

Ensayos Monetarios para Economías Abiertas: El Caso Argentino

Monetary Essays for Open Economies:
The Argentine Case

Javier Gerardo Milei* y Diego Pablo Giacomini**

*Fundación Acordar; **Economía & Regiones

**jmilei@gmail.com*

Resumen

En el presente trabajo se expone una serie de siete ensayos y tres apéndices que se ocupan del debate en materia cambiaria que ha tomado lugar en los últimos tres años en la economía Argentina, en el cual, junto a un grupo de colegas hemos tomado una posición que implica una visión absolutamente opuesta con las que se han estado estudiando estos temas en los últimos 40 años. La divergencia tiene gran parte de su origen en un conjunto enorme de falacias emergentes de la “Teoría general del empleo, el interés y el dinero” de John Maynard Keynes publicada en el año 1936, cuyas malas influencias se extienden aún hasta nuestros días y que, junto al estructuralismo local, tanto daño han causado a la economía del país y sus habitantes.

Palabras Clave: economía monetaria; política montaria; tipo de cambio; inflación.

Código JEL: E3, E52.

Recibido: 1/4/2016 Aceptado: 21/12/2016

1. Introducción

En el primero de los ensayos se aborda la problemática del CEPO, sus consecuencias en el plano monetario, los efectos asociados a una salida desordenada (sin limpiar el exceso de pesos de la economía) y porque levantar las restricciones es una condición necesaria (pero no suficiente) para volver a crecer. Para sustentar el punto, se desarrolla una trama teórica absolutamente novedosa en cuanto al fundamento teórico del sobrante de dinero (money overhang) que se apoya en la tradición walrasiana del equilibrio general y en el enfoque austriaco-monetarista

Abstract

This paper presents a series of seven essays and three appendices that deal with the exchange rate debate that has taken place in the last three years in the Argentine economy, in which together with a group of colleagues we have taken a position that implies an absolutely opposite view with which they have been studying these subjects in the last 40 years. The divergence has much of its origin in a huge set of fallacies emerging from John Maynard Keynes's “General Theory of Employment, Interest, and Money” published in 1936, whose bad influences extend to this day and that, along with local structuralism, have caused so much damage to the economy of the country and its inhabitants.

Key words: Monetary economy; Monetary policy; exchange rate; inflation.

en términos de inflación con origen monetario. Por ello, dicho ensayo cierra con una propuesta de reforma de la Carta Orgánica del BCRA y una sugerencia del modo de conducir la política monetaria hasta que se reduzca la inflación.

A continuación, vinculando los problemas monetarios con los cambiarios, se procede a estudiar el debate en torno al tipo de cambio real. En ese sentido, se deja de manifiesto que el tradicional análisis del tipo de cambio real está mal. En primer lugar, porque aún cuando la herramienta fuera correcta (lo que no es cierto) no se debería dejar de lado las cuestiones ligadas a la

tendencia de largo plazo y la confianza. Al mismo tiempo, aún si se superara ésta dificultad, el análisis aún seguiría siendo inválido, ya que para que este análisis sea pertinente se deben cumplir un conjunto de condiciones que son imposibles de darse en la vida real. Por lo tanto, a la luz de la precariedad de este tipo de análisis, se menciona la solución que hemos propuesto junto a Nicolás Kerst para medir el nivel de competitividad de la economía.

En función de esto, en el tercer ensayo se analiza la destrucción en Argentina desde el año 1942 hasta el presente, mediante la presentación del “Termómetro de Riqueza”, el cual mide la competitividad de la economía. En este sentido se muestra un conjunto de resultados interesantes: (i) cada vez que el indicador se ubicó por encima de la unidad la economía ha crecido, (ii) cada vez que la economía cayó debajo de un nivel de 0,6 se ha presentado una crisis violenta, (iii) el indicador presenta una formidable fortaleza para la predicción de una crisis y (iv) arroja luz de las reformas estructurales que favorecen a una mayor tasa de crecimiento.

