

El rol de los bancos centrales de América en el combate de la infla

GERMÁN
ALARCO

PROFESOR DE
LA UNIVERSIDAD
DEL PACÍFICO



América Latina (AL) y todo el mundo está asediado por la inflación; es un fenómeno sin fronteras. A diferencia de otras oportunidades, ahora este proceso ocurre inmediatamente después de la mayor crisis económica del siglo XXI, solo superada en gravedad por la depresión de los años treinta del siglo XX. Desafortunadamente, la pandemia del covid-19 no solo generó una gran mortandad, sino que implicó el cierre de actividades económicas, una caída drástica de la ocupación, el empleo y de los ingresos especialmente del trabajo.

Durante 2021 se produjo una recuperación del PBI, aunque hay muchos lugares donde recién se alcanzarían los niveles de producción de 2019 en 2023 o 2024. Sin embargo, también se identificaron impactos negativos para el mediano plazo en términos de mayor población económica inactiva, mayores desigualdades y precarización en la fuerza laboral en muchas partes del mundo incluido el Perú; sin mencionar los efectos sobre la educación y las condi-

ciones generales de salud de la población en general, entre otros.

SUMA DE PROBLEMAS

Tenemos a la vista los problemas de mediano y largo plazo ya mencionados y a los cuales se agrega la inflación que erosiona el poder de compra de los trabajadores especialmente de ingreso fijo; afectando el consumo privado, la demanda y la producción en general. Asimismo, es probable que agrave la desigualdad funcional y personal del ingreso impactando negativamente el crecimiento económico en circunstancias en que la recuperación del mercado laboral era lenta por la crisis y los efectos del reimpulso del cambio tecnológico.

Por otra parte, menos demanda, menos producción genera también la postergación de las decisiones de inversión; y menores posibilidades de exportación si el problema de caída de los ingresos reales se generaliza en el mundo. El escenario de estancamiento con inflación para esta década parecer estar a la vista. Al respecto, hay que recordar los aportes de Nouriel Roubini, quien, a mediados de 2020, planteó la posibilidad de una nueva década pérdida.

PRIMERAS REACCIONES

Hay que evitar a toda



costa la estancación (estancamiento con inflación). Hasta el momento, para buena suerte de todos los bancos centrales de los países desarrollados: FED, Banco Central Europeo, Banco de Inglaterra, Banco de Japón entre otros están actuando con prudencia. Recién la semana pasada la FED realizó el primer ajuste de la tasa de referencia (TRPM) de 0.25% hasta 0.5% anual. Se anuncia un calendario de ajustes, con alguna aceleración, pero que aún se puede calificar como moderado respecto de los estándares de actuación previos a la crisis financiera internacional 2008-2009. Hay que recordar que esta mantuvo su TRPM a niveles

mínimos y negativos en términos reales entre 2008 y 2014, rompiendo viejos paradigmas.

En contrapartida al comportamiento prudente en las economías desarrolladas, hay que tener cuidado con lo que hacemos en nuestra región. Desde mediados del año pasado se ha elevado significativamente la TRPM especialmente en Brasil y México, seguidos por Chile, Colombia y en menor medida en el Perú. Al respecto, el adelanto en la modificación de la TRPM de los bancos centrales en AL respecto de la FED es positivo. Sin embargo, es importante que este no sea demasiado acelerado y que la tasa se vaya a elevar en una magnitud innecesaria por sus

efectos negativos sobre la demanda y el nivel de actividad económica.

ORIGEN

Nuestras autoridades deben reconocer que el proceso inflacionario es sui generis. No se trata del fenómeno tradicional en que la demanda crece aceleradamente por encima de la oferta y por tanto hay que enfiarla. Las características del proceso inflacionario actual limitan los márgenes de maniobra de la política monetaria tradicional. Se requiere que los bancos centrales sean más autocríticos, revisen sus paradigmas y cooperen más con otras instituciones del gobierno y apoyen la posibilidad de acuerdos internacionales para limi-

tar la difusión de la inflación.

Los impactos inflacionarios de ahora se originaron en la disrupción de las cadenas logísticas a nivel internacional y como resultado de la paralización de actividades económicas. No debemos olvidar los primeros impactos en los fletes marítimos en contenedores, graneles agrícolas y minerales que afectaron el comercio exterior y los precios especialmente de importación.

REIMPULSO

Luego la mayor demanda por las políticas fiscales, monetarias y de ingresos anticíclicas impulsó los precios de los hidrocarburos y sus derivados, los diferentes graneles agrícolas como el trigo, maíz, soya, sorgo, entre otros que golpean el consumo directo de las familias y los procesos productivos derivados de estos (industria avícola y de oleaginosas en el Perú). Luego se sumó hace poco más de un mes la guerra entre Rusia y Ucrania que impacta sobre la mayoría de los mismos bienes y los precios de los fertilizantes en nuestro caso.

Efectivamente se observan inflaciones superiores al 6% anual en muchas partes del mundo, pero al evaluar la dinámica de su componente subyacente, hay muchas diferencias entre países en la dirección de que no se ha irradiado a todos los precios de la economía. Por ejemplo, en el Perú se observa una inflación subyacente ligeramente superior a la mitad de la inflación total, por lo que

Latina ción

el fenómeno inflacionario está aún focalizado.

ABANDONAR VIEJAS NARRATIVAS

La inflación actual no tiene explicación alguna en las teorías monetaristas. Se ha aumentado la emisión primaria y las otras obligaciones de los bancos centrales en todas partes del mundo para impulsar la reactivación económica a la par que creció la demanda de dinero por motivo precaución. No hay desajuste alguno y los bancos centrales tienen los mecanismos establecidos para retirar la liquidez excedente en cualquier momento.

