

REGIMEN DE POLITICA MONETARIA DE METAS DE INFLACION

## Nuevo consenso ortodoxo

Por Alan Cibils<sup>1</sup>

El 30 y 31 de mayo se realizaron las Jornadas Monetarias y Bancarias organizadas por el Banco Central con motivo de su septuagésimo aniversario. La primera presentación de las Jornadas estuvo a cargo de John Taylor, ex subsecretario del Tesoro estadounidense, y consistió de una apología de lo que algunos llaman el “nuevo consenso ortodoxo”, también conocido como el régimen de política monetaria de metas de inflación (RMI). La ortodoxia de Taylor no sorprendió, ya que son bien conocidas sus publicaciones en la materia. Lo que sí resultó llamativo fue la sintonía total y absoluta entre el discurso de Taylor y el de los banqueros centrales de Uruguay, Brasil, Chile, México y Argentina. La única nota discordante la dio la política cambiaria del BCRA: la ortodoxia prefiere la libre flotación de la moneda.

Dada la creciente popularidad del RMI, conviene describirlo brevemente. El RMI es una forma particular de manejo de la política monetaria cuyo objetivo principal, y frecuentemente excluyente, es el control de la inflación a través del manejo de la tasa de interés. La hipótesis fundamental que sustenta este régimen monetario es que la inflación es un fenómeno de exceso de demanda y que el componente de la demanda más sensible a variaciones en la tasa de interés es la inversión. Por lo tanto, los movimientos de la tasa de interés afectarían la inversión, luego la demanda agregada y finalmente los precios.

Los problemas con el RMI y sus supuestos son numerosos y han sido ampliamente señalados en la literatura heterodoxa. Entre los principales se encuentran:

- La inflación no es siempre el resultado de un exceso de demanda. A menudo la inflación resulta de cambios sostenidos en la estructura de costos de las empresas (puja distributiva, costos de insumos importados, costos de insumos de sectores monopólicos u oligopólicos). Por lo tanto, utilizar la tasa de interés como herramienta única para el control de la inflación no es correcto. Más bien haría falta tener múltiples instrumentos y un análisis certero de las causas de la inflación.

---

<sup>1</sup> Investigador asociado del Centro Interdisciplinario para el Estudio de Políticas Públicas (Ciepp).

- Aun cuando la inflación fuese impulsada por un exceso de demanda, ¿es la tasa de interés que maneja el Banco Central el mejor instrumento para combatirla? Los canales a través de los cuales puede actuar dicha tasa son múltiples y no siempre se conoce bien su funcionamiento. Algunos de estos canales son el crédito, el tipo de cambio y la valoración de activos. Aquí también es preciso conocer bien los mecanismos a través de los cuales se intenta afectar la actividad económica, y la tasa de interés puede no ser la herramienta más adecuada.

- ¿Es siempre perjudicial la inflación? Los promotores del RMI insisten en una inflación lo más baja posible. Sin embargo, niveles moderados de inflación son típicos de cualquier economía que crece y se desarrolla. Es más, empíricamente existe una relación positiva entre crecimiento y niveles moderados de inflación. Claramente, la experiencia argentina es tal que es necesario mantenerse siempre alerta a la inflación. Sin embargo, los costos en cuanto a pérdidas de Producto y empleo de bajar la inflación a niveles muy bajos serían mucho más altos que los de una inflación moderada.

- Un efecto consistente del RMI es una tasa de interés real alta, fenómeno que tiene múltiples impactos sobre una economía como la argentina. Por un lado, una tasa de interés real alta impacta negativamente sobre el crecimiento, ya que encarece el costo del crédito. Por otro lado, también impacta sobre la deuda, causando incrementos en el servicio de la misma. Finalmente, una tasa real alta también puede impactar sobre el tipo de cambio, al causar la entrada de capitales en busca de ganancias financieras.

En septiembre de 2003, Kirchner, Prat Gay y Lavagna acordaron con el FMI implementar un RMI para el cuarto trimestre de 2004. Con la llegada de Redrado al BCRA se abandonó el viejo cronograma de implementación del RMI, lo que llevó a que algunos concluyesen que el Central habría dejado de lado su compromiso con el nuevo consenso ortodoxo. Sin embargo, una gaffe cometida por Redrado durante una de sus presentaciones en las Jornadas podría estar indicando que el compromiso del Central con el RMI aún se mantendría. Redrado dijo, creyendo citar el artículo 3° de la Carta Orgánica de la institución que preside, que la misión primaria y fundamental de la misma es “preservar la estabilidad de precios”. Lo que en realidad dice el artículo es que la misión es “preservar el valor de la moneda”.

El valor de la moneda se puede preservar de muchas formas. Por ejemplo, durante la convertibilidad, esto se intentó fijando la paridad cambiaria por ley. Para los defensores del RMI, preservar el valor de la moneda significa mantener la inflación en el nivel más bajo posible, al margen del impacto negativo que tenga sobre el empleo y el crecimiento. Pero existe otra concepción sobre el significado de la preservación del valor de la moneda, basada en una economía que crece y se desarrolla, con altos niveles de empleo y de consumo. Esta es precisamente la dirección hacia donde debería estar transitando la política monetaria. Si, por el contrario, se optase por implementar la receta ortodoxa, se terminaría consolidando el actual modelo de alto desempleo, exclusión social y pobreza.