

NOTAS DE ECONOMÍA N° 4 METAS DE INFLACIÓN Y CRECIMIENTO

Julio 2016



itegaweb.org | germanabdala.com.ar



[itegaok](https://www.facebook.com/itegaok)



consultas@itegaweb.org



[@itegaok](https://twitter.com/itegaok)



Instituto de Trabajo y Economía
Fundación Germán Abdala

CLAVES DE LECTURA

La reducción de la inflación es el objetivo casi excluyente de las nuevas autoridades del BCRA. Esto implica abandonar el énfasis de los últimos años en materia de promoción del empleo y desarrollo económico.

La política monetaria elegida para lograrlo es el Sistema de Metas de Inflación (SMI), que se espera implementar desde septiembre. El SMI viene siendo aplicado por varios países de la región durante las últimas décadas, y **ha convivido con procesos de desinflación**, aunque es relativamente novedoso y tiene implicancias macroeconómicas todavía inciertas.

Para el SMI, el “exceso de demanda” es la principal causa de la inflación y el BCRA mediante la gestión de las tasas de interés, puede regular el ciclo económico, y mantener la inflación en torno a las metas. Sin embargo, este esquema **enmudece el conflicto distributivo** como explicación de la inflación, **desconoce el rol del mercado interno y el consumo** como impulsores de la inversión y **no presta debida** atención a la relación entre **tipo de cambio, distribución del ingreso y estructura productiva**.

La construcción de reputación es un pilar fundamental para el SMI. Es por ello que bajo este esquema, cuando el BCRA anuncia una meta de inflación, se compromete a cumplirla a como dé lugar. Sin embargo, **la retórica del gobierno respecto de su compromiso con la baja de la inflación ya tuvo su primer traspie.** El ministro Prat Gay debió reconocer que la meta de 25% anunciada no se cumplirá, y que la inflación ya se encuentra por encima del 40%.

La persistencia del proceso inflacionario en un contexto recesivo, las dificultades con que se han encontrado las autoridades para alcanzar las metas autoimpuestas y las implicancias de mediano plazo para el diseño institucional de la política económica, **advierten sobre la necesidad de una debate más amplio -con un rol central para el Congreso de la Nación- sobre la pertinencia del SMI en Argentina.**

INTRODUCCIÓN

El 14 de Diciembre de 2015, Federico Sturzenegger dio su discurso inaugural como nuevo Presidente del Banco Central de la República Argentina (BCRA).¹ Allí presentó su interpretación sobre el mandato del BCRA y al mismo tiempo manifestó la intención de implementar un Sistema de Metas de Inflación (SMI) en Argentina.

En línea con esta visión, desde inicios de 2016 el BCRA ha iniciado una serie de procedimientos institucionales con el objetivo de instaurar formalmente el SMI en septiembre de este año.²

Los SMI nacieron a principios de los '90, y desde ese momento lo adoptaron alrededor de 30 países, desarrollados (Canadá, Noruega o Reino Unido) como en desarrollo (Turquía, Sudáfrica o Tailandia), e incluso algunos de nuestra región (Chile y Brasil, entre otros).

Si bien, como se verá más adelante, no existe una definición estricta de los SMI, su implementación en nuestro país implica un giro de 180 grados en cuanto a las prioridades de la política económica. El objetivo innegociable de este régimen es que la inflación debe ser baja y estable.

En ese sentido, el SMI tienen un objetivo equivalente al de la Convertibilidad. Y también un trasfondo similar, a saber: una mayor tolerancia a pagar los costos sociales de la estabilización respecto de otros regímenes macroeconómicos.

Sin embargo, en lo que hace a la gestión cambiaria, los SMI están en las antípodas de la Convertibilidad. Mientras que en los '90 el pilar fundamental de la política económica era un tipo de cambio fijo (o sea, el "1 a 1"), en el SMI (y así lo anunció públicamente el BCRA) se prefiere por un esquema de "flotación sucia". En una economía con una larga historia de vincular la dinámica de la inflación con aumentos del tipo de cambio, el objetivo de flexibilidad cambiaria puede atentar contra el propio SMI, tornando inconsistente el esquema de políticas que desarrolla el Banco Central.

En lo que queda de esta Nota de Economía, se abordan resumidamente estas cuestiones, se describe en qué consiste y cómo se gestiona un SMI y, cuáles son los puntos claves en su instrumentación en países como Argentina.

¹ http://www.bcra.gov.ar/Pdfs/Prensa_comunicacion/inicio_gestion_FS.pdf

² <http://goo.gl/w5REMG>

¿QUÉ ES UN SISTEMA DE METAS DE INFLACIÓN?

No existe una definición única de qué es o qué implica, para la gestión de la política monetaria, instaurar un Sistema de Metas de Inflación (SMI). Sin embargo, de acuerdo al manual "El Estado de Metas de Inflación"³ desarrollado por el Banco de Inglaterra, los elementos comunes son:

1. La estabilidad de precios es reconocida como el principal objetivo de la política monetaria.
2. Existe un anuncio público sobre una meta cuantitativa para la tasa de inflación en un horizonte de tiempo dado.
3. Las decisiones de política monetaria se basan en toda la información disponible y las proyecciones de inflación.
4. Existe transparencia en la comunicación del banco central.
5. Las autoridades del banco central son responsables (en algunos países, legalmente) de que se cumpla la meta de inflación.

