
La Revisión de la Política Económica a Prueba de la Inflación: Las Economías de Desarrollo en Perspectiva

RÉDOUANE TAOUIL
Universidad Grenoble Alpes

Resumen

El objetivo de este artículo es examinar el impacto de las respuestas de las autoridades de la política económica al choque inflacionista en Marruecos y extraer conclusiones para los países en desarrollo que han optado por las mismas respuestas. Basándose en la hipótesis de la inflación de vendedores, se trata de demostrar que el aumento de la tasa de interés y las medidas de incrementar la oferta, como las exenciones de impuestos y aduaneras y las subvenciones, son incapaces de mitigar el deterioro del poder adquisitivo y la crisis del coste de la vida. En este contexto, el retorno a la estabilidad de los precios, requiere de limitar la fuerza del mercado y la ampliación del espacio fiscal mediante el aumento de los ingresos tributarios como adyuvantes de la política monetaria.

Clasificación JEL : E31, E59, E 69, E 023

Palabras clave: inflación, política monetaria, política fiscal, países en desarrollo.

The Inflation-Proofing of Economic Policy Review: Development Economies in Perspective

Abstract

The aim of this article is to examine the impact of policy makers responses to the inflationary shock in Morocco, and to draw conclusions regarding developing countries that have opted for the same responses. Based on the Seller's inflation hypothesis, it shows that raising interest rates and supply-side measures such as tax and customs exemptions and subsidies are unable to mitigate the deterioration in purchasing power and the cost-of-living crisis. In this context, a return to price stability and inflation requires the limitation of market powers and the extension of fiscal space by increasing tax revenues as adjuncts to monetary policy.

JEL Classification: E31, E59, E 69, E 023

Keywords : inflation, monetary policy, fiscal policy, developing countries

L'examen des politiques économiques à l'épreuve de l'inflation : Les économies de développement en perspective

Résumé

Cet article a pour objet d'examiner l'impact des réponses des autorités de politique économique au choc inflationniste au Maroc et d'en dégager des conclusions concernant des pays en développement ayant opté pour les mêmes réponses. S'appuyant sur l'hypothèse de la Seller's inflation, il s'attache à montrer que le relèvement du taux d'intérêt et les actions sur l'offre au moyen d'exonérations d'impôts et de taxes douanières et de subventions ne sont pas en mesure d'atténuer la détérioration du pouvoir d'achat et la crise du coût de la vie. Dans ce contexte, le retour à la stabilité des prix de l'inflation requiert la limitation des pouvoirs de marché et l'extension de l'espace budgétaire par l'augmentation des recettes fiscales comme adjuvants de la politique monétaire.

Classification JEL: E31, E59, E 69, E 023

Mots clés : inflation, politique monétaire, politique budgétaire, pays en développement

Una vez más, el espectro de la inflación acecha la reflexión sobre las estrategias de política monetaria y los apalancamientos presupuestarios¹. Después de haber optado, en respuesta a las amenazas de deflación, por tasa de interés muy bajos y una relajación cuantitativa mediante compras masivas de títulos, hoy los bancos centrales están llamados a llevar a cabo acciones destinadas a guiar las expectativas de una caída de la inflación y una recuperación de la estabilidad de precios. Las decisiones del Banco Central de Marruecos de aumentar gradualmente la tasa de refinanciación son parte de la misma actitud.

Al examinar los fundamentos de estas decisiones a la luz del marco de política monetaria, vemos que el arte del Banco Central se inspira en un principio básico: el uso de la tasa de interés como instrumento para gestionar las expectativas con miras a reducir las tasas de interés a largo plazo hasta un nivel compatible con la desaceleración de la inflación. Más que durante la crisis sanitaria, la política fiscal tiene un papel esencial que desempeñar en esta configuración. Las medidas adoptadas por el decisor público contribuyen a moderar el aumento de los precios de ciertos bienes, pero resultan tener una eficacia limitada, revelando así las deficiencias en los ajustes de mercado esperados por la liberalización de los precios de los hidrocarburos. Como resultado del comportamiento de los márgenes de las empresas, el aumento general de los precios toma la forma de inflación de vendedores². En este contexto, controlar la inflación y promover la estabilidad macroeconómica requiere limitar los poderes del mercado y ampliar el espacio fiscal mediante el aumento de los ingresos tributarios como respaldo de la política monetaria.

Tasa de interés y anticipaciones: la parábola de Maradona

Si tras la hazaña histórica del equipo de Marruecos en la Copa del Mundo en el otoño de 2022 no se puede evitar traer a colación el tema hablar de fútbol, tampoco, al mismo tiempo el de la política monetaria. Las decisiones de los bancos centrales están en el centro de la formación de expectativas de los agentes que Mervin King, ex gobernador del Banco de Inglaterra, sitúa bajo el término "doctrina" de Maradona al referirse, no al gol de cabeza y de "La mano de Dios" como se dice, durante la final del Mundial en 1986, pero más bien en un segundo aspecto: Maradona, el legendario regateador corrió de frente, alejando a todos los defensores que esperaban si pasaba hacia la derecha o hacia la izquierda. El autor de *El fin de la alquimia* (2017) ilustra con esta hazaña la importancia crucial de las expectativas de los agentes privados en la conducción de la política monetaria.

El Gobernador del Banco Central, en respuesta a las recomendaciones de estímulo monetario, ha subrayado más de una vez que los bancos centrales no manejan sus instrumentos como un ingeniero controla una máquina. De hecho, la política monetaria implica un órgano de toma de decisiones con preferencias en términos de inflación y actividad y agentes privados que toman sus decisiones sobre la base de expectativas del futuro. Estas expectativas, calificadas de racionales, implican que los hogares y las empresas actúen como si tuvieran una representación relevante de los mecanismos económicos y del perfil de la autoridad monetaria.

