

8

La demanda agregada debe ser controlada con la política macroeconómica

Roberto Frenkel

Las conclusiones de la nota 4 “La regulación de la demanda agregada con la política monetaria” desaconsejan al banco central intentar una regulación vía la instrumentación de la tasa de interés de corto plazo, como lo hacen muchos bancos centrales de países desarrollados y en desarrollo. Se argumenta allí que los canales de transmisión de la política monetaria a la demanda agregada son débiles, mientras que serían importantes los efectos de atracción de flujos de capital externo. Esto aumentaría la presión a la apreciación del tipo de cambio, dificultaría adicionalmente la preservación de un tipo competitivo y podría aún estimular adicionalmente la demanda.

Lo que ha venido haciendo la política monetaria en Brasil hasta fines de 2006 es un ejemplo de lo que no debemos hacer aquí. Aunque probablemente menos que en nuestro país, allí también son débiles los canales de transmisión a la demanda. Este es precisamente un argumento de quienes conducían la política para explicar porqué se requería en Brasil una tasa de interés de 18% para inducir el descenso de una inflación de 8%. Con 8% de inflación, la regla de Taylor prescribe una tasa de interés del orden de 12% (una vez y media la tasa de inflación vigente). El exceso brasileño sobre esa tasa-Taylor – nada menos que seis puntos porcentuales – era atribuido a la imperfección de los mecanismos de transmisión: como éstos son débiles – decían – se necesitan tasas más altas para afectar la demanda. Un diferencial del orden de 14 puntos porcentuales entre la tasa local y la internacional – en un contexto de expectativas cambiarias neutras o a la apreciación – es un formidable atractor de capitales externos. Las intervenciones cambiarias del banco central se esterilizan colocando papeles al 18%. La dinámica es claramente divergente. El banco central tira la toalla y el real se aprecia. La tendencia a la apreciación realimenta la burbuja cambiaria. La causa prima del proceso es la desmesurada tasa de interés fijada por el banco central.

Puedo aconsejar con firmeza que eso no debe hacerse en Argentina. Así lo subraya la mencionada nota, cuya síntesis es que a la política macroeconómica le falta una pata – no por un defecto de la política, sino por características actuales del funcionamiento de la economía, que persistirán por algún tiempo. De allí se desprende el peso que carga sobre la política fiscal en este contexto, dado que la



política cambiaria está comprometida con objetivos de desarrollo y la política monetaria tiene bajo potencial. Este es el punto de partida de la presente nota.

Para pensar la cuestión puede ser útil compararse nuevamente con Brasil. Cuando ese país emprendió su última cruzada antiinflacionaria, la economía de Brasil crecía al 5% - luego de varios años de crecer a menos de la mitad - y la inflación se encontraba en 8%. Las autoridades creyeron necesario presionar a la desaceleración de la demanda para reducir la tasa de inflación. Creo que fue una decisión equivocada. Este juicio es independiente del método que utilizaron para conseguir el objetivo (la política de altas tasas de interés). Apunto sobre la prioridad otorgada a la reducción de la inflación sobre la consolidación de una tasa de crecimiento significativa.

Nuestro país viene creciendo con tasas del orden de 9%. La economía ha exhibido altas tasas de crecimiento en los últimos cuatro años mientras la inflación se ha ido acelerando gradualmente. ¿Es necesario desacelerar la demanda? La respuesta es diferente que en el caso de Brasil. Creo que aquí es necesario tomar control sobre el ritmo de crecimiento de la demanda agregada para estabilizar la inflación mientras se procura preservar tasas de crecimiento altas. Es una tarea delicada y compleja de sintonía fina, dificultada adicionalmente por la escasez de instrumentos macroeconómicos. Pero no es una tarea imposible, otros países lo consiguen. Para esto la cuestión debe colocarse en un lugar central de la gestión económica.

Digamos, por la positiva, que el resto de la configuración macroeconómica juega a favor del objetivo. Fuera de la inflación no hay ningún desequilibrio macroeconómico que amenace la sostenibilidad del crecimiento alto. Por eso es prioritario tomar control de la demanda.

Lo primero es enfatizar el papel macro del superávit primario, de la administración central y de las provincias. El tema hoy se ve deslucido y en un segundo plano. No se ha avanzado en la institucionalización del fondo anticíclico. Aunque los resultados fueran los mismos, la institucionalización es importante porque la formalización de los compromisos influye sobre las expectativas.

Los acuerdos de precios, además de su incidencia directa, tienen un papel coordinador de las decisiones de precios. También influyen sobre las expectativas, en la medida que se los perciba consistentes con otros aspectos de la política antiinflacionaria, singularmente con el manejo de la demanda. En la misma dirección, sería beneficioso un acuerdo marco entre el gobierno, las organizaciones empresarias y los sindicatos. Un acuerdo consistente contribuiría a atenuar



expectativas y aumentos preventivos de precios fundados en el temor de presiones salariales desmedidas.

No hacer *inflation targeting* no significa renunciar al papel de las tasas de interés. La demanda agregada es la suma de las demandas de exportaciones, inversión y consumo. No hay dudas que las exportaciones y la inversión deben crecer más que la demanda agregada y el producto. La consecuencia es que el consumo debe crecer menos: la tasa de ahorro debe aumentar. El ahorro público tiende a incrementarse, pero también debe desacelerarse el consumo privado. A estos objetivos debe enfocarse el canal de crédito: incentivar las exportaciones y la inversión y desalentar la expansión del consumo.

El conjunto de medidas para tomar control de la demanda y frenar la inflación debe presentarse al público como un programa completo y consistente. Es contraproducente enfatizar el problema y algunas medidas mientras se descuida el control de la demanda. Se arriesga que el público considere que la política antiinflacionaria es inconsistente. La consistencia es la clave del efecto sobre las expectativas y la incidencia sobre las expectativas es una componente crucial de la política antiinflacionaria.