Aún cuando el SMI responde a una concepción ortodoxa de la economía, no surge de un esquema "monetarista" en sentido estricto. En un SMI, el banco central no pretende inducir un crecimiento determinado para la cantidad de dinero, sino fijar una tasa de interés que esté bajo su control, y a partir de esta última lograr un objetivo predeterminado de inflación.⁴

La tasa de interés es el instrumento clave de los SMI. De hecho, según Epstein (2005), las metas de inflación exigen el abandono de cualquier otra "ancla nominal" (como el tipo de cambio), así como también minimizar el peso de cualquier otra "mochila", como por ejemplo el financiamiento al fisco.

En el caso particular de Argentina, el BCRA ha anticipado que las decisiones de política se centrarán principalmente en la tasa de LEBAC a 35 días y el "corredor" de tasas que define el mercado de los llamados Pases. En efecto, de acuerdo al "Comunicado de Política Monetaria y licitación de LEBACs"⁵ del 15 de marzo de 2015:

³ <http://goo.gl/5NhtTe>.

⁴ Se ha argumentado que el SMI surgió como una respuesta práctica de algunos bancos centrales ante los errores inducidos por el monetarismo en la conducción de la política monetaria. John Crow, Gobernador del Banco de Canadá alguna vez dijo: "no es que nosotros abandonamos los agregados monetarios, es que ellos nos abandonaron a nosotros".

⁵ <http://www.bcra.gov.ar/Pdfs/comytexord/P50717.pdf>

“el Banco Central está transitando hacia una política en la que el instrumento principal es la tasa de interés. La autoridad monetaria define su política de tasas a través de las licitaciones de LEBACs, de intervenciones en el mercado secundario de títulos y fomentando el funcionamiento de un corredor de tasas activas y pasivas como sistema de provisión y absorción de liquidez del sistema financiero.”

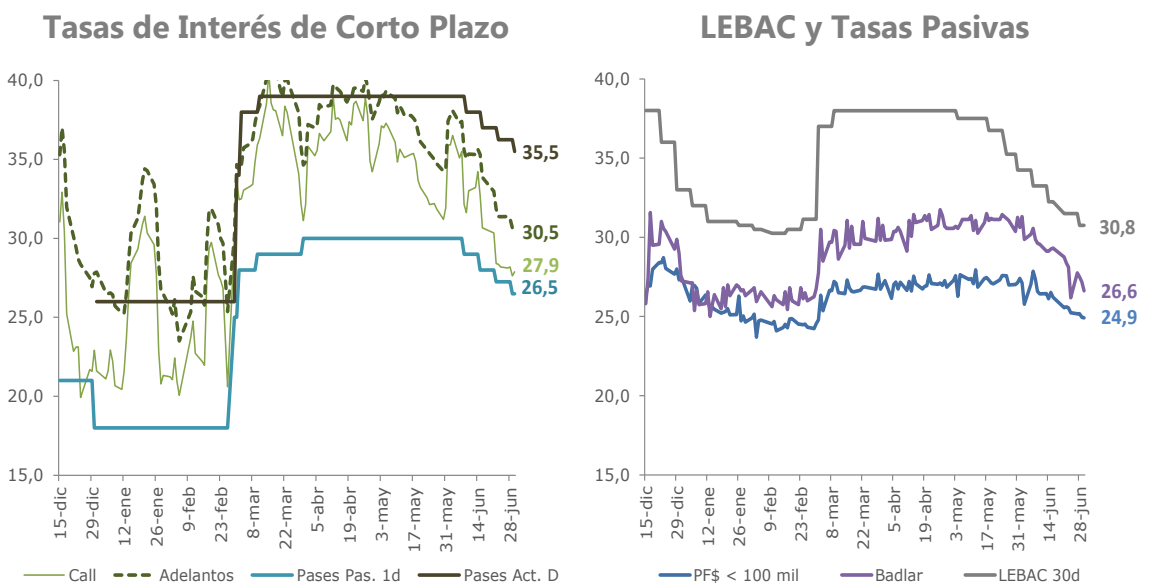
Las LEBACs son instrumentos de deuda emitidos por el BCRA. Se licitan todos los martes y es el Presidente de la institución, en el marco del “Comité de Política Monetaria”, quien decide que tasa se paga sobre este instrumento.⁶

Los Pases son operaciones pautadas de compra-venta de LEBACs que el BCRA realiza con los bancos. En un Pase Pasivo, el BCRA entrega una LEBAC a un banco a cambio de efectivo, con la obligación de recomprar esa LEBAC al día siguiente.⁷ En un Pase Activo, la operación es la inversa. En ambos casos, el hecho de que el precio de recompra sea más alto que el de venta define una tasa de interés, que es fijada también por el BCRA.

Al operar sobre estas tasas de política, el BCRA busca afectar la dinámica del resto de las tasas de interés de la economía (p.e. las que los bancos cobran por otorgar créditos y/o pagar a los ahorristas), que son las relevantes para las decisiones de consumo e inversión.

Tasas de Interés

Tasa Nominal Anual %



⁶ Esto se basa en que la licitación es una operación de mercado, y según el Artículo 10, inciso j) de la Carta Orgánica del BCRA establece que: “El presidente es la primera autoridad ejecutiva del banco y, en tal carácter: j) Opera en los mercados monetario y cambiario”.

⁷ Existen Pases de mayor plazo pero prácticamente no se utilizan.

¿Cómo se define y cómo se alcanza la meta de inflación?

La definición de un valor concreto para el objetivo de inflación es un rasgo característico de los SMI. Usualmente, la práctica consiste en fijar un valor explícito para la variación del Índice de precios al Consumidor (IPC) en un período dado de tiempo, con alguna banda de tolerancia. Por ejemplo, el Banco Central de Brasil tiene una meta anual de 4,5% para 2016, +/- 2 puntos porcentuales. Si la inflación es de 6,4% se considera cumplida la meta.