Una vez analizadas las cuestiones fundamentales que hacen a la competitividad mediante el uso del termómetro de riqueza, se pasa al debate cambiario en términos del paso a precios de una devaluación. Nuevamente, en dicho punto se demuestra el origen keynesiano de dicha falacia fruto de una mala construcción en términos de teoría del valor. A su vez, este análisis se lo respalda desde el punto de vista empírico con los casos de Estados Unidos de Norte América, Chile y Perú, en los cuales, surge con total claridad de la ausencia de relación entre devaluación y pasaje a inflación. En este sentido, la evidencia empírica del país es un emergente de la continua convalidación monetaria fruto de la aplicación de los modelos de dinero pasivo de origen estructuralista. Así, como visión contrapuesta, en el ensayo siguiente se presenta la visión de la devaluación como fenómeno monetario. Luego de esto, se presentan las ideas con las que se estaba analizando la salida del CEPO por distintos economistas profesionales, las cuales son una suerte de mezcla de análisis de equilibrio parcial junto a un uso indebido de la PPP que podría terminar un verdadero desastre social.

Finalmente, los últimos dos ensayos son sobre política monetaria. El primero explica la imposibilidad de ir a un sistema de metas de inflación, mientras que el último, a modo de conclusión, presenta una propuesta de reforma monetaria y las bases bajo las cuales debería ser conducida la política monetaria en Argentina.

2.Desarmando el CEPO para volver a crecer

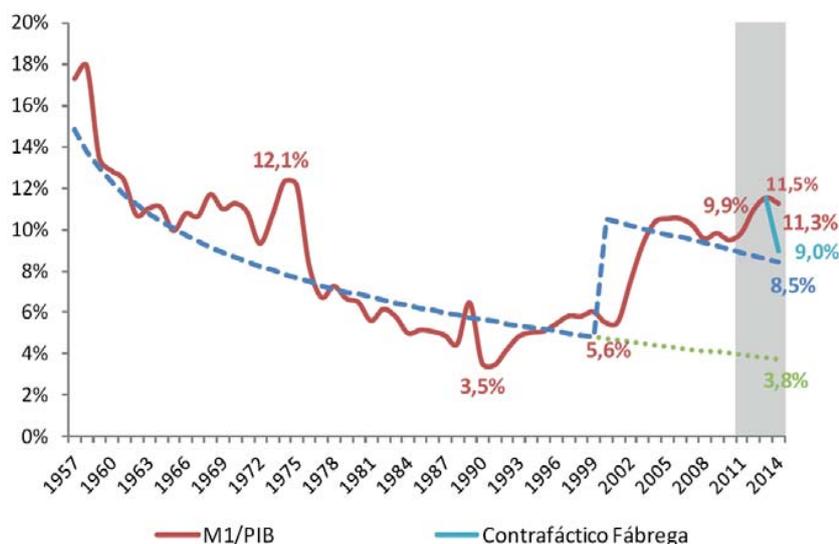
2.1. Demanda de dinero, sobrante de pesos e inflación

La economía argentina, acorde a la función de demanda de dinero que hemos estimado, muestra un sobrante de pesos en torno al 3,7% del PIB (\$ 200.000M). Si a ello le sumamos que los USD 26.000M de reservas informadas por el BCRA se vuelven casi nulas cuando se depuran los encajes de los bancos y las distintas deudas que se han contraído para maquillar al relato monetario, debería resultar claro que, de producirse una brusca caída en la demanda de dinero, una crisis cambiaria sería inexorable.

En este sentido, la evidencia empírica para Argentina desde 1955 hasta 2015 es contundente. En el gráfico es posible observar que esta situación de un exceso de pesos en la economía ha tenido lugar en dos oportunidades. El primer caso se observa entre los años 1957 y 1958, donde luego de sobrar cerca de 4 puntos del PIB, ello concluyó en un estallido inflacionario del 113,7% en el año 1959. En segundo lugar tenemos el Rodrigazo, donde con un excedente similar durante los años 1973 y 1974, en 1975 la inflación escaló a niveles del 182,8% y a 440% durante 1976.

En este sentido, siguiendo los postulados de la teoría cuantitativa del dinero, con una economía que permaneciera estancada y con una tasa de emisión monetaria nula, la inflación reprimida es del 44%. Sin embargo, dado el deterioro en las cuentas del sector público es de esperar que la tasa de creación de dinero se ubique por lo menos en el 40% anual, por lo que si la demanda de dinero se ajustara a su nivel de equilibrio (8,5% del PIB) la inflación treparía al 150%. A su vez, si la demanda de dinero cayera hacia su nivel de largo plazo (3,8% del PIB) la tasa de inflación treparía al 450%.

Gráfico 1: Evolución histórica de la demanda de dinero en Argentina 1955-2015



Fuente: Elaboración propia en base a datos de MECON, BCRA y Orlando Ferreres.

