



# CÓMO NO VIMOS VENIR LA RECIENTE ESCALADA DE LA INFLACIÓN

La notable recuperación de la demanda y el cambio en la dinámica de los mercados de bienes y de trabajo tuvieron parte en el error de cálculo

Christoffer Koch y Diaa Noureldin

La formulación de pronósticos macroeconómicos suele compararse con conducir hacia adelante mientras se mira por el espejo retrovisor. En efecto, el pasado suele ser un indicador fiable del futuro. Sin embargo, cuando las economías se ven afectadas por graves shocks desestabilizadores, la dinámica económica hasta entonces familiar puede cambiar y los errores de pronóstico son más comunes. Aun así, el grado en que el rápido aumento y la persistencia de la actual ola de inflación mundial escapó a los analistas más profesionales, entre ellos, a nosotros en el Fondo Monetario Internacional, resulta intrigante. La pregunta natural que surge es si deberíamos haberlo visto venir.

El FMI elabora y publica con frecuencia trimestral sus pronósticos de las *Perspectivas de la economía mundial*, que incluyen el crecimiento del PIB y la inflación.

Recientemente, hemos analizado en detalle los errores en nuestros pronósticos de la inflación subyacente —es decir, los pronósticos de la inflación despojada de los efectos volátiles de las fluctuaciones de precios de los alimentos y la energía— para las economías del mundo. Pensemos en la inflación subyacente, que está estrechamente vinculada a las metas de inflación de muchos bancos centrales, como un objeto que se mueve lentamente y cuyo pronóstico es relativamente sencillo. Los errores grandes suelen indicar que los cálculos de la demanda y la oferta, actuales y a corto plazo, de bienes y servicios han sido inexactos.

Pese a nuestras repetidas revisiones de los pronósticos de inflación entre el primer trimestre de 2021 y el segundo trimestre de 2022, los fallos han sido considerables y continuos. Esta sorpresa en torno a la inflación fue anterior a la invasión rusa de Ucrania. Si bien la guerra ha ampliado



las presiones inflacionarias por el lado de la oferta debido a las perturbaciones en los mercados mundiales de productos básicos, sostenemos que el shock de la pandemia y la consiguiente recuperación económica gracias al fuerte respaldo fiscal, encendieron la primera chispa. Así pues, ¿cómo analizamos los datos que respaldan nuestra conjetura?

Para entender mejor los factores económicos detrás de los errores en los pronósticos de inflación, realizamos análisis *ex post* y *ex ante*. En el análisis *ex post*, consideramos lo que sabemos hoy y lo que podemos aprender retrospectivamente. En el análisis *ex ante*, intentamos comprender qué sabíamos en ese momento que parece no haberse tenido en cuenta lo suficiente en las perspectivas de inflación.

### Factores del subpronóstico

Consideramos cuatro factores que, con retrospectiva, nos ayudan a comprender por qué los pronósticos fueron mucho más parcos a la hora de predecir la inflación. En primer lugar, cuando se produjo el shock de la pandemia, las autoridades desplegaron con rapidez apoyo fiscal para evitar que las secuelas de la crisis fueran graves. Aun así, los pronósticos proyectaban ciertas secuelas, y las proyecciones de la brecha del producto para 2021 preveían una fuerte contracción de la actividad económica con respecto a su potencial. Solo en retrospectiva se hizo evidente que la contracción del producto, en comparación con su potencial, no fue tan nefasta. Ahora se sabe que las brechas del producto de la mayor parte de las economías del mundo —casi el 80% del PIB mundial— han sido inferiores a lo proyectado a comienzos de 2021, un indicio de que la rápida recuperación de la demanda superó las expectativas. Encontramos pruebas de que los países cuya recuperación económica del shock de la pandemia fue más rápida de lo esperado —como Nueva Zelandia, Singapur y Türkiye— también experimentaron una inflación superior a lo previsto. Esta situación predominó más en 2021 que en 2022, lo que deja entrever el posible papel de la sobreestimulación de la demanda en la fase inicial de la recuperación del shock de la pandemia.

En segundo lugar, la fuerte recuperación de la demanda se topó con el alto grado de tensión en las cadenas de suministro. Los cuellos de botella en las cadenas de suministro suelen estar provocados por shocks de demanda o de oferta, rara vez por una combinación de ambos. Durante los primeros confinamientos por la COVID-19, se produjo una combinación formidable de ambas fuerzas: la demanda de bienes aumentaba a un ritmo acelerado, mientras que la oferta sufría un importante retroceso temporal. Hallamos que en los países donde la demanda provocó más tensión que la oferta en las cadenas de suministro, los errores en los pronósticos fueron, en promedio, mayores. Esta dinámica tuvo lugar en Brasil y Nueva Zelandia, y en menor medida en Canadá y Estados Unidos.

