

La política económica post-pandemia

Angel Ubide

Managing Director, Head of Economic Research, Global Fixed Income
and Macro
Citadel LLC

Noviembre 2021

Mensajes principales

- I. 2020: La consolidación de la nueva política monetaria
- II. Post pandemia: reforzar el nuevo marco de política económica
 - Completar el proceso de anclaje de la inflación en torno al objetivo simétrico
 - Como gestionar el aumento de precios actual.
 - Evitar la inconsistencia temporal
 - Aumentar r^* con un *policy mix* adecuado
 - La secuencia política fiscal/monetaria

I. 2020: La consolidación de la “nueva política monetaria”

Ben Bernanke (2019), “The New Tools of Monetary Policy”

Monetary Policy for all Seasons

- A program of opportunistic reflation
- Adopt dual mandates
 - Maximize growth subject to price stability
- Carry large balance sheets, buy all type of assets
- Cyclically adjusted forward guidance
- Improve communication – quit calling it unconventional

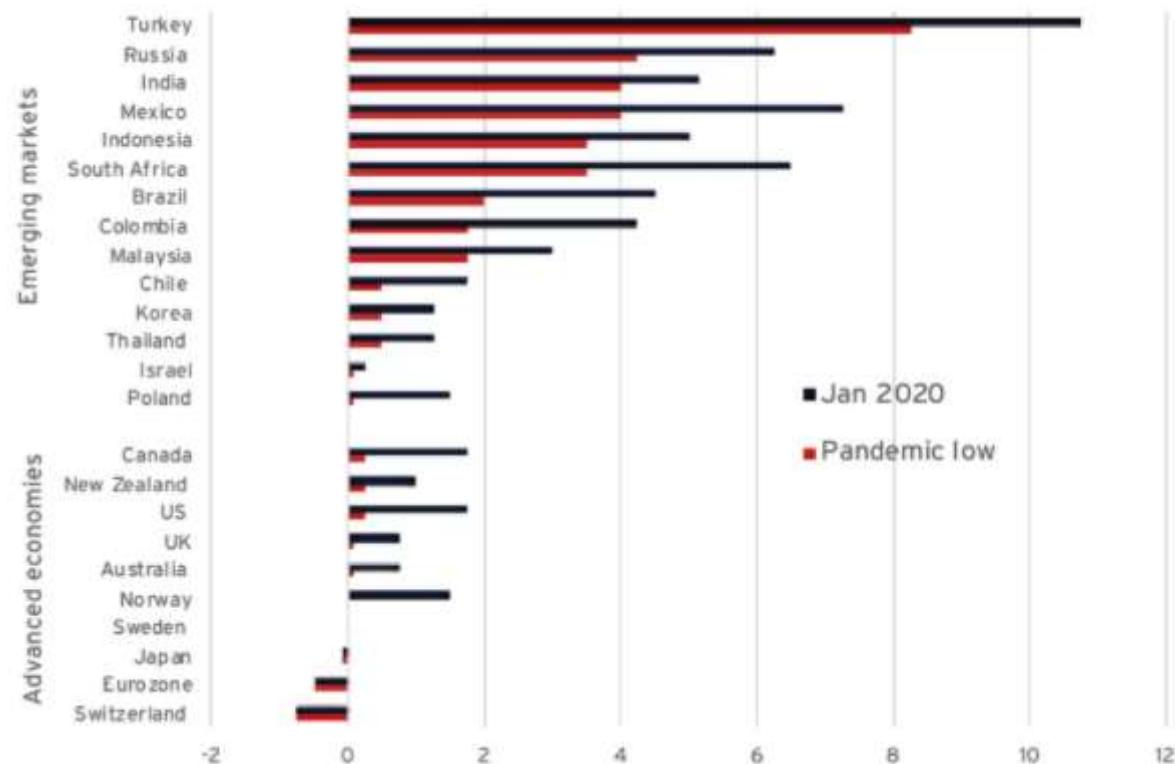


(Casi) todos los países usaron la misma estrategia

