

3

Un régimen de política macroeconómica con el tipo de cambio real como meta intermedia

Roberto Frenkel

Extremando el argumento para hacerlo más llamativo, puede afirmarse que preservar un tipo de cambio real competitivo y estable (TCRCE) es la mejor contribución de la política macroeconómica al crecimiento y el empleo.

Aún planteada en esa forma extrema, esa aseveración no puede sino ser el punto de partida de una propuesta de política necesariamente más amplia. En primer lugar, porque el objetivo de las políticas macroeconómicas no puede reducirse a preservar el tipo de cambio real. Hay otros objetivos a los que deben apuntar esas políticas, como el control de la inflación, la estabilidad financiera, la sostenibilidad del sector externo y las propias metas de crecimiento y empleo, más allá de que éstas estén indirectamente involucradas en la meta intermedia de tipo de cambio real. En segundo lugar, porque las políticas fiscal, monetaria y cambiaria deben ser concebidas y aplicadas de una manera consistente. En consecuencia, la meta de TCRCE con fines de crecimiento y empleo debe ser presentada como componente de un régimen completo de política macroeconómica, capaz de perseguir objetivos múltiples y eventualmente conflictivos en forma coherente.

El desafío es delinear un régimen capaz de preservar el TCRCE y alcanzar simultáneamente los otros objetivos mencionados. Debe ser compatible con el contexto de globalización financiera y debe prevenir los efectos de la volatilidad de los flujos de capital.

La ortodoxia rechaza esta manera de concebir las políticas macroeconómicas. Las críticas más relevantes se basan en el argumento de la trinidad imposible. Este plantea que no es posible tener simultáneamente libre flujos de capitales, política monetaria activa y la capacidad de controlar el tipo de cambio. Uno de estos tres atributos es necesariamente imposible.

La trinidad imposible es un teorema de libro de texto. Pero las objeciones se aplican al mundo real. Estas apuntan a las dificultades que impone una cuenta de capital abierta al manejo de las políticas cambiaria y monetaria, en el contexto de globalización financiera.



El argumento de la trinidad imposible toma distintas formas. La siguiente es una de ellas. La existencia de un objetivo de tipo de cambio implica la intervención del banco central en el mercado de cambios. Al intervenir en el mercado de cambios – se dice – el banco pierde la capacidad de controlar la oferta monetaria. Esto es, la intervención en el mercado de cambios es incompatible con la autonomía monetaria. Se sigue que la regulación de la cuenta de capitales es la única manera de mantener un objetivo de tipo de cambio y controlar simultáneamente la oferta monetaria. Se agrega que la regulación de la cuenta de capital no es recomendable, porque genera distorsiones e inhibe el desarrollo del mercado financiero, y también que resultaría probablemente inefectiva, porque las innovaciones del sector privado superan la habilidad regulatoria del sector público. La conclusión es que mantener un objetivo de tipo de cambio es imposible y que el banco central debe evitar intervenir en el mercado cambiario.

Otra forma de alcanzar la misma conclusión apunta sobre el control de la inflación. Si la intervención del banco central persigue un objetivo de tipo de cambio real (en lugar de uno de tipo de cambio nominal), la economía no cuenta con una trayectoria previsible del tipo de cambio nominal para proveer un ancla a las expectativas inflacionarias. Como el banco central no puede controlar la oferta monetaria, por lo dicho arriba, tampoco la evolución de la oferta monetaria puede proveer dicha ancla nominal. El razonamiento concluye que si el banco central persigue un objetivo de tipo de cambio real, la inflación queda completamente fuera de control.

Obsérvese que los argumentos no son de necesidad lógica. Se refieren a posibilidades prácticas de aplicación de políticas y control de variables y estas posibilidades dependen de las magnitudes de las operaciones involucradas. Por ejemplo, las intervenciones del banco central son una fuente de creación monetaria, pero el banco tiene otros instrumentos de control de la oferta monetaria. La capacidad del banco central de controlar la oferta monetaria depende de la comparación entre la magnitud de la intervención en el mercado de cambios y los límites prácticos de la esterilización y otros instrumentos compensatorios de dicha intervención.

Por otro lado, los excesos de demanda u oferta en el mercado cambiario, dado el tipo de cambio que quiere sostener el banco central, dependen de la magnitud de los flujos de capital. Estos flujos de capital no son un dato exógeno sino que son función, entre otras variables, de las expectativas cambiarias. Consecuentemente, a través de su influencia sobre las expectativas cambiarias, las magnitudes de los



flujos de capital pueden ser influenciadas por el comportamiento y las señales de la autoridad monetaria.

También la capacidad de regular los flujos de capital es una cuestión de grado. Algunos tipos de flujo son más fáciles de regular que otros. Las regulaciones no necesariamente deben aplicarse de una vez para siempre, pueden ser aplicadas solamente en ciertos períodos o pueden hacerse contingentes a circunstancias transitorias.

Como puede verse, la viabilidad del objetivo de TCRCE no puede ser cuestionada con argumentos de necesidad lógica. Es una cuestión práctica que debe ser evaluada en cada caso, tomando en cuenta el contexto y las circunstancias de la aplicación de la política.

En la afirmación de que un régimen de TCRCE es viable está implícito que el gobierno puede manejar la compensación de las intervenciones en el mercado de cambios, de modo de mantener las fluctuaciones del dinero dentro de límites tolerables.

La ortodoxia enfatiza una situación de gran exceso de oferta de moneda extranjera. Si los ingresos de capital alcanzan una magnitud tal que hace inmanejable la política monetaria, la conclusión ortodoxa es correcta. Pero en una situación así tendría poco sentido arriesgar la estabilidad macroeconómica para mantener un principio irrestricto de apertura plena de la cuenta de capital. En este caso se requeriría regular la cuenta de capital, con el objetivo de restringir los influjos y facilitar el manejo de las políticas cambiaria y monetaria. Hay un menú de medidas capacitadas para cumplir esas funciones.

El argumento relativo a la ineffectividad de las regulaciones es simplemente falso. No operan a la perfección, pero contribuyen a suavizar los flujos en un momento de auge. La necesidad de políticas restrictivas no es permanente, éstas deben hacer su trabajo exclusivamente en una fase de auge y sabemos bien que las fases de auge no duran para siempre.

La política monetaria no puede enfocarse exclusivamente en la inflación. Debe enfocarse simultáneamente sobre el tipo de cambio real, el control de la inflación y el nivel de actividad. La visión ortodoxa enfatiza el conflicto potencial entre estos objetivos. Ciertamente, el régimen tiene objetivos múltiples y potencialmente conflictivos. Esto en modo alguno es una característica particular. Por ejemplo, también tiene objetivos múltiples y conflictivos la política monetaria de Estados



Unidos. Aún mayor similitud muestran las políticas monetarias de numerosos países en desarrollo, cuyos bancos centrales intervienen más o menos sistemáticamente en los mercados de cambios.

Además de tener objetivos múltiples, el régimen sugerido adolece del mismo problema de incertidumbre con relación a la demanda de dinero que sufren otras políticas monetarias. Consecuentemente, para cumplir su mandato amplio, el banco central requiere frecuentes evaluaciones de la evolución macroeconómica y suficiente discrecionalidad – en oposición a reglas rígidas – para operar a través de todos sus instrumentos. Aún siendo una entidad independiente, las medidas del banco central deben ser coordinadas con el resto de las políticas del gobierno. La transparencia de los análisis y decisiones de política sin duda contribuye a la credibilidad de las señales emitidas por el banco central.