En tercer lugar, al principio del período de confinamientos, los desequilibrios entre la demanda y la oferta se vieron ampliados por el desplazamiento de la demanda desde los servicios hacia los productos, ya que el sector de ocio y hospitalidad dejó de funcionar en su mayor parte. Esta situación invirtió de forma temporal la tendencia que se había visto en las últimas dos décadas, en que la inflación de precios de los productos era menor que la inflación de precios de los servicios. Para las economías en las que esta inversión fue drástica, con la inflación de precios de los productos por encima de la inflación de precios de los servicios, los errores en los pronósticos también fueron mayores. El desplazamiento de la demanda desde los servicios hacia los productos fue posiblemente un factor en los errores de inflación en Brasil, Chile y Estados Unidos, donde la inflación subyacente del precio de los productos en 2021 fue más del doble que en el caso de los servicios.

En cuarto lugar, la rigidez sin precedentes en los mercados laborales, que continuó hasta la fecha en algunas economías avanzadas, complicó algunos de los factores anteriores. Los mercados laborales, medidos por la relación entre las vacantes y el nivel de desempleo, han sido especialmente rígidos en Australia, Canadá, Estados Unidos y el Reino Unido, lo que está especialmente correlacionado con la

# Se podría haber aconsejado a las autoridades que redujeran la velocidad en algún momento de 2020, dado el peligro que acechaba más adelante.

magnitud de los errores en los pronósticos de la inflación subyacente en estos países.

### Estímulo fiscal

La combinación de una recuperación de la demanda más fuerte de lo previsto, la intensificación de la demanda que ha obstruido las cadenas de suministro, los desplazamientos sectoriales de la demanda y un mercado laboral recalentado ofrece una explicación *post mortem* convincente de los reiterados errores en el pronóstico del episodio de inflación. En retrospectiva, somos definitivamente más sabios. Sin embargo, las autoridades deben tomar decisiones en tiempo real con solo parte de la información de la que disponemos hoy. Esto plantea una pregunta sencilla pero aun así importante: En el momento en el que se publicaron los pronósticos, ¿deberían haber visto los analistas esta fuerza inflacionista que amenazaba desde el otro lado del parabrisa?

A medida que el conductor aumenta la velocidad, el campo de visión puede reducirse y ocultar así los peligros que esperan más adelante. Una característica particular de la respuesta de política a la pandemia en 2022 fue el agresivo estímulo fiscal, que, según algunos observadores, se asemejó al gasto en tiempos de guerra. Es importante señalar que este estímulo formaba parte de la información de la que disponían los analistas en ese momento. Nuestro análisis muestra que la magnitud de los paquetes de estímulo fiscal frente a la COVID-19, anunciados por los distintos gobiernos en 2020, tiene una correlación positiva con los errores en los pronósticos de la inflación subyacente de 2021 en las economías avanzadas. Si bien esto sugiere que los analistas habrían anticipado de forma insuficiente en sus proyecciones los efectos potenciales de la importante intervención fiscal, la evidencia debe interpretarse con cautela. En primer lugar, la correlación positiva se debe principalmente a Australia, Canadá, Estados Unidos y el Reino Unido, las mismas economías con mercados laborales especialmente rígidos desde el inicio de la pandemia. En segundo lugar, un vistazo más cercano a los datos favorece la interpretación

de que los errores en los pronósticos pueden atribuirse más a errores de juicio sobre la gravedad de las restricciones de la oferta, también en los mercados laborales, que a haber subestimado el impacto de la política fiscal en el repunte de la actividad económica.

### Disyuntivas de política

En 2020, una dosis de estímulo fiscal demasiado pequeña habría supuesto el peligro de que las secuelas se prolongaran. Pero hacer demasiado también supuso el riesgo de sobrees-timular la economía y provocar inflación. La inflación en las economías avanzadas era demasiado baja, y quizá por ello este riesgo se vio eclipsado cuando las autoridades de las economías avanzadas más grandes apoyaron con todas sus fuerzas las considerables intervenciones fiscales.

Los analistas también se enfrentaron a una incertidumbre considerable. Tuvieron que lidiar con los cambios en la dinámica de los mercados de bienes y de trabajo, así como con la dificultad de analizar datos económicos en tiempo real. Esto complicó en buena medida las perspectivas económicas. La evidencia sugiere que el gran estímulo fiscal debería haber inclinado al alza la balanza de riesgos para la inflación. Sin embargo, esta conclusión está supeditada a los resultados en unas pocas economías, si bien importantes.

En el futuro, las perspectivas de inflación deben tener en cuenta el impacto de la política fiscal, en especial en un entorno en el que las limitaciones de la oferta amplían el impacto del exceso de demanda sobre la inflación. Se podría haber aconsejado a las autoridades que redujeran la velocidad en algún momento de 2020, dado el peligro que acechaba más adelante. Pero esto no deja de ser un diagnóstico a medias. Solo tras compararlo con el escenario contrafáctico en el que se producen secuelas graves podemos evaluar realmente la idoneidad de las decisiones de política que se tomaron entonces. **FD**

**CHRISTOFFER KOCH** y **DIAA NOURELDIN** son economistas en el Departamento de Estudios del FMI.