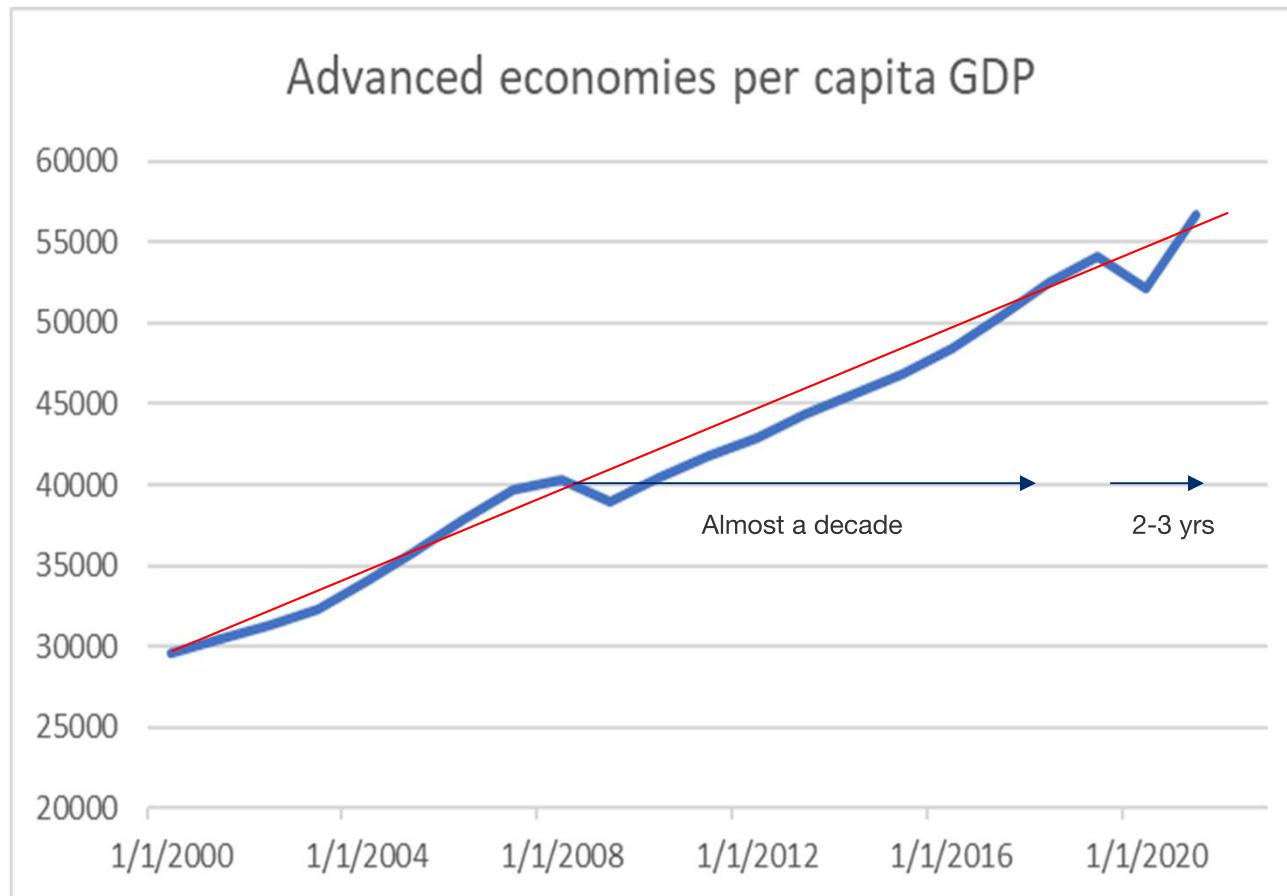
Central bank	Rate cuts and forward guidance			Asset purchases		Liquidity provision and credit support				Regulatory easing[3]		
	Rate cuts	Negative rates	Forward guidance	Sovereign debt[1]	Other assets	Liquidity provision	Use of f/x swap lines	F/x operations	Direct lending	Programs to encourage bank lending[2]	CCyB	Capital requirements
Advanced economies												
Australia	Y	N	Y	Y	Y	Y	Y	N	N	Y	N[4]	Y
Canada	Y	N	Y	Y	Y	Y	N	N	N	N	N[4]	Y
Euro Area	N	Y[5]	Y	Y	Y	Y	Y	N	N	Y	N	Y
Japan	N	Y[5]	Y[6]	Y	Y	Y	Y	N	N	Y	N[4]	Y
Sweden	N	N	Y	Y	Y	Y	Y	N	N	Y	Y	N
Switzerland	N	Y[5]	Y[7]	N	N	Y	Y	Y	N	Y	Y	Y
United Kingdom	Y	N	Y	Y[8]	Y	Y	Y	N	N	Y	Y	Y
United States	Y	N	Y	Y	Y	Y	N	N	Y	N	N[4]	Y
Emerging economies												
Brazil	Y	N	Y	N[9]	N[9]	Y	N[10]	Y	N	Y	N[4]	Y
Chile	Y	N	Y	N[9]	Y	Y	N	Y[11]	N	Y	N[4]	Y
China	Y	N	N	N	N	Y	N	N[12]	N	Y	N[4]	N
India	Y	N	Y	Y[8]	Y	Y	N	Y	N	Y	N[4]	Y
Indonesia	Y	N	N	Y	N	Y	Y	Y	N	Y	N[4]	N
Russia	Y	N	N	N	N	Y	N	Y	N	Y	N[4]	Y
South Africa	Y	N	N[13]	Y	N	Y	N	N	N	N	N[4]	Y
Turkey	Y	N	N	Y	N	Y	Y	Y	N	Y	N[4]	N