En Argentina, el Ministro de Hacienda y Finanzas Públicas anunció un objetivo de corto plazo de 14,5% para 2017 (+/- 2,5 p.p.) y otro de mediano plazo de 5% para 2019 (+/- 1,5 p.p.).⁸ La meta para 2016, año considerado "de transición" (25% anual), ya fue incumplida.

Ahora bien, ¿quién es el encargado de definir las metas? Para la literatura en la que se basa el SMI, la independencia del banco central es un elemento central e indispensable. Aun cuando se suele aclarar que el requisito de independencia se refiere a los aspectos "operativos" y no a los "objetivos" (ya que estos podrían ser fijados por las autoridades democráticas), este aspecto es altamente controversial.

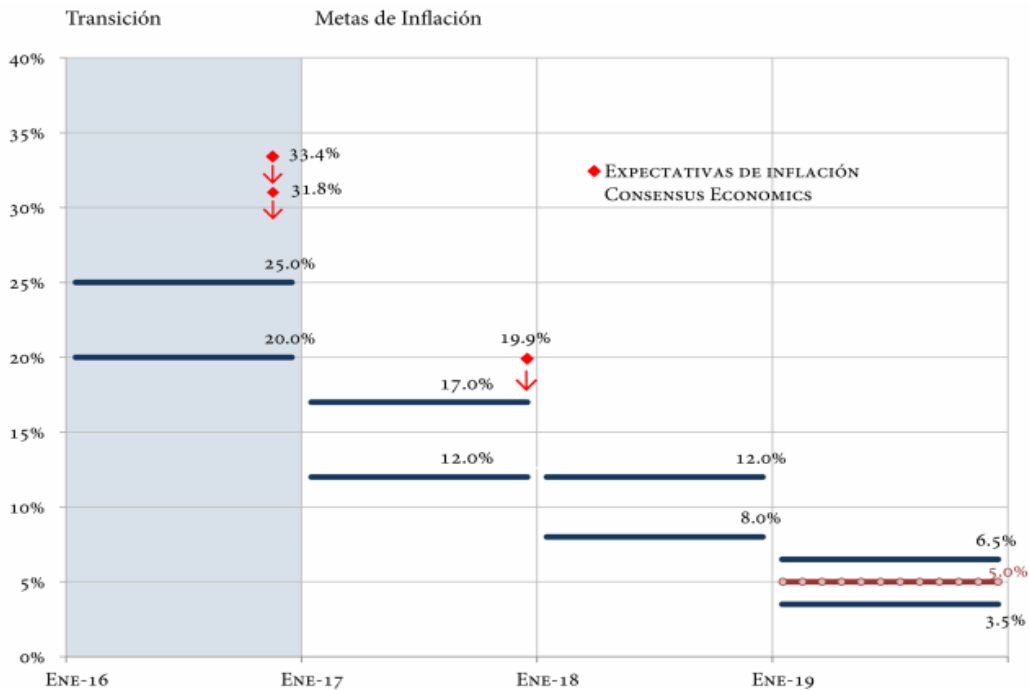
Según Hammond (2012), los 27 bancos centrales que adoptaron un SMI tienen "independencia operativa". En 15 de estos 27, la meta de inflación propiamente dicha es fijada en conjunto por el banco central y el gobierno. En 9 casos, la meta la fija el propio banco central. Y sólo en 3 casos la meta es fijada solo por el Gobierno. Argentina, por lo menos hasta ahora, pertenece a este último grupo de países, dado que el BCRA ha hecho propias las metas de inflación anunciadas unilateralmente por el Poder Ejecutivo.

Una vez definido el valor de la meta de inflación, en los SMI las decisiones de política monetaria (es decir, las decisiones sobre las tasas de interés) se pueden tomar en el marco de comités específicamente creados a tal fin. Estos comités, que suelen reunirse una vez por mes, usualmente transmiten las decisiones de política mediante un comunicado y con una conferencia de prensa por parte del Presidente del comité (normalmente, es el propio Presidente del banco central).

⁸ <http://www.economia.gob.ar/plan-fiscal-y-metas-de-inflacion-2016-2019/>

Metas de Inflación

Variación % Anual



Fuente: www.bcr.gov.ar/Pdfs/Prensa_comunicacion/PresentacionPoliticMonetarias2016.pdf

La composición de este comité es idiosincrática a cada país y depende del esquema institucional que de soporte al SMI. En algunos países las decisiones de política son tomadas por el directorio del banco central mientras que en otros las toma un comité de política monetaria creado a tal fin (en algunos casos, con personal externo al propio banco central).⁹

De acuerdo a la Carta Orgánica del BCRA corresponde a su directorio resolver las cuestiones vinculadas al mercado monetario y cambiario y fijar las tasas de interés. Sin embargo, la incidencia del PEN en lo que hace a la implementación del SMI es, como se mostró, innegable.

No obstante, la decisión que anunció el BCRA de aplicar un SMI no se desprende de ningún acto jurídico del PEN (p.e. decreto) ni del Poder Legislativo (p.e. ley), sino que formalmente aparece todavía como una decisión autónoma. Esta carencia institucional no es inocua, sino que refleja la no conformación, tanto dentro como fuera de los poderes de Estado, de ámbitos que discutan la conveniencia o no de la aplicación de un SMI en Argentina. Y esto resulta ineludible por tratarse de un cambio de paradigma tan importante como lo fue en su momento e de la Convertibilidad.

