

Recuadro 2

EL EPISODIO DE ALTA INFLACIÓN GLOBAL DURANTE LOS AÑOS SETENTA

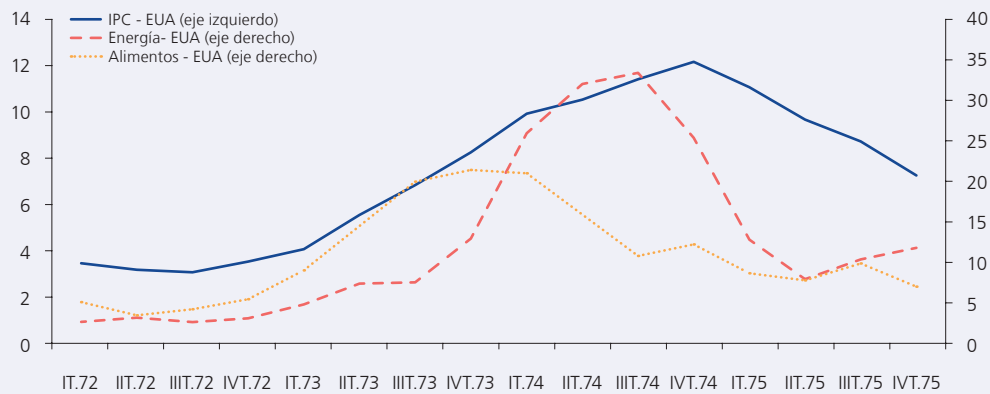
En los años setenta, luego de décadas de baja inflación, las economías desarrolladas experimentaron altas tasas de inflación debido al manejo macroeconómico y la significativa elevación del precio del petróleo. El presente recuadro describe la tendencia de la inflación durante esta década, en particular en Estados Unidos, las respuestas de política monetaria, el impacto de éstas sobre alguna de las principales variables macroeconómicas y algunas de las lecciones para el diseño posterior de la política monetaria.

El primer episodio de alta inflación en Estados Unidos: 1973-1974

En el caso particular de Estados Unidos, luego de registrar tasas de inflación promedio menores a 3 por ciento en la década de los sesenta, la inflación subió sostenidamente y llegó a 12 por ciento a fines de 1974. Entre febrero de 1974 y abril de 1975, excedió permanentemente el umbral de 10 por ciento (nivel no visto desde los años 40).

ESTADOS UNIDOS: EPISODIO DE INFLACIÓN DE 1973-1974

(Variación % interanual)



Fuente: OECD.

Según Vansteenkiste (2009)¹, las causas de la aceleración de la inflación se encuentran en una combinación de errores de política, choques globales y factores estructurales. Parte de las presiones inflacionarias fueron consecuencia del manejo macroeconómico como la política fiscal expansiva (asociada al elevado gasto bélico), así como también influyó la depreciación del dólar frente a las principales divisas (a raíz del abandono de la convertibilidad del dólar y el colapso de los acuerdos de Bretton Woods). En agosto de 1971 el presidente Richard Nixon anunció el congelamiento de los precios y salarios para reducir la inflación (Abrams y Butkiewicz 2017)². Sowell (2014)³ explica que esta política fue “contraproducente” debido a que los precios artificialmente bajos ocasionaron una menor oferta a la vez que la demanda se incrementó originando escasez de diversos productos. De acuerdo con Williamson (2012)⁴ luego de 1979 ningún gobierno ha intentado controles directos sobre salarios o precios.

