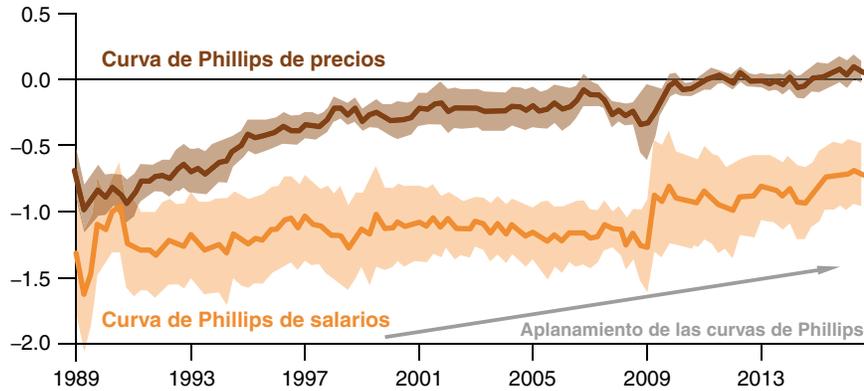
Fuentes: CEIC, FMI, ONS, Thomson Reuters Datastream y cálculos del Bank of England.

¹ Como se sintetiza con los coeficientes de pendiente en las curvas de Phillips de precios y salarios. Las curvas de Phillips para salarios y precios ya se habían aplanado durante los decenios de los setenta y los ochenta, posiblemente en relación, tal como sostiene Rogoff, con las reformas institucionales realizadas a la política monetaria durante ese periodo. Se ha documentado ampliamente el aplanamiento de la curva de Phillips. Por ejemplo, Blanchard, Cerutti y Summers (2015) descubren que la mediana de la pendiente de la curva de Phillips de 20 economías avanzadas y emergentes cayó más de la mitad entre mediados de los años setenta y mediados de los noventa, de aproximadamente 1 a aproximadamente 0.3.

Gráfica 2

LAS CURVAS DE PHILLIPS DE PRECIOS Y SALARIOS SE HAN APLANADO POR MEDIO DE LA GLOBALIZACIÓN

Coeficientes de la pendiente de la curva de Phillips variantes en el tiempo



Fuente: 87o. Annual Report del BPI.

Con correlaciones de las tasas de inflación general del IPC tan elevadas hoy como durante el primer choque del petróleo (gráfica 3a), algunos sostienen que las fuerzas globales se han convertido en dominantes, convicción reforzada por las *desinflaciones perdidas* tras la crisis financiera mundial^{2,3} y por las series actuales de paradojas de salarios (*wage puzzles*) en las economías avanzadas.⁴ Incluso hay sugerencias de que deberían revisarse los marcos de política monetaria, tal vez

reduciendo las metas de inflación, en respuesta al efecto creciente de la globalización.⁵

Se requiere cierta perspectiva.

Las paradojas de los salarios en las economías avanzadas pueden en parte solucionarse reconociendo que las reformas estructurales posteriores a la crisis han reducido las tasas naturales de desempleo al ampliar las medidas de atonía de los mercados laborales para incluir el subempleo involuntario, y al reconocer que los salarios bajos son consecuencia del pobre crecimiento sostenido de la productividad.⁶

² Ver, por ejemplo, capítulo 3 de FMI (2013).

³ Una explicación para esto, que no tiene relación con la globalización, es que las empresas que se enfrentan a limitaciones de liquidez mantuvieron sus precios a niveles más altos de los que los hubieran mantenido en otra situación a fin de preservar sus flujos de caja y permanecer en operaciones. Ver Gilchrist *et al.* (2017). Coincidente con esto, el análisis por parte del personal del Bank of England halló que las empresas del Reino Unido con balances generales más débiles aumentaron más sus márgenes en el punto más crítico de la crisis que las empresas con balances generales más saludables.

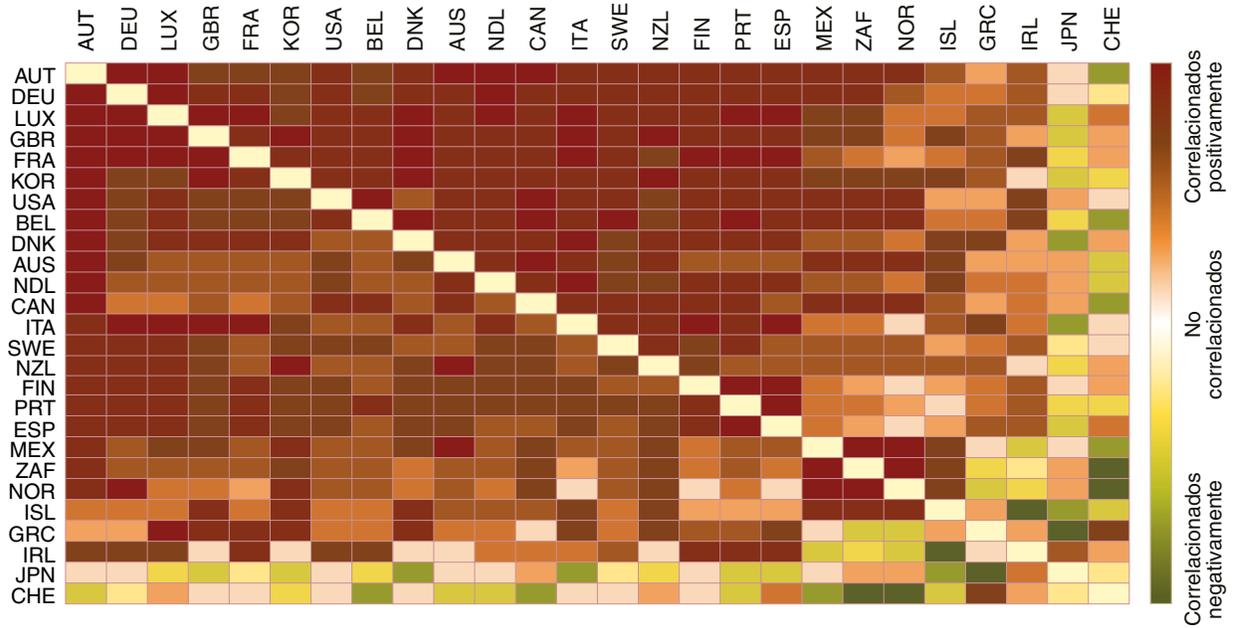
⁴ Por ejemplo, como documenta el Banco de Pagos Internacionales (BPI) en su 87o Annual Report, 2017. Ver también Draghi (2017) y Danninger (2016).

⁵ Por ejemplo, como sugiere Borio (2017).

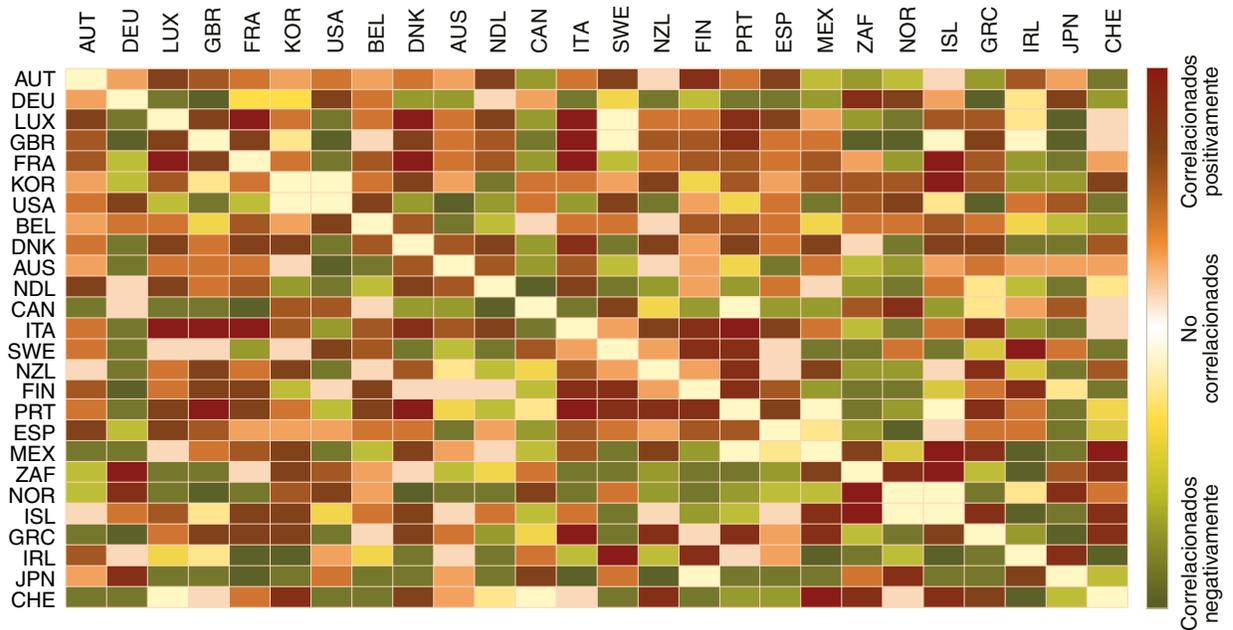
⁶ Ver, por ejemplo, los recuadros en las páginas 18-20 del *Inflation Report* de febrero de 2017 y la página 29 del *Inflation Report* de mayo de 2014. Las soluciones a estos enigmas posiblemente involucren también algunos factores no relacionados con la globalización. Por ejemplo, una explicación para la desinflación perdida es que las empresas que se enfrentan a restricciones de liquidez mantenían precios a niveles más altos de los que hubieran tenido en otras circunstancias para preservar sus flujos de caja y poder continuar sus operaciones (ver Gilchrist *et al.*, 2017). Coincidente con esto, el análisis del personal del Bank of England halló que, en plena crisis, las empresas del Reino Unido con balances generales más débiles incrementaron sus márgenes más que aquellos con balances generales más saludables.