⁹ En Brasil el Comité de Política Monetaria está compuesto por el Presidente del Banco Central junto con los Ministros de Finanzas y de Planificación.

Box 1: ¿Es compatible el SMI con el mandato del BCRA?

La Carta Orgánica del BCRA (Ley 24.144, reformada en 2012) establece en su Artículo 3º:

“El banco tiene por finalidad promover, en la medida de sus facultades y en el marco de las políticas establecidas por el gobierno nacional, la estabilidad monetaria, la estabilidad financiera, el empleo y el desarrollo económico con equidad social.”

*Es decir, que existe un “**mandato múltiple**” para el accionar del BCRA, lo que implica la necesidad de desarrollar diversas estrategias y herramientas para alcanzar los objetivos que fija la Ley. Este tipo de mandato suele confrontar con el “**mandato único**” que detentan muchos bancos centrales en el mundo, en el sentido de que priorizan exclusivamente el valor de la moneda por sobre cualquier otra consideración.*

Sin embargo, el Presidente del BCRA ofreció una visión particular y reinterpreto el mandato múltiple, priorizando el objetivo monetario. Al referirse al Artículo 3º en su discurso inaugural dijo:

“Fíjense qué interesante cómo está redactado. Lo que aquí se enumeró no está en orden alfabético, está en orden de prelación o importancia. Siendo así, la Carta Orgánica nos dice que la estabilidad monetaria es el objetivo primordial del Banco Central. Esto quiere decir, por sobre todas las cosas, tener una inflación baja, en otras palabras: tener una moneda confiable”.

Y dijo a continuación:

“Este cambio de eje requiere movernos hacia un sistema de metas de inflación con flotación administrada del tipo de cambio”.

Es decir, fue el propio Presidente del BCRA quién reinterpreto de forma restrictiva el mandato del BCRA como paso previo a instaurar un SMI de la autoridad monetaria.

*Esta peculiar lectura de la Carta Orgánica del BCRA, no se ajusta a ninguna interpretación consistente desde lo jurídico. Por un lado, una “**interpretación literal**” de la norma no permite inferir de ningún modo que existe un orden de prelación entre los objetivos, mientras que lo que se denomina una “**interpretación teleológica**” (espíritu de la norma, contexto histórico en el que fue sancionada, etc.) tampoco resulta coherente con la misma, tal cual se desprende de los debates parlamentarios correspondientes.*

FUNDAMENTOS TEÓRICOS

En la literatura académica el SMI se ha formalizado en un modelo macroeconómico conocido como “Nuevo Keynesiano”¹⁰. Tanta ha sido la aceptación de este modelo en la corriente principal de pensamiento económico, que también se conoce como el modelo del “Nuevo Consenso Macroeconómico” (NCM).

El NCM establece que una inflación baja y estable es indispensable para el crecimiento de largo plazo de la economía (Arestis y Sawyer, 2006). Dicho de otro modo, la política monetaria solo tiene efectos sobre el crecimiento en el corto plazo debido a que existen “rigideces nominales”, pero es irrelevante en un plazo más largo (Fontana, 2006).

Una meta pública y conocida para la inflación, en el marco de un banco central “autónomo, disciplinado y transparente” deberían contribuir a mantener “ancladas” las expectativas de inflación. Si el banco central es creíble en su meta, más fácil le será cumplir con sus objetivos. Podemos ver aquí, como interactúan los aspectos institucionales del SMI con el fundamento teórico.

En esta visión, se suele asumir primordialmente que si la inflación es elevada es porque la economía está creciendo por encima de su capacidad productiva (p.e. la economía está “sobrecalentada”). Ante este escenario, un banco central que desarrolla sus políticas en el marco del SMI, debería subir las tasas de interés de forma “enfriar” la economía. Así es que se logra el objetivo de compatibilizar la tasa de crecimiento del producto con el crecimiento en las capacidades de la economía. Se conoce a esta operación como “recostarse contra el viento”, ya que se debe ser contractivo cuando la economía está creciendo fuerte, y expansivo en caso contrario.

Ahora bien, ¿cuál debe ser el comportamiento de los SMI ante movimientos del tipo de cambio? Según este régimen, el tipo de cambio debe ser flexible de forma tal de no sobre-determinar los objetivos de la política monetaria.¹¹ En este sentido, el BCRA solo debería responder a subas del tipo de cambio cuando estas generen tensiones en los precios, y no en otro caso.

¹⁰ La naturaleza “keynesiana” del modelo es altamente discutible y poco precisa ya que este modelo se basa en realidad, en desarrollos ortodoxos en economía, con algunos agregados circunstanciales.

¹¹ Existe un conocido “trilema” que dice que la economía no puede ser abierta y al mismo tiempo, tener política monetaria autónoma y tipo de cambio administrado. Solo se pueden “elegir” dos opciones, y es claro que en Argentina se ha optado por libre movimiento de capitales y Metas de Inflación.

La intervención del BCRA en el mercado de cambios solo debe producirse si el tipo de cambio se aleja lo suficiente de su “nivel de equilibrio”, y debe ser muy poco habitual. De allí que se defina como un esquema de “flotación sucia”.