1 Vansteenkiste, Isabel. 2009. “What triggers prolonged inflation regimes? A historical analysis.”

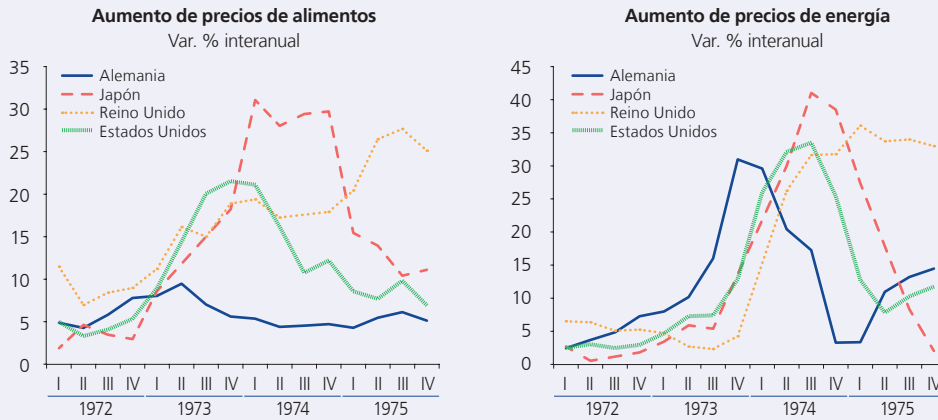
2 Abrams, Burton A. y James L. Butkiewicz. 2017. “The political economy of wage and price controls: evidence from the Nixon tapes.” *Public Choice* 170, 67-78

3 Sowell, Thomas. 2014. *Basic economics*. Hachette UK.

4 Williamson, Adrian. 2012. “Farewell to prices and incomes policies: Conservative economic policy-making, 1974-79.” Working Paper, Department of Economic and Social History at the University of Cambridge.



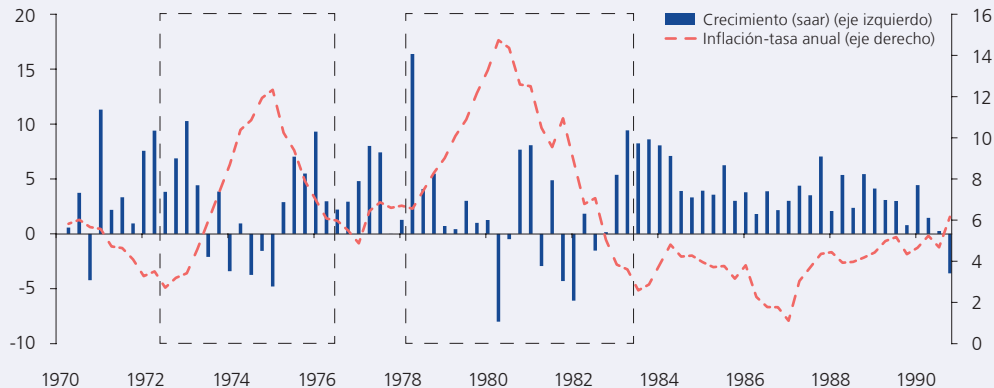
Sin embargo, conviene destacar la presencia de dos choques externos importantes: el alza en el precio de los alimentos y el incremento en el precio del petróleo como consecuencia del embargo de los países exportadores a raíz del conflicto árabe-israelí. Al respecto, Blanchard y Gali (2007)⁵ señalan que el precio del petróleo es una fuente importante de fluctuaciones económicas, aunque su efecto sobre la economía ha disminuido en el tiempo debido a factores tales como menores rigideces salariales, mayor compromiso de los bancos centrales por mantener una baja inflación, y menor participación de petróleo en la economía.



Fuente: OECD.

En el contexto de alza de precios y desaceleración económica, la Fed adoptó inicialmente una postura acomodaticia, para luego ajustar la tasa de política de 5 por ciento a inicios de 1973 a 12 por ciento hacia fines de 1974. Esta respuesta fue más tardía y menos restrictiva que la aplicada por otros países desarrollados, como Alemania, donde el Bundesbank endureció significativamente la política monetaria desde finales de 1972. Aunque la inflación en Estados Unidos se redujo, se mantuvo por encima de 5 por ciento, aproximadamente el doble de la tasa que había prevalecido durante las dos décadas anteriores.

EUA: INFLACIÓN Y CRECIMIENTO 1970-1990
(Variaciones porcentuales)



Fuente: FRED.

5 Blanchard, Olivier J., and Jordi Gali. 2007. "The Macroeconomic Effects of Oil Shocks: Why are the 2000s so different from the 1970s?."