2.2. La gestación del sobrante de pesos

A la luz de la experiencia local y lo disruptivo que ha sido socialmente el desarme del sobrante de dinero en la economía, resulta extremadamente importante comprender las causas que dan lugar a dicho desequilibrio. Al mismo tiempo, ello hará posible pergeñar una solución para la situación presente minimizando los costos sociales de modo considerable.

Simplificando el análisis al extremo, el sobrante de pesos en una economía puede tomar lugar de dos maneras. La primera de ellas, y de características transitorias, está vinculada con los rezagos de la política monetaria. La evidencia empírica internacional permite observar que durante los primeros dos años, los incrementos en la cantidad de dinero, si bien tienen un impacto positivo sobre la tasa de inflación, el mismo es bajo. Esta situación que deja de manifiesto la presencia de un "trade-off" entre inflación y desempleo de corto plazo y con efectos reales sobre actividad y empleo, tienen como contracara un aumento de los agregados monetarios en términos de PIB. Sin embargo, cuando uno estudia los resultados de la expansión monetaria a cinco y a diez años, el efecto positivo inicial sobre actividad y empleo desaparece y con ello el sobrante de dinero. Así, en este caso, el "money overhang" es la contracara de los rezagos en la política monetaria.

En segundo lugar, tenemos la gestación del sobrante de dinero como consecuencia directa de la intervención coactiva del mercado por parte del Gobierno. Así, cuando los "científicos sociales" aplican la receta keynesiana conocida como "políticas de ingresos" fijan el precio monetario de los bienes por debajo de equilibrio generando un exceso de demanda en dicho mercado, su contrapartida es un exceso de oferta de dinero (sobrante de pesos), el cual no solo des-coordina el nivel de actividad sino que por lo general su salida suele ser traumática. Alternativamente, cuando se realizan estos controles en una economía abierta con tipo de cambio administrado, la contrapartida es una pérdida de reservas del Banco Central. En este sentido, cuando frente a la pérdida de reservas recrudescen los controles, aparecen situaciones como la del CEPO cambiario, el cual equivale a fijar el precio de la moneda extranjera debajo del equilibrio de mercado. Esta situación produce un exceso de demanda en dicho mercado y cuya contraparte es un exceso de oferta en el resto de la economía que implica: (i) altas tasas de interés (bonos), (ii) presión sobre los precios (dinero), (iii) caída del PIB por habitante (bienes) y (iv) menor demanda de empleo productivo (trabajo). Naturalmente, todos estos efectos están presentes en Argentina desde el 2011, al tiempo que las reservas deberían estar entre USD 90.000M y USD 120.000M.

2.3. Desarmar el Overhang y la reforma monetaria

Dados los efectos negativos que tiene el CEPO sobre el funcionamiento del sistema económico, resulta por demás importante su inmediata eliminación. Sin embargo, la liberación del mercado de moneda extranjera con un fuerte sobrante de pesos y exiguas reservas, donde el precio de los activos (dólares para el mercado financiero) ajusta de modo instantáneo y el de los bienes lentos (dólares comerciales), hacen que un desarme apostando a “la buena onda del mercado” sea muy peligroso. Para ello, resulta clave que previo al levantamiento del CEPO se absorba el sobrante de pesos mediante la colocación de un título en moneda extranjera (suscripto libremente en moneda local) en simultáneo con la puesta en marcha de una reforma monetaria.

La reforma comienza con una nueva Carta Orgánica para el BCRA estableciendo como único objetivo mantener la inflación baja y estable. De este modo se elimina la discrecionalidad institucionalizando una política monetaria que debe conducirse siempre en base a una regla. Así, en el corto plazo, la regla establece un ancla nominal para evitar que los políticos exploten el “trade-off” de corto entre inflación y desempleo, lo cual anula el “money overhang” transitorio. Dicha ancla nominal, establecida independientemente por el BCRA, es una regla que fija el crecimiento de M1 (instrumento) y evita la generación del sobrante de pesos (inflación futura).

Esta regla de instrumentos (M1) debe ser: i) eficiente (minimizar la volatilidad de M1); ii) sencilla (fácil de entender); iii) precisa (no hay dudas de que se sigue o no); iv) transparente (debe ser anunciada para que el público la conozca y la incorpore en sus expectativas); v) robusta (válida para cualquier modelo) y debe tener vi) mecanismos de auditoría. Con estas características, la incertidumbre sobre la política monetaria desaparece y tanto las expectativas como la inflación bajan, favoreciendo al ahorro, inversión y crecimiento.