Recientemente, el Presidente del BCRA ha enfatizado que prestará menos atención a la evolución del tipo de cambio y centrará su foco en la tasa de inflación. El argumento es que si el banco central es “creíble” en su objetivo inflacionario, se reduce sensiblemente el impacto de la devaluación en la inflación. Respecto de este punto, el Informe de Política Monetaria del BCRA de mayo resume esta posición: “la explicación es sencilla. Cuanto más estables sean los precios y mayor sea el compromiso del banco central, las firmas tendrán menos incentivos para trasladar las variaciones del tipo de cambio”.¹²

De esta forma, para los defensores del SMI la “credibilidad” del banco central juega un rol clave porque contribuye a cumplir la propia meta, minimiza los efectos recesivos de la política monetaria¹³ y permite que el tipo de cambio sea lo suficientemente flexible como para poder responder a coyunturas internacionales sin efectos en la inflación.¹⁴

CRÍTICAS AL SMI

El SMI no es nuevo para Argentina. En el marco de las negociaciones con el FMI durante los años 2002-2003, se había acordado que el BCRA convergería hacia un SMI¹⁵, camino que luego se abandonó. En gran medida, la decisión de no instrumentar este esquema se explica porque existen desde ese momento diferentes críticas que se realizan al SMI y que deberían ser tenidas en cuenta antes de avanzar definitivamente con este esquema institucional para la política monetaria.

¹² Informe de Política Monetaria del BCRA. Mayo 2016, Apartado 3: “El traspaso del tipo de cambio en América Latina”. (Páginas 30-31).

¹³ Si la inflación se acelera el banco central debe subir las tasas de interés. Si esa suba es “creíble”, la inflación volverá a la meta y la recesión será moderada. Por el contrario, si el banco central “no es creíble” la recesión deberá ser más profunda.

¹⁴ A la fecha, si bien el BCRA ha informado un sistema de flotación “sucio”, es notorio que existen restricciones políticas sobre la volatilidad de esta variable, lo que quedó reflejado con los roces con Economía. Esto atenta contra la independencia del BCRA.

¹⁵ “Cambios positivos de relevancia en el contexto macroeconómico, como así también la implementación de importantes medidas tendientes a normalizar el sistema financiero y liberalizar los controles en los mercados de capitales y cambiario, han planteado la necesidad de efectuar una revisión del Programa Monetario 2003 para ajustarlo al nuevo contexto y asegurar que siga cumpliendo su rol de guía de la política monetaria en la presente etapa de transición hacia un esquema de metas de inflación.” <http://www.bcra.gov.ar/Pdfs/Politiclas/BMA0603.pdf>

Formación de precios y conflicto distributivo

La primera crítica, y un aspecto central de cómo se entiende la dinámica de precios en una economía capitalista, se deriva de la hipótesis de formación de precios del SMI. Entre todos los factores, las “expectativas” y la brecha del producto son las explicaciones fundamentales de cualquier fenómeno inflacionario. En este sentido, el banco central ocupa un rol clave ya que mediante políticas contractivas o expansivas “creíbles” es quien controla la inflación.

Esta visión estilizada del fenómeno inflacionario prescinde de los aspectos distributivos que la literatura heterodoxa ha enfatizado a lo largo de los años: “La discusión acerca de las causas y efectos de la inflación involucra directamente a la distribución del ingreso. Esto es así tanto en el caso de las aproximaciones ortodoxas, en las que el tema suele permanecer implícito, como en las heterodoxas, donde se presenta más explícitamente, cuando no ocupa directamente el centro de la escena”.¹⁶ En pocas palabras, existe un proceso inflacionario propiamente dicho cuando existen inconsistencias en las aspiraciones distributivas de capitalistas y trabajadores.

Al restarle importancia al conflicto distributivo y hacer énfasis en el control de la inflación, el SMI es proclive a generar un sesgo a favor del empresario e impactar en la distribución del ingreso. No debería sorprender que quiénes defienden los SMI suelen enfatizar la necesidad de desregulación del mercado de trabajo. Y esto no puede ser de otro modo, ya que de existir regulaciones que defiendan al trabajo frente al capital, la política de des-inflación puede ser inefectiva dejando en evidencia la impotencia de la autoridad monetaria y forzando políticas recurrentemente contractivas (Beltrani y Cuattromo, 2016).

De este modo, alcanzar la meta inflacionaria sin explicitar los aspectos distributivos solo es posible redistribuyendo fuertemente los ingresos hacia los empresarios y desprotegiendo a los asalariados. Como señalan Epstein y Yeldan (2008), en algunos casos puntuales el SMI produjo ganancias despreciables en materia de producto, y pérdidas claras en materia de empleo.

Para el SMI si la economía crece por encima de sus capacidades productivas, se produce inflación. En sus versiones básicas, la ortodoxia en economía suele argumentar que el crecimiento en estas capacidades productivas depende del progreso tecnológico y el crecimiento poblacional. Es decir, este pensamiento de matriz claramente “pre keynesiana” implica que la expansión del consumo y del mercado no generan crecimiento, sino inflación.

¹⁶ http://www.trabajo.gov.ar/left/estadisticas/descargas/toe/toe_10_01.pdf

Sin embargo, se ha verificado empíricamente que estos “excesos de demanda” tienen un muy bajo poder explicativo de los procesos inflacionarios tanto en Argentina como en la región (Trajtenberg y otros (2015), confirmando la pertinencia de las críticas heterodoxas al SMI.

Box 2: ¿Es realmente efectivo el SMI?

Existe un importante cuerpo de literatura que acuerda que la aplicación de SMI ha convivido en general con reducciones sensibles en la tasa de inflación, a través de los mecanismos expuestos y con los costos y riesgos que se explican en este documento.

No obstante, Angeriz y Arestis (2005) sugieren que los bancos centrales de países en desarrollo sin SMI también han tenido éxito en alcanzar y mantener de manera consistente tasas de inflación bajas, reflejando que un banco central no necesita seguir una estrategia de SMI para sostener un determinado nivel de inflación. En el mismo sentido, Cecchetti y Ehrmann (1999) aseguran que otros países que no aplicaron metas de inflación también lograron estabilizar la inflación. Esto pudo tener que ver, según los autores, con el período de estabilidad macroeconómica que atravesaron estos países durante la implementación de este nuevo régimen.