Autores como Goodfriend (2007)⁶ señalan que esta política de *go-stop*⁷, junto con la creencia en la curva de Phillips de largo plazo, inclinó a los bancos centrales, como la Fed, a realizar políticas más acomodaticias en búsqueda de unas bajas tasas de desempleo. En el mismo sentido, Bryan (2013)⁸, señala que la Fed buscó explotar el *trade-off* de la curva de Phillips buscando menores tasas de desempleo a costa de mayor inflación. Además, durante los 70s', la disminución de la productividad hizo que la Fed sobreestimara el producto potencial no inflacionario (Orphanides, 2003)⁹ lo que también favoreció una política monetaria más acomodaticia.

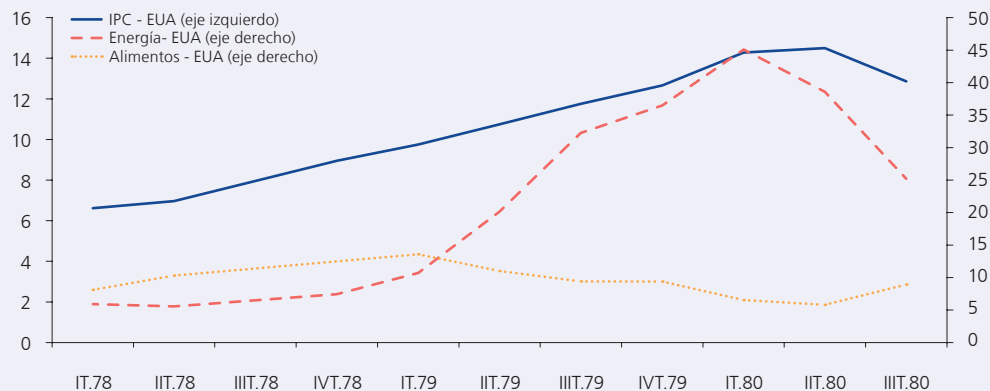
El segundo episodio en Estados Unidos: 1978-79

Tras la elevación de tasas y la desaceleración económica, la inflación se redujo en la segunda mitad de la década, pero a niveles mayores que los que prevalecían en los primeros años de la década del setenta. Muchos procesos de negociación salarial y acuerdos contractuales, mostraban, en esos años, distintos grados de indexación.

A partir de 1979, la inflación volvió a retomar la tendencia al alza impulsada por un nuevo choque de alimentos (resultado de las condiciones climáticas desfavorables) y por una nueva alza en el precio de petróleo, esta vez a raíz de la caída del régimen de Irán y el conflicto entre este país e Irak. Blinder (2009)¹⁰ señala además al alza de las tasas de interés hipotecarias como otro factor importante.

ESTADOS UNIDOS: EPISODIO DE INFLACIÓN DE 1978-1980

(Variación % interanual)



Fuente: OECD.

Frente a este rebrote de la inflación, la acción de la Fed difirió de la respuesta acomodaticia del episodio previo. Bajo la presidencia de Paul Volcker, la Fed desarrolló una estrategia orientada a reforzar su compromiso con una reducción de la inflación y a anclar las expectativas. Para ello, señaló que estaba dispuesto a dejar subir las tasas de corto plazo drásticamente para disminuir la inflación. Luego de dejar

6 Goodfriend, Marvin. 2007. "How the world achieved consensus on monetary policy." *Journal of Economic Perspectives* 21.4: 47-68.
 7 En la fase go los bancos centrales estimulan la economía hasta que se generen preocupaciones por la inflación, luego inicia la fase stop donde el banco central es contractivo para buscar bajar la inflación a la vez que la tasa de desempleo aumenta con rezagos (Goodfriend, 2007).
 8 Bryan, Michael. 2013. "The great inflation." *Federal Reserve History* 22.
 9 Orphanides, Athanasios. 2003. "The quest for prosperity without inflation." *Journal of monetary Economics* 50.3 (2003): 633-663.
 10 Blinder, Alan y Rud, Jeremy. 2013. *The Supply- Shock Explanation of the Great Stagflation Revisited*, National Bureau of Economic Research.





subir la tasa de política hasta en 3 puntos porcentuales durante 1979 y mantenerla estable por unos meses, la Fed permitió una nueva alza de hasta 3 pp (de 14 a 17 por ciento en 1980). Un alza adicional, que ubicó la tasa en 19 por ciento, se realizó a comienzos de 1981. Clarida, Galí y Gertler (2000)¹¹, mediante la estimación de la función de reacción de la tasa de interés de la Fed (reglas de Taylor), encuentran que la respuesta de la tasa de interés a incrementos en la inflación esperada fue mayor en este periodo que en el episodio 1974-1975.

