

METAS DE INFLACIÓN DEL FRACASO A LA INSISTENCIA: LOS CASOS DE ARGENTINA, BRASIL Y MÉXICO EN EL PERIODO 1999-2016

Autor/es: **Santiago CAPRARO (UNPSJB)**

e-mail: santiago.capraro@gmail.com

Resúmen:

En el modelo de política monetaria de la teoría monetarista el banco central controla la oferta de base monetaria (Friedman, 1968; Friedman y Schwartz, 1969). Así, en la regla monetaria propuesta por Milton Friedman la evolución de algún agregado monetario es la clave para conseguir la estabilidad de precios y el control de la inflación. Durante los años ochenta del siglo pasado tuvo verificativo el experimento monetarista en virtud del cual se puso en práctica la regla monetaria de Friedman en Estados Unidos y en otros países para combatir las secuelas de la estanflación del decenio anterior (Kaldor, 1982). Ante el fracaso del experimento monetarista, debido a que la manipulación de la base monetaria desestabilizó las tasas de interés, la evidencia empírica mostró que la relación entre inflación y el crecimiento de los agregados monetarios no es lineal, y por tanto no es válido postular una relación de causalidad de dinero a precios (Goodhart, 1989). Por tanto, se abandonó a los agregados monetarios como instrumento de la política monetaria y se volvió a utilizar la tasa de interés como instrumento de la política monetaria (Arestis y Sawyer, 2003).

La tradición de Knut Wicksell postula que la variable de política del banco central es la tasa de interés nominal de corto plazo (Wicksell, 1898; Perrotini, 2007). En el marco de política monetaria Wickselliano la tasa de interés *overnight* es el objetivo operativo de ajuste (Woodford, 2003). Al fracaso monetarista debe sumarse la caída de los tipos de cambio fijo en varias economías desarrolladas en los años 1990, lo que llevó a la implementación de una nueva forma de política monetaria que luego se conocería como regímenes de metas de inflación (RMI). Finalmente, a fines de la década de 1990 y principios de los años 2000 un conjunto de economías latinoamericanas comenzaron a aplicar RMI luego de abandonar sus regímenes de tipo de cambio fijos, en muchos casos luego de una crisis de balanza de pagos.

En Taylor (1997) se sugiere que la única política monetaria sustentable que puede aplicarse en lugar de un tipo de cambio fijo debe estar basada en tres pilares: un *tipo de cambio flexible*, una *regla de política monetaria* -la más conocida es la regla propuesta por el mismo Taylor (1993)- y una *meta de inflación*; de hecho estos elementos componen los pilares básicos de los régimen de metas de inflación (RMI) de acuerdo a la literatura ortodoxa. En Svensson (2010) se da una caracterización más compleja de los RMI, la cual incluye los siguientes elementos: "... (1) el anuncio explícito de un objetivo de inflación, (2) instituir una política monetaria que dé un papel importante al pronóstico de inflación y que se ha denominado objetivo de pronóstico inflacionario y (3) un alto grado de transparencia, responsabilidad y rendición de cuentas por parte de la autoridad monetaria. Una política de metas de inflación está asociada a un esquema institucional para el banco central caracterizado por la siguiente trinidad: (1) un mandato para estabilizar los precios, (2) independencia y (3) rendición de cuentas..." (p. 1).

En muchos casos los bancos centrales se comprometen a poner en funcionamiento un RMI, sin embargo no cumplen el compromiso, especialmente respecto al tipo de cambio. Por ejemplo, en una descripción ideal de un régimen cambiario de libre flotación el stock de activos internacionales netos (AIN) sería constante o no sería una variable relevante de la política monetaria, lo que no es el caso de los países desarrollados y en desarrollo que se autodenominan "flotadores" en los últimos 25 años (Calvo y Reinhart, 2002; Hüffner, 2004; Eptein y Yeldan, 2008). En particular, hay evidencia empírica que muestra que los bancos centrales que aplican un RMI utilizan regularmente intervenciones esterilizadas para controlar el tipo de cambio. De esta manera se debe por un lado reconocer que hay otros mecanismos más allá de los descritos en el modelo de metas de inflación que se han utilizado para lograr el objetivo y por tanto debemos describirlos. Si incorporamos el tipo de cambio al RMI se obtiene un nuevo esquema en el cual existen dos instrumentos, un objetivo intermedio y una meta final. Los instrumentos son la tasa de interés y las intervenciones esterilizadas, el primero se utiliza para controlar la demanda efectiva y a través de ese mecanismo alcanzar la meta de inflación; las intervenciones esterilizadas son el instrumento que se utiliza para controlar el tipo de cambio, el cual se convierte en un objetivo intermedio de la política monetaria.

