

La política monetaria contractiva y la intensifica



**GERMÁN
ALARCO**

Profesor de la Universidad del Pacífico

Afortunadamente la inflación está convergiendo al rango meta en casi todas partes del mundo; sin embargo, esto no excluye la necesidad de evaluar tanto los diagnósticos como las recomendaciones que se aplicaron para mitigarla. No hay maestros en la materia, como afirma el profesor Mason. Hay que pensar en un proceso de mejora continua para ser más efectivos, evitar y mitigar los daños colaterales.

Dentro de estos últimos destaca que la receta tradicional de la política monetaria (PM) contractiva, a través de los diferentes canales de transmisión, puede impactar en demasía sobre la demanda, los niveles de producción, de ocupación y empleo. Por otra parte, debemos reconocer que al actuar a través de elevar la tasa de interés de referencia del banco central (Tir) se generan efectos redistributivos usualmente en contra de los estratos de más bajos ingresos y recursos de nuestras sociedades.

Contexto

La opinión mayoritaria es que la elevada desigualdad en los ingresos y la riqueza afecta negativamente al crecimiento económico, la cohesión social y la gobernabilidad de los países. Asimismo, que, en las últimas décadas, desde la instauración del neoliberalismo

estas desigualdades se han acrecentado a lo largo del tiempo (Piketty, 2013 y 2019).

La elevada desigualdad post pandemia de la Covid-19, salvo algunas excepciones, es mayor que en la situación previa. Confluyen las tendencias históricas del capitalismo de sustituir mano de obra por bienes de capital, la pandemia misma que redujo la contratación de la mano de obra directa, y el reimpulso de las tecnologías de información y comunicaciones, inteligencia artificial, robótica, entre otras.

Resultado

A este panorama se sumó la inflación detonada por cuellos de botella que se acompañó de mayores márgenes de ganancia en sectores como el farmacéutico, tecnológicos, hidrocarburos, financieros y la especulación en los mercados de futuros con alimentos y otras materias primas que se irradiaron por todas partes (Oxfam, 2022 y 2023). Al efecto negativo de la inflación sobre los asalariados y otros grupos marginados se agrega el impacto de la PM contractiva.

El resultado final, con algunas variantes y excepciones, fue el de una pérdida en la participación de los asalariados y de los deciles más bajos respecto del PBI e ingreso nacional. Asimismo, la recuperación relativa de la actividad económica se acompañó con un menor contenido de mano de obra adecuadamente ocupada por unidad de producto. La informalidad, mayor pobla-



ción inactiva y la precarización del empleo a través del subempleo por ingresos están al orden del día como lo reflejan las estadísticas oficiales, incluyendo al Perú.

En la agenda

Si bien los economistas postkeynesianos se han preocupado siempre por los efectos de la PM (en particular el aumento de la Tir) sobre la desigualdad y de ahí sobre la demanda, nivel de actividad económica y ocupación, ahora es una inquietud general hasta en los economistas estándar. Obviamente, también confluyen economistas hetero-

doxos como J. Galbraith et al (2006) y J. Stiglitz (2024).

En revistas académicas internacionales, solo como referencia, hay diversas reseñas recientes sobre las relaciones entre la PM y la desigualdad: Rakviashvili (2020), Ma (2022) y McKay y Wolf (2023). También hay varios documentos de funcionarios del FMI que trabajan el tema como Furceri, Loungani, Ostry, and Pizzuto (2021) y Amores, Basso, Bischl, De Agostini, De Poli, Dicarlo, Flevotomou, Freier, Maier, García-Miralles, Piddkuyko, Ricci, and Riscado (2024).

Viejo enfoque

En el viejo enfoque de la economía estándar se minimizan los efectos redistributivos de la PM contracíclica; desafortunadamente esto ocurre en muchos bancos centrales. Se supone para tal efecto que todos los hogares son iguales; nos hay diferencias entre los que son básicamente asalariados, de propietarios de los bienes de producción, rentistas o trabajadores independientes, entre otros.

Todos tienen acceso a diversos portafolios de activos y pasivos como en las sociedades de altos ingresos.

Por otra parte, señalan que los efectos erosivos de la inflación sobre el poder de compra son más negativos que no aplicar una PM contractiva (a través de subir la Tir) con lo que se minimizan sus efectos.

Otros insisten teóricamente que la política monetaria es neutral: sin efectos sobre el sector real especialmente en el largo plazo; solo hay impactos por shocks inesperados en el corto plazo, cuando en la realidad si se presentan. Por último, señalan que las modificaciones en la Tir solo generan modificaciones en los ingresos dependiendo de si se trata de hogares acreedores netos o deudores netos con balance neutral. Cuando esta tasa sube se afectan a los deudores netos y beneficia a los acreedores netos.

Versiones modernas

Ahora se distinguen diversos canales de transmisión de la PM sobre la distribución del ingreso. En primer lugar, la PM contractiva impacta en los flujos reales, disminuye demanda, producción y empleo afectando principalmente a los asalariados de menores ingresos, no sindicalizados y de ocupaciones más precarias. También afecta negativamente las ganancias empresariales no financieras.

En segundo lugar, entre otros impactos, afecta el valor de la riqueza y de esta forma las decisiones de gasto dependiendo de la dotación y composición de los activos: inmobiliarios, depósitos bancarios, bonos

Reducción de las elevadas desigualdades económicas

y acciones; y de los pasivos de los hogares. Todo lo anterior suponiendo que estos son heterogéneos y no similares.