Todos los DM, y varios EM, bajaron los tipos a su ELB

Figure 1 Central bank policy rates: Pre-covid to pandemic



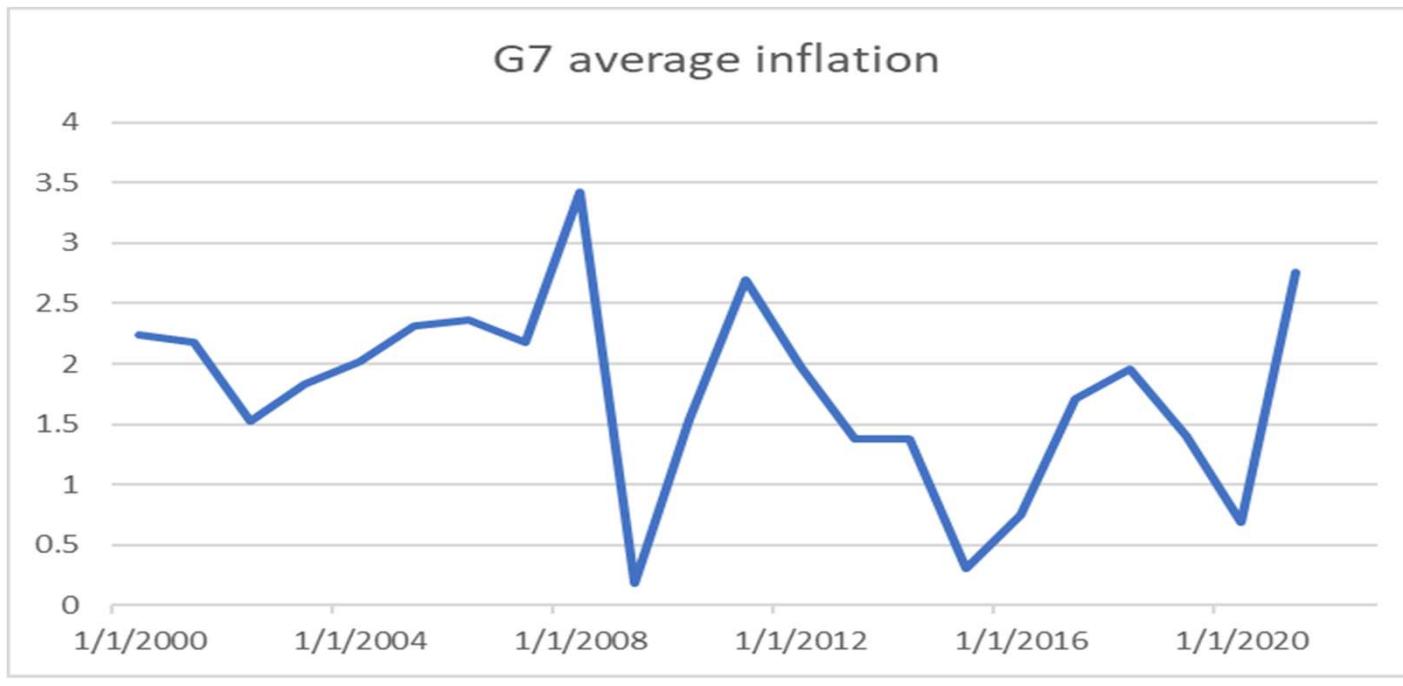
En general, un éxito: se ha minimizado la histéresis