Gráfica 3

a. EVIDENCIA SUPERFICIALMENTE FUERTE DEL CICLO DE INFLACIÓN MUNDIAL



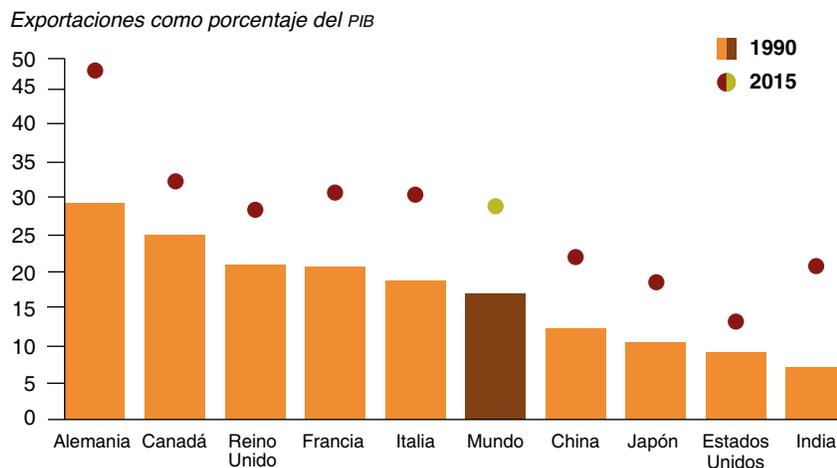
b. LAS TASAS DE INFLACIÓN BÁSICA MOSTRARON POCO COMOVIMIENTO POSCRISIS



Notas: las correlaciones se calcularon con datos trimestrales sobre tasas de inflación anuales.
Fuentes: Thomson Reuters Datastream, fuentes nacionales y cálculos del Banco.

Gráfica 4

LA DEMANDA EXTERNA HA CRECIDO EN IMPORTANCIA A UN RITMO CONSTANTE



Fuentes: FMI y cálculos del Banco.

Más ampliamente, las recientes altas correlaciones de las tasas de inflación general han estado impulsadas por grandes choques mundiales, entre ellos la crisis financiera y el super ciclo de productos básicos. De hecho, las tasas de inflación subyacente han mostrado poco comovimiento y más bien han variado ante (divergentes) condiciones económicas subyacentes (gráfica 3b).

Hasta ahora los bancos centrales han sido capaces de mantener su soberanía monetaria, cumpliendo sus mandatos al contrarrestar las fuerzas desinflacionarias seculares de la integración mundial.

Sin embargo, nada de esto resta importancia a los retos actuales de mantener la estabilidad de precios de cara a las fuerzas globales. La combinación de la cada vez mayor libre competencia en los mercados y de una demanda débil sincronizada y prolongada podría estar limitando las expectativas de salarios. Además, los cambios tecnológicos, en especial aquellos que podrían globalizar a los mercados para muchos servicios, podrían extender y profundizar la tendencia a la desinflación mundial. Y el ciclo financiero global podría exacerbar los retos del retorno de la inflación nacional a la meta, en

especial dada la proximidad de las tasas de interés al límite inferior efectivo.

De esta manera, el trazado del rumbo de la política monetaria en este entorno requiere de un entendimiento sutil de cómo la globalización afecta a la inflación e influye en la postura de política monetaria. A esto me referiré a continuación.

2.1 INFLUENCIAS MUNDIALES SOBRE LA INFLACIÓN NACIONAL

En una economía cerrada, las presiones inflacionarias dependen de lo que ocurre en los costos nacionales, los cuales a la vez dependen de la capacidad ociosa nacional, o del equilibrio entre la oferta y la demanda interna.

La apertura de la economía cambia esta relación de tres maneras.

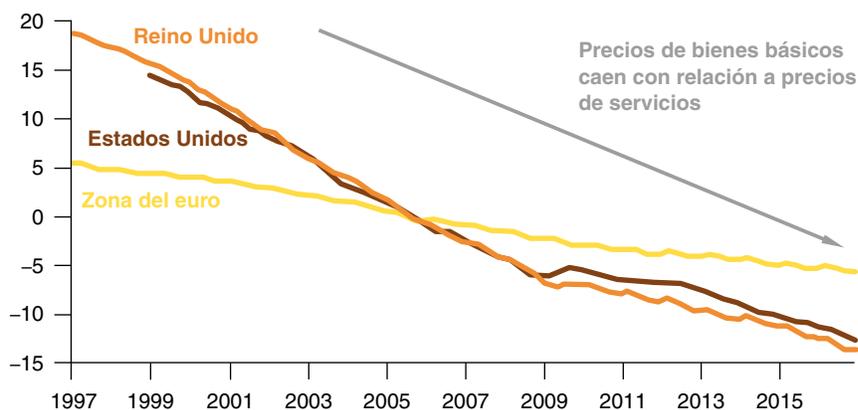
Más directamente, la demanda externa ejerce presiones sobre la utilización de recursos nacionales y por lo tanto sobre la inflación nacional. La importancia de este canal se incrementó de manera constante durante gran parte del siglo pasado (gráfica 4).⁷

⁷ La desaceleración del crecimiento del comercio desde la crisis

Gráfica 5

CHOQUE DE PRECIOS RELATIVOS ACUMULADO Y SOSTENIDO SOBRE LOS BIENES COMPENSADO POR MEDIO DE UNA MAYOR INFLACIÓN DE LOS PRECIOS DE LOS SERVICIOS

Diferencias en logaritmos de los índices de precios



Notas: promedio de seis meses de las diferencias en logaritmos entre los precios de bienes básicos (excepto alimentos y energía) y los precios de los servicios (series indexadas; 2005 = 100). Las series de Estados Unidos usan los índices de precios del gasto del consumo personal.

Fuentes: Thomson Reuters Datastream, fuentes nacionales y cálculos del Banco.

Luego, en una economía abierta, los precios de las importaciones afectan a la inflación nacional de manera directa, por los bienes finales y servicios comprados por particulares, y de manera indirecta por los precios de los bienes intermedios importados que se usan en la producción de bienes finales y de servicios en la canasta familiar.

Durante años, el efecto directo ha infundido un sesgo desinflacionario permanente. La integración de productores de menores costos a la economía global actúa como un incremento en la oferta potencial para las economías avanzadas, elevando el nivel de gasto que es compatible con la inflación de meta.⁸

financiera refleja en gran medida la rotación del crecimiento mundial hacia países con menos demanda intensiva de importaciones, en especial Estados Unidos y las EME, así como la caída de la intensidad de las importaciones en la demanda nacional final en China ya que la composición del crecimiento allí rota hacia el consumo y los servicios.

⁸ Este choque de demanda positivo se presenta porque la disponibilidad de importaciones baratas mejora los términos de intercambio de las economías avanzadas: el precio de las

Hasta ahora, este efecto desinflacionario ha afectado principalmente a los precios de bienes (Abdih *et al.*, 2016) (gráfica 5), ya que las operaciones con bienes se han liberado mucho más que los servicios.⁹ Las autoridades responsables de la política monetaria en las economías avanzadas han respondido mediante la inflación relativamente alta de los precios de servicios para cumplir con sus objetivos de inflación. Por ejemplo, en el Reino Unido los precios de los productos (excluyendo alimentos y energía) cayeron en promedio un 0.3% durante los últimos dos decenios, los precios de servicios aumentaron en promedio un 3.4% y la inflación total del IPC estuvo en promedio dentro de la meta.¹⁰

exportaciones respecto al de las importaciones. Para más detalles sobre este canal, ver Bean (2006).

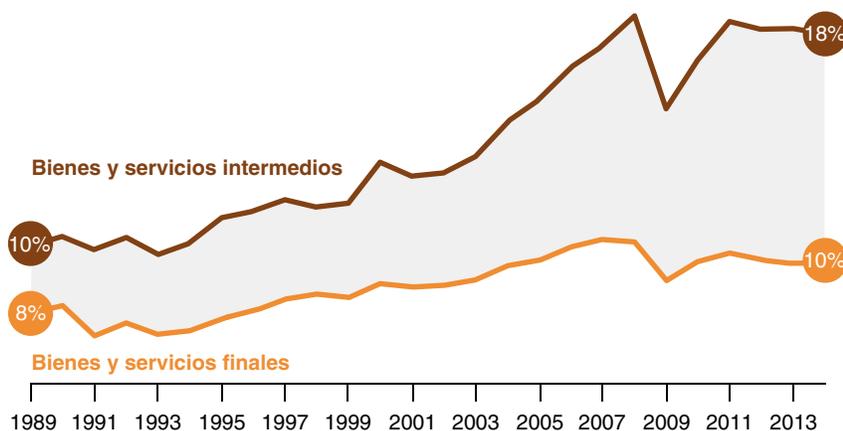
⁹ Por ejemplo, se estima que actualmente las barreras al comercio de servicios son hasta tres veces más altas que al de productos. Ver Carney (2017).

¹⁰ La inflación general del IPC promedió 1.9% durante este periodo.

Gráfica 6

EL DESARROLLO DE LAS CADENAS DE VALOR MUNDIALES HA IMPULSADO EL COMERCIO DE BIENES Y SERVICIOS INTERMEDIOS

Porcentaje del PIB mundial



Notas: las importaciones y el PIB están en dólares corrientes.

Fuentes: Johnson y Noguera (por publicar), Powell (2016), World Input-Output Database (edición 2016) y BPI.

La globalización ha también llevado a un dramático incremento en el uso de bienes intermedios importados para la producción nacional. La revolución de tecnologías de la información y la comunicación (TIC) ha hecho que sea posible una gran desagregación de la producción en cadenas mundiales de valor, y las grandes diferencias salariales han hecho que sea tan rentable. El comercio de bienes intermedios representó un 80% del aumento total del comercio durante los dos últimos decenios (gráfica 6), llevando el valor agregado de las importaciones de una participación del 10% de las exportaciones en 1990 a aproximadamente el 20% en 2015 (ver Auer *et al.*, 2017).

Esta expansión en las cadenas mundiales de valor ha conducido a una mayor sincronización¹¹

de la inflación de precios del productor entre países. Y ha aumentado la sensibilidad de la inflación nacional a presiones inflacionarias mundiales al mismo tiempo que se ha reducido su capacidad de respuesta a los cambios en la a tonía interna.¹² Una investigación realizada por el BPI indica que la duplicación en la participación de productos intermedios importados en el PIB provoca que también se duplique la importancia de los factores mundiales para la inflación nacional.¹³ Congruente con esto, una investigación realizada por el Bank of England indica que cada incremento de un punto porcentual en la intensidad de importación del consumo reduce la sensibilidad de la inflación a la a tonía nacional en un 1%, y que la fuerza de este efecto varía de acuerdo con la facilidad con la cual

¹¹ Ver Auer *et al.* (2017a). Se descubre que un choque que provoca una subida de la inflación de un punto porcentual en el resto del mundo eleva la inflación de los precios de los productores nacionales en promedio por 0.2 pp (en el IPP) entre los países incluidos en la muestra. Sin embargo, el tamaño del efecto varía de manera significativa de acuerdo con el país; el Reino Unido está ligeramente por debajo de la media.