Por otro lado, en un número significativo de países (por ejemplo, Nueva Zelanda, Canadá y Reino Unido), la inflación ya había sido “domesticada” antes de introducir los SMI (Mishkin y Posen, 1997). El rol de los SMI se estaría circunscribiendo a “encerrar” las ganancias de haber “domesticado” la inflación, más que a generar esas ganancias. Este es un punto no menor, y debe evaluarse seriamente en el caso argentino, ya que no está claro que la inflación esté lo suficientemente estabilizada para septiembre de 2016, cuando se proyecta adoptar formalmente las metas de inflación.

En contraste, un aspecto poco explorado por la literatura es que, a la fecha, ningún país que haya ingresado en un SMI, ha salido del mismo.

Probablemente, lo anterior derive de que los países con SMI han sido efectivos para mantener la tasa de inflación en torno a sus metas, favoreciendo distributivamente a los factores de poder que luego contribuyen a sostener el esquema, aun cuando esto sea a costa del empleo y la distribución del ingreso.

Sea cual fuese el motivo por el cual permanecen en el tiempo los SMI, queda de manifiesto que la decisión unilateral del BCRA y el PEN de ingresar en este esquema, forzando una interpretación arriesgada de la Carta Orgánica, implica un serio desafío para el sistema democrático en su conjunto.

SMI y dinámica de crecimiento

Se suele argumentar (sin demasiado fundamento) que la inflación alta¹⁷ es mala para el crecimiento de las capacidades productivas, de donde se deduce que si el banco central mantiene la inflación en torno a su meta, sostendrá el crecimiento en línea con su nivel “potencial”, con beneficios a largo plazo. Se conoce como “divina coincidencia” al hecho de que el banco central, manteniendo la inflación baja y estable, impulsa el crecimiento de largo plazo en las capacidades productivas. Así lo afirmó el presidente del BCRA recientemente: “No hay nada más reactivante que una baja en la tasa de inflación”.

Así, el rol principal que debe tener la política monetaria es el de lograr que el producto real tienda hacia su producto potencial de equilibrio, aunque no tiene ningún injerencia en su determinación (Kriesler y Lavoie, 2007).

Contrariamente, para el pensamiento heterodoxo, *“la magnitud, calidad, y distribución sectorial de los recursos productivos existentes son tanto consecuencia como causa del proceso de crecimiento económico”* (Fontana y Palacio-Vera, 2005, p. 9).

Es decir, profundizar una política contractiva con el solo objeto de bajar la tasa de inflación mediante altas tasas de interés, no solo produce efectos recesivos a corto plazo, sino que también reduce el tamaño del mercado y la demanda de empleo a mediano plazo. Esto se debe a que en el “proceso” de estabilización se destruyen de modo irremediable capacidades productivas (p.e. empresas dejan de operar, operarios pierden capacidades mediante el desempleo, etc.).¹⁸

Para el SMI “puro”, la política monetaria solo contribuye a “aceitar” la convergencia del producto a su nivel potencial. Esto implica, en la práctica, que las únicas políticas efectivas en la lógica de afectar el producto potencial o de largo plazo son las políticas de oferta (mejoras en la productividad, capacitación de la fuerza de trabajo, adopción de nuevas tecnologías, etc.).

¹⁷ No debería estar en discusión que la inflación elevada es adversa para el crecimiento, ya que por ejemplo acorta el horizonte en las decisiones, dificulta la planificación financiera y limita la capacidad de la moneda nacional para funcionar como reserva de valor. Sin embargo, debería especificarse que se entiende “por inflación elevada” y como se calibra una meta de inflación. Pollin y Andong (2006), estiman la relación entre crecimiento económico e inflación para 80 países entre 1961 y 2000, concluyendo que la inflación alta está asociada con ganancias moderadas en términos de crecimiento del producto hasta un nivel aproximado de 15-18%.

¹⁸ Epstein y Yeldan (2007) sostienen que no hubo aceleración en el crecimiento del PIB en los países con SMI, y que las mejoras en términos de empleo decisivamente no se han materializado en la mayoría de los casos. En el mismo sentido, Ball y Sheridan (2003) concluyen que los SMI no afectan ni el crecimiento ni la volatilidad del producto.

Un hecho estilizado importante es que el SMI no reduce, en los países en los cuales se aplica, los costos en términos de actividad de bajar la inflación en relación a los países con otro tipo de régimen, tal como lo refleja la evidencia en Bernanke y otros (1999) y Epstein (2000). Esto quiere decir que el canal a través del cual la política monetaria ataca la inflación en un país con SMI (básicamente, vía el impacto negativo de la tasa de interés sobre la demanda agregada) está lejos de verse alterado por la aplicación del SMI.

En síntesis, la supuesta “neutralidad” de la política anti-inflacionaria, o para más, el carácter “expansivo” de la misma, es puesta en duda ya que por detrás de estos objetivos existe un conflicto latente en torno a la distribución del ingreso que, como se dijo en la sección anterior, el SMI busca aplacar mediante el disciplinamiento permanente en el poder de negociación de los trabajadores.

SMI y sector externo

El estudio del SMI y su impacto en el crecimiento económico adquiere un matiz diferenciado en el caso de las economías emergentes (y las latinoamericanas en particular), en virtud de la importancia que adquiere en el análisis el sector externo. La principal crítica a la aplicación de este tipo de régimen en el caso de las economías emergentes radica en que la inflación puede responder, además de a la puja distributiva, a fuentes externas y no ser consecuencia de excesos de demanda doméstica.