La regla de instrumento (M1) debe mantenerse hasta que la inflación converja a un dígito anual. Luego, con expectativas ya “domadas”,

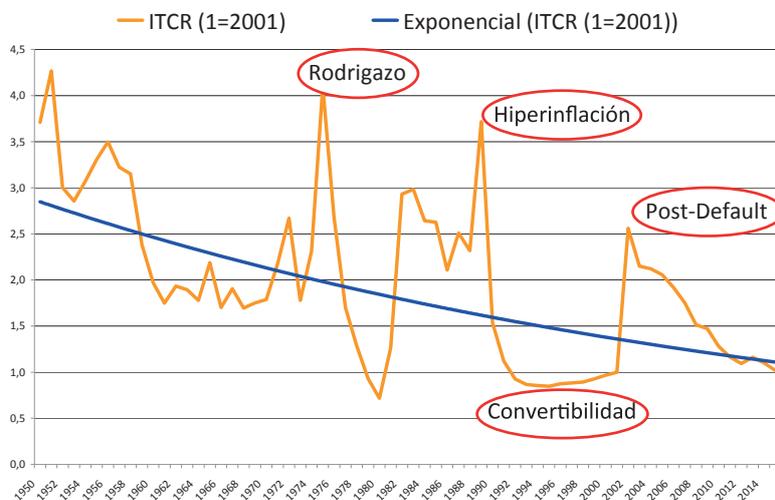
credibilidad y reputación anti inflacionaria construida, en el mediano plazo el BCRA podrá virar hacia una regla de objetivos (Metas de Inflación), que es un estadio posterior que exige flotación del tipo de cambio y por ende destierra la posibilidad que haya sobrante estructural de pesos. Chile, Perú, Colombia y otros países aplican Metas de Inflación lo cual se ha traducido en baja y estable inflación (entre 2% y 5%) con crecimiento económico. Por lo tanto, a la luz de la experiencia internacional y de los daños que ha causado un BCRA cooptado por los políticos, la clave será si éstos últimos estarán dispuestos a ceder su privilegio en favor de un mayor bienestar general.

3. El debate cambiario: Cuando los economistas son parte del problema

Luego de 70 años de una fuerte inestabilidad cambiaria y encendidos debates en torno al “valor correcto” de la moneda extranjera (en especial, el precio del dólar estadounidense), resulta muy difícil de entender como es posible que hayamos aprendido tan poco sobre este tema. Quizás, la exagerada impronta neokeynesiana de los cursos de macroeconomía, economía internacional y teoría monetaria (entre otras áreas) que se han dictado y se siguen dictando en este país haya deformado tanto la cabeza de los economistas, a punto tal que no se logran captar las cuestiones más elementales del análisis económico.

En el gráfico siguiente, y en línea con el argumento más utilizado por los economistas locales, se presenta la evolución del tipo de cambio real de la moneda de Argentina respecto a la de los Estados Unidos desde 1950. En este sentido, la evolución del tipo de cambio real muestra dos características esenciales: (i) una continua tendencia a la apreciación de la moneda (línea negra) y (ii) una gran volatilidad en la serie, situación que uno podría racionalizar con un caso de equilibrios múltiples donde en los caso de alta confianza, como ser la década del '60, el inicio de la tablita cambiaria y la convertibilidad la moneda se aprecia, mientras que en la década del '50, la primera parte de la década del '70 (con un pico en el Rodrigazo), la década del '80 (con pico en la hiperinflación) y lo que va del Siglo XXI (con un salto en la salida del plan de convertibilidad) son

Grafico 2: Tipo de cambio real frente al dólar estadounidense (1950-2015)



Fuente: Elaboración propia en base datos de OJE, BCRA y MECON.

momentos caracterizados por un alto nivel de desconfianza. Por lo tanto, la primera enseñanza que nos deja el gráfico es que resulta incorrecto afirmar que la moneda está depreciada o apreciada sin hacer referencia al nivel de confianza y la tendencia de largo plazo.