Fuente: IMF

En general, un éxito: se evitó la deflación

- Política fiscal y ERTEs
 - USA vs Europa: congestión en mercado laboral USA



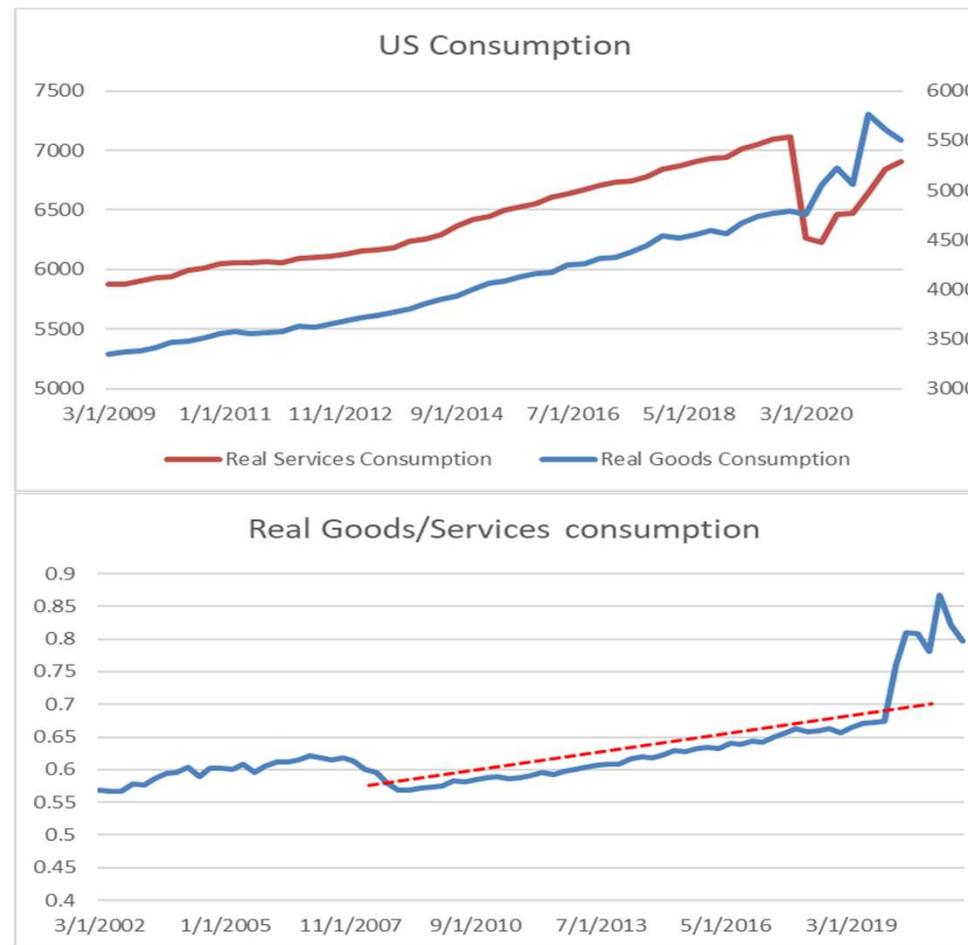
Fuente: IMF

II. Post-pandemia: consolidar el nuevo marco de política económica

- Objetivo: alargar la expansión y aumentar la capacidad de la política económica de gestionar la próxima recesión
 - Completar el proceso de anclaje de la inflación en torno al objetivo **simétrico**
 - *FAIT de la Fed, estrategia BCE: inflation targeting anclado en el 2%, no el 1.75%*
 - Clarida: “Average” is ex ante means to end of anchoring expectations, not ex post commitment.