Por tanto, la mayoría de las economías en desarrollo que operan con un RMI en la práctica se apartan del modelo canónico porque controlan la inflación, en parte, evitando movimientos no deseados en el tipo de cambio nominal, es decir no siguen los preceptos del Nuevo Consenso en Macroeconomía (NCM) - Svensson (2011), Taylor y Williams (2011) y Arestis (2007)- dado que utilizan el tipo de cambio como ancla nominal de la economía a través de la acumulación de reservas y la realización de intervenciones esterilizadas en el mercado de cambios, principalmente cuando el valor de la divisa internacional alcanza niveles que ponen en riesgo el cumplimiento del objetivo de inflación. Lo anterior genera una tendencia a la sobrevaluación monetaria que puede generar efectos macroeconómicos no deseados que han sido objeto de debate en la literatura económica reciente.

En este nuevo esquema se debe considerar la conexión que existe entre el nivel de tipo de cambio nominal y el real, en tanto que los bancos centrales que utilizan el tipo de cambio como ancla nominal tienden a apreciar el tipo de cambio real, lo que genera una presión al estancamiento económico a través de disminuir la competitividad de los bienes nacionales, afectando no solo al crecimiento de las exportaciones, sino también a toda la economía. Las economías de América Latina que aplican RMI son economías cuyo motor de crecimiento es el sector externo. Por tanto, la estructura macroeconómica de estos países se compone de los siguientes pilares: una política monetaria y cambiaria para lograr la meta de inflación y una estrategia general de crecimiento basada en el comercio internacional. En consecuencia, se crea una contradicción entre la estrategia de crecimiento exportador y la política inflacionaria. En este contexto el comercio exterior no puede funcionar como motor del desarrollo económico.

Una forma de superar esta tensión es modificar la política cambiaria; por ejemplo, a través de generar un tipo de cambio real estable y competitivo que detone las potencialidades de las exportaciones. Sin embargo, los defensores de los regímenes de metas de inflación (RMI) -como Taylor (2001) y Svensson (2001)- sostienen que una política cambiaria de esa naturaleza pondría en riesgo el cumplimiento de la meta de inflación, que es el principal objetivo del banco central. Otra manera de desatar este nudo gordiano es a través de reducir el poder de negociación de los trabajadores en la relación laboral, procurando recuperar la competitividad perdida por la apreciación de la moneda a través de variaciones en los salarios nominales. De esta manera el sector externo puede liderar el crecimiento sin poner en riesgo la meta de inflación.

Sin embargo, este tipo de políticas implican una redistribución del ingreso desde los trabajadores hacia los capitalistas, principalmente porque los empresarios pueden beneficiarse de los avances de la productividad y de los choques de oferta en detrimento de los trabajadores. Pareciera que algunos países con RMI eligieron aplicar la segunda solución. Este tipo de políticas redistributivas pueden tener un efecto negativo sobre el crecimiento económico si la economía es *wage-led*. De esta forma uno de los escenarios posibles que surgen de la aplicación de las políticas del RMI es un entorno económico donde las exportaciones crecen y la inflación efectiva tiende a converger a la meta de inflación, pero con un bajo crecimiento económico. La caída en la participación en el ingreso de los trabajadores es la que genera el estancamiento económico. La menor participación en el ingreso de los trabajadores se explica por un menor poder de negociación de los trabajadores en la relación salarial.

A partir del nuevo esquema surgen las tres hipótesis del trabajo que están concatenadas:

1. Las intervenciones cambiarias son un instrumento efectivo que utilizan los bancos centrales para controlar el tipo de cambio y además son independientes de la tasa de interés. Del análisis de esta hipótesis se desprenderá que el control del tipo de cambio nominal a través de las intervenciones cambiarias genera un proceso de apreciación real del tipo de cambio.
2. De lo anterior surge la siguiente hipótesis del trabajo: existe una relación positiva entre el tipo de cambio real y la tasa de crecimiento de la economía. Del estudio de esa relación surge la tercera hipótesis del trabajo ya que la competitividad externa perdida por la apreciación del tipo de cambio real puede recuperarse a través de debilitar el poder de negociación de los trabajadores en la relación laboral.
3. La última hipótesis de la tesis es que los procesos que generan una disminución en el poder de negociación de los trabajadores en la relación laboral son beneficiosos para controlar la inflación y generar un crecimiento de las exportaciones, pero afectan de forma negativa a la tasa de crecimiento de la economía al producir una redistribución del ingreso en contra de los trabajadores.

La tesis se compone de la presente introducción, de tres capítulos y una conclusión. Cada capítulo aporta elementos para darle contenido teórico y empírico al esquema 2. Cada capítulo es un ensayo independiente pero su orden presenta una lógica de continuidad. Las hipótesis, los hechos estilizados y los resultados econométricos de cada ensayo son interdependientes. Un elemento común de los tres capítulos es que la información empírica que se utiliza en los modelos econométricos y en los hechos estilizados corresponden a Argentina, Brasil y México, con especial atención al periodo 1999-2016. Por tanto, en forma conjunta los tres ensayos que conforman el trabajo puede considerarse un estudio sobre el régimen de metas de inflación aplicado y con la intención de aplicarse América Latina.