Los institutos emisores tienen muchas viejas narrativas cuestionables. De partida se inscriben dentro de la lógica neoclásica y neoliberal de funcionamiento de los mercados. Menos Estado o un Estado al servicio del mercado. El mercado que procesa información, proporciona señales y como expresión material de la libertad de todos los agentes económicos. La superioridad técnica, moral y lógica de lo privado sobre lo público (Escalante, 2015). Asimismo, destacan la estabilidad permanente de los mercados sin la intervención estatal o que esta intervención es en la mayoría de los casos negativa.

Suponen que el comportamiento de los agentes económicos individuales conduce siempre al bienestar colectivo. No se conciben acciones intencionalmente negativas por parte del sector privado. Implícitamente todos



los mercados de bienes y servicios operan en condiciones de competencia perfecta, libre movilidad de factores sin restricción alguna, lo cual es limitado. Soslayan la problemática de mercados oligopólicos o del ejercicio de poder en los mercados. La lista es larga y numerosa.

NARRATIVAS COYUNTURALES

Los bancos centrales de la región deben ser muy cuidadosos en su forma de actuar ante la inflación. Por ejemplo, al evaluar las modificaciones de la TRPM las autoridades minimizan el impacto que estas tienen sobre el abanico de las tasas de interés activas; y por consiguiente sobre los diferentes componentes de la demanda interna y el PBI. Esto es una contradicción en la medida que con la elevación de la TRPM se busca enfriar la demanda.

No se analiza generalmente el impacto de la elevación de la TRPM sobre los márgenes de intermediación financiera, la generación de rentismo bancario cuando los

ingresos de los bancos dependen en gran medida de los instrumentos financieros colocados por las autoridades monetarias. No hay evaluación de impactos sobre la financierización y de esta sobre la distribución del ingreso.

Se elude que detrás del ajuste de los precios existen movimientos de ajuste en los márgenes de comercialización y de ganancia de las empresas, en muchos casos por su poder de mercado en empresas y sectores determinados. Asimismo, que las expectativas inflacionarias se obtienen a través de encuestas subjetivas a diferentes agentes económicos (se sobrevaloran las del sector financiero), a diferencia de lo que ocurre en las economías desarrolladas. Al respecto, no existe una teoría integrada sobre el rol de las expectativas dentro de los modelos de los bancos centrales. Se trata peligrosamente de alinearse a las expectativas de modificación de la TRPM prevista por los agentes económicos con el discutible argumento de no perder credibilidad.

COMPORTAMIENTO RECIENTE

Hay que reconocer que los bancos centrales actuaron en general correctamente ante las graves circunstancias generadas por la pandemia a diferencia de lo que ocurrió en la crisis financiera internacional. La velocidad de respuesta de los principales institutos emisores de la región frente a la pandemia del covid-19 fue más rápida tanto al inicio como ante la agudización de las presiones inflacionarias.

La TRPM tuvo en todas partes de nuestra región un ajuste tardío a la baja hasta 2009 respecto de reducciones de la FED desde 2007. Sin embargo, salvo el Perú y Chile el resto de los bancos centrales redujo lentamente la TRPM durante la pandemia del covid-19 en 2020. Asimismo, El incremento de las obligaciones monetarias totales de los bancos centrales fue significativo respecto de la crisis financiera internacional destacando Chile y Perú; en menor medida Brasil, México y Colombia.

AJUSTES PELIGROSOS

Ya hemos comentado que los bancos centrales de la región se adelantaron a la FED ante la inflación con mayores aumentos de la TRPM en Brasil, México y Chile. El ajuste ha sido más prudente en Colombia y el Perú. Estos parecieran se realizan para evitar la depreciación de la moneda nacional y las salidas de capitales tal como ocurrió al bajar las TRPM en 2020 y durante la crisis financiera internacional. Lo anterior se explicaría por mayor relevancia de la teoría de la paridad de las tasas de interés, por mayores rendimientos nominales y que contribuyen a una apreciación cambiaria.

Sin embargo, la estrategia antiinflacionaria actual puede ser muy costosa en términos de producción y empleo. Se apoyaría en la entrada de capitales de corto plazo y operaciones con derivados, la apreciación de la paridad cambiaria y en la adicción por las divisas e importaciones retroalimentando un modelo de rentismo bancario y financierización que puede atentar contra el desarrollo productivo y diversificado de mediano y largo plazo.

PROPUESTAS

La posibilidad de una década de estanflación obliga a revisar los marcos normativos de los bancos centrales regionales. Hay que pensar en una función dual: inflación y nivel de actividad / ocupación y empleo. La función única orientada a evitar la inflación en AL parece limitada en

las actuales circunstancias y lo fue para frente a la detonación de la crisis financiera internacional. Tampoco las Regla de Taylor es suficiente para generar acciones monetarias anticíclicas preventivas.

Son numerosos los temas donde se debe actuar, mismos que rebasan esta nota: ampliar perspectiva al mediano y largo plazo, entender la existencia de retos estructurales, y superar endogamia teórica. En cuanto a la actual coyuntura, entre otras, revisar la política de proyecciones de inflación oficiales para evitar profecías autocumplidas; asimismo, acompañarlo con un mensaje positivo relativo a las mejores prácticas empresariales en tiempos de crisis.

OTRAS ACCIONES

Los bancos centrales no deben ser islas para enfrentar la inflación. Urge un comportamiento coordinado con las autoridades de competencia, estadísticas y otras del Poder Ejecutivo y Legislativo para analizar y actuar frente a la situación.

Se debe retomar las banderas de la seguridad alimentaria y energética que no olvidan las economías desarrolladas; a la par de apoyar las acciones de coordinación internacional para evitar que la inflación nos hunda en una nueva década perdida. Se está comenzando a actuar, pero hay mucho por hacer.