 - Aumentar r^* con un **policy mix** adecuado
 - El ajuste actual de precios es una buena oportunidad para ello, pero requiere **evitar la inconsistencia temporal.**
 - No confundir ajustes de precios (*one-off*) con inflación (cambios en el mecanismo de formación de precios)
 - BoE Cathy Mann: “rate of change vs momentum”
 - ¿Evitar los “second round effects”?
 - ¿Es el ajuste de salarios también *one-off*?
 - ¿Shock positivo a la productividad?
 - En eurozona, necesarios para re-anclar la inflación en el 2%

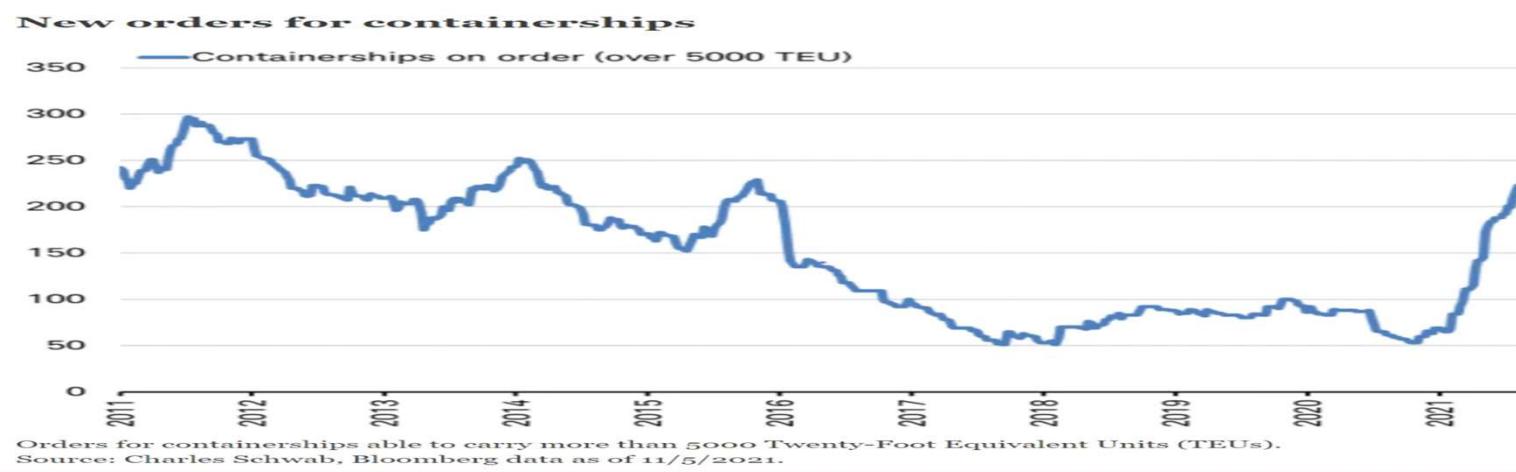
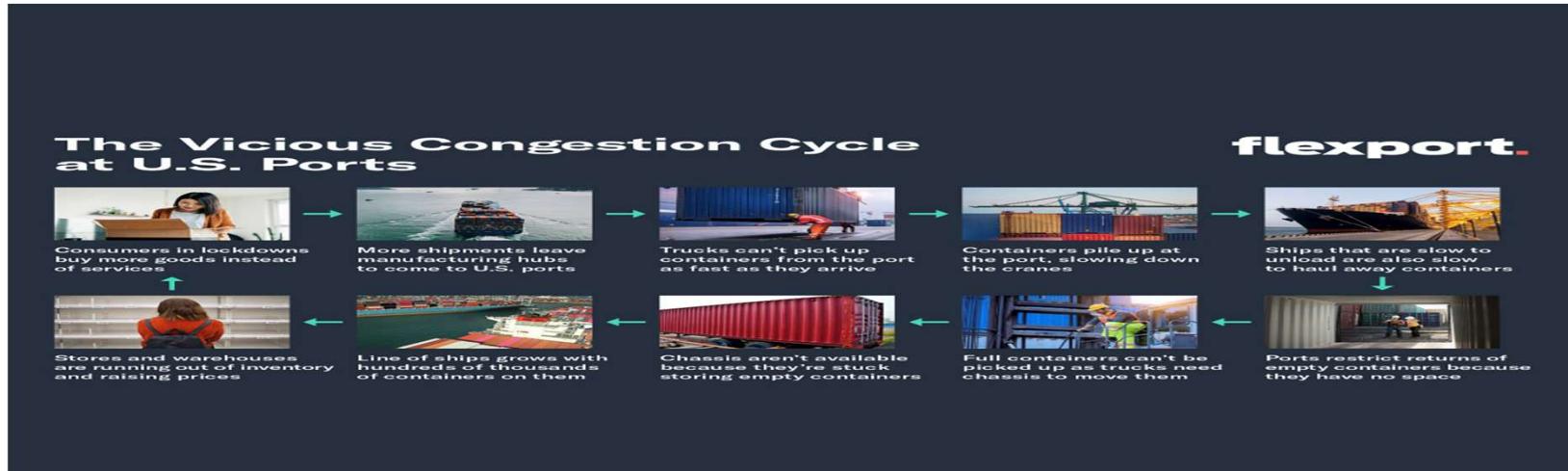
El ajuste de precios: el cambio en la composición del PIB

