



CRISIS Y POLÍTICA MONETARIA

La pandemia y la guerra han planteado nuevos desafíos que los bancos centrales del mundo tendrán que afrontar en los próximos años

Gita Gopinath

La escalada mundial de la inflación que puso un abrupto fin a décadas de aumentos moderados de los precios se produjo en medio de una inusitada confluencia de crisis: la pandemia mundial y la invasión rusa de Ucrania.

Lo que los economistas han de plantearse ahora es qué enseñanzas pueden extraerse de esta era en términos de política monetaria. Tal vez cabe empezar con las lecciones de la pandemia y la guerra que revisten interés para la política monetaria, aun si a la larga el mundo retorna a un contexto de tasas de interés bajas y poca inflación. La mayoría de los economistas no vieron venir el aumento de la inflación, y tenemos que entender por qué y cómo quizá deba modificarse la política monetaria de aquí en adelante.

Pero algunos de los efectos de la crisis —fuerte inflación, perturbaciones en la cadena de suministros, mayores barreras comerciales— pueden prolongarse mucho más tiempo, o intensificarse. Esto podría comprometer la estabilidad macroeconómica en todo el mundo, y en especial en los mercados emergentes. ¿Cómo se puede evitar esto?

Tener en cuenta la escalada de la inflación

Desde la perspectiva de los marcos de política previos a la crisis, el disparo de los precios fue una sorpresa, sobre todo para las economías avanzadas. Los datos empíricos indican que la inflación aumentó solo un poco al disminuir el desempleo,

lo que concuerda con una curva de Phillips muy plana. Esto se ve corroborado por la experiencia previa a la pandemia, en que la inflación permaneció moderada aun cuando el estímulo monetario llevaba el desempleo a niveles muy bajos.

No obstante, estos modelos que incorporaban una curva de Phillips con una pendiente baja no explicaron bien la razón de las subidas de precios relacionadas con la pandemia. La mayoría de los pronósticos basados en estos modelos, incluidos los nuestros en el FMI, fueron mucho más parcos a la hora de predecir la inflación.

Si bien la inflación alta obedece en parte a acontecimientos inusuales, algunos de los errores de pronóstico probablemente se deben a nuestra interpretación errónea de la curva de Phillips y el lado de la oferta de la economía.

La curva de Phillips estándar vincula la inflación a la brecha de desempleo, pero la rápida recuperación del empleo puede haber dado mucho ímpetu a la inflación, lo que significa que los “efectos de velocidad” revisten más importancia de lo que se pensaba. Otra posibilidad es la presencia de no linealidades importantes en la pendiente de la curva de Phillips: las presiones sobre los precios y salarios derivadas de la caída del desempleo se tornan más agudas cuando la economía está sobrecalentada que cuando opera por debajo del pleno empleo. Por último, el aumento de la inflación de los bienes durante la recuperación —cuando las restricciones sobre la oferta y la demanda de servicios hicieron que el estímulo masivo recayera con fuerza en los

Según uno de esos preceptos, un desempleo bastante inferior a la tasa natural era aceptable, incluso conveniente. Antes de la pandemia, tener la economía operando a todo vapor parecía ser algo que funcionaba bien para Estados Unidos y otras economías avanzadas. El desempleo descendió a mínimos históricos, incluso entre los trabajadores desaventajados, mientras que la inflación permanecía por debajo del nivel fijado como meta.

Pero los riesgos de inflación derivados de una economía sumamente pujante quizá sean mucho mayores de lo que se había pensado.

La pandemia también puso de manifiesto las dificultades de medir la capacidad económica ociosa. La medición inexacta no es un problema grave si la curva de Phillips es plana, pero sí lo es si la curva es no lineal cuando el desempleo cae por debajo de una tasa natural muy incierta. En esta situación, las autoridades pueden hacer, involuntariamente, que el desempleo descienda hasta debajo de su estimación (excesivamente optimista) de la tasa natural y provoque una escalada inflacionaria, como cabría decir que ocurrió durante el episodio conocido como la Gran Inflación de los años setenta. Además, la pandemia hace pensar que si se deja que la economía opere a todo vapor es más probable que los sectores clave choquen contra restricciones de capacidad, lo cual generaría presiones inflacionarias que podrían adquirir un carácter generalizado.