¹ El regreso de este espectro tomó por sorpresa a los banqueros centrales y a las instituciones internacionales como el FMI. En febrero de 2021, Gina Gopinath argumentó en el blog de su institución que "los factores estructurales y la credibilidad del banco central limitan el riesgo de inflación". Menos de cinco meses después, la tasa de inflación se situó en el 9,6% en junio de 2022 para la Unión Europea.

²Tan pronto como se reconocieron los signos de inflación, surgieron temores de que la presión salarial condujera al resurgimiento de la espiral característica de los años 1970, pero muy rápidamente, el aumento de la inflación es atribuido a la base de estimaciones empíricas, al crecimiento de las ganancias. Esto ha llevado a situar el comportamiento de los márgenes como un determinante esencial. Esta opción es acompañada de un renovado interés en los temas de inflación y conflictos distributivos, finanzas funcionales y coordinación de políticas monetarias y presupuestarias en torno al objetivo de estabilidad de precios.

En este contexto de interacciones estratégicas, los resultados de las decisiones del Banco Central, como el del Banco Al-Maghrif, de Marruecos, están condicionados por la información que los agentes explotan utilizando esta representación. Es en esta perspectiva que conviene situar las sucesivas decisiones del Banco Central de aumentar la tasa de interés del 1,5% al 3% desde septiembre de 2022 hasta abril de 2023. Está claro, a través de estas respuestas al resurgimiento de la inflación, que la tasa de interés constituye el principal instrumento de acción en el mercado monetario, en la refinanciación de los bancos y, en consecuencia, en el gasto de consumo e inversión. Este papel crucial así asignado a la tasa de interés implica que los impulsos del Banco Central apuntan a guiar las expectativas sobre la evolución futura de la inflación, el ingreso y esos mismos impulsos.

El marco de la política monetaria puede resumirse en un modelo DSGE (*equilibrio general estocástico dinámico*) que enfatiza la dimensión intertemporal del comportamiento de los agentes y el componente estocástico de las formas estructurales, reformulando la demanda y la oferta bajo los supuestos de imperfecciones competitivas (Woodford, 2003)³. Este modelo se basa en una ecuación de demanda global basada en la optimización dinámica del consumo de los hogares, una relación de Phillips derivada de las decisiones de precios de las empresas en competencia monopolística y en una regla clave de tasa de interés. La demanda agregada se escribe:

$$y_t = E_t y_{t+1} - \delta(i_t - E_t \pi_{t+1}) + \varepsilon_t^d$$

y_t y $E_t y_{t+1}$ son, respectivamente, las brechas de producción presente y futura, i_t la tasa de interés nominal de corto plazo, $E_t \pi_{t+1}$ la inflación esperada en t para el período $t+1$ y δ la influencia de la tasa de interés real sobre el producto presente, ε_t^d es un *shock* aleatorio con media cero y varianza constante, y E_t el operador de las anticipaciones que hacen los agentes condicionalmente a la información disponible.

Forward looking, la demanda agregada es una función decreciente de la tasa de interés real y creciente de la producción futura. El término aleatorio representa la política fiscal, cambios a las preferencias o en la inversión. La función de oferta agregada es dada por:

$$\pi_t = E_t \pi_{t+1} + \gamma y_t + \varepsilon_t^s$$

π_t es la inflación en el período t , $E_t \pi_{t+1}$ la expectativa de inflación futura y ε_t^s un *shock* a los costos de producción que tiene las mismas propiedades que la perturbación de la demanda, el grado γ de sensibilidad de la inflación a la actividad.

Esta función es una reescritura de la curva de Phillips. Hace que la tasa de inflación dependa de la brecha de producción y de las expectativas de inflación formadas racionalmente por una empresa representativa. Éste fija su precio de venta aplicando a los salarios una tasa de margen que no revisa en caso de variaciones limitadas de la demanda.

El Banco Central determina la política monetaria óptima minimizando su función de pérdida de bienestar social en relación con la tasa de interés nominal bajo las restricciones de la oferta y la demanda agregadas. Esta función se escribe:

$$L_t = (\pi_t - \pi^*)^2 + \rho(y_t - y^*)^2$$

$(\pi_t - \pi^*)$ es la desviación de la inflación de su meta y $(y_t - y^*)$ la desviación de la actividad de su nivel deseado y ρ el peso que le da el Banco Central al empleo.

³ El libro de Michael Woodford, *Intereses y precios. Foundations of a Theory of Monetary Policy* ejerce una gran influencia en la dirección de la investigación en los bancos centrales del Norte y de los países en desarrollo.

La condición de optimización da la regla de la tasa de interés, a saber:

$$i_t = (r_\pi E\pi_{t+1} + r_y y_t) + \varepsilon_t^{pm}$$

r_π y r_y son parámetros positivos que dependen de parámetros asociados con la inflación y la producción y ε_t^{pm} un *shock* de política monetaria. La función de reacción de las autoridades monetarias depende de las expectativas de inflación y de la brecha del producto.

El Banco Central puede aumentar la tasa de interés cuando la inflación excede su valor objetivo. Tener en cuenta la inflación va de la mano con tomar la actividad, ya que una está vinculada a la otra. La política monetaria consiste en anclar las expectativas de inflación teniendo en cuenta la variabilidad de la inflación y la producción. Puede utilizar decisiones discrecionales para compensar los *shocks* de oferta y amortiguar las fluctuaciones de la actividad.

Esta gestión, cuyo corolario es que los agregados monetarios no sustituyen a un objetivo intermedio, implica que el manejo de la tasa de interés obedece a una regla que tiene en cuenta las desviaciones del objetivo de estabilidad de precios y su impacto sobre las expectativas: aumenta en caso de aumento de la inflación y se reduce en caso contrario. Las medidas del Instituto Emisor están sin duda ligadas a este enfoque reactivo que favorece el canal de anticipaciones en la transmisión de la política monetaria.