- Los modelos macro de inflación no incorporaban este cambio, responsable de los cuellos de botella de las cadenas de producción

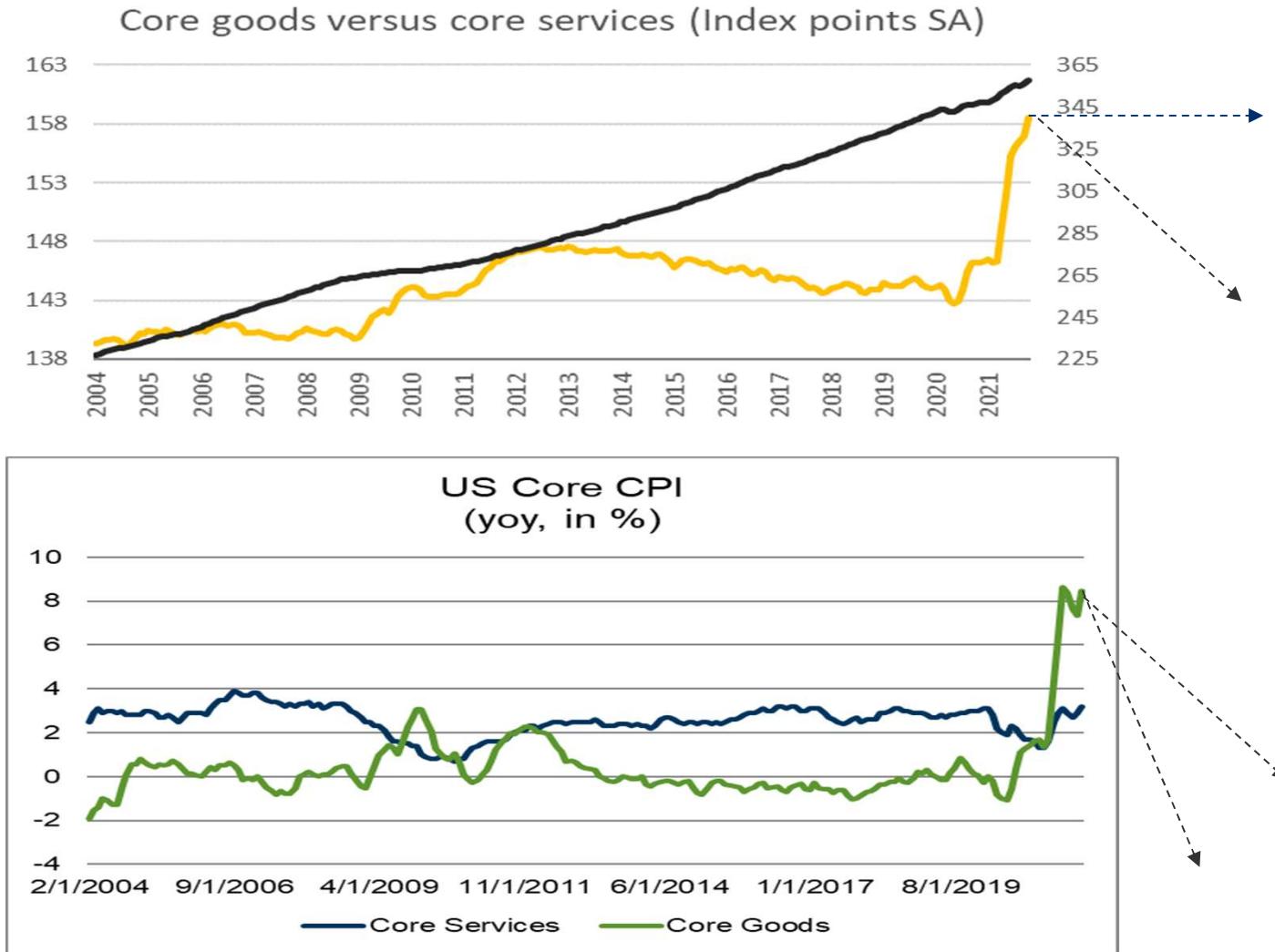


El ajuste de precios: Los cuellos de botella no son el típico shock de oferta

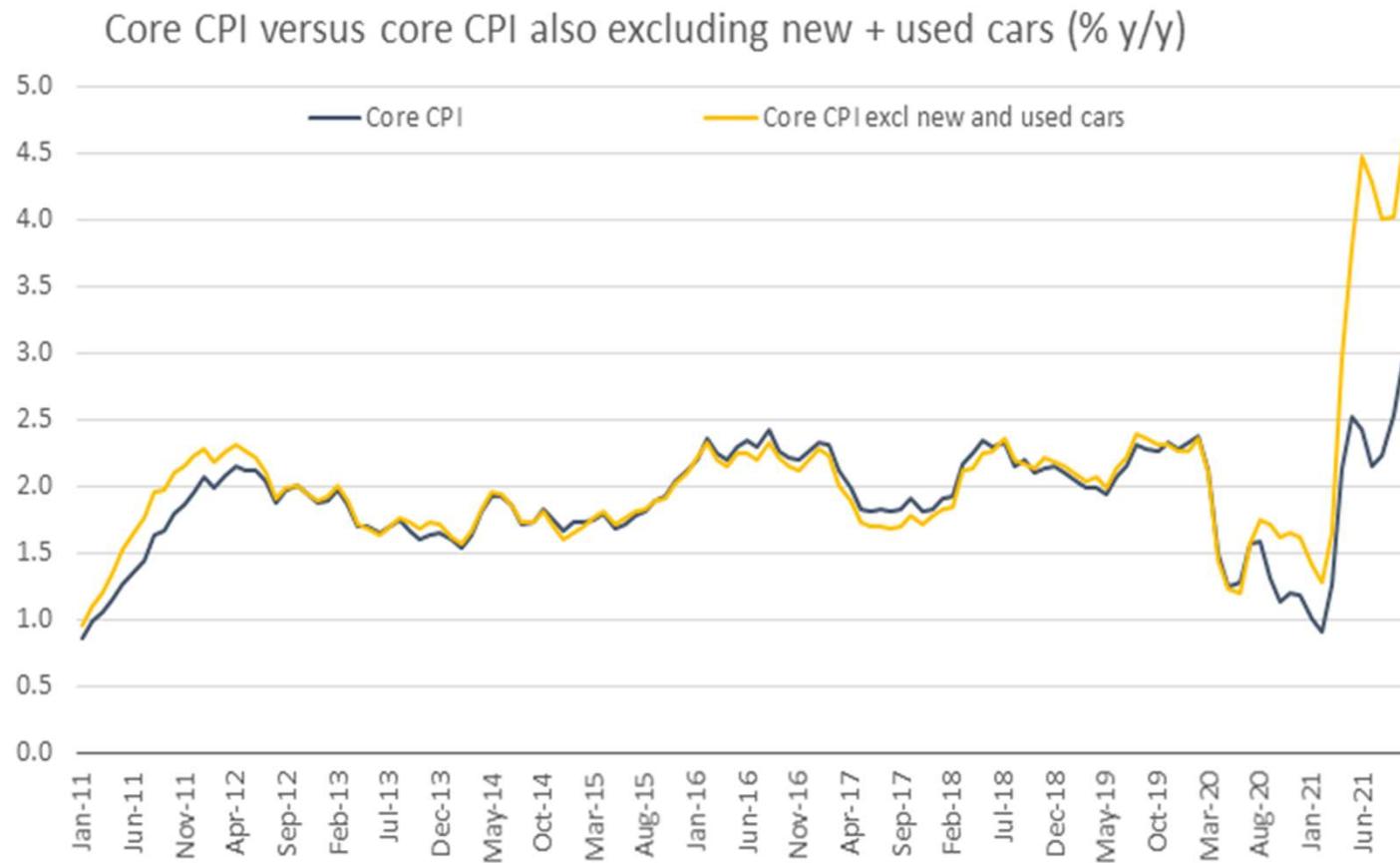
Los modelos macro de inflación no incorporan este “ataque especulativo” en el sector manufacturero – Es transitorio por definición, pero duradero



