

# La política monetaria en tiempos de pandemia: el nuevo desafío para las economías emergentes

**Manuel Aguilera**  
**Director General de MAPFRE Economics**



Una vieja amiga de los economistas —que había permanecido al acecho por algún tiempo— se ha convertido en la nueva protagonista de la reactivación económica pospandemia: la inflación. En los últimos meses, la economía global ha venido experimentando una presión más o menos generalizada hacia el alza del nivel de precios, la cual ha colocado a la inflación —en buena parte de los casos— por encima del objetivo de los bancos centrales. Hasta ahora, la visión dominante indica que estas presiones inflacionarias son de naturaleza esencialmente transitoria y que se encuentran explicadas por un repunte en el precio de las materias primas y la energía, así como por disrupciones temporales sobre la oferta producidas por las restricciones derivadas de las medidas para enfrentar el Covid-19. No obstante, parece haber indicios de que la inflación, como sucedió la última vez que estuvo en la primera línea de una crisis económica, intenta hacer nuevamente de las suyas.

A medida que la economía global transita hacia la salida de la pandemia, pareciera que los factores que explican el aumento de la inflación como una condición puramente transitoria (especialmente los ligados a un *shock* temporal de oferta en medio del resurgimiento de la demanda) empiezan a debilitarse, y la hipótesis de una inflación más estructural comienza a ganar espacio en la interpretación económica. Señal de ello son las insinuaciones que deja ver la comunicación de los bancos centrales de los principales países desarrollados, en el sentido del inicio no solo de una gradual reducción de los apoyos a la liquidez, sino también de una eventual normalización monetaria a través del aumento de tipos de interés, la cual podría comenzar a finales del año próximo.

En este contexto, la política monetaria se halla ante el desafío de actuar, por una parte, sobre la base de la correcta interpretación teórica respecto a la naturaleza —temporal o estructural— de las presiones sobre los precios y, por la otra, en base al margen intelectual (pero también político) respecto a la conveniencia de adoptar medidas ortodoxas para combatir la inflación a costa de obstaculizar la reactivación económica. En el caso de los mercados desarrollados, la solución a este dilema parece haberse decantado hacia una interpretación en la que una política monetaria restrictiva resultará indispensable para evitar que la presión inflacionaria temporal se transforme en una de naturaleza estructural. No obstante, aprovechando las particularidades del proceso de formación de precios en estas economías, sus bancos centrales se han planteado extender lo más posible las medidas expansionistas, buscando no frenar la recuperación económica, para luego implementar una normalización monetaria que limite el fortalecimiento estructural de la inflación.

En el caso de los mercados emergentes, sin embargo, la situación es más compleja. A diferencia de los países desarrollados, en donde por largo tiempo el proceso de formación de precios ha estado fuertemente condicionado por factores estructurales (como la mayor propensión marginal al ahorro derivada del envejecimiento poblacional), lo que ha permitido contener las expectativas de inflación y mantener tipos de interés en niveles extremadamente bajos, en los países emergentes este proceso presenta otros matices. En el mundo en desarrollo, por una parte, las presiones inflacionarias están siendo más agudas (en buena medida por las mayores rigideces de la oferta, así como por la transmisión de presiones sobre los precios a través de las importaciones de bienes comerciables e insumos para la producción) y, por la otra, la inflación y sus expectativas apenas han logrado situarse por

breves períodos dentro del objetivo de los bancos centrales, con lo que el mantenimiento de una política expansiva ante el repunte de los precios resulta ser una postura monetaria más difícil de sostener.

En general, los bancos centrales de los principales mercados emergentes han comenzado a reaccionar aumentando tipos de interés. No obstante, algunos bancos centrales (como los de Egipto, India, Filipinas, Indonesia o Sudáfrica) han decidido mantener por lo pronto su postura monetaria prácticamente inalterada, en tanto que otros más —como el caso de Argentina (con una inflación anual por encima del 48%) o Turquía (con una cercana al 20%)— incluso han reducido sus tipos de interés, quizás bajo el *racional* de no limitar la recuperación económica al pretender enfrentar presiones transitorias que podrían disolverse en los próximos meses, o tal vez solo impulsados por consideraciones de política local. En estos casos, la heterodoxia monetaria corre el riesgo de enfrentarse pronto a una situación que confirme que las presiones sobre los precios han dejado de ser transitorias, con lo que deberán lidiar en el futuro cercano con una inflación que, en el mejor de los casos, podría fácilmente salirse de control y, en el peor, recrear un escenario de hiperinflación.

Pero el horizonte tampoco se encuentra completamente despejado para los mercados emergentes que han decidido hacer frente a las presiones inflacionarias bajo parámetros ortodoxos. El aumento de tipos de interés que han iniciado, y que inevitablemente tendrá efecto sobre la velocidad de la reactivación económica, se enfrentará pronto al inicio del proceso de normalización monetaria en los países avanzados, con lo que deberán lidiar también con la necesidad de acompasar el aumento de tipos de interés en el mundo desarrollado con la política monetaria doméstica, a fin de evitar afectaciones adicionales sobre sus tipos de cambio y, a través del mecanismo del *pass through*, nuevamente sobre el nivel de precios de la economía.

Es claro que la política monetaria en los países emergentes debe plantearse como reto conducir un proceso ordenado de ajuste en los precios, evitando una afectación en las expectativas de inflación y, todo ello, procurando no perjudicar mayormente la reactivación económica —teniendo o no un mandato explícito para ello. En este propósito parece inevitable converger en una política monetaria más restrictiva que, en los próximos meses, deberá también acompasarse con la normalización monetaria en los países desarrollados,

buscando el objetivo primario de mantener a raya la inflación y su posible invasión al terreno de las expectativas, pero sin obviar los efectos sobre la actividad económica y la depreciación de sus monedas.

El principio de Tinbergen plantea el juego de conflicto que existe entre los *objetivos* de la política económica y los *instrumentos* al alcance de quien la diseña e implementa; en síntesis, que para lograr un cierto número de *objetivos* debe tenerse a disposición igual número de *instrumentos*. Resulta evidente que la política monetaria en los países emergentes difícilmente podrá encerrar, por sí sola, la respuesta al conjunto de objetivos que plantea el futuro inmediato, y que por ello deberá complementarse con otros instrumentos de política económica. Así que se aproximan días difíciles para los bancos centrales en el mundo emergente. Como alguna vez escribió el economista austriaco Ludwig von Mises: «...no se necesitan conocimientos muy profundos de economía para comprender los efectos inmediatos de una medida; pero la tarea de la economía es predecir los efectos más remotos, y así permitirnos evitar actos como el intento de remediar un mal presente sembrando la semilla de un mal mucho mayor para el futuro». Este sigue siendo el reto.