De hecho, el *modus operandi* se apoya en la percepción que tienen los agentes de la trayectoria de la tasa de interés nominal corta y de los precios. Como resultado, otorga a las expectativas de política monetaria futura un lugar destacado en la determinación de la tasa de interés real. Es a partir de los principios de arbitraje entre vencimientos de títulos perfectamente sustituibles que se deduce la tasa a largo plazo como promedio de las tasas a corto plazo presentes y futuros. Cuando los agentes esperan que la inflación aumente, la tasa de interés nominal aumenta para compensar la pérdida de poder adquisitivo. Al tomarse decisiones teniendo en cuenta los cambios en el nivel de precios, es la tasa de interés real el que controla el comportamiento de los agentes.

Es dentro de este marco que se puede interpretar el cambio de política monetaria. Controlar la inflación requiere aumentar la tasa de refinanciamiento como señal de compromiso con la prioridad otorgada a la estabilidad de precios. De este modo, el banco central pretende aprovechar la credibilidad adquirida mediante la coherencia de los mensajes y la conformidad de las acciones con las misiones con el fin de moderar las expectativas de inflación y contener el aumento de las tasas de interés a largo plazo, o incluso reducirlos. Para promover la estabilidad de las expectativas de las tasas de corto plazo, debe garantizar a los agentes que la tasa de interés se ajustará efectivamente con el objetivo de frenar la inflación. Esta orientación, denominada *délfica* en referencia a las adivinaciones del oráculo de Delfos, abarca el hecho de que el banco central pone a disposición de los agentes información y previsiones sobre el comportamiento de la economía y proporciona señales sobre sus direcciones futuras sin compromiso previo. Por tanto, no se ata de manos a la imagen de Ulises, como en la guía odisea, y deja margen de acción para adaptarse a los cambios de la situación (Campbell et al. (2012).

“El éxito de la política monetaria - escribe Michael Woodford - reside menos en el control de esta tasa [oficial] que en la influencia ejercida sobre las expectativas del mercado sobre la probable evolución de las tasas de interés, la inflación y los ingresos durante los doce meses y más allá” (2001, pág. 312). Si el impacto de la política monetaria depende tanto de las expectativas es porque la inflación genera incertidumbre estratégica: el banco central no puede predecir perfectamente el comportamiento de los agentes privados, mientras que estos últimos se inclinan a cuestionar la idoneidad y el grado de relevancia de sus decisiones. La interpretación del grado de reactividad es de suma importancia, como lo demuestra la actitud

de las instituciones financieras tras el primer aumento la tasa oficial de 50 puntos básicos. A juzgar por declaraciones convergentes, los actores del sector financiero creen que el aumento de la tasa de interés en vísperas de 2023 es bastante bajo en comparación con la tasa de inflación. Anticipando un aumento de precios del 4,3%, un 0,4% más que el previsto por el Banco central, piden un ajuste monetario más significativo, pidiendo así mayores requisitos de rendimiento. Las expectativas de deterioro de la rentabilidad de los activos financieros y pérdidas en los valores reales futuros de los títulos favorecen estrategias de inversión de corto plazo así como comportamientos de espera en este contexto.

La caída de la demanda de títulos de renta fija durante el último trimestre de 2022 es indicativa de estas reacciones exageradas. A raíz de las presiones inflacionarias, el riesgo de estos títulos aumentó hasta el punto de que su tamaño en la cartera de los bancos alcanzó su techo. Esto provocó un agotamiento de las transacciones que llevó al Banco Central a establecer un programa para comprar letras del Tesoro en el mercado secundario. Organizadas en el marco de operaciones *de mercado abierto*, las compras firmes de títulos dan lugar a inyecciones de liquidez que hacen que el mercado de obligaciones sea más fluido. Al mismo tiempo, abren oportunidades para que los bancos reasignen sus activos en el mercado primario y reequilibren sus carteras en favor de activos menos riesgosos. Al fijar en 25.000 millones un límite de compra de títulos con vencimiento a muy corto plazo, este programa pretende facilitar las condiciones de refinanciación sin comprometer las medidas de concesión de crédito a las pequeñas y medianas empresas. Como tal, no se parece a las operaciones a largo plazo de relajación cuantitativa que afectan al tamaño del balance del Banco Central, ni a un procedimiento de financiación monetaria del déficit presupuestario. Diseñadas en línea con el impulso proporcionado por la tasa de referencia, estas intervenciones en el mercado secundario, que pretenden compensar un estrangulamiento del mercado de bonos tras las reacciones exageradas de los operadores, contribuyen a la influencia de las expectativas.

Si la incertidumbre da lugar a reacciones exageradas por parte de los agentes, empuja a quienes toman las decisiones monetarias a adoptar cautela respecto de las respuestas que deben dar a los shocks que afectan a la economía. Esta actitud está dictada por un triple motivo. En primer lugar, el banco central prefiere actuar con lentitud evitando que las decisiones se perciban como un cambio de dirección. Una revisión moderada puede interpretarse como un indicio de subestimación de la inflación. Gestionar las expectativas requiere preservar la credibilidad. Si las previsiones resultan imperfectas, no pueden afectar la confianza que se le atribuye al banco central, ya que no tienen la fuerza de un compromiso institucional. Entonces, ante la incertidumbre relativa a la evolución de la inflación o, más generalmente, al estado de la economía, al carácter transitorio o duradero del shock, la autoridad monetaria puede abstenerse de reaccionar señalando que no se trata de una relajación del objetivo de inflación. El Banco Central Europeo (BCE) había aumentado su tasa de interés oficial en julio de 2008, tras el aumento de los precios de la energía, pero se vio obligado a corregir su decisión menos de cinco meses después y luego en abril de 2009 bajo la influencia de la crisis financiera. Por último, los retrasos en la transmisión de los impulsos monetarios a las decisiones de los agentes en materia de consumo e inversión exigen tener en cuenta la elección de un horizonte y la modulación de la tasa de interés en función de la fuerza de la transmisión así como del peso de los su asimetría. Desde esta perspectiva, es apropiado que la conducción de la política monetaria incluya la dependencia de la historia de decisiones pasadas.

