



## PERSPECTIVAS DE LAS ECONOMÍAS EMERGENTES

# Un camino ya transitado

En un período de elevada inflación, los mercados emergentes pueden compartir sus enseñanzas

**Lesetja Kganyago**

**E**n el diálogo público en curso sobre la política económica, los desafíos que afrontan las economías avanzadas suelen eclipsar a los del mundo en desarrollo. En el caso de la política monetaria, por ejemplo, los problemas que caracterizaron la pasada década fueron el límite inferior cero de las tasas de interés y una inflación demasiado baja. Pero ninguno de esos problemas afectó a los mercados emergentes en gran medida. Nuestros desafíos tenían mucho más que ver con lo que se recoge en los libros de texto, como evitar que la inflación superara los niveles fijados como meta, resistir a las demandas de tasas de interés más bajas para impulsar el crecimiento económico a corto plazo y financiar posiciones fiscales insostenibles.

Ahora que la conversación económica en las economías avanzadas ha pasado a centrarse en cómo afrontar una mayor inflación, los mercados emergentes tienen algo que

ofrecer. Los bancos centrales de los mercados emergentes cuentan con una vasta experiencia en lidiar con estas condiciones, incluso con la presión política que a menudo sigue al endurecimiento de las políticas. Destacan tres esferas de experiencia.

La primera hace referencia a la gestión de los shocks en la oferta. Son tan difíciles de explicar desde la perspectiva de la política monetaria como habituales. En mis 12 años en el Comité de Política Monetaria (CPM) del Banco de la Reserva de Sudáfrica he dedicado más tiempo a intentar evaluar el impacto de los shocks de oferta y comunicar nuestra diferenciación entre los efectos transitorios y persistentes que a gestionar las presiones del lado de la demanda. Muchos mercados emergentes han vivido experiencias similares.

Parte del problema es que, incluso con unas tasas de inflación moderadas, quienes fijan los precios y los salarios aprenden a hacer un seguimiento de la inflación e indexar sus precios. Esto significa que si los bancos centrales no responden oportunamente a los shocks, las presiones sobre los precios aumentan y las expectativas de inflación varían. Esto hace que la política vaya aún más rezagada y que por ende los shocks temporales acaben teniendo efectos persistentes.

Durante muchos años, la respuesta óptima a los shocks de oferta era la versión recetada en los libros de texto de las economías avanzadas: no hay que responder porque el shock se desvanecerá. Sin embargo, las economías de mercados emergentes muestran más indexación y menos tolerancia a las pérdidas de ingresos reales. Es más probable que la inflación de hoy en día se propague en el futuro. Por ese motivo, cada vez son más necesarias las políticas de respuesta a los shocks. Muchas economías de mercados emergentes han introducido sólidos marcos de metas de inflación para adecuar mejor las expectativas de inflación, y en general han funcionado bien, aportando flexibilidad a las políticas.

Esta necesidad de un enfoque más específico para los mercados emergentes quizá sea consecuencia de las tasas de inflación en general más altas, que incita a las personas a prestar atención a los índices de precios al consumidor en lugar de dar por hecha la estabilidad de precios. Nuestras tasas de inflación son importantes para la toma de decisiones cotidianas de los hogares y las empresas.

### Sostenibilidad fiscal

La segunda esfera de experiencia está vinculada a nuestro mandato. Se suele suponer que la política fiscal y la política monetaria no se solapan. Esto es más abstracto que real. La política monetaria puede verse distorsionada por la política fiscal, como afirmará cualquier autoridad económica de los mercados emergentes. El aumento de la preocupación por la dominancia fiscal lo confirma, sobre todo porque los principales bancos centrales centran cada vez más su atención en las consecuencias de la expansión cuantitativa y otras políticas que incrementaron sus tenencias de deuda pública. Debido a la preocupación por los balances, es

todavía más importante que los mandatos de los bancos centrales sigan siendo simples y directos.

Para lograr buenos resultados, los países necesitan una estrategia macroeconómica más amplia que arroje otros resultados clave, especialmente la sostenibilidad fiscal. Sin esa estrategia, los bancos centrales no pueden, por sí solos, garantizar un entorno favorable al crecimiento.

Sudáfrica es un ejemplo perfecto. En la década de 1990, el gobierno democrático recién elegido emprendió una serie de reformas que sustentaron el período más largo de crecimiento ininterrumpido de la historia de Sudáfrica. Los tres pilares principales de esas reformas fueron los siguientes: un tipo de cambio flotante, que liberó al país de las costosas e infructuosas intervenciones cambiarias; las metas de inflación, que condujeron a tasas de interés más bajas y precios más estables; y, tal vez lo más importante, la austeridad fiscal.