¹² Sin duda, esto depende de si el producto/servicio en la cadena de abastecimiento se usa para convertirse en un producto/servicio final en el mismo país o si se exporta.

¹³ Esto se da tanto entre los distintos países y a lo largo del tiempo. Ver Auer *et al.* (2017b).

los productores pueden cambiar de productos intermedios importados a alternativas nacionales.¹⁴

La autoridad responsable de la política monetaria debe tomar en cuenta los efectos del comercio intermedio ya que, a diferencia de los choques de productos básicos, los cambios en los precios de las importaciones necesitan de cierto tiempo para pasar de las cadenas de abastecimiento hasta llegar a los precios finales de los bienes y por lo tanto afectan la inflación en un horizonte relevante para la política económica (ver Goldberg y Campa, 2010).

Los mercados laborales ofrecen un tercer canal por el cual la globalización afecta a la inflación nacional. Vale aclarar que la globalización está lejos de ser el único factor que ha estado afectando a los mercados laborales en los últimos decenios, y podría decirse que, tal como lo han demostrado algunos documentos del FMI y de otros organismos,¹⁵ los avances tecnológicos han desempeñado un papel más importante. Se estima que la tecnología, no la globalización, ha sido la razón principal por la cual la participación del trabajo en el ingreso ha ido a la baja en las economías avanzadas.

Pero esto no implica que estén ausentes los efectos mundiales.

La duplicación de la fuerza laboral efectiva disponible constituye un choque de oferta inmenso y positivo para la economía mundial. Ha alentado el traslado de la producción de bienes y servicios que usan mano de obra menos calificada a países con abundancia de trabajadores con bajas calificaciones, predominantemente en economías

emergentes. La capacidad creciente para distribuir los componentes de la producción y las tareas a lo largo de cadenas mundiales de valor ha amplificado tal efecto.¹⁶

La globalización también ha incrementado la libre competencia en los mercados laborales, debilitando el grado al cual la atonía de los mercados laborales nacionales influye en las presiones inflacionarias nacionales.¹⁷ Esto es, la cada vez mayor facilidad con la cual se pueden contratar actividades en el extranjero o con la cual se pueden llenar vacantes nacionales con trabajadores de otros países podría haber reducido la capacidad de negociación relativa y las expectativas de salarios de los trabajadores. Si bien es difícil medirla precisamente, la evidencia disponible sugiere que los efectos del acceso irrestricto podrían ser significativos.¹⁸ Parece que una mayor apertura ha reducido la sensibilidad de los salarios a las condiciones de los mercados laborales (ver Rotunno y Wood, 2016) y causó que el crecimiento en los costos laborales por unidad (CLU) internos se vincularan más estrechamente al crecimiento mundial de los CLU (ver BPI, 2017).

En general, la mayor oferta de trabajo ha reducido los salarios relativos de los trabajadores menos especializados en las economías avanzadas. Si bien esto disminuye las presiones inflacionarias

¹⁴ Ver Cesa-Bianchi *et al.* (próximo a publicarse). Posiblemente difiere la velocidad a la cual se transmiten los cambios en los precios de las importaciones a los productos finales de país en país. Por ejemplo, en el Reino Unido, pareciera que los precios al consumidor de la energía y los alimentos se modifican más rápido que los precios de otros bienes y servicios. En parte, esto parece ser porque en cada punto de la cadena de abastecimiento los márgenes son estrechos. Para el caso de los alimentos, refleja también en parte el hecho de que algunos de los alimentos importados ya son un producto final de consumo, esto es, que la cadena de abastecimiento es corta.

¹⁵ Ver "Understanding the Downward Trend in Labour Income Shares", capítulo 3 del WEO del FMI, abril de 2017.

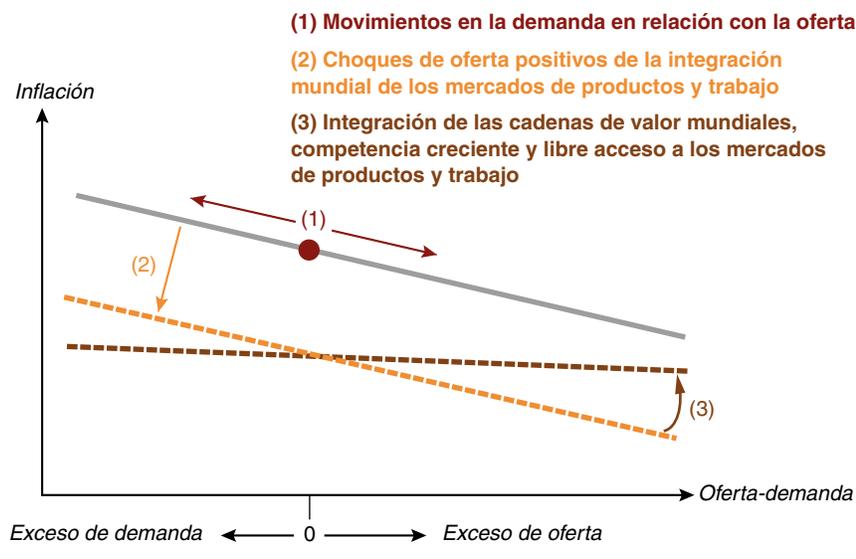
¹⁶ Estos efectos, un ejemplo de la igualdad del factor precio (Samuelson, 1948), han quedado debidamente documentados, por ejemplo, en Autor *et al.* (2015). El análisis del personal del Banco, usando datos de la OCDE, sugiere que este mecanismo ha operado ampliamente, con un rango de países que han mostrado un fuerte crecimiento del empleo no transable que se compensa por las bajas en los sectores más expuestos a la sustitución laboral internacional.

¹⁷ Este canal aumenta también la función del tipo de cambio en la determinación de las presiones inflacionarias, ya que afectará el valor en moneda nacional del salario que ganarían los trabajadores extranjeros al trasladarse a ese país y por lo tanto su voluntad de mudarse.

¹⁸ Por ejemplo, para Estados Unidos, A. Blinder (2009) estima que el potencial de contratar empleos del sector de servicios en el extranjero podría haber hecho que los salarios bajaran hasta un 14%. D. Arseneau y S. Leduc (2011) realizan un modelo de libre competencia con dos países y hallan que puede reducir los sueldos hasta un 5% en el país de origen.

Diagrama 1

EFECTOS DE LA GLOBALIZACIÓN SOBRE LA CURVA DE PHILLIPS



en la economía en su conjunto, ha contribuido a un periodo de ajuste prolongado y doloroso para los trabajadores menos especializados.¹⁹ Los efectos desinflacionarios seculares a partir de esta integración constante de trabajadores adicionales al mercado laboral mundial necesitan ser considerados además de las presiones inflacionarias cíclicas a partir de los cambios en la debilidad del mercado laboral.

Pueden ilustrarse los diversos canales por los cuales la globalización afecta la relación entre la atonía nacional y la inflación usando la curva de Phillips (diagrama 1).

Los cambios en la demanda externa provocarán un cambio en la curva de Phillips, ya que las empresas nacionales ajustan su utilización de capacidad como respuesta a los mismos (1).

Las series de choques positivos de demanda a partir de la integración aumentada de los mercados laboral y de bienes provocan cambios paralelos a

la baja en la curva de Phillips (2). Estos cambios a la baja persistirán siempre y cuando continúe la integración. Esto puede llevar un tiempo, en buena medida porque la llegada de las plataformas digitales podría extender estos procesos a un rango mucho más amplio de mercados de bienes y servicios.²⁰ La economía nacional necesita operar con una capacidad disponible más pequeña para absorber estos efectos desinflacionarios.

Las fuerzas competitivas en aumento a partir de la globalización (tanto las reales como las debatibles) han actuado también por medio de los mercados del trabajo y de bienes para reducir la capacidad de respuesta de la inflación a la atonía nacional, aplanando la pendiente de la curva de Phillips (3).

La política monetaria debe tener en cuenta todos estos efectos y, en conjunto, operar la economía nacional con una capacidad disponible más pequeña para absorberlos.

¹⁹ Como se señaló, los cambios tecnológicos han desempeñado un papel más importante en bajar los salarios relativos de los trabajadores menos calificados.

²⁰ Siempre y cuando deje de progresar la integración, se revertiría este cambio a la baja en la curva de Phillips.

3. INFLUENCIAS MUNDIALES DE LA POSTURA DE POLÍTICA MONETARIA

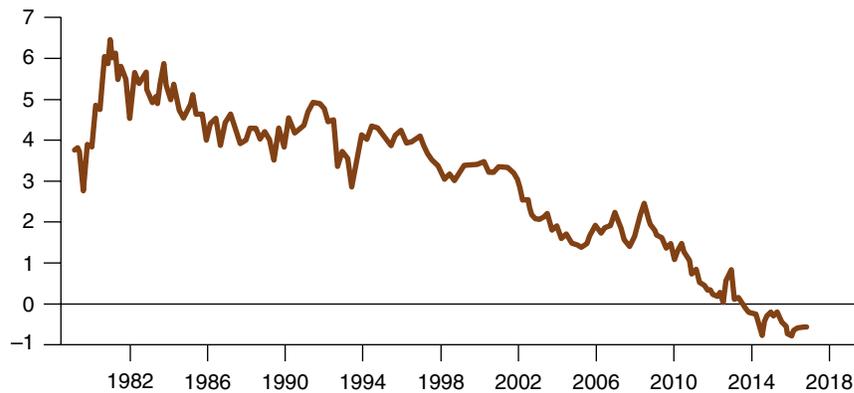
A sí como los factores mundiales afectan las relaciones entre la a-tonía nacional y la inflación, influyen también en el marco de política monetaria que se necesita para lograr la meta de inflación. En especial, la integración mundial afecta el mecanismo de transmisión de la política monetaria interna, el grado de diseminación de las políticas monetarias foráneas y la tasa de interés de equilibrio.