En cuanto a los factores que pueden afectar la inflación, la literatura suele enfatizar, además de aquellos relacionados al empuje de la demanda, otros aspectos vinculados con la “oferta”, como ser los precios internacionales.

La existencia de este tipo de “impulsos” de inflación implica serios dilemas para el accionar del banco central, como lo muestra la experiencia de la última década.

En efecto, dentro de un SMI, la única forma de responder a esta tensión externa es subiendo las tasas para enfriar la economía doméstica (con los posibles efectos negativos de largo plazo ya mencionados), de forma de contrarrestar el aumento de precios, aún cuando este aumento sea generado en los mercados mundiales.

En este sentido, es un hecho estilizado que la propia adopción de metas de inflación genera *per se* una tendencia a la apreciación del tipo de cambio (Abeles y Borzel (2010).

Esto es así porque las mayores tasas de interés, derivadas del sesgo contractivo que asume la política monetaria, atraen capitales especulativos de corto plazo¹⁹ que fuerzan la apreciación del tipo de cambio (o sea, se abarata el dólar). Cuanto más “barato” sea el dólar, más caro es producir internamente en relación a los productos importados. Así, la apreciación en un marco de apertura y desregulación, puede impactar negativamente sobre la producción interna y el mercado de trabajo.

Por otro lado, a medida que se aprecia el dólar se incrementa el poder de compra de los salarios (Gerhunoff y Rapetti (2016); Dvoskin y Feldman (2015)) con un posible impacto positivo sobre el consumo, de forma que la apreciación tiene un resultado incierto sobre crecimiento, al menos, a corto plazo.

A mediano plazo, un esquema de apreciación incrementa la necesidad de dólares que demanda la economía para desarrollarse lo que con el tiempo puede resultar altamente desestabilizante para el mercado de cambios.²⁰

Adicionalmente, cuando la tasa de interés que arroja la “regla” del SMI es elevada en relación a las expectativas de devaluación de corto plazo, se activa la conocida “bicicleta financiera”, que hace que la inversión financiera compita con la real, desalentando la inversión productiva de mediano plazo. Al respecto, y como señala el *Global Development Finance* del Banco Mundial, la volatilidad de los capitales de corto plazo pueden afectar negativamente el crecimiento económico.

Probablemente, como respuesta a todos estos dilemas, y aun cuando la flexibilidad del tipo de cambio es una premisa básica del SMI, son varios los estudios que muestran que en la práctica esto no se cumple. Por ejemplo, Caldentey y Vernengo (2013) muestran que la mayoría de los países que adoptaron metas de inflación continuaron con intervenciones significativas en el mercado de cambios. En este sentido, no es claro como actuará el BCRA en un marco de “flotación sucia”

¹⁹ Los problemas que trae aparejados la liberalización irrestricta de los movimientos financieros internacionales llevaron a varios países en desarrollo a implementar una serie de mecanismos y técnicas para protegerse de los efectos nocivos que puede traer la volatilidad de los flujos de capitales (véase Ocampo, 2002; Epstein, Grabel y Jomo, 2005).

²⁰ Esta situación pone en crisis el mandato de estabilidad financiera que detenta el accionar del BCRA.

REFLEXIONES FINALES

La implementación de un SMI es un programa central para el gobierno, que continúa avanzando a paso firme. Este proceso se da en simultáneo a la desarticulación de buena parte del entramado regulador que se había construido en los últimos años, junto con el achicamiento de la esfera de acción del BCRA. Estos elementos entran en abierta contradicción con el papel más activo y directo que, en los últimos años, se había decidido que juegue el BCRA en el desarrollo económico.

Cabe destacar que los objetivos de las autoridades no son poco ambiciosos, ya que consisten en llevar la tasa de inflación anual a un nivel de un dígito, escenario que no se observa desde hace más de una década en Argentina. Al respecto, y como se mencionó en la Nota de Economía N° 1, el único período de reducción fuerte y duradera en la tasa de inflación fue la década de los '90.

Esa experiencia se dio en el mismo entorno que se busca instaurar ahora con el SMI. Las consecuencias de retomar este sendero no pueden estar excluidas de la discusión sobre el diseño y la implementación del SMI, dado que no hacerlo implicaría embarcarse en un programa antinflacionario con derivaciones distributivas potencialmente perjudiciales para la clase trabajadora y los sectores populares.

Sin embargo, dadas las condiciones estructurales de la economía nacional, no es claro que el gobierno esté en condiciones de aplicar un SMI tal cual lo exigen los "manuales" de macroeconomía, lo cual pone en cuestionamiento la propia efectividad del programa para atacar la inflación elevada de un modo sostenible en el tiempo.

En este sentido, en lo que va del año se han incumplido de modo recurrente las metas de inflación estipuladas unilateralmente por el Poder Ejecutivo Nacional.

En efecto, luego del anuncio en enero, por parte del ministro Prat Gay, de un objetivo de inflación de 25% para todo 2016, en marzo el BCRA incrementó el umbral de tolerancia hasta el 30/35%. Hoy, los la mayoría de los economistas ya hablan de más de 40%, incluido el propio Prat Gay.

En gran medida, los problemas prácticos que tiene el BCRA para reducir de modo sostenible la tasa de inflación derivan de los problemas teóricos que el SMI presenta y su incapacidad para abordar problemas fundamentales de la economía nacional. Forzar el rumbo en este contexto, demandará un sesgo (todavía) más contractivo en la política monetaria con efectos negativos ciertos sobre el crecimiento, el mercado de trabajo y las condiciones de vida de los sectores populares.