Tener una economía muy pujante puede todavía ser conveniente en determinadas circunstancias, pero las autoridades tienen que ser más conscientes de las posibles desventajas y tomar precauciones para no exagerar el estímulo.

Otra opinión previa a la pandemia era que los principales bancos centrales podían valerse de su credibilidad para “capear” shocks temporales de la oferta, como la carestía del petróleo, y suponer que la inflación sería pasajera. Las tasas de política monetaria se modificarían en respuesta a efectos de segunda ronda; es decir, los efectos más persistentes sobre la inflación. Pero las estimaciones en general apuntaban a que estos serían moderados, y por esa razón las autoridades no tuvieron que reaccionar mucho, incluso ante shocks importantes, lo que se condice con las disyuntivas favorables entre la inflación y el empleo.

La pandemia puso de manifiesto la forma en que los shocks en la oferta pueden tener efectos inflacionarios generalizados y persistentes, y sorprendentemente rápidos. Las fuertes presiones al alza sobre los precios en ciertos sectores pueden propagarse a través de las cadenas de suministro, e incidir en los salarios, o en las expectativas inflacionarias, influyendo en la fijación de precios o de salarios.

Esto lleva a pensar en que los bancos centrales deberían reaccionar más enérgicamente en ciertas condiciones. Las condiciones iniciales suelen revestir importancia: limitarse a “capear” un shock temporal puede causar problemas si la inflación ya es elevada, de modo que es más probable que shocks adicionales alteren las expectativas sobre los precios. También es posible que los bancos centrales deban adoptar

Pero los riesgos de inflación derivados de una economía pujante quizá sean mucho mayores de lo que se había pensado.

bienes— apunta a que las restricciones de la capacidad revisten importancia a nivel sectorial y también agregado.

Enseñanzas para la política monetaria

Algo que se desprende de estas observaciones es que necesitamos mejores modelos de la oferta agregada que asimilen las enseñanzas de la pandemia. Por ejemplo, será útil desarrollar más a fondo modelos sectoriales que diferencien entre bienes y servicios y que incorporen restricciones sectoriales sobre la capacidad para poder tener en cuenta los efectos de velocidad y las no linealidades tanto a nivel sectorial como agregado.

Pero también deberíamos reconsiderar preceptos de políticas que gozaban de amplia aceptación antes de la pandemia y que estaban basados en una curva de Phillips plana.

respuestas de política más enérgicas en una economía sólida en la que los productores pueden trasladar con facilidad el aumento de los costos y en la que los trabajadores están menos dispuestos a aceptar reducciones en sus salarios reales. Además, el banco central puede tener que reaccionar más pronunciadamente si los shocks son de amplia base y no se concentran en determinados sectores.

Riesgo de persistencia

Las enseñanzas acerca de la curva de Phillips y los preceptos de las políticas basados en que dicha curva sea plana serían aplicables incluso en un contexto previo a la pandemia, con niveles típicamente bajos de tasas de interés e inflación y en el que los problemas de la oferta se disipan. Pero también existe la posibilidad de una inflación mucho más persistente que desancla las expectativas, y de perturbaciones más crónicas en las cadenas mundiales de suministro y en el comercio abierto.

El riesgo principal es que una inflación elevada produzca un desanclaje de las expectativas inflacionarias. Esto haría más complicadas las disyuntivas a las que se enfrenta la política monetaria, porque las depreciaciones de la moneda y los shocks en la oferta tendrían efectos inflacionarios mucho más persistentes. Las subidas más marcadas de las tasas de interés para contener la inflación provocarían mayores contracciones del producto. En el último año, varios bancos centrales han procedido a endurecer considerablemente sus políticas, con un ajuste más fuerte en la etapa inicial, y eso ha ayudado a atenuar los riesgos de desanclaje. De todos modos, las autoridades de los bancos centrales deben permanecer vigilantes.