Durante los últimos 30 años, una serie de fuerzas profundas en la economía mundial ha ocasionado una baja de la tasa de interés real en el mundo de hasta 450 puntos básicos (gráficas 7 y 8; ver Rachel y Smith, 2015). Estas fuerzas incluyen los precios relativos más bajos del capital (en parte como consecuencia de la desmaterialización de la inversión), los mayores costos de intermediación financiera (debido a las reformas financieras), la menor inversión pública y el mayor desapalancamiento privado.²¹ Hay otros dos factores, la demografía y la distribución del ingreso, que merecen una especial atención.²²

Gráfica 7

LAS TASAS DE INTERÉS REALES A LARGO PLAZO MUNDIALES HAN CAÍDO EN LOS ÚLTIMOS 30 AÑOS

Tasa de interés real mundial



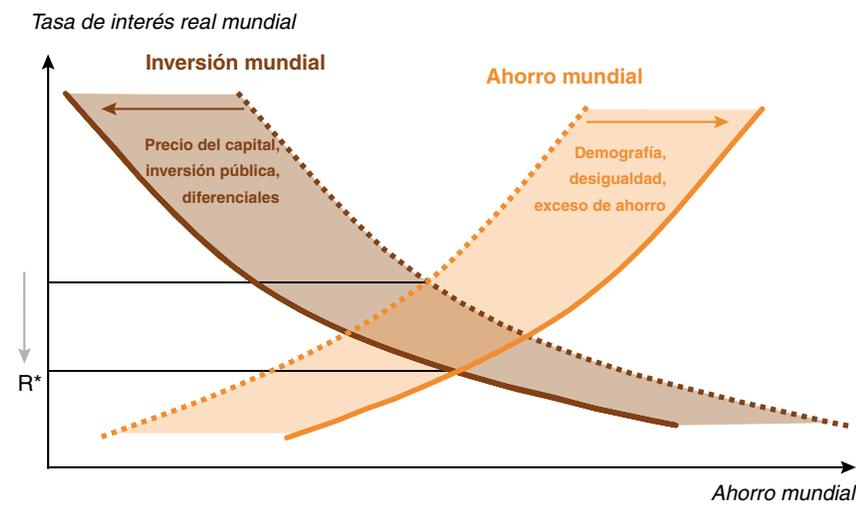
Fuente: Rachel, L. y Smith, T. (2015)

²¹ A veces se sostiene que la tasa real de equilibrio depende de la tasa de crecimiento (esperada), pero esto es una simplificación del problema. Es importante la distribución total de las tasas de crecimiento: no solo la media, sino también la volatilidad, la asimetría y el grosor de los extremos. Ver Vlieghe (2017).

²² Para un debate sobre las implicaciones más amplias de estas fuerzas, ver Vlieghe (2016).

Gráfica 8

IMPULSORES SECULARES QUE EMPUJAN HACIA ABAJO A LA TASA DE INTERÉS REAL DE EQUILIBRIO A LARGO PLAZO



La investigación del Bank of England estima que los ahorros de retiro cada vez mayores, como resultado del envejecimiento de la población mundial y de su expectativa de vida prolongada, han reducido la tasa de interés real mundial en aproximadamente 140 puntos básicos desde 1990 y podrían llevar a una caída de 35 puntos básicos más hacia 2025 (ver Lisack *et al.*, próximo a publicarse). El punto crucial es que estos efectos deberían persistir una vez que se estabilicen las tendencias demográficas porque lo importante es el acervo de ahorros y no el flujo.²³

Al cambiar la distribución del ingreso, la integración mundial de los mercados laborales podría también reducir la R^* mundial. Los cambios en los salarios relativos en las economías avanzadas han desplazados los ingresos hacia los trabajadores calificados, quienes tienen una propensión

al ahorro relativamente más alta. Los ingresos en alza en las economías de mercados emergentes podrían estar reforzando tal efecto porque las tasas de ahorro son estructuralmente más altas en las economías de mercados emergentes, reflejando una variedad de factores entre ellos los diferentes regímenes de seguridad social.²⁴

La gran movilidad de capital entre las fronteras significa que los rendimientos de capital se acercarán más entre países, y que cualquier divergencia marcada será arbitrada.²⁵

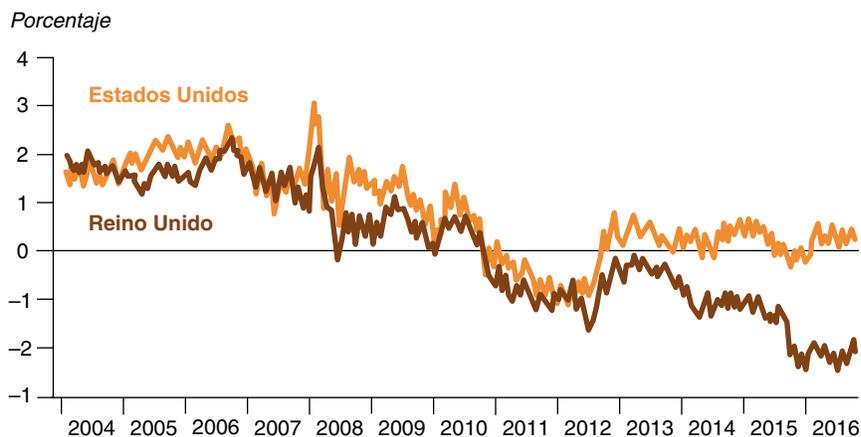
²³ Si bien los jubilados des-ahorran, tienden también a retener una cantidad relativamente alta de riqueza durante su retiro; por lo tanto, a medida que aumenta la cantidad de la población en retiro, se mantendrá elevado el acervo de ahorros aun cuando caiga el flujo de ahorros.

²⁴ Como señalaba Ben Bernanke (2005), se generó un *exceso de ahorro* de las economías emergentes en el periodo preliminar a la crisis. La integración del mercado laboral mundial podría también bajar la tasa de interés real de equilibrio porque los hogares en las EME son relativamente reacios al riesgo, y esto ha incrementado la aversión al riesgo mundial ya que la riqueza ha pasado de las economías avanzadas a las emergentes (ver Hall, 2016).

²⁵ Sin dudas, las diversas fricciones para completar la movilidad de capital, entre ellas el sesgo a favor de lo nacional, las limitaciones al endeudamiento porque los títulos son sustitutos imperfectos y la distribución incompleta del riesgo entre países, producirán algunas divergencias.

Gráfica 9

COMOVIMIENTO CERCANO DE LA TASA DE INTERÉS A LARGO PLAZO DE ALTA FRECUENCIA

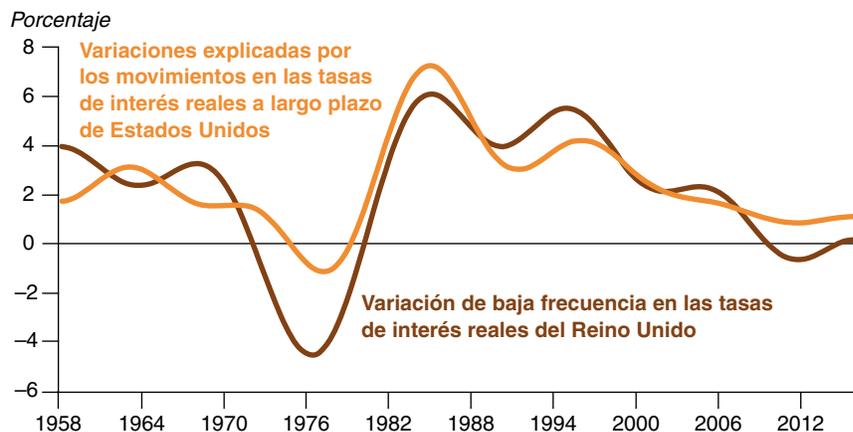


Nota: el rendimiento de los bonos a 10 años en términos reales se deriva de los canjes de inflación.

Fuentes: Bloomberg y cálculos del Banco.

Gráfica 10

COMOVIMIENTO CERCANO DE LA TASA DE INTERÉS A LARGO PLAZO DE BAJA FRECUENCIA

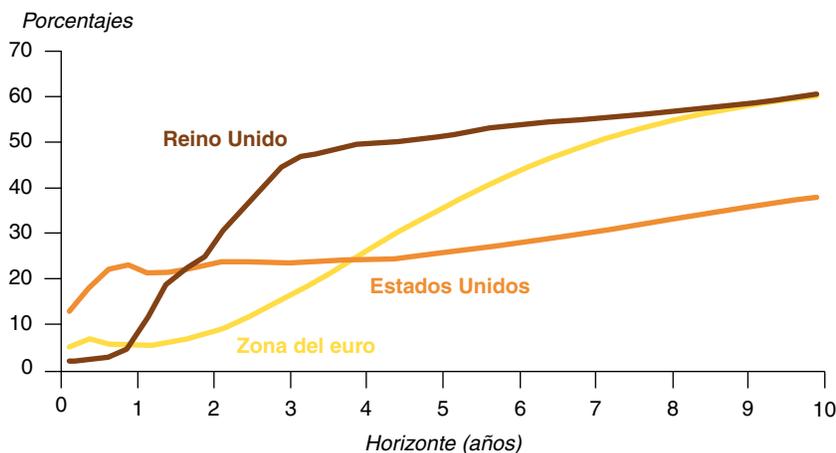


Notas: la tasa de interés real de equilibrio a largo plazo del Reino Unido y los valores ajustados se obtuvieron mediante una regresión sencilla sobre la tasa de interés real de equilibrio a largo plazo de Estados Unidos.

Fuentes: Bloomberg y cálculos del Banco.

Gráfica 11

LA MAYOR PARTE DE LA VARIACIÓN DE LAS TASAS DE INTERÉS DE EQUILIBRIO DEL REINO UNIDO EN UN HORIZONTE AMPLIO SE EXPLICA POR FACTORES INTERNACIONALES



Nota: descomposición de la varianza del error de pronóstico de un modelo de vectores de corrección del error, la participación no se explica por la R^2 interna.

Fuentes: Holston *et al.* (2016).

Por lo tanto, los factores mundiales son los principales conductores de las tasas nacionales reales a largo plazo a altas y bajas frecuencias (gráficas 9 y 10). Por ejemplo, el análisis del Bank of England sugiere que aproximadamente un 75% del movimiento en las tasas de equilibrio a largo plazo del Reino Unido está impulsado por factores mundiales (gráfica 10).²⁶ Las estimaciones de los economistas de la Reserva Federal arrojan resultados similares (gráfica 11) (Holston *et al.*, 2016).

