

La pandemia y la política antiinflacionaria

Roberto Frenkel

Director del Programa de Especialización en Mercado de Capitales, Investigador Titular del CEDES, Profesor Honorario de la UBA.



LA GUERRA Y LA PANDEMIA

En una de tres conferencias brindadas en 1973 en Helsinki, John Hicks describe el cambio crucial en el mercado de trabajo que habría tenido lugar después de la 1ra. Guerra Mundial. Antes de la guerra, comenta Hicks, si bajaba el precio del carbón, los empleados en la actividad veían natural y correcto que sus remuneraciones fueran reducidas. En cambio, esa flexibilidad desaparece después de la 1ra. Guerra: las reducciones del salario real ya no son consideradas un tratamiento justo (*fair*) por los trabajadores. Es la así llamada resistencia a la baja del salario real (*real wage resistance*). La resistencia a la baja significa, por ejemplo, que los trabajadores reclamen aumento del salario cuando se han incrementado los precios de lo que consumen, porque el monto del salario percibido dejó de ser justo (*fair*) y aunque su empleador no haya aumentado el precio de lo que produce. El mantenimiento del margen sobre sus costos variables requiere que el productor “traslade” a su precio de venta el aumento del costo laboral. Esto generaliza el impulso inicial a casi todos los precios de la economía y le da inercia a la inflación resultante.

El cambio que Hicks diagnostica en los años 20 se observa claramente después de la guerra de Corea, a partir de 1952, en la *creeping inflation* de los años sesenta y en la aceleración inflacionaria de fines de los 60 y los años 70. La resistencia a la baja del salario real adopta la forma de indexación a la tasa de inflación del IPC. Esta práctica sólo resultaría en un salario real constante si los ajustes se realizaran, por ejemplo, día a día. Pero la disponibilidad de información sobre el IPC hace imposible esa indexación continua, de modo que los salarios se ajustan periódicamente con la tasa del IPC de un intervalo previo (más corto cuanto mayor es la inflación), que vuelve el valor real del salario a su máximo precedente. Es un mal remedo de un salario real estable, ya que después del ajuste nominal, el valor real del salario en el período siguiente depende de la (desconocida) tasa de inflación futura. Pero es una fórmula práctica útil para evitar el costo y la conflictividad de frecuentes renegociaciones de salarios.

Cuando tiempo atrás leí las conferencias mencionadas encontré muy verosímil la asociación entre la guerra de masas y el cambio en el mercado de trabajo. El prolongado sufrimiento de las trincheras y la enorme cantidad de muertos y lisiados me parecieron eventos de entidad suficiente como para motivar la rebeldía y los nuevos comportamientos de quienes retornaban del frente.

Durante la pandemia recordé esos textos y recordé también que la 1ra. Guerra Mundial fue inmediatamente seguida por la epidemia de gripe española, diseminada por los soldados que volvían a casa. Los números de enfermos y muertos no fueron hechos públicos por los países del conflicto por considerarlos secretos de seguridad nacional. En cambio, se publicaron en España datos que permitieron calcular que la gripe española causó en el mundo entre veinte y cuarenta millones de muertes.

Pensé entonces que no era una sino dos las tremendas experiencias con las que asociar la aparición de la resistencia a la baja del salario real: la guerra y la pandemia. Y también que la gripe española, por un lado, y la nueva pandemia de COVID-19 parecían, cada una por sí misma, capaces de inducir cambios de gran significación en las conductas sociales, aunque no estuvieran acompañadas de una guerra.

Pero la analogía se completó en febrero de este año con la invasión rusa a Ucrania. En lugar de guerra y pandemia ahora tenemos pandemia y guerra. Los efectos propios de la guerra recién se están desarrollando. Son muy importantes los que tuvo de inmediato sobre las producciones y precios de alimentos y energía. Pero habrá también seguramente efectos de mayor plazo, aún desconocidos, porque la novedosa situación internacional tiene aspectos irreversibles. Piénsese en la incorporación a la OTAN de Suecia y Finlandia o en la debilidad que ahora muestra Alemania en su disponibilidad de energía. Piénsese en la desconfianza que ha emergido entre las grandes potencias. Pensemos en la amenaza nuclear. En lo que refiere a consecuencias imprevisibles de la guerra, esto recién empieza.

Vivimos tiempos de incertidumbre. Los economistas distinguimos entre incertidumbre y riesgo. Los riesgos son calculables, de modo que se prestan a los negocios si las transacciones se repiten muchas veces, porque a la larga cada cara del dado aparece en un sexto de las tiradas. Incertidumbre significa desconocimiento, imposibilidad de cálculo. Keynes ponía como ejemplo precisamente la duración de una guerra. No sirve de nada calcular la media y varianza de un conjunto de guerras pasadas. Cada guerra es única y de duración incierta. Y como también indicó Hicks, la incertidumbre da lugar a la preferencia por flexibilidad. En ese contexto se requiere menos compromiso futuro, mayor rapidez para adaptarse a una nueva información imprevisible.