El desafío para los bancos centrales también se complicaría si los shocks en la oferta se volvieran más arraigados, algo que podría suceder si los países decidieran erigir barreras comerciales a fin de reducir el riesgo de rupturas en la cadena de suministros. Esto dejaría a los países expuestos a una mayor volatilidad de los shocks de la oferta, lo cual a su vez haría más difícil elegir entre las opciones de la política monetaria y dificultaría más la estabilización de la economía.

Los bancos centrales en los mercados emergentes se verían especialmente perjudicados si se fragmentara más el comercio y se desanclaran las expectativas de inflación. Estas economías ya son más vulnerables a shocks externos, y podrían enfrentar disyuntivas más complicadas a la hora de optar por una política u otra.

En principio, la pandemia y la guerra también podrían tener efectos más duraderos en el lado de la demanda de la economía al afectar la tasa de interés real de equilibrio (la tasa a la que, a largo plazo, la economía alcanza su producto potencial sin entrar en una senda inflacionaria). Ambos fenómenos podrían incidir en la desigualdad, las variables demográficas, la productividad, la demanda de activos seguros y la inversión y la deuda pública, entre otras cosas. Por ejemplo, la pandemia y la guerra pueden deprimir más la tasa de equilibrio al incrementar la demanda de activos seguros y la desigualdad.

En general, es probable que estos efectos no sean especialmente importantes, y, por lo tanto, la tasa de equilibrio

tenderá a permanecer en niveles bajos, pero no deja de haber incertidumbre acerca de su nivel real. Además, un giro firme hacia el gasto financiado mediante déficit, o un repunte considerable de la inversión climática, podría dar un estímulo sustancial a la tasa de equilibrio.

Implicaciones para las políticas

La pandemia y la guerra han planteado más retos para los bancos centrales. Los que están en economías avanzadas se han concentrado en los últimos años en proporcionar suficiente estímulo para afianzar el crecimiento y un nivel bajo de inflación. La misión consistía en generar el potencial necesario mediante tasas de interés de casi cero, cuando la inflación parecía destinada a permanecer en niveles demasiado bajos.

Ahora, estas crisis ponen de manifiesto para los bancos centrales que gestionar los riesgos implica tener en cuenta una inflación que sea demasiado baja o demasiado alta, y la posibilidad de tensiones más marcadas entre los objetivos de estabilidad de precios y empleo o crecimiento. La pandemia también ha mostrado cómo la relación entre el desempleo y la inflación, implícita en la curva de Phillips, quizá no sea plana cuando la economía es pujante, y que los shocks, como la carestía de la energía, pueden tener consecuencias diferentes en períodos de prosperidad que en períodos de desaceleración.

Así, el riesgo más palpable de una inflación rápida hace que resulte esencial volver a replantearse la conveniencia de estrategias como la de permitir el calentamiento de la economía o considerar que los shocks en la oferta son pasajeros. Estas estrategias tienen sus ventajas, pero también agudizan los riesgos para la estabilidad de precios.

Aparte de estas enseñanzas, hay preocupación de que la pandemia y la guerra puedan dar lugar a mayores shocks en la oferta, y a expectativas inflacionarias menos ancladas. Estos riesgos revisten más importancia para los mercados emergentes, en especial los que estén muy endeudados. Pero como la inflación actual es la más rápida de décadas, los bancos centrales de las economías avanzadas también enfrentan riesgos significativos, y por eso deben mantener el rumbo y tasas de política monetaria restrictivas hasta que se divisen señales duraderas de que la inflación está retornando al nivel fijado como meta. El crecimiento económico sostenido no es posible si no se recupera la estabilidad de precios.

Los bancos centrales tienen que liderar la lucha contra la inflación, pero hay otras políticas que pueden ser útiles. La política fiscal debe cumplir su función, dirigiendo la ayuda especialmente hacia los más vulnerables pero sin estimular la economía. Las autoridades tienen que seguir promoviendo la agenda climática para preservar la estabilidad económica y financiera. Por último, las políticas para atenuar los riesgos de fragmentación en el comercio mundial reducirán el riesgo de shocks en la oferta y ayudarán a estimular el producto potencial a escala mundial. **FD**

GITA GOPINATH es Primera Subdirectora Gerente del FMI.