La adaptación gradual de la tasa de interés parece ser la práctica favorita de los bancos centrales. Incluso la Reserva Federal, conocida por su alto grado de capacidad de respuesta, es experta en este comportamiento. Así, de 99 cambios en la tasa de interés que realizó entre

agosto de 1987 y mayo de 2006, 88 fueron de 25 puntos o menos (Blinder 2006)⁴. El banco central parece conservar el principio de suavizar las tasas de interés que implica la gestión de las expectativas mediante la influencia esperada sobre los vencimientos a medio y largo plazo. Optar por una orientación claramente restrictiva puede conducir, como lo demuestran ciertas experiencias del último cuarto del siglo XX, a un amplio proceso de desinflación. Sin embargo, esta elección estaría plagada de consecuencias negativas. Es probable que esa orientación induzca a un gran sacrificio en términos de actividad y bienestar social, lo que, a través de sus repercusiones en el ingreso y las correlativas expectativas desfavorables de la demanda, refuerza la trampa del crecimiento lento.

Subvenciones a los productos, instrumento presupuestario y estabilidad de precios

Cualquiera interesado en el debate sobre el ejercicio de la política monetaria ve que los bancos centrales están siendo atacados con solicitudes de ampliación de sus funciones. Se les invita no sólo a garantizar la estabilidad de precios, apoyar la actividad, preservar el sistema de pagos, sino también a perseguir objetivos de transición ecológica y reducir las desigualdades de ingresos y riqueza. Estas solicitudes, que se basan en los límites de las medidas de relajación cuantitativa y cualitativa, ignoran la cuestión de la coherencia de los objetivos y la pertinencia de los instrumentos, *condición sine qua non* para identificar los impactos y medir la eficacia de las medidas. Reconocer que la política monetaria tiene tal poder equivale a asignarle misiones que son las de la política presupuestaria y minimizar la importancia del papel que ésta puede desempeñar.

Como señalan Pierre Jaillet y Jean-Paul Pollin: “[la regulación de la demanda] también depende de las interacciones con los otros componentes de la *combinación de políticas* (...), los políticos tienen instrumentos más directos que los bancos centrales para hacer frente a shocks imprevistos (2024, p. 233). Después de los shocks de costos, quien elabora el presupuesto implementa dos conjuntos de medidas importantes para reducir los efectos acumulativos de la inflación. Uno, relativo a los precios, consiste en regular el mantenimiento de los precios vigentes para contrarrestar las repercusiones del aumento del coste de la energía. Así, el Gobierno ha congelado el precio de la electricidad, en el marco de un acuerdo programático con la ONEE (Office national de l’Electricité et de l’Eau Potable) donde se asignan partidas presupuestarias al apoyo financiero de la empresa. Al mismo tiempo, se conceden ayudas directas a los operadores del sector del transporte a cambio de un precio fijo. Ante el alza del precio internacional del trigo, se suspende la aplicación de derechos aduaneros al trigo blando, producto regulado bajo el sistema de compensación, y se establece una prima a la importación. La otra serie de medidas tiene como objetivo apoyar la moderación de los precios estimulando la oferta de productos alimenticios. Combinando diversos incentivos mediante exenciones fiscales, subvenciones a bienes intermedios y bienes de capital, el *policy maker* de la toma de decisiones pretende reducir los desequilibrios sectoriales entre la oferta y la demanda y remediar la insuficiencia de determinadas ofertas.

La acción ejercida sobre los precios es similar a un control selectivo apoyado por subsidios. Al igual que las modalidades de compensación, el apoyo a la estabilidad de la tarifa eléctrica indica un compromiso firme para frenar los precios. Por otra parte, en el ámbito del transporte, la concesión de ayudas presenta una doble desventaja. Por un lado, la elegibilidad de beneficiarios cuyo estatus no depende de actividades afectadas por el aumento de los precios del combustible crea un efecto inesperado para los propietarios de vehículos que no

⁴ Sobre esta cuestión, así como sobre la influencia de la teoría en el régimen de política monetaria, podemos consultar provechosamente la contribución de una de las figuras eminentes de la teoría de la política monetaria, Alan Blinder (2006).

son operadores. Este efecto, que genera efectos distributivos regresivos, es visto como un signo de inequidad. Por otra parte, crea tensiones que van acompañadas de amenazas de repercusiones en los precios de venta, sobre todo porque los pagos se realizan en función de la situación económica. Destinadas a aliviar los desequilibrios del mercado, las medidas sobre la oferta consiguen reforzar la capacidad de respuesta a la demanda, pero conducen, en cierta medida, a efectos perversos, como lo demuestra el ejemplo del sector cárnico. Lejos de frenar el aumento de los precios, los incentivos a las importaciones han contribuido a su aceleración. Suponiendo que el aumento de las cantidades ofrecidas pueda influir en la tendencia a la baja de los precios, ignoran la naturaleza imperfecta de los mercados, los poderes que allí se ejercen y las distorsiones generadas por la especulación tras la intermediación en la distribución. Un segundo efecto contrario a los beneficios esperados se debe a que los subsidios y reducciones fiscales concedidos acaban alimentando los márgenes y aumentando el coste social de la inflación en términos de distribución.

