

Desinflaciones y shocks de expectativas

En anteriores posts de este sitio se hizo referencia a la relevancia actual del análisis del “fin de grandes inflaciones en Sargent (81)”. Es difícil no verse tentado a intervenir en una discusión sobre temas de inflación y estabilización alrededor de ese memorable trabajo. Para alguien de una cierta edad, también resulta inevitable recordar antiguos argumentos. Ese artículo fue muy comentado en su momento (inclusive, en el diseño de políticas económicas aquí y en otros lados). Aparte del reconocimiento general de su contribución al plantear una hipótesis claramente definida y buscar su contrastación con hechos históricos, ya desde entonces surgieron serias dudas sobre la validez de su punto central, tanto para hiperinflaciones como para casos menos extremos

El análisis de Sargent en esa ocasión (en trabajos posteriores sobre procesos de estabilización enfatizó más bien el efecto de comportamientos de aprendizaje) presume que las hiperinflaciones que estudió fueron arrancadas de raíz por medio de: i) anuncios fiscales y monetarios que señalaban sustentabilidad intertemporal de las finanzas públicas y renuncia del gobierno al impuesto inflacionario como mecanismo para la generación de recursos por señoreaje; ii) una unánime reacción del público que asignó credibilidad a los anuncios, y “capitalizó” los efectos futuros previstos en ellos; iii) una creencia general de que esa credibilidad monetaria y fiscal implicaba un final permanente de las presiones inflacionarias fundamentales; iv) una común percepción de que, como consecuencia, se cortarían rápida y plenamente las expectativas de inflación del conjunto de los agentes; v) una respuesta inmediata (un “freno en seco”) del conjunto de los precios en función de esas expectativas; vi) un comportamiento futuro que validó los anuncios del gobierno y las previsiones del público. Por decirlo de algún modo, el argumento sería que la “estabilización” (instalación de un régimen perdurable de baja inflación) precedió y provocó la “desinflación” (disminución de la inflación aunque fuera por algún tiempo).

Cuando se observa con algún detalle la historia de los episodios europeos de los años 1920, se aprecia que las cosas no ocurrieron así (las referencias incluyen Dornbusch, 1987 y, si cabe la mención, Heymann, 1986). En los inicios de las estabilizaciones hubo ciertamente anuncios, algunos espectaculares. En el caso alemán de 1923, por ejemplo, se proclamó una reforma monetaria que fijó el tipo de cambio, y se remplazó a un presidente del banco central que creía que su misión era imprimir todo lo necesario para alimentar las necesidades del comercio, casi literalmente a cualquier precio, por alguien proclive a la estabilización. Pero no hubo nada como un vuelco de políticas y conductas que se percibiera como establecido y permanente; más bien, el drama político y económico siguió siendo intenso, y muy grandes las dudas sobre el futuro inmediato (y, a fortiori, sobre plazos más largos): en lo fiscal, por ejemplo, el ministro de Hacienda alemán de la época dijo alguna vez que cuando lanzaron el programa, no sabían cómo harían para ordenar las cuentas públicas en los meses siguientes, y calificó a la operación como “empezar a construir una casa desde el techo”. Si las expectativas se aplacaron, fue de manera bastante menos que unánime, y aparentemente por la perspectiva de que el gobierno podría mantener el tipo de cambio mediante el uso de reservas, propias o prestadas, o contracción en los pagos corrientes sobre un horizonte limitado de tiempo ((lo

cual, por otro lado, sucedió no sin turbulencias), y no por inducción hacia atrás de un futuro más o menos lejano. Más que un “conocimiento común” de la atenuación de expectativas a partir de anuncios con potenciales efectos mediatos, fue probablemente la referencia muy difundida al tipo de cambio como patrón para la formación de precios, asociada a la desaparición de los efectos mecánicos de inercia inflacionaria, que contribuyó especialmente a coordinar la disminución de la tasa de inflación al interrumpirse de alguna manera la depreciación cambiaria. La desinflación, percibida como transitoria, abrió un espacio para que las políticas económicas se fueran consolidando y acumulando reputación. El horizonte de expectativas se fue ampliando paulatinamente. La normalización de las transacciones cotidianas y la merma en el impuesto inflacionario permitieron una recuperación de la actividad económica al interrumpirse la hiperinflación.

Las diferencias entre los mecanismos postulados por Sargent en 1981 y los esbozados aquí arriba sobre el final de las hiperinflaciones europeas no dependen de la usual distinción entre “expectativas racionales vs. adaptativas” (dicho sea de paso sobre ese refrán: qué más racional que “ver para creer” y aprender de los errores, al modo adaptativo?). ¿Cuál habría sido una reacción racional ante un anuncio gubernamental de un cambio fiscal drástico y permanente en país que evolucionaba de día en día en medio de las idas y vueltas típicas de una hiperinflación? ¿Por qué motivo suponer, como individuo, que, aun creyendo en las intenciones de los anuncios y en la capacidad de implementarlos, los demás agentes estarían igualmente convencidos, actuarían en consecuencia, y los precios relevantes responderían (uno se ve tentado a decir) como por arte de magia? ¿Cuáles serían entonces las señales capaces de inducir un freno sincronizado de distintos precios?