En su conjunto, estas reformas ayudaron al país a capear la crisis de los mercados emergentes de 1998 y 2001. Sin embargo, como entrañaban disciplina y cautela, no fueron muy populares. Esto contribuyó a que se adoptara un enfoque más derrochador en la última década, que se preocupaba mucho menos por el volumen o la calidad del gasto. Sobrevino un deterioro macroeconómico grave, acompañado de algunas de las tasas de crecimiento más bajas de la historia de Sudáfrica.

La política monetaria se mantuvo firme, pero esa política no lo es todo. De nuevo, otros mercados emergentes han vivido experiencias similares.

### La búsqueda de un equilibrio

Esto me lleva a la tercera esfera de experiencia de los mercados emergentes: cómo actuar a la hora de formular las políticas y, en concreto, cómo lograr un equilibrio entre actuar con determinación y estar abierto a nuevas ideas e informaciones.

En las economías avanzadas, sobre todo en los últimos años, el fenómeno del pensamiento de grupo tal vez ha sido uno de los principales problemas de las políticas. Sin embargo, no tengo claro que ocurra eso en los mercados emergentes. En el caso de la política monetaria de Sudáfrica, rara vez hemos alcanzado un acuerdo unánime sobre la conveniencia de subir las tasas de interés. Incluso en los pocos casos en los que todos los miembros del CPM hemos convenido en el endurecimiento, hemos discrepado en cuánto subirlas. En nuestra sociedad en general, puedo asegurarles que no nos falta diversidad de opiniones.

Mi experiencia me lleva a pensar que lo que realmente necesitan las autoridades en los mercados emergentes es opiniones divergentes sobre cuestiones tácticas, pero consenso en torno a la gran estrategia.

En Sudáfrica, el mandato de nuestro banco central, recogido en la Constitución, consiste en proteger el valor de la moneda en aras de un crecimiento equilibrado y sostenible. Por mucho que admire el debate abierto, no

es útil cuestionar y criticar el papel del banco central. La diversidad de opiniones es importante, pero no es necesario desintegrarlo todo.

Mientras las economías avanzadas se enfrentan a una dinámica de inflación que se asemeja más a los patrones de los mercados emergentes, podría ser útil esta distinción entre las cosas que requieren convicción y las que requieren debate. Las autoridades monetarias están tomando decisiones duras, con información inadecuada y mucho en juego. Los críticos se desentenderán de la complejidad del asunto y se limitarán a afirmar que los bancos centrales no pueden observar los hechos. Los bancos centrales deben reiterar sus objetivos estratégicos de forma clara, paciente y con buenas evidencias. Hay que fomentar el consenso, y no temerlo como signo de pensamiento de grupo. En cambio, cuando se trata de tácticas, hay que adoptar una mentalidad abierta y estar dispuesto a cambiar de opinión.

El año 2023 bien podría ser el año en que las tendencias de 2022 se inviertan y algunas economías avanzadas vuelvan a registrar una inflación más baja. De ser así, los mercados emergentes disfrutarán de un ansiado respiro.

*La política monetaria puede verse distorsionada por la política fiscal, como afirmará cualquier autoridad económica de mercados emergentes.*

Pero no debemos dar nada por sentado. Lamentablemente, no está tan claro que unas tendencias inflacionistas más benignas en las economías avanzadas vayan a aliviar las condiciones económicas de las economías de los mercados emergentes y en desarrollo. Se necesita un compromiso renovado para afrontar los elevados niveles de deuda, y hay que tener en cuenta el costo de la transición hacia economías con bajas emisiones de carbono. Las economías de mercados emergentes deben hacer un mejor uso del financiamiento que pueden atraer para volver a lograr un mayor crecimiento económico con más capital sostenible.

Con un menor crecimiento económico y una necesidad de recursos financieros que no disminuye, es probable que en gran parte del mundo persistan las condiciones de inflación elevada. Una mejor coordinación entre la política fiscal y la política monetaria sostenibles crearía importantes sinergias, que permitirían reducir el impacto de los shocks de oferta, mantener bajo el costo de financiamiento de los gobiernos y eliminar la inflación de la lista de preocupaciones de hogares y empresas en todo el mundo emergente. **FD**

**LESETJA KGANYAGO** es Gobernador del Banco de la Reserva de Sudáfrica.