La respuesta de política monetaria tuvo un impacto sobre los precios (la inflación disminuyó de 12,9 por ciento a inicios de 1981 a menos de 3 por ciento en 1983), sobre la actividad económica (el PBI se contrajo en 4,3 y 6,1 por ciento en el primer y segundo trimestre de 1982) y sobre el desempleo (que subió sostenidamente desde el segundo semestre de 1981 y alcanzó un máximo de 10,8 por ciento a fines de 1982). Significó, además, un alza en las tasas de interés internacionales que influyó en la crisis de la deuda en países de América Latina. Con esta acción, la Fed contribuyó a anclar las expectativas de inflación y a reforzar su credibilidad, a pesar de que las expectativas de inflación mantuvieron una marcada volatilidad durante los años ochenta.

TASAS DE INFLACIÓN EUA
(Promedio de la década)*

Década	Inflación promedio	Desviación estándar
1950-1959	2,2	2,2
1960-1969	2,5	1,7
1970-1979	7,4	3,4
1980-1989	5,1	3,2
1991-1999	3,0	1,3

* Calculado a partir de las inflaciones anuales fin de periodo.

La experiencia en otros países desarrollados

Los episodios de alta inflación no fueron exclusivos de Estados Unidos, otros países desarrollados como Reino Unido, Japón y, en menor medida, en Alemania también los presentaron. En estos países, al igual que en Estados Unidos, la inflación empezó a aumentar en la segunda mitad de 1972. En el Reino Unido, la inflación aumentó de 5,8 por ciento en julio de 1972 a 26,9 por ciento hacia agosto de 1975, alcanzando un segundo pico de 21,9 por ciento en mayo 1980. En Japón, la inflación pasó de 5,0 a 24,8 por ciento en febrero de 1974, mientras que en su segundo pico en setiembre de 1980 fue de solo 8,7 por ciento. En comparación con Estados Unidos y el Reino Unido, Japón logró alcanzar niveles de inflación de un dígito mucho antes, en octubre de 1975. En Alemania, aunque la inflación aumentó, esta nunca pasó los dos dígitos.

Como en Estados Unidos, la alta inflación se asoció a aumentos en el precio del petróleo. Nelson y Nikolov (2004)¹² atribuyen este aumento significativo de la inflación: (1) a subestimación del exceso de demanda (estimaciones demasadas optimistas de la productividad potencial) y (2) a que las autoridades económicas atribuían la inflación a factores no monetarios y proponían el uso de medidas no monetarias para su control (control de precios y salarios), y por lo tanto hubo una demora en reconocer la importancia de la política monetaria para controlar la inflación. En general, el control de la

11 Richard Clarida, Jordi Galí, Mark Gertler (2000), Monetary Policy Rules and Macroeconomic Stability: Evidence and Some Theory, The Quarterly Journal of Economics, Volume 115, Issue 1, February 2000, Pages 147–180.

12 Nelson, Edward y Klain Nikolov. 2004. "Monetary Policy and Stagflation in the UK." Journal of Money, Credit, and Banking. 36(3), 293-318.

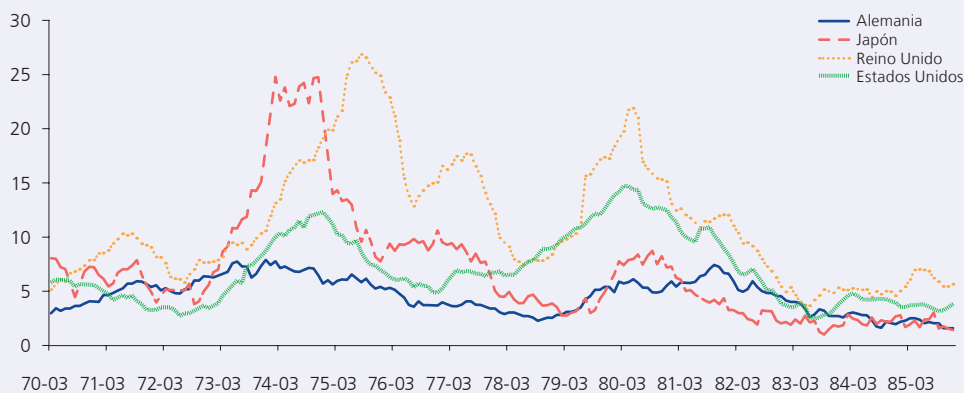
inflación se logró debido a la aceptación de que la inflación fue un fenómeno monetario y al abandono de estas posturas no monetarias (Nelson 2007)¹³.