Cuestionar las medidas de lucha contra la inflación permite evaluar los efectos de la descompensación a la que fueron sometidos los hidrocarburos a mediados de la década de 2010. Los argumentos esgrimidos por los poderes públicos a favor del desmantelamiento del sistema de compensación derivan de una visión contable que atribuye tres defectos notables de este sistema. En primer lugar, se considera ineficiente: los subsidios provocan distorsiones en los precios y las rentas que perjudican la competencia y sesgan la asignación de recursos. Luego, benefician en gran medida a los ricos. Finalmente, los cargos correspondientes limitan la asignación de recursos a la inversión y pesan sobre la sostenibilidad presupuestaria. Liberar el mercado de productos de las limitaciones regulatorias de compensación se considera, en estas condiciones, necesario para mejorar la eficiencia global de la economía, aliviar la restricción presupuestaria del Estado y aumentar la tasa de crecimiento potencial. Se supone que estos efectos pasan por la intensificación de la competencia, a la que se atribuye la virtud de conducir a precios más bajos y a un aumento del bienestar de los consumidores.

Al diagnosticar la reforma de las instituciones del mercado de productos petrolíferos, vemos que no ha aumentado el grado de competencia, ni ha mejorado la eficiencia. Tras la retirada de las subvenciones, la fijación de precios pasó a ser objeto de decisiones libres de las empresas distribuidoras. En primer lugar, las empresas que ocupaban una posición dominante bajo el sistema de compensación fortalecieron su poder de mercado. La eliminación de este sistema les da la ventaja de fijar precios y márgenes según su conveniencia. Además, tienden a adoptar un comportamiento asimétrico al trasladar los aumentos de precios y no las disminuciones. En este contexto de flexibilidad, la transición de una oferta administrada a una oferta supuestamente competitiva no libera poder adquisitivo para el consumidor. Luego, la descompensación dio lugar a la práctica de un margen libre en lugar del margen estructural que incluía, además de una fracción fija (impuesto, costo de almacenamiento, elemento de margen, etc.), una fracción proporcional a la cotización del producto en el mercado internacional. Esta práctica, que conduce a un aumento de los márgenes, conduce al establecimiento de poderes de mercado. Por último, la descompensación de los combustibles no estuvo acompañada de un aumento de la inflación: la tasa de variación del índice de precios al consumo se mantuvo por debajo del 2%. Sin embargo, esto no es una consecuencia de la reforma del mercado, sino claramente un efecto tras la caída de los precios de los productos petrolíferos en el mercado mundial entre mediados de 2014 y principios de 2016 y la inversión del ciclo de las materias primas durante la segunda mitad del año. la década de 2010.

El aumento de la inflación energética y la velocidad de su propagación hoy han servido como recordatorio de una ventaja comparativa de la compensación: los subsidios a las materias primas constituyeron una herramienta para controlar la inflación importada. Gracias a este sistema se controlaron las fluctuaciones de la inflación general y se redujo su nivel a menos del 2% en promedio. Utilizados como bien de consumo o bien intermedio, los

productos subvencionados ayudaron a proteger la economía de las fluctuaciones de precios y a preservar el poder adquisitivo. Desde este ángulo, la política fiscal cumplió una función que, además, en gran medida se elude: contribuyó junto con la política monetaria a la estabilidad de precios.

Continuar desmantelando el sistema de compensación corre el riesgo de fomentar expectativas desfavorables. El lanzamiento de la descompensación gradual del balón de gas, en un contexto de elevada incertidumbre, plantea dudas sobre la continuación de la desinflación. Los estudios del FMI (2016) destacan contundentemente la inconveniencia de implementar medidas de política estructural cuando el crecimiento económico es lento o experimenta shocks. Según la institución de Washington, las reformas de los mercados de productos y de trabajo están lejos de ser soluciones milagrosas: además de que sus efectos sobre el crecimiento son transitorios, su impacto negativo debe ser amortiguado, de lo contrario tendrá un impacto duradero en la productividad general (Grigori. et al. 2016).

La descompensación produce, si se mira más de cerca, *un incómodo triángulo* entre la liberalización de los precios de los combustibles, el control del déficit público mediante la contracción del gasto y el objetivo de inflación. Para escapar de esto, es necesaria una reorientación de la gobernanza presupuestaria (Dao et al. 2023). Quienes toman las decisiones públicas pueden actuar sobre los ingresos mejorando la recaudación de impuestos y reduciendo la evasión fiscal. Esta medida, que es uno de los principios esenciales de las reformas estructurales, probablemente ampliará el espacio presupuestario que el FMI define como el margen disponible para que el Estado asigne recursos al gasto sin comprometer su posición financiera y su estabilidad macroeconómica. Liberar recursos requiere acciones públicas destinadas a reducir la tolerancia a las violaciones de la legislación fiscal y fortalecer las limitaciones de los incentivos para respetar la ley. Las pérdidas de ingresos resultantes de la informalidad fiscal son, según datos recientes, múltiples. El impuesto sobre el valor añadido sufre de elusión: menos del 1% de las empresas pagan el 70% de sus ingresos al Tesoro y el 73% de las declaraciones no dan seguimiento al pago. El impuesto de sociedades se ve restringido por la preponderancia de quienes generan pérdidas crónicas: el número de declaraciones de resultados alcanza el 67%. En cuanto al impuesto sobre la renta profesional, la aportación de las profesiones liberales es inferior al 2% de los ingresos. Por otro lado, la mitad de los profesionales no presenta declaración de impuestos. El impuesto a tanto alzado, cuyo importe se fija independientemente de la capacidad contributiva, perjudica al Estado. La movilización del espacio presupuestario puede garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas y adaptar mejor la gobernanza a la regulación de los riesgos cíclicos. Los subsidios a los productos básicos se pueden utilizar para controlar la inflación y mantener el poder adquisitivo. Dado su papel anticíclico y su capacidad para amortiguar la volatilidad de la inflación, la compensación no puede abandonarse por el motivo de completar la reforma de las instituciones del mercado de productos, cuya reanudación de la inflación pone claramente de manifiesto la inconsistencia incluso con respecto al imperativo de las medidas macroeconómicas. estabilidad.