LA ACELERACIÓN DE LA INFLACIÓN Y EL *INFLATION TARGETING* (IT)

La independencia del banco central y la política de metas de inflación son los elementos esenciales de las políticas macroeconómicas actuales. Nueva Zelanda fue el primer país en adoptar el IT y su utilización se fue extendiendo en los años 90. El esquema rige en la Zona del Euro desde que se creó esa moneda. Se generalizó en América Latina desde el comienzo de los años 2000. En países desarrollados y en desarrollo fue adoptado generalmente cuando las tasas de inflación ya habían sido reducidas previamente con otras políticas. La meta de 2% que adoptó Nueva Zelanda se generalizó sin mucha discusión. Hoy constituye la meta de inflación de los principales mercados mundiales. Subrayemos que en los países desarrollados nunca se utilizó el IT para combatir inflaciones del orden de las que se experimentan actualmente. En materia de política antiinflacionaria, nos encontramos en *Terra Incognita*.

La conducción rigurosa del IT por el Banco Central tiene requisitos exigentes de información pública y transparencia que no tenemos lugar para explicitar aquí. Digamos solamente que la autoridad monetaria debe mostrar un modelo que conecte la elevación de la tasa de interés, que es su instrumento, con el índice de precios que constituye su objetivo. Actualmente no les resulta fácil a los bancos centrales mostrar esa causalidad porque, como señalamos arriba, la política de IT se encuentra ahora en territorio inexplorado.

El objetivo más general de la política es alcanzar y mantener una meta de tasa de inflación, cuyo indicador más difundido es el IPC. Pero se utiliza como objetivo operativo el llamado índice núcleo, que se obtiene excluyendo del índice del IPC los precios de alimentos y energía. Estos bienes son excluidos porque sus precios ostentan gran volatilidad, cuyas causas suelen ser internacionales y caen habitualmente fuera de la influencia de la política monetaria del país en cuestión. La exclusión implica tácitamente el supuesto de que los precios de alimentos y energía fluctúan alrededor de la tendencia del índice núcleo, con fluctuaciones cíclicas aunque no necesariamente regulares. De otra manera no tendría sentido excluirlos.

El instrumento de la política es la tasa de interés de corto plazo que determina el banco central. Las subas y bajas de esa tasa se transmiten por los canales financieros a todo el espectro de tasas y precios de activos y de allí al conjunto de variables reales. La efectividad de la política requiere que gran parte del público esté convencida de que el banco central tiene la capacidad de determinar la tasa futura del índice núcleo y que hará todo lo que esté a su alcance para lograr la meta fijada.

Consecuentemente, el principal foco de la política son las expectativas del público. Si se espera determinada tasa de inflación, las decisiones que afectan precios y salarios se alinearán con esa expectativa y de allí resultará una tasa de inflación semejante a la esperada: una profecía autocumplida. El público siempre tiene razón, el banco central debe convencerlo de que la inflación convergerá a la meta.

El trabajo es generalmente el principal bien no comerciable de las economías. Consecuentemente, el precio del trabajo es el principal componente no comerciable del índice núcleo. Para que la tasa del núcleo no se eleve por encima de la tasa meta del banco central, es normalmente necesario que la tasa de los salarios no sea mayor que la tasa meta más la tasa de aumento de la productividad. Como ya indicamos, esto debe verificarse con independencia de lo que ocurre con los precios de los alimentos y la energía.

Cuando las expectativas y los salarios están bien anclados por la meta de inflación (como suele decirse), como ocurría en el período de inflación baja que dejamos atrás con la epidemia, la resistencia a la baja del salario real no se verifica en el corto plazo. Una aceleración de los precios de alimentos o energía acelera la tasa del IPC y causa consecuentemente una caída del salario real, pero no hay incremento de salarios. No hay efectos de segunda ronda, como también suele decirse. Esta es la principal virtud del IT. La caída del salario real se supone transitoria y se compensaría en el futuro con un aumento equivalente del salario real, cuando las tasas de los precios de alimentos o energía evolucionen por debajo de las tasas del índice núcleo. Volvemos sobre este punto más adelante.

LA PANDEMIA DE COVID Y LA EFECTIVIDAD DEL IT

La pandemia de COVID y las medidas adoptadas para enfrentarla causaron efectos sísmicos totalmente novedosos en los mercados de bienes, servicios y trabajo. Se incrementó inesperadamente la demanda de bienes mientras que simultáneamente la oferta se veía restringida en la producción y el transporte. Los precios y salarios del sector comenzaron a elevarse impulsados por los excesos de demanda. Cuando se aliviaron las restricciones, los excesos de demanda se trasladaron a los servicios, impulsando la inflación de precios y salarios de esas actividades. De estos procesos ha surgido una inflación alta generalizada: tasas de aumentos de precios y salarios más o menos uniformes en todos los ítems del índice núcleo.