Sin embargo, y a pesar del hecho de que dicho análisis sea utilizado persistentemente, eso no evita que el mismo sea erróneo. El problema radica en que implica desconocer olímpicamente que es y como funciona el sistema de precios (típico rasgo keynesiano). Todo precio de mercado constituye un fenómeno histórico específico, que siempre refleja lo que aconteció, en cierta ocasión y momento bajo circunstancias específicas. Así, las relaciones de intercambio (entre el dinero y el resto de las mercancías que nos interesan -incluido la moneda extranjera-) se hallan en mutación permanente. Nada hay en ellas que sea constante. Un determinado precio puede volver a registrarse, pero no hay certidumbre de que así suceda. Es más, aún cuando se diera el caso de que efectivamente reaparezca, no es posible asegurar si es fruto de las circunstancias que ayer lo provocaron por haber las mismas reaparecido, o si resulta de una nueva y totalmente distinta constelación de fuerzas.

Así, ignorando el concepto de lo que es un precio de mercado, un conjunto de “economistas” intentan reflexionar sobre si el dólar está caro o

barato, para lo cual, tomando el tipo de cambio real en una fecha particular, realizan una suerte de ajuste por inflación sobre el valor nominal y con ello “fundamentan” su afirmación. Por ejemplo, si uno toma el tipo de cambio real con el que arrancó CFK, el precio del dólar debería ser de \$ 16 por dólar. Sin embargo, este análisis tiene, por lo menos, tres problemas:

- (i) ¿cuales son los elementos que prueban que dicho tipo de cambio real era de equilibrio y no otro?
- (ii) la cuenta implica asumir que nada ha cambiado tanto en la economía local como en la del mundo, y
- (iii) como si todo eso fuera poco, sería bueno saber cual es el índice de precios por el cual se llevó a cabo el ajuste pertinente ya que, aún cuando existieran estadísticas oficiales no dibujadas, quien podría asegurar que dicho índice ajusta a las realidades del mercado de divisas y sus efectos derrame sobre el resto del sistema.

Para tener una idea de lo ridícula que resulta la metodología, tomemos el precio de ENRON en septiembre del año 2000 cuando cotizaba a USD 87,63 por acción. Ahora, si ajustamos dicho precio por la inflación de los EEUU, el método le señalaría que el valor de dicha acción debería ser de USD 120,95. Sin embargo, el precio de hoy es nulo, ya que la firma en cuestión quebró.

En la misma línea, afirmar que, dado que el tipo de cambio real de hoy coincide con el que regía sobre el final de la Convertibilidad y otros episodios traumáticos de la historia, la moneda está apreciada, en rigor, no dice nada, ya que la configuración de la economía en cada momento no tienen nada que ver con la que rige hoy. Por ejemplo, luego de la salida de la Convertibilidad y el default, el país re-estructuró su deuda pública mediante una quita que lo dejó como acreedor neto del mundo, por lo que de no ser por la desconfianza que genera el kirchnerismo, la moneda se podría haber apreciado aún mucho más (piense en el tipo de cambio que recibe el productor de soja luego de retenciones). De hecho, la situación presente permitiría que Argentina viva con un déficit de cuenta corriente permanente equiparable a la renta financiera que deriva de dicha posición externa aún sin tocar el stock.

Es por ello que junto a mis colegas Diego Giacomini y Nicolás Kerst para poder analizar con mayor profundidad las cuestiones vinculadas a la competitividad desarrollamos “el termómetro de riqueza” el cual señala que la competitividad viene dada por la capacidad de tener negocios rentables. Así, el indicador conjuga tanto factores internos como externos, tales como la evolución de la productividad del trabajo comparada con la evolución del salario real (salarios en términos de precios), la tasa de interés de los Estados Unidos, el riesgo país, las expectativas inflacionarias, la presión fiscal, la calidad de los bienes públicos y el contexto internacional. En función de todos estos elementos, el indicador muestra que nunca en la historia del país se destruyó tanta riqueza como durante el régimen kirchnerista, donde, de no ser por el formidable contexto internacional las políticas que se han llevado a cabo hubieran generado cuatro crisis importantes.

Por lo tanto, en base al “termómetro de riqueza” resulta claro que la economía muestra un grave problema de competitividad y que de no haber cambios profundos en el resto de los factores se terminará devaluando la moneda. Sea por omisión complaciente y/o ignorancia, cuando la única herramienta con que se cuenta es un martillo, resulta natural que todo el mundo se parezca a un clavo. Esto es, en una franca complicidad entre políticos y keynesianos, nuevamente los sectores más vulnerables de la sociedad serán

brutalmente castigados, de modo tal que “la casta” que ha tomado el poder siga disfrutando de sus enormes privilegios y que tantas riquezas le genera.