Hipótesis smithiana de la inflación a través de las ganancias y control selectivo de los precios

Los desafíos de moderar la inflación no se limitan a la combinación de instrumentos monetarios y presupuestarios. Las autoridades públicas tienen que restringir los poderes del mercado. La inflación actual es la expresión de estos poderes de los que disfrutaban los proveedores en función de su capacidad para fijar precios según su propio arbitraje (Weber et al. 2023). Se trata de *la inflación del vendedor* que Adam Smith analiza en estos términos:

“Our merchants and master manufacturers complain much of the bad effects of high wages in raising the price, and thereby lessening the sale of their goods, both at home and abroad. They say nothing concerning the bad effects of high profits; they are silent with regard to the pernicious effects of their own gains; they complain only of those of other people” (An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations, 1976, Chapitre IX, p. 87).

Las transacciones se caracterizan por una asimetría en beneficio de los oferentes. Tienen la iniciativa de aplicar un margen a sus costos de producción a su conveniencia⁵. Como resultado, tienen propensión a traspasar los aumentos de precios, dada la baja presión competitiva, a menudo mucho más de lo que han aumentado sus costos (Weber et al. 2024). Esto da lugar a una transmisión a la estructura de precios tanto más amplia cuanto que la tasa de inflación era muy baja. Como señala Maurice Flamant (1991) en su descripción del curso de la inflación, los aumentos de precios se desencadenan, como la relajación de un resorte que ha estado comprimido durante mucho tiempo. En estas condiciones, los márgenes están experimentando, con la ayuda del casi estancamiento de los salarios, un aumento que forma parte de una espiral de beneficios-precio. Ante tal inflación, limitar los precios de los productos subsidiados probablemente desacelere la alteración de la distribución del ingreso causada por los poderes de los proveedores. De hecho, el comportamiento de los márgenes da lugar a una indexación de facto de los beneficios, mientras que los ingresos reales de los titulares de una remuneración fija sufren un deterioro más o menos marcado dependiendo del nivel de ingresos y de la estructura del gasto de consumo.

Medida por el promedio de las variaciones de precios de una cesta de bienes representativa de todo el consumo de los hogares, la inflación aumentó del 1,4% en 2021 al 6,6% en 2022 y luego al 6,1% en 2023. Durante estos dos años, los precios de los productos alimenticios registraron un fuerte incremento, es decir, 11,1% y 18,8%. El efecto combinado de la crisis sanitaria entre 2019 y 2022 resultó en una disminución del nivel de vida del 7,2% y una caída del gasto en alimentos del 11%, lo que provocó una extensión de la pobreza y la vulnerabilidad; El 55% de este efecto se debe a la inflación (Alta Comisión de Planificación, 2024).

Estos beneficios sociales reflejan el carácter diferenciado de la dinámica inflacionaria. El aumento de precios afecta fuertemente a los hogares de bajos ingresos en la medida en que la participación relativa de los gastos en la estructura de su consumo es alta. Este factor de desigualdad frente a la inflación entra en juego al estar estos hogares expuestos a pérdidas de poder adquisitivo por falta de capacidad para ajustar al alza sus ingresos reales. Debido a las débiles respuestas a los aumentos en el costo de vida, el shock de precios cae desproporcionadamente sobre los grupos de bajos ingresos. Para reducir esta desigualdad inflacionaria, los decisores públicos han puesto en marcha un sistema de transferencias para las personas pobres y vulnerables. Al mismo tiempo, prevé un aumento del salario mínimo agrícola garantizado (SMAG) y del salario mínimo interprofesional (SMIG) hasta el 10% en dos tramos en 2025 y 2025 y un salario adicional de 1.000 dirhams en beneficio de los funcionarios. Estas medidas distributivas, destinadas a moderar la tendencia a la baja del poder adquisitivo, corren el riesgo de chocar con los mecanismos de distribución específicos de la espiral beneficio-precio.

A través de sus efectos distributivos, estos mecanismos debilitan la demanda agregada y, por tanto, el potencial de crecimiento (FMI 2023). Sin embargo, parece necesario limitar

⁵Utilizando un análisis sectorial, Benoît Coeuré (2024) destaca el papel primordial que desempeña el comportamiento de fijación de precios en la dinámica de la inflación. En este sentido, se basa en una concepción macroeconómica de la tasa de margen en la que depende positivamente de la productividad laboral, los términos de intercambio, los subsidios netos y negativamente de los salarios reales. De esta manera, establece el vínculo entre la concentración de la producción y los poderes del mercado e identifica cómo un entorno competitivo puede contribuir, junto con los instrumentos monetarios y presupuestarios, a controlar la inflación.

los poderes del mercado⁶. Es probable que este procedimiento reduzca las rigideces a la baja de los precios debidas a la explotación de posiciones dominantes. Tal acción sobre los precios es consistente con los principios de lucha contra el abuso de estas posiciones, la colusión tácita o los acuerdos sobre precios o mercados a los que apunta la política de competencia (Cœuré 2024). La autoridad pública puede definir precios máximos teniendo en cuenta la importancia sistémica de determinadas actividades. Debido a las interacciones, las decisiones de precios en respuesta a shocks de costos controlan el comportamiento de la inflación general. Restringir la transmisión a otras actividades requiere la aplicación de límites (Schuberth 2024). La concesión de ayuda pública puede estar sujeta a precios que pueden justificarse por el impacto negativo de la inflación en la asignación de recursos, así como por la erosión de los logros en la lucha contra la pobreza. El establecimiento de límites máximos también parece adecuado para los productos importados subvencionados, tanto para influir en los precios de los bienes básicos como para evitar su desviación especulativa a expensas del objetivo de aliviar las tensiones del mercado.