Es aún temprano para diagnosticar cambios permanentes en el mercado de trabajo. Sin embargo, hay datos que indican una caída del trabajo asalariado, compensado con una mayor proporción de actividades por cuenta propia. Esto podría indicar una mayor dificultad de la política monetaria para desacelerar la inflación de los salarios. Es probablemente una manifestación de la “preferencia por flexibilidad” que Hicks asociaba con la incertidumbre. Los más jóvenes expresan más claramente esa preferencia porque, creo, sufren más la incertidumbre que los mayores. Parece natural, porque esperan vivir más tiempo en ese futuro amenazante.

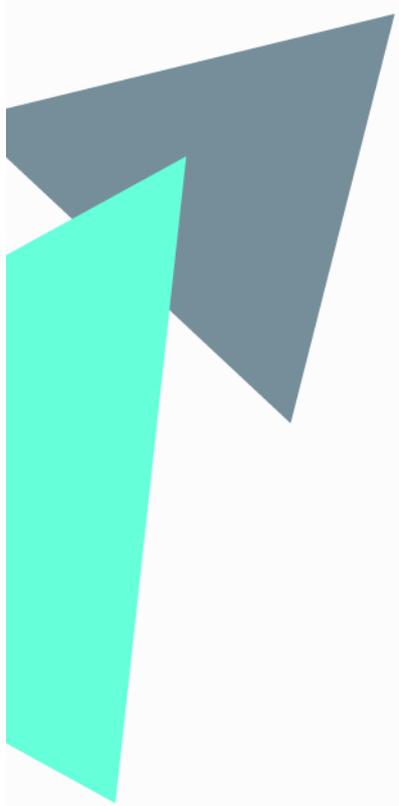
La guerra que siguió a la invasión rusa de Ucrania produjo escasez y aumentos de los precios relativos de energía y alimentos. Los precios del petróleo, el gas y las *commodities* alimenticias aceleraron el ritmo de aumento con respecto a las ya altas tasas que venían exhibiendo en los años 2020 y 2021. Además, Rusia está cerrando los gasoductos que proveían a varios países de Europa. Los gobiernos tratan de reducir el impacto del precio de la energía sobre los consumidores y la inflación mediante racionamiento y subsidios pero aun así, el aumento de la energía alcanza a familias y empresas. El resultado es que la guerra de Ucrania aceleró la tendencia a caída del salario real (la tasa de los salarios es similar a la tasa del índice núcleo, inferiores a la tasa del IPC). ¿Puede imaginarse permanente esta tendencia?

La experiencia de las décadas recientes avala en cierta medida el carácter cíclico de las fluctuaciones del precio de la energía. De manera que los salarios no deberían aislarse de su impacto elevándose en proporción al IPC. Además, en los países importadores de energía puede argumentarse que el deterioro de los términos de intercambio reduce el ingreso nacional más o menos uniformemente, con efectos redistributivos poco relevantes.

El caso del precio de los alimentos es distinto. El incremento de su precio relativo tiene efectos distributivos significativos. Además, si bien ha fluctuado en los últimos veinte años, luego del fuerte aumento que tuvo en los primeros años 2000, sus niveles mínimos siempre se ubicaron bien arriba de los precios de las últimas décadas del siglo pasado. Cabe preguntarse consecuentemente si las tendencias actuales de precios y salarios pueden prolongarse indefinidamente o si la resistencia a la baja del salario real, particularmente la de los salarios más bajos y más afectados por la inflación de los alimentos, contribuirá a debilitar los efectos de la política monetaria.

La tasa de inflación está lejos de la meta. Estados Unidos lleva seis meses con tasas del IPC superiores a 8%. En lo que va del año la tasa del índice núcleo en Estados Unidos ha estado alrededor de 6% y los salarios vienen aumentando a una tasa semejante. Si los incrementos esperables de productividad se estiman en 1% - 1.5% anual, la meta de inflación de 2% requiere que los salarios no se incrementen por arriba de 3% - 3.5%.

Los bancos centrales, con la Reserva Federal a la cabeza, vienen elevando la tasa de interés en saltos sucesivos, aún sin efectos perceptibles sobre la inflación. No sabemos hasta qué nivel debería llevarse la tasa de interés para lograr efecto ni cuáles serán sus impactos financieros y reales. Hay muchas comparaciones con el shock antiinflacionario de Volcker, en 1981. ¿Volveremos a computar el índice de sacrificio? ¿Cuánto desempleo es necesario para desacelerar la tasa de inflación? Los bancos centrales están jugando su reputación y no tienen por ahora otro camino que aumentar las dosis del único remedio del que disponen.



equilibra

CENTRO DE ANÁLISIS ECONÓMICO