Los factores mundiales influyen también en las condiciones financieras nacionales y por lo tanto en la postura *efectiva* con respecto a la tasa de equilibrio a más corto plazo de la política monetaria, r^* .

La presencia de prestamistas y prestatarios que operan en múltiples monedas y en múltiples países crea canales múltiples a través de los cuales pueden transmitirse los cambios en las condiciones

financieras entre países.²⁷ Por ejemplo, las variaciones en el sentimiento y la aversión al riesgo pueden llevar a comovimientos internacionales en las primas por plazo, afectando las valuaciones de las garantías y por lo tanto las condiciones de endeudamiento.

El trabajo de los investigadores del Bank of England, basado en análisis realizados por el FMI (FMI, 2017), muestra que un solo factor mundial responde por más del 40% en la variación de las condiciones financieras nacionales entre las economías avanzadas. Para el Reino Unido, que es sede del centro financiero mundial líder, la relación es mucho más ajustada, de un 70 por ciento.

Con la apertura de la economía y del sistema financiero del Reino Unido en lugar predominante, un tercio de la variación en el ciclo económico de la tasa de política del Reino Unido puede atribuirse

²⁶ Aplicando la técnica recientemente formulada para la estimación del comovimiento de baja frecuencia en Mueller y Watson (2015).

²⁷ Hélène Rey ha sido una defensora clave de la importancia de estos canales. Ver, por ejemplo, Miranda-Agrippino y Rey (2015).

Cuadro 1

EMISIÓN DE ACTIVOS NETOS DEL G4 EN 2017

Miles de millones de dólares

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Compras de activos	-61	1,756	451	670	642	1,756	1,254	1,312	1,799	1,338
Emisión de bonos	2,936	2,664	3,534	2,486	2,263	1,753	1,525	1,093	1,286	1,527
Emisión neta	2,997	908	3,083	1,816	1,622	-3	270	-219	-513	189

Nota: el G4 aquí son el Reino Unido, la zona del euro, Estados Unidos y Japón. Las emisiones de bonos se refieren a los cambios anuales en el acervo de la deuda general del gobierno. La deuda de organismos gubernamentales está también incluida para Estados Unidos. Las compras de activos se refieren a la cantidad total de bonos adquiridos por los bancos centrales. La compra anual de activos se obtiene sumando las compras mensuales netas sobre los 12 meses correspondientes. Los flujos mensuales se convierten a dólares estadounidenses usando un tipo de cambio mensual promedio.

Fuentes: Banco Central Europeo, Bank of England, Reserva Federal de Estados Unidos, Banco de Japón, SIFMA, Thomson Reuters Datastream y cálculos del Bank of England.

a los choques que se originan en el exterior (ver Cesa-Bianchi y Sokol, próximo a publicarse).

Un importante canal de los efectos de contagio global es sin duda la política monetaria. Es razonable esperar que en los años venideros se eleven las primas mundiales por plazo, ya que las ventas de activos netos podrían cambiar de manera significativa la situación que imperó los últimos cuatro años cuando toda emisión neta dentro del G4 fue en efecto absorbida (cuadro 1).

La intención ampliamente anticipada de la Reserva Federal de reducir gradualmente sus acervos de valores del Tesoro de Estados Unidos podría a la postre tener efectos significativos en las condiciones financieras mundiales. Si bien el grado y el momento precisos de este efecto están sujetos a considerable incertidumbre, es clara la dirección: reducir el acervo de activos adquiridos debería incrementar la prima por plazo para los valores del Tesoro de Estados Unidos (debido al equilibrio de la cartera y a los efectos de señalización). Recientemente el personal de la Reserva Federal estimó que la normalización de los balances generales podría a la larga llevar a un alza de 75 puntos básicos

en la prima por inversión a diez años (ver Bonis y Wei, 2017). De acuerdo con la Primary Dealer Survey de julio, la subida esperada de la mediana en el rendimiento de los valores del Tesoro de Estados Unidos a 10 años durante los próximos dos años debido a una reducción en el balance general es aproximadamente de 30 pb (con un rango intercuartílico de 20-50 pb). Independientemente de lo que suceda, un análisis del Bank of England sugiere que aproximadamente dos tercios de los cambios en las primas por plazo de Estados Unidos se diseminarán con el tiempo por el Reino Unido.²⁸

²⁸ Este análisis usa el sistema flexible de modelos mundiales (modelo FSGM, por sus siglas en inglés) del FMI, un modelo semiestructural de la economía mundial que registra el comercio internacional y las vinculaciones financieras.

4. ¿DEBERÍA AJUSTARSE EL MARCO DE LA POLÍTICA MONETARIA?

En resumen, la demanda mundial se ha convertido en un elemento importante de presión sobre la capacidad nacional (esto es, los movimientos a lo largo de la curva de Phillips), y la integración mundial en todas las dimensiones –trabajo, servicios y productos finales e intermedios– actúa como una serie de choques positivos de demanda que suscitan presiones desinflacionarias sostenibles (esto es, cambiando la curva de Phillips hacia abajo y aplanándola).

Y así como los factores mundiales afectan la relación entre la atonía nacional y la inflación, han hecho que sea más difícil para los bancos centrales establecer su política para el logro de metas. Las fuerzas seculares importantes han reducido la tasa de interés de equilibrio, lo cual significa que los bancos centrales han tenido que usar herramientas no convencionales para proporcionar estímulo. Al mismo tiempo, los mercados abiertos e integrados han reducido el control de los bancos centrales sobre sus condiciones financieras nacionales.

A raíz de tales retos desinflacionarios, hay algunos que sostienen que deberían reformarse las estructuras de la política monetaria. Por ejemplo, Claudio Borio recientemente sugirió que los efectos desinflacionarios seculares a partir de la integración mundial continua podrían dominar las crecientes presiones inflacionarias cíclicas generadas por la brecha de producto mundial más pequeña a medida que progresa la recuperación (Borio, 2017). Manteniendo las tradiciones del BPI, Borio alienta a los bancos centrales que vayan contra los fundamentos, aceptando los resultados de inflación más bajos, tanto por razones macroprudenciales como para absorber los choques de demanda global.²⁹

Desde mi perspectiva, la vara para cambiar las estructuras de política monetaria debería ser muy alta. Consideremos el Bank of England. Tenemos un amplio repertorio de herramientas macroprudenciales que permiten que la política monetaria sea la última línea de defensa contra los riesgos de estabilidad financiera. Nuestro mandato de política monetaria del gobierno del Reino Unido da al Comité de Política Monetaria (CPM) la discreción limitada y necesaria para responder con flexibilidad a los choques reales, entre ellos los provenientes de la globalización, mientras mantiene la primacía de la estabilidad de precios. De manera más general, en la medida en que haya una *buena deflación* a partir de la globalización, esta se da en paralelo con los riesgos persistentes de una

²⁹ Algunos argumentan que deberían elevarse las metas de inflación. Los supuestos beneficios de hacerlo podrían depender excesivamente de la relación entre la meta de inflación y las expectativas de inflación en un entorno deflacionario y en la proximidad del límite mínimo de las tasas de interés.

Gráfica 12

ÓRDENES FUERTES DE BIENES DE CAPITAL SEÑALAN EL VIRAJE DE LA DEMANDA HACIA LA INVERSIÓN

Cambio porcentual, 3 meses sobre 12 meses antes



Fuentes: Thomson Reuters Datastream y cálculos del Banco.

deflación de deuda de Fisher, al estilo antiguo, que ciertamente podría ser muy mala.

Soy también consciente de que los bancos centrales han sido generalmente capaces de lograr sus metas y que, con el fortalecimiento y la ampliación de la expansión mundial, las fuerzas cíclicas deberían aliviar las limitaciones a los bancos centrales. Además, a medida que la demanda en una cantidad de economías importantes vira del consumo a la inversión³⁰ (gráfica 12) y que las políticas fiscales se tornan menos contractivas,³¹ deberían elevarse las tasas de interés real de equilibrio en todas partes. Esto significa que, en igualdad de condiciones, una postura estática de política monetaria se hace más expansiva.

Dicho esto, me gustaría advertir que la persistencia de factores seculares importantes que empujan hacia abajo las tasas reales mundiales de equilibrio a largo plazo significa que aún se puede esperar que las tasas de política sólo se incrementen hasta cierto nivel y puede esperarse que ello ocurra a un ritmo gradual, fijándolas a niveles significativamente por debajo de los anteriores a la crisis.

Las fuerzas competitivas en aumento a partir de la globalización (tanto las reales como las debatibles) han actuado también por medio de los mercados del trabajo y de bienes para reducir la capacidad de respuesta de la inflación a la atonía nacional

³⁰ La contribución de la inversión al crecimiento del PIB mundial se ha incrementado a 0.7 pp en el primer trimestre de 2017 de un promedio de 0.3 pp durante 2016. La inversión ha contribuido un 70% en la subida del crecimiento del PIB mundial entre el primero y el tercer trimestres de 2016 y el cuarto de 2016 y el segundo trimestres de 2017.

³¹ El equilibrio estructural fiscal mundial se estrechó a un 2.5% del PIB mundial entre 2010 y 2014 pero se amplió en aproximadamente un 0.5% desde entonces.

El Reino Unido es una economía muy abierta. Su comercio, en particular con la Unión Europea, es un factor determinante de las presiones inflacionarias internas. El traspaso de la inflación importada (incluso por los cambios persistentes en el tipo de cambio) es significativo y puede influir de manera contundente en la inflación a lo largo del horizonte de política. Y las condiciones financieras del Reino Unido están influenciadas por los sucesos externos en mayor medida que en otras economías.

El Reino Unido ha comenzado el proceso de redefinir su relación con sus mayores socios comerciales y de inversiones. Para ser claros, la intención no es volverse hacia dentro sino más bien incrementar la apertura con el tiempo. En especial, la meta del gobierno del Reino Unido es un “acuerdo de libre comercio amplio, ambicioso y osado con la Unión Europea”. Con la partida de la Unión Europea se intenta mejorar la capacidad del Reino Unido para lograr acuerdos de comercio e inversión con una amplia gama de países, más allá de los abarcados en virtud de su membresía en la Unión Europea.

Pero el Brexit es un ejemplo de *reculer pour mieux sauter*.³² Esto es porque cualquier reducción en la apertura con la Unión Europea es poco probable que sea inmediatamente compensada por nuevos lazos de similar magnitud con otros socios comerciales. Y aun si se pudieran cerrar acuerdos con nuevos socios inmediatamente, la reorientación de las relaciones de negocios llevará cierto tiempo.