"La ciencia ha superado al arte de la banca central durante las últimas dos décadas". Esta afirmación de Blinder (2006), que hoy parece aún más relevante, implica que las decisiones del titular del poder monetario se basan en consideraciones teóricas que la evaluación de las medidas del Banco central no debe ignorar. Así, el uso del término ortodoxia monetaria para calificar estas medidas es precisamente erróneo, porque ignora tanto los cambios en las prácticas de los bancos centrales como la renovación en marcha en el campo de la política monetaria. A este respecto es ejemplar la afirmación, aquí y allá, según la cual la inflación se explica por un exceso de creación monetaria. Esta afirmación, a veces adornada con una referencia a Milton Friedman, no está respaldada ni por la descripción de las condiciones de la oferta monetaria por parte del Banco central, ni por la identificación de los vínculos con el supuesto aumento posterior de la inflación. Es más, supone que la definición de agregados monetarios, el postulado de la constancia de la velocidad de circulación y la primacía exclusiva de la oferta agregada están libres de todo límite.

Es necesario tener en cuenta los avances en la "ciencia de la política monetaria" para identificar las opciones del Banco Central, así como su complementariedad con la política presupuestaria. Solicitado durante la crisis financiera de finales de los años 2000 y durante el Covid 19 mediante la relajación de la regla del umbral de déficit público, este vector de gestión macroeconómica se movilizó para contrarrestar la recesión y apoyar la actividad y los ingresos. La naturaleza de *la inflación de Sellers'* y sus factores invitan, por su parte, a reconsiderar la política presupuestaria con respecto al objetivo de estabilidad de precios (Le Grand et al. 2024). Equipado con una caja de herramientas diversa que va desde deducciones y transferencias obligatorias hasta disposiciones regulatorias sobre cantidades y precios, puede participar en la desinflación de tres maneras. En primer lugar, el alcance de la difusión del shock de precios en toda la economía implica una regulación selectiva de los precios para actuar sobre la tasa de inflación.

Los límites de precios y las medidas de compresión de precios, respaldados, por ejemplo, por una reducción del impuesto al valor agregado o subsidios, pueden conducir a una tendencia de desaceleración. Tal control se justifica no sólo por un comportamiento oligopólico, asociado a la concentración de ofertas sectoriales, sino también por las externalidades negativas de los poderes de mercado. Luego, estas mismas externalidades añaden incertidumbre a las decisiones de consumo, ahorro e inversión en función de la variabilidad de la inflación que inducen. Al moderar el ritmo de la inflación, los precios

⁶ Es notable señalar que los precios practicados por las empresas oligopólicas fueron designados en el último cuarto del siglo XX con la expresión "precios administrados", que se aplica a los precios regulados.

regulados actúan como un freno a su volatilidad. Finalmente, estos precios reducen la carga sobre los tenedores de bajos ingresos que no pueden protegerse contra el impuesto regresivo al consumo impuesto por el shock de precios relativos. Combinadas con las transferencias sociales, contribuyen, a través del poder adquisitivo que generan, a reducir las desigualdades en la exposición a la inflación. Debido a estos efectos conjuntos sobre la inflación, los instrumentos presupuestarios son capaces de gestionar, en simbiosis con la política monetaria, las expectativas de los agentes y contribuir a la regulación de la economía y a la redistribución, respetando al mismo tiempo la sostenibilidad de las finanzas públicas.

Algunas conclusiones

Si observamos los indicadores de la tasa de inflación y de los tipos de interés oficiales de varios países americanos, veremos que evolucionan de forma diferente. El aumento de la inflación en México a partir de 2021 y su aceleración como consecuencia de la presión internacional sobre los costes de producción han provocado sucesivas subidas del tipo de interés, llevándolo al 10,5% en 2023. Estas subidas han provocado una caída de la inflación del 7,90% en 2022 al 5,79% en 2023. En Brasil, la subida del tipo de descuento del 8% en febrero de 2021 al 20% en febrero de 2022 fue acompañada, entre abril de 2022 y junio de 2023, de una caída de la inflación del 12% al 3% (Jacquet, 2024). En Colombia, en cambio, a pesar de la cuadruplicación del tipo de interés desde finales de 2021 hasta mediados de 2023, la tasa de inflación se sitúa en torno al 11,75%. A pesar de esta diversidad, existen algunos rasgos comunes en la dinámica de la inflación y en las respuestas de los responsables políticos. Por un lado, esta dinámica puede entenderse en términos de la hipótesis smithiana. De hecho, las economías latinoamericanas están experimentando una espiral de precios y beneficios. Como consecuencia del aumento de la factura energética y alimentaria, los niveles de precios siguen una trayectoria ascendente. Ante este choque, las empresas recurren no sólo a su iniciativa de márgenes, sino también a la limitación de la oferta, provocando así un repunte sistémico de la inflación. Al hacerlo, trasladan los costes a los consumidores. A nivel agregado, este poder de mercado se traduce en bienestar social, especialmente a través de la inflación alimentaria.