Finalmente, más allá de la discusión de corto plazo, ingresar en este esquema de política, implica adoptar una determinada configuración institucional que reduce sensiblemente el espacio de auto-determinación futura para las políticas económicas, aun cuando se produzca un cambio de Gobierno. En este sentido, cabe llamar la atención sobre el avance autónomo que ha tenido el BCRA en este sentido, dejando de lado espacios centrales para la discusión democrática como debería ser el Congreso de la Nación.

Referencias

Abeles, M. y Borzel, M. (2010). "El Régimen Bajo Presión: Los esquemas de metas de inflación en Brasil, Chile, Colombia y Perú durante el boom en los precios internacionales de materias primas", Documento de Trabajo N° 31, CEFID-AR, septiembre.

Abeles, M.; Pastrana, F. y Toledo, F. (2011). "Política macroeconómica y política de ingresos", Serie Trabajo, Ocupación y Empleo. MTEySS, Buenos Aires.

Angeriz, A. y Arestis, P. (2005). "An empirical investigation of inflation targeting in emerging economies", Cambridge Centre for Economic and Public Policy, University of Cambridge Working Paper.

Arestis, P. y Sawyer, M. (2006). "Interest rates and the real economy". Post Keynesian Principles of Economic Policy. Edward Elgar: Aldershot, 2006b, pp. 3-20.

Ball, L. y Sheridan, N. (2003). "Does Inflation Targeting Matter?". IMF Working Paper No. 03/129.

Beltrani M. y J. Cuattromo (2011). "Política Monetaria, Metas de Inflación y Regímenes Cambiarios". Nota Técnica N° 47, Informe Económico Trimestral, N° 76. Ministerio de Economía y Finanzas Públicas.

Beltrani M. y J. Cuattromo (2012). "Redefiniendo los Límites de la Política Monetaria: hacia una ampliación de su rol en el desarrollo económico". Ensayos Económicos N° 67. Diciembre. Banco Central de la República Argentina.

Beltrani M. y J. Cuattromo (2016). "Una Nota sobre Metas de Inflación y Objetivos Múltiples ". Julio de 2016. Mimeo.

Bernanke, B.; Laubach, T.; Posen, A. y Mishkin, F. (1999). "Inflation Targeting: Lessons from the International Experience". Princeton, NJ: Princeton University Press.

Caldentey, E. y Vernengo, M. (2013). "In inflation targeting operative in an open economy setting?". Political Economy Research Institute, University of Massachusetts Amherst, Working Paper Series N° 324.

Cecchetti, S.G. y Ehrmann, M. (1999). "Does inflation targeting increase output volatility? An international comparison of policymakers' preferences and outcomes", NBER Working Paper núm. 7426.

Dvoskin, A. y Feldman, G. (2015). "Política cambiaria, distribución del ingreso y estructura productiva"

Epstein, G. (2000). "Myth, Mendacity and Mischief in the Theory and Practice of Central Banking". mimeo, University of Massachusetts.

Epstein, G. (2005). "Alternatives to Inflation Targeting Monetary Policy For Stable and Egalitarian Growth: A Brief Research Summary". WIDER Jubilee Conference, 'WIDER Thinking Ahead: The Future of Development Economics', Helsinki, Finland, June 17-18, 2005.

Epstein, G.; Grabel, I. y Jomo, K.S. (2005). "Capital Management Techniques in Developing Countries: An Assessment of Experiences from the 1990's and Lessons for the Future.

Epstein, G. y Yeldan, E. (2008). "Inflation Targeting, Employment Creation and Economic Development: Assessing the Impacts and Policy Alternatives". International Review of Applied Economics. Volume 22, Issue 2, 2008.

Fontana, G. y Palacio Vera, A. (2005). "Are Long Run Price Stability and ShortRun Output Stabilization all that Monetary Policy can Aim for?", Levy Economic Institute Working Paper N° 430.

Fontana, G. (2006). "The "New Consensus" View of Monetary Policy: A New Wicksellian Connection?". The Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper No. 476.

Gerhunoff, P. y Rapetti, M. (2016). "La economía argentina y su conflicto distributivo estructural (1930-2015)"

Hammond, G. (2012). "State of the art of inflation targeting". Centre for Central Banking Studies, Bank of England, Threadneedle Street, London, EC2R 8AH.

Kriesler, P. y Lavoie, M. (2007). "The New Consensus on monetary policy and its Post-Keynesian critique". Review of Political Economy, vol. 19, no. 3.

Mishkin, F.S. y Posen, A.S. (1997). "Inflation targeting lessons from four countries", Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review, vol. 3(1), 1997, pp. 9-117.

Ocampo, J. A. (2002). "Capital-Account and Counter-Cyclical Prudential Regulations in Developing Countries". WIDER, Discussion Paper, August.

Pollin, R. y Andong, Z. (2006) "Inflation and Economic Growth: A Cross-Country Nonlinear Analysis". Journal of Post Keynesian Economics. Summer. Vol. 28, No. 4., pp. 593-614.

Serrano, F. (2007). "Histéresis, dinámica inflacionaria y el supermultiplicador sraffiano". Seminarios Sraffianos del UNLU-Grupo Luján, Colección Teoría Económica, Ediciones Cooperativas.

Trajtenberg, T.; Valdecantos, S. y Vega D. (2015). "Los determinantes de la inflación en América Latina: un estudio empírico del período 1990-2013".