Esto hace que el Brexit, con respecto a la experiencia de la segunda mitad del siglo, sea único. Será, al menos por cierto tiempo, un ejemplo de la desglobalización no de la globalización. Se dará rápido, no lentamente. Sus efectos no se generarán de manera furtiva, sino que pueden anticiparse.

Permítanme concentrarme en estos efectos.

El primero es el obvio efecto desinflacionario del Brexit dado que la Unión Europea absorbe un 44% de las exportaciones del Reino Unido. Cualquiera que sea el acuerdo y la transición que se negocie, en términos de acuerdos finales y de la transición hacia los mismos, la influencia más importante sobre la demanda a corto plazo será el grado de acceso al mercado único, ya que el Reino Unido tiene un superávit comercial de un 1.5% en servicios y un 5% de déficit comercial en bienes.³³

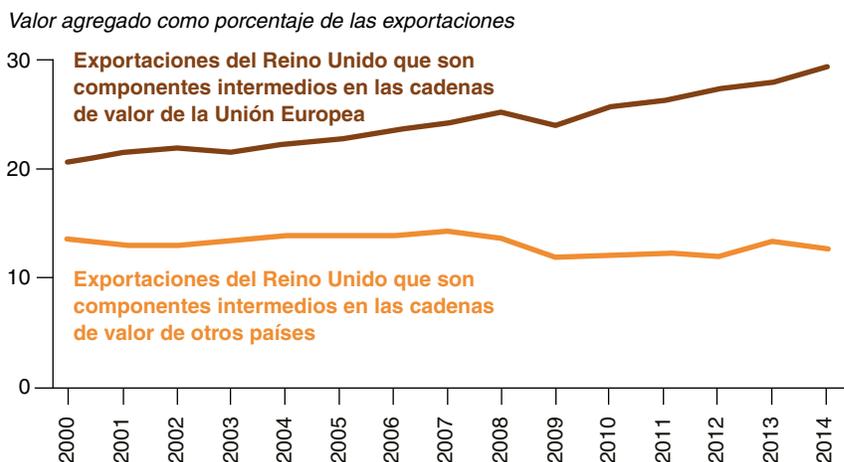
La demanda externa de las exportaciones del Reino Unido reflejará también el grado al cual las empresas del Reino Unido pueden sostener

³² Literalmente: dar un paso atrás para saltar mejor.

³³ El efecto final del Brexit sobre la demanda en la Unión Europea de exportaciones del Reino Unido depende del grado en el cual el acceso del Reino Unido a los mercados de la Unión Europea se asemeje a ser miembro de la unión aduanera para los bienes y del mercado único, que abarca el comercio de bienes y también de servicios.

Gráfica 13

REINO UNIDO CADA VEZ MÁS INTEGRADO EN LAS CADENAS DE SUMINISTROS DE LA UNIÓN EUROPEA



Notas: la gráfica muestra que tanto del valor agregado por el Reino Unido en las exportaciones hacia la Unión Europea u otros países es reexportado seguidamente. Fuentes: Credit Suisse y World Input-Output Database (edición de 2016).

sus posiciones en las cadenas de abastecimiento mundiales con base en la Unión Europea. La proporción de exportaciones del Reino Unido que son componentes intermedios de cadenas de valor de la Unión Europea se ha incrementado de aproximadamente 1/5 de las exportaciones en 1995 a aproximadamente 1/3 en 2014 (gráfica 13).³⁴ De manera creciente, el Reino Unido no exporta tanto a Europa sino a través de Europa; es un proveedor de componentes de bienes finales que se exportan más allá del continente.³⁵

La retención de estas posiciones podría ser un reto tal como lo indica la evidencia de que el comercio de bienes intermedios parece ser más sensible a costos del comercio como los aranceles. Dado

que la cercanía parece también ser más importante para el comercio de productos intermedios que para el de productos finales,³⁶ los sustitutos internacionales para los compradores europeos de productos intermedios provenientes del Reino Unido, así como los proveedores europeos de productos intermedios dentro de las cadenas de abastecimiento del Reino Unido, podrían ser más difíciles de abastecer.

Estos efectos y la experiencia de los últimos 30 años conducen a la pregunta: si la globalización es desinflacionaria, ¿el Brexit será inflacionario?

Ciertamente, puede anticiparse que este proceso de desintegración haga que la curva de Phillips sea más marcada dadas las perturbaciones en las cadenas de valor internas de Europa y la reducida competencia en los mercados laboral y de bienes del Reino Unido. Además, llevará algún tiempo la reubicación de capital para adecuarse

³⁴ Base de datos mundial de insumo-producto. Ver también Credit Suisse (2016).

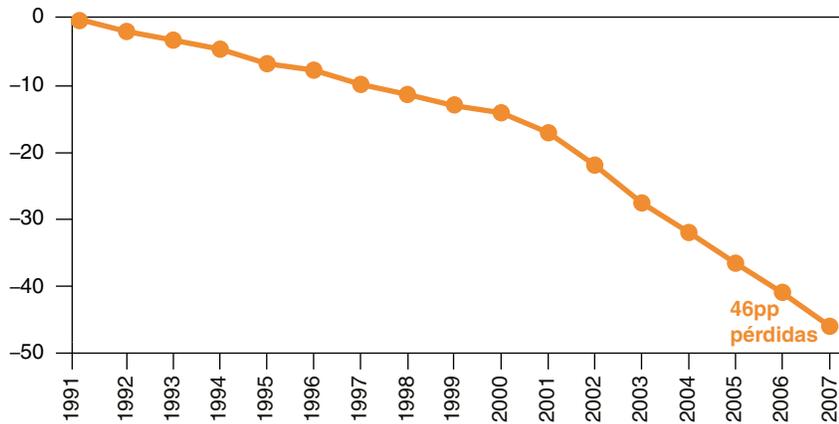
³⁵ La participación de las exportaciones intermedias del Reino Unido a la Unión Europea para las cuales el producto final permanece en la Unión Europea ha caído en un 6% desde 1995.

³⁶ Ambos hallazgos se presentan en Miroudot *et al.* (2009).

Gráfica 14

SALARIOS RELATIVOS DE LOS TRABAJADORES EXPUESTOS A LOS MERCADOS DE TRABAJO MUNDIALES CONTRAÍDOS

Pérdidas de ganancias acumuladas (puntos porcentuales)



Notas: la gráfica muestra que las pérdidas estimadas desde 1991 para un trabajador en una empresa en el sector de la manufactura con una exposición alta al crecimiento de la competencia en relación con un trabajador con exposición baja, en términos de su participación en las ganancias anuales en 1991.
Fuente: Autor (2017).

a los nuevos acuerdos comerciales, lastrando el crecimiento de la capacidad de oferta de la economía mientras ocurre. Al mismo tiempo, cualquier incremento de aranceles para las importaciones del Reino Unido, o aumentos en el costo de las importaciones debido a restricciones de acceso más amplias causarían que la curva de Phillips se eleve temporalmente ya que esos costos más altos se traspasan a la cadena de suministro.

Estos efectos inflacionarios podrían reforzarse por los acontecimientos en el mercado laboral. Al igual que en otras economías avanzadas, la expansión de la oferta mundial de trabajo ha forzado un doloroso periodo de ajuste para los trabajadores más expuestos en el Reino Unido (que no siempre son los menos calificados; gráfica 14).³⁷ Esto re-

duce las presiones inflacionarias de la economía en su conjunto.

Sin embargo, los niveles más altos de inmigración en el Reino Unido no se han asociado con reducciones significativas en el crecimiento de los salarios en general y por lo tanto de la inflación.³⁸ La investigación del Bank of England sugiere que un alza del 10 % en la oferta de mano de obra (equivalente a una subida de aproximadamente 265,000 en la inmigración neta) generalmente reduce la inflación en sólo aproximadamente 0.1 puntos porcentuales.³⁹ Esto es debido a que los efectos de

china han experimentado grandes caídas del empleo en la industria manufacturera, con alzas compensatorias en el empleo ajeno a la industria manufacturera.

³⁷ Los efectos más importantes son para los trabajadores menos calificados en las industrias de servicios. Ver Nickell y Saleheen (2015).

³⁸ Ver el recuadro en las páginas 30-31, del Bank of England, *Inflation Report*, de mayo de 2015.

³⁷ Pessoa (2016). La investigación del Bank of England que replica el trabajo de Autor *et al.* (2015) descubre que las áreas en el Reino Unido con una gran exposición a la competencia

los cambios en la inmigración de la oferta de trabajo se compensan en gran medida con los cambios correspondientes en la demanda.

Esto implica que cualquier reducción en la inmigración neta posterior al Brexit podría, por lo tanto, tener *a la larga* sólo un modesto efecto en los precios en el equilibrio general. No obstante, considerando el corto plazo, la caída brusca de la inmigración podría resultar en escasez en algunos sectores que se han convertido en dependientes de la mano de obra inmigrante, y contribuir de manera más significativa a las presiones inflacionarias.

Además, la facilidad con la cual los empleados del Reino Unido han sido capaces de conseguir mano de obra del extranjero y de trasladar sus operaciones fuera del país como resultado de la globalización ha tenido peso en el crecimiento de los salarios, si bien el tamaño de estos efectos de la total libertad para hacerlo es difícil de considerar. Al grado al cual tales efectos han operado, cualquier restricción sobre la mano de obra que resultara del Brexit, tanto de manera real como consignada, debería hacer más pronunciada la curva de Phillips de salarios, incrementando la sensibilidad de los salarios nacionales a la atonía del mercado laboral interno [moviéndose en sentido contrario al viraje exhibido en (3) en el diagrama 1 anterior].

La misma capacidad potencial de oferta del Reino Unido posiblemente sea también más baja, ya que parte de la capacidad ligada a Europa será obsoleta. La reducción y reorientación del comercio posiblemente tengan peso en la productividad durante algún tiempo por una pérdida de ventaja comparativa y la perturbación de las cadenas de abastecimiento a medida que las empresas en el Reino Unido pasan de clientes de abastecimiento de la Unión Europea a clientes en el resto del mundo. Las estimaciones empíricas sugieren que una reducción del 20% del comercio tiende a arrastrar a la productividad en aproximadamente un 5% a largo plazo (Feyrer, 2009). El efecto real dependerá de la rapidez con la cual se pueda reemplazar cualquier acceso perdido a mercados europeos y de terceros países (por acuerdos comerciales

europeos). En este sentido, las declaraciones del Primer Ministro del Reino Unido en Canadá hoy son potencialmente significativas.