El ajuste de precios: sin precedente histórico

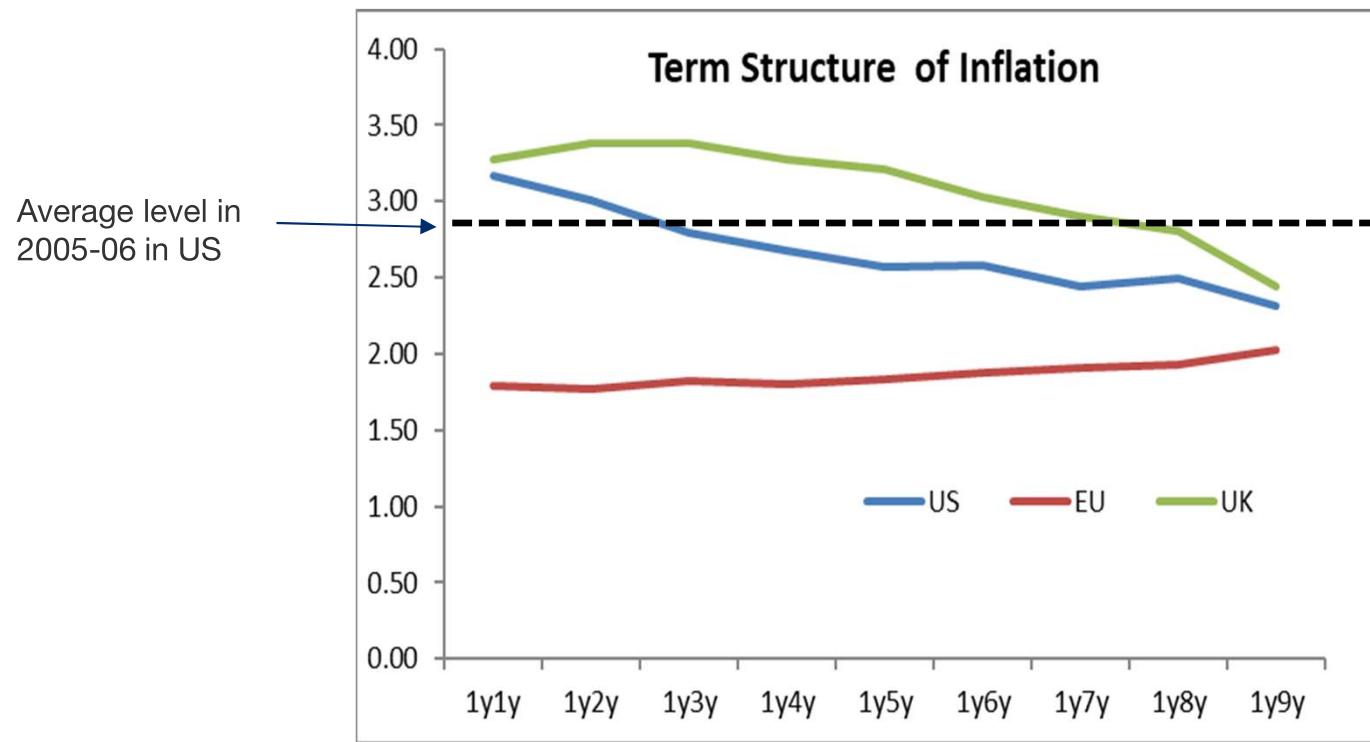


El ajuste de precios: sin precedente histórico



El ajuste de precios: impacto sobre las expectativas de inflación

- “*Inflation compensation, not inflation expectations*”
 - Son endógenas a la credibilidad del banco central
 - Como gestionar un aumento del objetivo de inflación
 - Objetivo simétrico -> risk premium positivo