De esta forma, como plantean McKay y Wolf (2023), las respuestas heterogéneas del ingreso se amplifican más cuando se traducen en cambios en el consumo. En particular, los hogares de bajos ingresos tienen más probabilidades de verse limitados financieramente, es decir, sin ahorros ni acceso al crédito. Sin una reserva de ahorro o crédito, es probable que esos hogares tengan una respuesta de consumo más fuerte a un cambio en el ingreso.

Asimismo, si estos hogares son deudores netos su ingreso disponible y consumo privado es menor. Por otra parte, si su único activo es su vivienda una elevación de la Tir puede reducir su valor. Por el contrario, un hogar rico acreedor tiene todas las de ganar más o perder menos. Lo anterior, sin mencionar que en un ciclo alcista las ganancias del sistema financiero son mayores.

Algunas evidencias

Coibion, Gorodnichenko, Kueng, y Silvia (2012) a partir del estudio de los efectos de los shocks de PM sobre el consumo, ingresos y desigualdad en EE.UU. demuestran (desde 1980) que las acciones de PM contractiva sistemáticamente aumentan la desigualdad en los ingresos, el ingreso total, el consumo y



el gasto total.

Furceri, Loungani y Zdzienicka (2016) presentan evidencia del efecto de los shocks de PM sobre la desigualdad del ingreso. Trabajan un panel de 32 países avanzados y de mercados emergentes entre 1990-2013. Se encuentra que la PM contractiva aumenta la desigualdad del ingreso. Sin embargo, el efecto varía a lo largo del tiempo, dependiendo del tipo de shocks (PM restrictiva versus expansiva), el estado del ciclo económico, y entre países dependiendo de la proporción del ingreso laboral y las políticas de redistribución.

Más impactos

Un aumento inesperado de 100 puntos básicos en la Tir aumenta la desigualdad en alrededor de $1 \frac{1}{4}$ por ciento en el corto plazo y en alrededor de $2 \frac{1}{4}$ por ciento en el mediano plazo del coeficiente Gini. Por otra parte, Altunbas y Thornton (2022) demuestran que la adopción del régimen de objetivo de inflación ha contribuido al aumento de la desigualdad de ingresos, medido por el coeficiente de Gini y la participación de los sueldos y salarios en el producto.

Los resultados indican que este régimen de política monetaria (como el

peruano) está asociado con una mayor desigualdad de ingresos a nivel de los hogares, desafiando la idea de que la estabilidad de precios beneficia a toda la sociedad. Se utiliza un panel de 121 países, abarcando el período de 1971 a 2015. Se aplican modelos de panel con efectos fijos y el método MGM.

Postkeynesianos

Rochon (2019) recuerda que para los postkeynesianos la tasa de interés es una variable distributiva bajo el control del banco central. Los efectos de los cambios de las tasas de interés se dan principalmente a través de la distribución del

ingreso, que a su vez tendrá repercusiones en la demanda, actividad económica, inversión, y empleo.

La tasa de interés, en un modelo simplificado, es un elemento que participa en los precios financiando el capital de trabajo de las empresas. A su vez los diferentes componentes de los precios son variables clave para determinar los ingresos de los diferentes agentes económicos: asalariados, capitalistas productores de bienes y rentistas.

La demanda por bienes de consumo se explica por agente económico, cada uno por sus respectivas propensiones a consumir; siendo la de los asalariados cercana a uno y por encima a la de los otros actores. Por otra parte, la inversión privada se determina por la rentabilidad esperada e inversa de la tasa de interés (sin olvidar que esta depende de la Tir).

Dinámica básica

Un incremento de la Tir eleva la tasa de interés activa, los costos financieros de las empresas y eleva a la par los ingresos de los rentistas. De esta forma aumenta la participación del ingreso de este grupo social en desmedro de los industriales y los asalariados. Luego, esta redistribución genera una reducción de la demanda, la producción y el empleo por la menor propensión a consumir de los rentistas.

La caída de la producción y empleo se agrava por el incremento inicial de los

precios que reduce el poder de compra de los asalariados, que se suma al negativo de la inversión privada. Complementariamente una tasa de interés alta reduce el crédito al sector privado, afectando las posibilidades de financiamiento y promoviendo inversiones financieras y especulativas (dando origen al fenómeno negativo de la financiarización).

Colofón

De ninguna forma las autoridades monetarias pueden excusarse ahora de evaluar este tema con el argumento de que la inflación es más dañina que sus efectos redistributivos. Ahora, hasta en los enfoques tradicionales, se reconoce su importancia y el deber de comunicarlos. Los postkeynesianos plantean diferentes reglas para la tasa de interés real; siendo la más importante la regla de Pasinetti que la iguala al crecimiento de la productividad del trabajo para minimizar estos impactos.

En una economía de bajos ingresos la PM contractiva tiende a agravar la desigualdad, abriendo la necesidad de políticas fiscales compensatorias. Aquí hay espacio para la política tributaria (impuestos directos), provisión de servicios públicos abundantes y de calidad y programas de apoyo focalizados. La PM y la política fiscal deben caminar de la mano, y no aisladamente, como en muchas de nuestras economías.