Con respecto al tipo de cambio, los efectos de la inflación importada son particularmente significativos para la dinámica inflacionaria del Reino Unido, dada la apertura de su economía, el bajo grado de facturación en moneda nacional⁴⁰ y el traspaso relativamente lento, pero de envergadura, de grandes y persistentes movimientos del tipo de cambio.

Aproximadamente un 60% de los movimientos persistentes en la libra tienden a traspasarse a los precios de las importaciones, y estos cambios en los precios de las importaciones se traspasan completamente, si bien de manera gradual, a los precios al consumidor. El total del contenido importado de los bienes finales de consumo y de los servicios es cercano a un 30%, del cual aproximadamente la mitad se debe al uso de productos intermedios en la producción. Por lo tanto, se esperaría que un cambio del 10% en el tipo de cambio incremente, finalmente, los precios de las importaciones en un 6% y los precios al consumidor en un 1.6%. Aproximadamente la mitad del incremento de los precios de las importaciones se traspasa dentro del primer año, pero el traspaso total toma aproximadamente cuatro años hasta completarse.

En otras palabras, en el Reino Unido, las grandes fluctuaciones del tipo de cambio crean una dinámica de precios que es relevante para el horizonte de política.⁴¹

⁴⁰ Ver Gopinath (2016). Gopinath halla que los precios internacionales medidos en la moneda de facturación no son sensibles a los cambios en el tipo de cambio. Por lo tanto, si una gran parte de las importaciones del país se factura en moneda extranjera, los cambios en su tipo de cambio se reflejarán especialmente en los cambios de precios de las importaciones en moneda local; en otras palabras, el traspaso será mayor. Para el Reino Unido, Gopinath halla que apenas menos de la mitad de las importaciones se facturan en dólares estadounidenses.

⁴¹ Hay evidencia de los efectos de umbral en el traspaso del tipo de cambio. El traspaso de movimientos bilaterales del tipo de cambio que superan el 5% es aproximadamente cuatro veces mayor a los cambios por debajo del 5%. Ver Lewis (2016).

Con posterioridad al Brexit, la libra esterlina reflejará los cambios en los términos de comercio, la capacidad de oferta y el ingreso relativo del Reino Unido. El mercado ya ha anticipado algunos de estos efectos. Si finalmente la libra se aprecia o deprecia por el Brexit dependerá de los términos del acuerdo final con respecto a las expectativas del mercado en ese momento.

Finalmente, concentrándonos en las implicaciones de política, es crítico reconocer que el Brexit representa un choque real sobre el cual poco puede hacer la política monetaria. La política monetaria no puede evitar que posiblemente los ingresos reales se debiliten como consecuencia del cambio a nuevos acuerdos comerciales con la Unión Europea; sin embargo, puede influir en cómo se distribuye este golpe a los ingresos entre las pérdidas de empleo y el alza de precios. Y puede respaldar a los hogares y las empresas del Reino Unido mientras se adaptan a este profundo cambio.

A fin de cuentas, puede anticiparse que los efectos de desintegración del Brexit van a producir una curva de Phillips más pronunciada y que serán inflacionarios. Actualmente, la duda principal consiste en el grado al cual se ha adelantado este ajuste.

Estos temas sobre la programación son una de las razones por las cuales el Comité de Política Monetaria ha destacado con insistencia que las implicaciones del Brexit para la política monetaria no serán automáticas. La perspectiva de inflación equilibrará los efectos inflacionarios del tipo de cambio, de la inflación importada como consecuencia de aranceles más altos y una curva de Phillips más pronunciada a partir de los efectos en la cadena de suministro y en el mercado laboral, con secuelas desinflacionarias por la menor demanda de la Unión Europea de bienes y servicios provenientes del Reino Unido, consecuencias adversas sobre el gasto, incluidas las que tendrá sobre la inversión de negocios, por la previsión de un crecimiento menor (Blanchard *et al.*, 2015), y posibles efectos de la incertidumbre sobre la demanda nacional. Sin duda que el momento y la

escala de estos efectos están sujetos a una absoluta incertidumbre.

La jurisdicción del Comité de Política Monetaria especifica que, ante circunstancias excepcionales tales como el Brexit, el Comité debe equilibrar ventajas e inconvenientes entre la velocidad a la cual intenta devolver a la inflación sostenible a la meta y el apoyo que ofrece la política monetaria al empleo y la actividad.

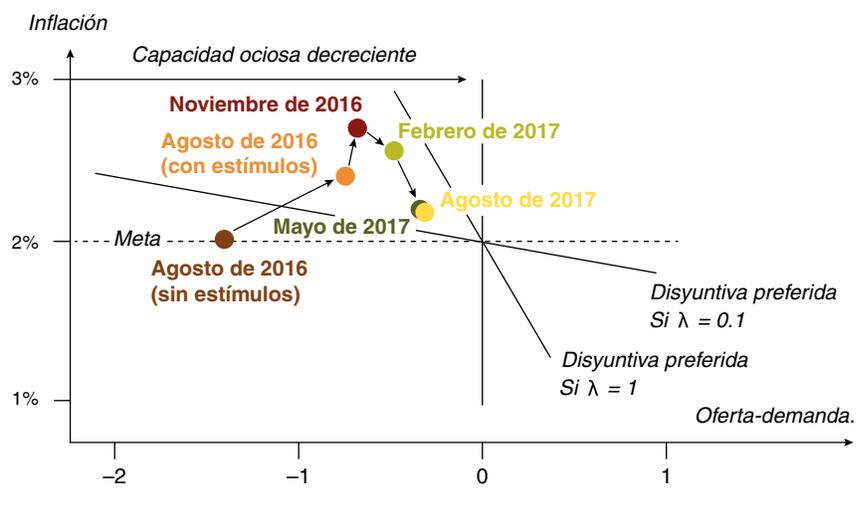
Es por esto que apenas después del referendo, el Bank of England anunció una serie de medidas monetarias y financieras para respaldar a la economía. Estas medidas se calibraron para equilibrar la oportunidades y amenazas que emergieron inmediatamente después del referendo entre garantizar una vuelta sustentable de la inflación a la meta y respaldar el empleo y el crecimiento (gráfica 15).

El estímulo está funcionando. Hay crédito disponible, el costo de endeudamiento está casi en mínimos, la economía ha superado las expectativas y el desempleo ha alcanzado su nivel más bajo en 42 años. Por lo tanto, está disminuyendo la alternativa entre inflación y capacidad ociosa.

Los hogares, las empresas y los mercados financieros del Reino Unido han reaccionado con distintas velocidades y en diversos grados ante las perspectivas de la partida del Reino Unido de la Unión Europea. En general, se ha diferido parte del choque desinflacionario a la demanda, lo que no es poca cosa ya que el Reino Unido no ha salido todavía de la Unión Europea, y al mismo tiempo han empezado a aparecer la mayoría de los canales inflacionarios.

Los mercados financieros, en especial el de la libra esterlina, redujeron las perspectivas del Reino Unido de manera rápida y rotunda. El índice del tipo de cambio de la libra esterlina (*sterling* ERI en inglés) se depreció en aproximadamente un 20% desde que el proceso del Brexit se transformó en una posibilidad. Acciones seleccionadas del Reino Unido han tenido un rendimiento inferior a las acciones de las economías avanzadas del mundo en aproximadamente 30 pb desde el referendo (en términos de moneda común) y los rendimientos reales

LA DISYUNTIVA QUE EMERGIÓ DESPUÉS DE QUE EL REFERENDO HABÍA MENGUADO



a largo plazo del Reino Unido están 60 pb por debajo en comparación con los de Estados Unidos.

Inicialmente los particulares ignoraron las incertidumbres relacionadas con el Brexit. Pero recientemente, en tanto las consecuencias de la caída de la libra esterlina se hicieron evidentes en las tiendas y presionaron el ingreso real familiar, los hogares han recortado su gasto, con lo cual la economía se desaceleró.

Las empresas han estado en una situación intermedia. Desde el referendo, han invertido de manera mucho menos enérgica que de costumbre en respuesta a un entorno que hasta hace poco les era muy favorable (entorno externo sólido, bajo costo de capital, tasas de rentabilidad favorables y capacidad ociosa limitada).

El resultado de estos efectos ha llevado a que el crecimiento general del Reino Unido se desacelerara en la primera mitad de 2017, aun cuando en el resto del G7 el crecimiento registrara alzas, y el crecimiento del Reino Unido parece destinado a permanecer en niveles más bajos que el del G7 en promedio hasta mediados de 2018. El Reino Unido ha experimentado un bajo desempeño sólo dos

veces en los últimos tres decenios: una vez durante el momento más profundo de la crisis financiera y una vez después del colapso del Lawson Boom a fines de los años ochenta.

Desde la perspectiva de la oferta, comienza a sentirse el proceso de salida de la Unión Europea. Las incertidumbres asociadas con el Brexit hacen que algunas empresas demoren sus decisiones de incrementar la capacidad productiva y de ingresar a nuevos mercados. La baja inversión prolongada limitará el crecimiento del acervo de capital y los aumentos de la productividad. Ciertamente, si la proyección del Comité de Política Monetaria se concreta, se espera que el nivel de inversión en 2020 sea un 20% inferior al que el Comité había pronosticado antes del referendo. La emigración neta ha caído también en un 25% desde el referendo.

Como resultado de estos factores y de la debilidad general en el crecimiento de la productividad en el Reino Unido desde la crisis financiera mundial, la capacidad de oferta de la economía del Reino Unido posiblemente se expanda sólo a ritmos moderados en los años venideros.

Los indicadores más recientes son compatibles con la demanda en el Reino Unido que crece apenas en exceso con respecto a la tasa disminuida de crecimiento potencial de la oferta, y con respecto a la erosión continuada de lo que es ahora un grado relativamente limitado de capacidad ociosa. En todo caso, los acontecimientos recientes sugieren que la capacidad ociosa restante está siendo absorbida de manera un poco más rápida de lo que se hubiera esperado, y que posiblemente la inflación sobrepase la meta del 2% durante los próximos tres años.