El ajuste de precios: impacto sobre las expectativas de inflación

- Las encuestas sugieren expectativas ancladas en torno al 2%

Long-Term Survey Expectations | Scaled to Core CPI

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4
US	1.5	1.8	1.6	1.6	1.5	1.0	0.8	0.7	0.7	0.7	0.6	0.2	1.4	2.1	2.5	2.6
EA	1.1	1.2	1.2	1.2	1.0	0.9	0.8	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6	1.0	1.2
GB	1.7	2.0	2.1	1.9	1.7	2.1	1.5	1.8	1.7	1.1	1.7	1.8	1.5	1.5	1.9	2.2
JP	-0.1	-0.1	-0.1	0	0.1	-0.2	-0.2	-0.2	-0.6	-0.8	-1.1	-0.6	-0.5	-0.5	-0.4	-0.6
CA	2.8	2.2	2.3	1.7	2.4	2.3	2.2	1.2	2.0	1.7	2.0	0.6	1.8	0.6	0.6	0.6
SE	1.8	1.8	1.9	1.8	1.8	1.5	1.4	1.1	1.0	0.7	0.6	0.5	1.0	1.4	1.3	-
NO	1.8	2.0	3.2	2.6	0.9	2.3	0.9	1.2	0.6	0.9	1.2	1.2	2.1	1.8	2.1	-
AU	2.1	1.6	2.0	1.7	1.7	1.3	1.0	0.7	0.8	0.9	1.8	1.5	1.7	1.4	1.6	0.7
NZ	1.1	1.2	1.4	1.4	1.3	1.2	1.1	1.1	1.2	0.8	1.1	1.5	1.7	2.1	2.2	2.2
CH	0	0.1	-0.1	0.3	-0.5	-0.5	-0.6	-0.2	-0.2	0.6	0.4	0.9	0.6	0.7	1.3	1.0



Note: PC scaled to 10yr average

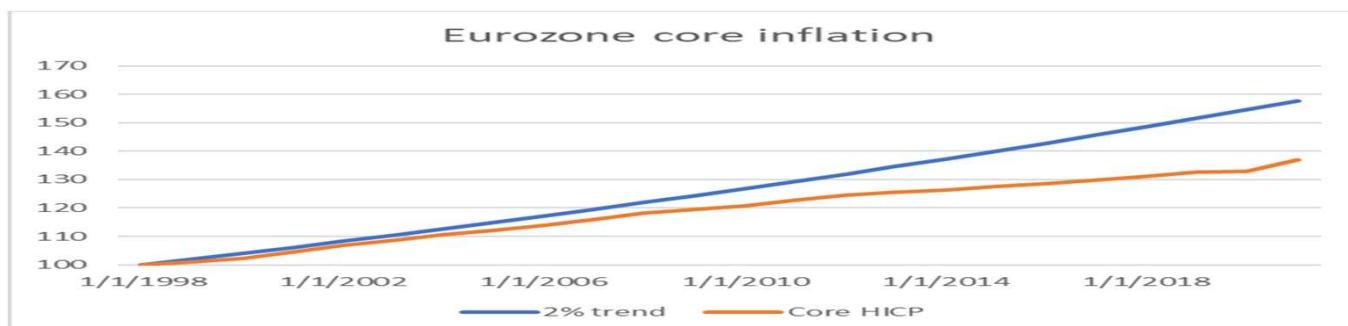
Evitar la inconsistencia temporal: aceptar riesgos al alza

- **Un objetivo simétrico implica aceptar el riesgo al alza de la inflación**

- Charlie Evans: “*inflation close but above 2%*”
 - No olvidemos que hay una recesión cada 3-8 años.
 - La alternativa es aceptar alta probabilidad de ELB persistente

- **A medio plazo: la “inflación verde”**

- Inflación media eurozona 1998-2007: 2%
 - Inflación subyacente media eurozona 1998-2007: 1.7%
 - ¿Habría que acomodar la inflación verde? Es decir:
 - Inflación media eurozona 2021-2030: 2.5%
 - Inflación subyacente media eurozona: 2%
- => ***Opportunistic reflation***



Aumentar r^* : la secuencia optima política monetaria vs fiscal

- Pre-Covid: la política fiscal se enfoca en la sostenibilidad de la deuda, la política monetaria en la gestión del ciclo
 - Es optimo si $r > 0$. Si $r = 0$, aumenta la probabilidad del ELB
- Ubide (2021): “*An all-weather economic policy framework for the euro area*”

		Monetary Policy	Fiscal Policy	Example
Case 1	$\pi > \pi^*$	Tight, main policy	Tight, supports monetary policy	1970-80s
Case 2	$\pi \approx \pi^*$ and $r^* > 0$	Manage cycle	Focus on Sustainability	Great Moderation
Case 3	$\pi \approx \pi^*$ and $r^* = 0$	Manage cycle	Neutral	Great Moderation
Case 4	$\pi \ll \pi^*$ and $r^* \leq 0$	Easy, supports fiscal policy	Easy, main policy	Today

- La clave es el *policy mix: state contingent economic policy rule*:
 - Mientras tipos cero: política fiscal expansiva, apoyando al banco central para alcanzar objetivo de inflación y el pleno empleo hasta que la política monetaria cumpla sus objetivos y pueda subir tipos
 - Una vez que el banco central haya podido subir tipos y tenga espacio para bajarlos, política fiscal restrictiva, enfocada en reducir la deuda.
 - Lane (2021): “*fiscal policy would be looser when inflation is running below the two percent target but tighter when inflation is running above target.*”
- **Esta secuencia, con política fiscal bien diseñada, contribuye a aumentar r^***

Muchas gracias