El “arte” de atacar a la inflación minimizando los costos de la convergencia consiste en inducir una atenuación del incremento del conjunto de precios en paralelo con una desaceleración de la suba nominal de la demanda agregada. Para eso interesa que las políticas económicas indiquen intenciones y criterios de gestión y provean guías para las decisiones del público. Pero, como proposición práctica, el que una desinflación descansa confiadamente en efectos de anuncios de “reformas permanentes” fiscales y monetarias, con la promesa implícita de que con eso desaparecen los problemas de transición, parece una apuesta difícilmente ganadora.

Como cuestión general, conviene que las políticas con potenciales repercusiones de largo plazo se consideren y discutan en esos términos, y no se decidan al impulso de un momento, en función de un posible impacto de opinión, para “mandar señales a los mercados”. Por otro lado, una estrategia de desinflación que depende del impacto de percepciones de cambio de régimen requiere que las futuras acciones comprometidas se perciban como incondicionales. Si se proclama que habrá una larga secuencia de políticas sujetas a nuevos criterios y restricciones, y que todo irá bien si todos creen que irá bien, hay que afrontar la pregunta sobre qué pasaría si las cosas no salen del todo de esa manera. Una respuesta posible es intentar comprar credibilidad inmediata decretando la eliminación de flexibilidad en las políticas a través de reglas rígidas. Como se ha experimentado en más de una ocasión, esas reglas suelen romperse en medio de crisis y, si la experiencia está incorporada en la memoria de los agentes, las expectativas se verían afectadas consecuentemente.

La presunción de que las expectativas de inflación se mueven unánimemente y en función del cálculo que harían los agentes sobre las finanzas intertemporales del gobierno resulta forzada. En toda inflación hay impuesto inflacionario, pero no se sigue que la dinámica de precios consista en una emanación directa de los requerimientos fiscales de señoreaje. Para un agente individual, enfrentado a formarse una creencia sobre la inflación futura, el problema central es anticipar la evolución de ciertos precios clave (tipo de cambio, precios públicos), y conjeturar cómo será el comportamiento de los demás agentes que influyen en la determinación de precios. Las previsiones sobre la evolución de la política económica en el futuro cercano son ciertamente parte de la formación de expectativas, pero también contarían con gran peso percepciones o señales sobre la conducta colectiva del sector privado. La coordinación de expectativas y conductas no ocurre de manera automática; por otro lado, como en los hechos la política económica responde al desempeño de la economía, esa coordinación o falta de ella es un determinante del grado de credibilidad de los anuncios que se hubieran realizado. Un programa de desinflación que promete un efecto rápido y sin costos a puro anuncio puede verse encerrado en un círculo de ese tipo.

Los planes contingentes detallados son construcciones analíticas útiles, pero no instrumentos concretos de decisión. Sin embargo, las políticas económicas deberían reconocer y contemplar la eventualidad de contingencias (entre ellas, que el “modelo de la economía” sobre el cual se actúa merezca ser revisado a la luz de los hechos). La administración del nivel de precios requiere de “anclas”, cuyo valor nominal queda pre-determinado por algún tiempo (más o menos prolongado, y de manera más o menos explícita según el caso). Como cuestión de lógica, eso implica en los hechos aceptar que, llegado el caso, ciertas variables se dejarán mover en términos reales a fin de que amortigüen deslizamientos de la inflación. Por ejemplo: en la regla de Taylor convencional, se trata de influir sobre la tasa de interés, y la acción sobre los precios operaría a través del producto y la tasa de interés real; si se ancla el tipo de cambio, la paridad real es variable de ajuste y absorbe (vía apreciación) los desvíos positivos de la inflación; algo similar valdría si se pre-fijan otras variables.

Los esquemas de ancla única concentran el peso sobre un solo instrumento, con el potencial de desalineamientos apreciables si la inflación no responde como se busca; las anclas múltiples permiten en principio repartir la carga, pero requieren una acción coordinada de diferentes dispositivos y áreas de política. La elección de las anclas, y de la correspondiente “función de reacción” en una circunstancia dada dependería de una evaluación de los mecanismos de transmisión sobre los precios, y de los costos que se le asignen a los “atrasos” reales de cada variable (lo cual a su vez sería función de condiciones iniciales, de los precios relativos en particular). El diseño macroeconómico para una desinflación tendiente al establecimiento de un régimen de inflación baja y previsible no implica acertijos insolubles, pero tampoco es una cuestión trivial que se pueda resolver con un pase de mano.

Referencias

Dornbusch, R. (1987): "Lessons from the German Inflation Experience of the 1920s"; NBER Working Paper, N° 1675

Heymann, D. (1986): "Las grandes inflaciones: características y estabilización", en *Tres Ensayos sobre Inflación y Políticas de Estabilización*: CEPAL

Sargent, T. (1981); "The End of Four Big Inflations", Federal Reserve Bank of Minneapolis, Working Paper 158