Es clara la función de reacción del Comité de Política Monetaria. La erosión continua de la atonía disminuye el dilema que se requiere equilibrar y, en igualdad de circunstancias, reduce la tolerancia del Comité a la inflación que supera la meta.

Como declaró el Comité la semana pasada, si la economía sigue un rumbo compatible con la perspectiva de una erosión continua de la atonía y un aumento gradual de la presión inflacionaria, entonces, con una mayor disminución del dilema que esto implicaría, sería apropiado retirar parte

del estímulo monetario durante los próximos meses a fin de devolver la inflación de manera sostenible a su objetivo.

Se refuerza la posibilidad de un ajuste monetario modesto por la posibilidad de que el r^* mundial pueda estar en alza, lo cual significa que la política monetaria tiene que moverse para mantenerse en el mismo lugar.

Se podrá anticipar que cualquier perspectiva de incremento en la tasa bancaria se dará a un ritmo gradual y en un monto limitado, congruente con la política monetaria, y continuará brindando un apoyo importante para la economía.

Perduran considerables riesgos con respecto a la perspectiva para el Reino Unido, entre ellos la respuesta de los hogares, las empresas y los mercados financieros a los acontecimientos relacionados con el proceso de separación de la Unión Europea. El Comité de Política Monetaria responderá a estos a medida que ocurran siempre y cuando afecten la conducta de los hogares y de los negocios, como así también la perspectiva inflacionaria.

6. CONCLUSIÓN

Antes de la gran ola de la globalización, una serie de importantes reformas institucionales incrementaron la transparencia y la obligación de rendir cuentas de los bancos centrales. La mejorada credibilidad de la política monetaria que se produjo dio como resultado una marcada caída en la inflación y una reducción considerable de la sensibilidad a la inflación a los cambios en la atonía. Al impulsar una mayor competencia, la globalización incrementada ha reforzado la eficacia de estas reformas.⁴²

⁴² Un aspecto destacado por Ken Rogoff (2003). En términos técnicos, Rogoff usa la estructura de sesgo inflacionario de Barro-Gordon para mostrar que la competencia incrementada que resulta de una mayor integración mundial reduce el incentivo de los bancos centrales para generar sorpresas de inflación al: 1) reducir la brecha entre el nivel *eficaz* del producto, el que se produciría si no hubiera fricciones reales o nominales en la economía, y el nivel *natural* del producto, el que se produciría si no hubiera fricciones nominales, por

Las entidades responsables de formular la política económica, como el Comité de Política Monetaria, aprovecharon esta credibilidad durante la crisis financiera para anclar las expectativas de inflación ante las presiones deflacionarias tanto internas como externas.

Independientemente de cómo evolucionarán las influencias externas sobre la inflación en el futuro, el marco institucional del Bank of England, que actualmente está celebrando su 20o aniversario de política monetaria independiente, deja al Comité de Política Monetaria bien equipado para lograr la estabilidad de precios.

Los mayores determinantes de la prosperidad a mediano plazo del Reino Unido serán la nueva relación del país con la Unión Europea y las reformas que esta catalice. Muchos de los ajustes necesarios para pasar a este nuevo equilibrio son reales en su origen, y no están en manos de los responsables de aplicar la política monetaria. Sin embargo, la política monetaria puede ayudar a construir las bases para una prosperidad prolongada al lograr la meta de inflación de manera tal que ayude a moderar el ajuste real en la economía y a respaldar el empleo ante grandes fuerzas externas. Es la mejor contribución que el Comité de Política Monetaria puede hacer para el bien de los habitantes del Reino Unido.

Cualquier perspectiva de incremento en la tasa bancaria se dará a un ritmo gradual y en un monto limitado, congruente con la política monetaria, y continuará brindando un apoyo importante para la economía

medio del poder de monopolio reducido tanto en el mercado de bienes como en el laboral; y 2) flexibilidad creciente de precios. Podría decirse que los incrementos de la transparencia y la rendición de cuentas del banco central que han ocurrido durante los dos últimos decenios han reforzado esta reducción del sesgo inflacionario.

BIBLIOGRAFÍA

- Abdih, Y., R. Balakrishnan, y B. Shang (2016), *What Is Keeping US Core Inflation Low?*, IMF Working Paper, núm. 16/124.
- Arseneau D., y S. Leduc (2011), “Threatening to Offshore in a Search Model of the Labor Market”.
- Auer, Raphael A., Andrei A. Levchenko, y Philip Sauré (2017a), *International Inflation Spillovers through Input Linkages*, NBER Working Paper, núm. 23246, <DOI: 10.3386/w23246>.
- Auer, Raphael A., Claudio Borio, y Andrew Filardo (2017b), *The Globalisation of Inflation: The Growing Importance of Global Value Chains*, BIS Working Paper, núm. 602, enero.
- Autor, David H., David Dorn, y Gordon H. Hanson (2015), “Untangling Trade and Technology: Evidence from Local Labour Markets”, *The Economic Journal*, vol. 125, núm. 584, pp. 621-646, <DOI: 10.1111/eoj.12245>.
- Banco de Pagos Internacionales (BPI), *87th Annual Report*, 2017.
- Bank of England (2014), *Inflation Report*, mayo.
- Bank of England (2015), *Inflation Report*, mayo.
- Bank of England (2017), *Inflation Report*, febrero.
- Bean, Charles, (2006), “Globalisation and Inflation”, discurso pronunciado en la London School of Economics, 24 de octubre.
- Bernanke, Ben (2005), “The Global Saving Glut and the US Current Account Deficit”, 10 de marzo.
- Blanchard, O., E. Cerutti y L. Summers (2015), *Inflation and Activity—Two Explorations and their Monetary Policy Implications*, NBER Working Paper, núm. 21762.
- Blinder A. (2009), “How Many US Jobs Might Be Offshorable?”, *World Economics*, vol. 10, núm. 2.
- Bonis, B., J. Ihrig y M. Wei (2017), “The Effect of the Federal Reserve’s Securities Holdings on Longer-term Interest Rates”, FEDS Notes, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, 20 de abril.
- Borio, Claude (2017), “How Much Do We Really Know about Inflation?”, presentación sobre el BIS 87th Annual Report, 25 de junio.
- Carney, Mark (2017), “A Fine Balance”, discurso presentado en la Mansion House, 20 de junio.
- Cesa-Bianchi, A., y A. Sokol, “The International Credit Channel of US Monetary Policy and Credit Shocks”, próximo a publicarse.
- Cesa-Bianchi, A., G. Kindberg-Hanlon, B. Nelson y G. Thwaites, G, Bank of England, próximo a publicarse.
- Credit Suisse (2016), *Brexit the Supply Chain*, European Economics Research, 11 de agosto.

- Danninger, S. (2016), *What's Up with U.S. Wage Growth and Job Mobility*, IMF Working Paper, núm. 16/122.
- Draghi, M. (2017), "Accompanying the Economic Recovery", discurso introductorio al ECB Forum on Central Banking 2017.
- Feyrer J. (2009), *Trade and Income—Exploiting Time Series in Geography*, NBER Working Paper, núm. 14910.
- Fondo Monetario Internacional (2013), *The Dog that Didn't Bark: Has Inflation Been Muzzled or Was It Just Sleeping?*, Perspectivas de la Economía Mundial (WEO), abril.
- Fondo Monetario Internacional (2017), "Understanding the Downward Trend in Labour Income Shares", capítulo 3 de *Gaining Momentum?*, Perspectivas de la Economía Mundial (WEO), abril.
- Gilchrist, S., R. Schoenle, J. Sim y E. Zakrajšek (2017), "Inflation Dynamics during the Financial Crisis", *American Economic Review*, vol. 107, núm. 3, pp. 785-823.
- Goldberg, Linda S., y José Manuel Campa (2010), "The Sensitivity of the CPI to Exchange Rates: Distribution Margins, Imported Inputs, and Trade Exposure", *Review of Economics and Statistics*, vol. 92, núm. 2, mayo, pp. 392-407, <DOI: 10.1162/rest.2010.11459>.
- Gopinath, G. (2016), "The International Price System", Jackson Hole Symposium Proceedings.
- Hall, R. E. (2016), *The Role of the Growth of Risk-averse Wealth in the Decline of the Safe Real Interest Rate*, NBER Working Paper, núm. 22196.
- Holston, K., T. Laubach y J. C. Williams (2016), "Measuring the Natural Rate of Interest: International Trends and Determinants", *Journal of International Economics*, vol. 108, suplemento 1, págs. S59-S75.
- Lewis, J. (2016), *What Can Big Data Tell Us about the Pass-through of Big Exchange Rate Changes?*, Bank of England Staff Working Paper, núm. 579.
- Lisack, N., R. Sajedi y G. Thwaites (2017), *Demographic Trends and the Real Interest Rate*, Staff Working Paper, núm. 701, diciembre.
- Miranda-Agrippino, S., y H. Rey (2015), *World Asset Markets and the Global Financial Crisis*, NBER Working Paper, núm. 21722.
- Miroudot, S., R. Lanz y A. Ragoussis (2009), *Trade in Intermediate Goods and Services*, OECD Trade Policy Papers, núm. 93.
- Mueller, U., y M. Watson (2015), *Low-frequency Econometrics*, NBER Working Paper, núm. 21564, utilizando datos desde los años cincuenta.
- Nickell, S., y J. Saleheen (2015), *The Impact of Immigration on Occupational Wages: Evidence from Britain*, Bank of England Staff Working Paper, núm. 574.
- Pessoa, J. (2016), *International Competition and Labour Market Adjustment*, CEPR Discussion Paper, núm. 1411.
- Rachel, L., y T. Smith (2015), *Secular Drivers of the Global Real Interest Rate*, Bank of England Working Paper, núm. 571.
- Rogoff, K. (2003), "Globalization and Global Disinflation", *Economic Review*, vol. 88, núm. 4, cuarto trimestre, pp. 45-78.
- Rotunno, Lorenzo, y Adrian Wood (2016), *Wage Inequality and Skill Supplies in a Globalised World*, AMSE Working Paper, núm. 1634, Aix-Marseille School of Economics, Marsella, Francia.
- Vlieghe, Gertjan (2016) "Debt, Demographics and the Distribution of Income: New Challenges for Monetary Policy", discurso en la London School of Economics, 18 de enero.
- Vlieghe, Gertjan (2017), "Real Interest Rates and Risk", discurso en la Society of Business Economists, Annual Conference, 15 de septiembre.