En el Reino Unido, la alta inflación estuvo también relacionada al alza de los salarios otorgada por el gobierno del partido Laborista. Las autoridades implementaron controles de precios con el objetivo de reducir la inflación afectando los precios de algunos productos o los costos de producción, durante 1966-1967 y 1972-1974, (Nelson y Nikolov 2004). La política monetaria respondió más fuertemente a la inflación después de 1979, en comparación a los 70s. Esto, en parte, debido al abandono de una postura de que la inflación fue un fenómeno no monetario (Nelson 2004)¹⁴.

En Japón, desde julio de 1978 se anunció la proyección de crecimiento de la oferta de dinero (M2) y certificados de depósitos (CD). Esta proyección fungió de indicador de la intención de política monetaria del Banco de Japón. El crecimiento de M2+CD se redujo de 22,7 por ciento en 1973 a valores cercanos a 11 por ciento en 1978. Asimismo, se eliminaron las restricciones en las tasas de interés de los depósitos y de la emisión de bonos, que estaban dadas por la tasa de descuento oficial más un margen de 0,25 por ciento. Esta flexibilidad favoreció la transmisión de la política monetaria (Yoshio 1981)¹⁵.

Asimismo, en Alemania la transición a un sistema de tipo de cambio flexible en marzo de 1973 dio mayor control al Bundesbank sobre las condiciones monetarias domésticas. En diciembre de 1974, el Bundesbank fue el pionero en el pre-anuncio de metas de crecimiento anual de dinero (Issing 2005)¹⁶. Beyer y otros (2009)¹⁷ encuentran evidencia que en comparación con Estados Unidos y el Reino Unido la regla de política monetaria del Bundesbank mostró una fuerte respuesta a las desviaciones de la inflación con respecto a su meta. Es así que, una rápida respuesta y una política monetaria más restrictiva le permitió al Reino Unido una mejor gestión de la inflación.

INFLACIÓN EN PAÍSES DESARROLLADOS (Variaciones porcentuales interanuales)



Fuente: FMI.

- 13 Nelson, Edward. 2007. "The Great Inflation and Early Disinflation in Japan and Germany." *International Journal of Central Banking* 3(4), 23-76.
- 14 Nelson, Edward. 2004. "The Great Inflation of the Seventies: What Really Happened?" *The Federal Reserve Bank of St. Louis Working Papers* 2004-001.
- 15 Yoshio, Suzuki. 1981. "Why Is the Performance of the Japanese Economy So Much Better?" *The Journal of Japanese Studies* 7 (2), 403-413.
- 16 Issing, Otmar. 2005. "Why Did the Great Inflation Not Happen in Germany?" *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*. March/April, Part 2, 329-336.
- 17 Beyer, Andreas, Vítor Gaspar, Chirstina Gerberding y Otmar Issing. 2009. "Opting Out of The Great Inflation: German Monetary Policy After The Break Down of Bretton Woods." *ECB Working Papers* N° 1020.





Lecciones de Política Monetaria

Esta época brindó importantes lecciones para el diseño de la política monetaria. Con estas experiencias se reconoció el rol de las expectativas y su necesaria incorporación en los modelos macroeconómicos, así como la importancia para los bancos centrales de mantener la credibilidad y de realizar políticas consistentes en el tiempo, es decir, políticas que no sacrifiquen la prosperidad de largo plazo por ganancias de corto plazo (Goodfriend, 2007). Además, se entendió que si los bancos centrales no responden oportunamente a incrementos de expectativas de inflación (principio de Taylor), va a ser más difícil controlar la inflación en el futuro. Asimismo, si para contener la inflación se optan por políticas no monetarias como el control de precios/salarios esto puede generar distorsiones serias en la economía.