La inflación alimentaria, muy superior a la inflación general media, provoca un cambio drástico en las normas de consumo, y los hogares de bajos ingresos se ven obligados a reducir las cantidades que demandan y la composición de sus cestas de alimentos. Estos efectos demuestran el impacto del comportamiento asimétrico de los proveedores en las variables de distribución. El correspondiente aumento de los beneficios se produce a expensas de los salarios, cuyo poder decreciente contrasta con la recuperación permitida por la espiral salarios-precios característica de la gran inflación de los años setenta. Estas desigualdades aumentan la vulnerabilidad, comprometen el retorno a la estabilidad y ponen en peligro el crecimiento. Por otra parte, las decisiones de política económica son más o menos las mismas: se da prioridad al endurecimiento monetario a través de los tipos de interés. Para atenuar el riesgo de migración de capitales, los bancos centrales de Brasil y México mantienen un importante diferencial de tipos de interés con la Reserva Federal estadounidense. El examen de las medidas presupuestarias adoptadas por las autoridades mexicanas revela similitudes con Marruecos en cuanto a su contenido e impacto, como lo demuestra el hecho de que se hayan mantenido los precios de más de la mitad de los alimentos básicos, se hayan suspendido los derechos sobre determinadas importaciones, se hayan garantizado ciertos precios a cambio de exenciones fiscales y se hayan concedido subvenciones directas a los combustibles. Destinadas a paliar la pérdida de poder adquisitivo, estas medidas han demostrado una eficacia limitada.

La focalización ha resultado perversa, ya que las subvenciones a los carburantes han beneficiado a los hogares de renta alta. Si se quiere volver a controlar la inflación, es necesario revisar la política económica para tener en cuenta los efectos agregados de la espiral de precios y beneficios. Teniendo en cuenta la naturaleza específica de esta espiral, Gina Gopinath argumentó en mayo de 2022 que «para reducir la inflación rápidamente, las empresas deberían permitir que sus márgenes de beneficio disminuyeran». En este sentido, es importante reordenar los instrumentos a utilizar. La regulación de la competencia, concebida a largo plazo, hace poco por desalentar las prácticas monopolísticas. En consecuencia, no puede utilizarse principalmente para controlar la inflación. Por otra parte, la política presupuestaria puede contribuir a moderar el poder del mercado mediante disposiciones fiscales y subvenciones y, junto con la política, ayudar a anclar las expectativas y garantizar la estabilidad de precios.

Referencias

- BANK AL-MGHRIB (2024). *Rapport annuel, exercice 2024*, Rabat.
- BANK AL-MGHRIB (2024). *Rapport sur la politique monétaire*, n°71, 2014, Rabat.
- BLINDER A. (2006). *Monetary Policy Today : Sixteen Questions and about Twelve Answers*, in S. Fernandez de Lis and F. Restoy (eds.), *Central Banks in the 21st Century*, Banco de España, 2006.
- CAMPBELL, J. R., EVANS, C. L., FISHER, J. D. M. & JUSTINIANO, A. (2012), *Macroeconomic Effects of Federal Reserve Forward Guidance*, *Brookings Papers on Economic Activity*.
- COEURÉ B. (2024). *Inflation et pouvoir de marché des entreprises*, *Revue d'économie financière*, n°153, p. 249-263.
- DAO, M., DIZIOLI, A., JACKSON C., GOURNICHAS, P. O. & LEIGH, D. (2023). *Unconventionnal Fiscal Policy in Times of High Inflation*, FMI, working paper, n°178, septembre.
- FLAMANT M. (1991). *L'inflation*, Paris, Presses universitaires de France.
- FMI (2023). *Regional Economic Outlook, Western Hemisphere : Securing Low Inflation and and Nutiring and Potential Growth*, FMI, Washington, october.
- GOPINATH G. (2022). *Structural factors and central bank credibility limit inflation*, Blog FMI.
- GRIGOLI, F., PAREDES, E. & DI BELLA, G. (2016). *Inequality and growth : a heterogeneous approach*, IMF, Working paper, n° 16/244.
- HAUT-COMMISSARIAT AU PLAN (2024). *Les indicateurs sociaux du Maroc*, Rabat.
- JAILLET P. & POLLIN J-P. (2024). *Le ciblage de l'inflation en univers incertain*, *Revue d'économie financière*, n°153, p. 233-247.
- JACQUET, P. (2024). *Choc inflationniste dans les pays émergents et en développement*, *Revue d'économie financière*, n°153, p.149-161.
- KING M. (2017). *The end of Alchemy Money Banking, and the Future of the Global Economy*, New York, W.W. Norton & Company, 2017.
- LE GRAND, F., RAGOT, X. & BOURANY T. (2024). *Non-Keynesian Stabilizers and Inflation Spirals*, *Working Paper*.
- SHUBERTH H. (2024). *La crise du coût de la vie dans la zone Euro: quels enseignements*, *Revue d'économie financière*, n°153, p. 85-98.
- SMITH, A. (1976). *An Inquiry into the Nature and Causes of the Weath of Nations*, An Electronic Classico Series Publication.
- TAOUIL R. (2020). *La politique économique à l'épreuve de la crise sanitaire: une fenêtre d'opportunité*, *Bulletin d'information de l'Académie Hassan II des Sciences et techniques*, n°28, p. 59-67.
- WEBER, I. M. & WASME, E. (2023). *Sellers' inflation, profits and conflict: why can large firms hike prices in an emergency?*, *Review of Keynesian Economics*, vol. 11, n°2, Summer, p.183-213.
- WEBER, I. M., JAUREGUI, J., TEIXEIRA, L. & PIRES N.L (2024). *Inflation in times of overlapping emergencies: Systemically significant prices from an input-output perspective*, *Industrial and Corporate Change*, vol. 33, n° 4, p. 297-341.

WOODFORD, M. (2001). *Monetary Policy in the Information Economy*, in *Economic Policy for the Information Economy*, Kansas City : Federal Reserve Bank of Kansas City.