4. La destrucción de riqueza en Argentina

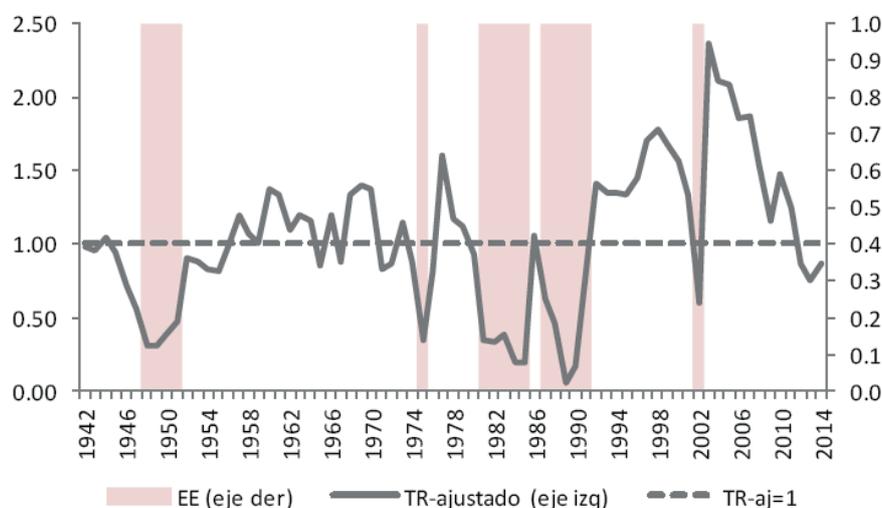
Si bien el hecho de que la tasa de expansión de la economía (nunca hubo crecimiento, sino una mera recuperación cíclica) viene cayendo muy fuertemente pasando de un nivel del 8% anual promedio durante 2003-2007 al 4% para 2007-2011 y ubicándose en el 0% durante la segunda gestión de CFK, al tiempo que la inflación se acelera, no existe creación de empleos genuinos y que los niveles de comercio exterior se contraen en más de un 20% respecto a los máximos históricos deberían ser muestras más que suficientes de un modelo exterminado, desde distintos sectores políticos se cuestiona la visión de los economistas “ortodoxos” que se manifiestan sobre el pésimo manejo de la economía y que dan cuenta de la oportunidad que se ha perdido de acelerar la convergencia a la luz del mejor contexto internacional de la historia del país.

En línea con esta visión sobre la economía argentina, un trabajo sobre competitividad elaborado por el Foro Económico Mundial (WEF) muestra a nuestro país en el lugar 140° en una muestra de 141 países, donde sólo nos hemos privado de superar a los formidables logros del modelo venezolano, al que con tanto esfuerzo (económico y social) intentamos copiar día a día.

Naturalmente, lo expresado por el WEF no es novedad para los economistas locales, ya que hoy por hoy, el debate sobre la competitividad de la economía está en el tope de la agenda. En función de ello, y dado que la competitividad de un país viene dada por su capacidad de ganar dinero (generar riqueza), junto a Diego Giacomini y Nicolás Kerst hemos desarrollado un indicador al que hemos llamado “El Termómetro de Riqueza”, el cual representa una expansión de los usos de la “q” de James Tobin como herramienta analítica dentro del análisis económico.

La idea de desarrollar dicho indicador a partir de la teoría de la “q” surge por el hecho de que ésta última sintetiza toda la información so-

Grafico 3: Termómetro de Riqueza ajustado por Términos de Intercambio (1942-2014)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Orlando Ferreres y MECON.

bre el futuro que resulta relevante para la toma de decisiones de inversión por parte de los agentes, ya que en el armado de la misma convergen las condiciones de equilibrio tanto del mercado de bienes (los ingresos resultan suficientes para cubrir todos los costos operativos, el fiscal y el del capital) como de capitales (el retorno de los activos se iguala con el costo de oportunidad del capital). Al mismo tiempo, si uno asume que la economía bajo análisis es abierta y que de largo plazo se cumple la paridad del poder de compra (PPP), a partir de las condiciones de equilibrio en el modelo de la "q" es posible determinar el tipo de cambio de equilibrio, el cual vendrá dado por el salario real (salarios en términos de nivel general de precios) relativo a la productividad del trabajo, el costo de oportunidad del capital (el cual toma al apalancamiento de la economía, la tasa de interés de los EEUU, el riesgo país y la devaluación esperada), la presión fiscal (el gasto público y su eficiencia) y la escala productiva, todo ello en relativo a la economía de referencia (la de la moneda que se compara).

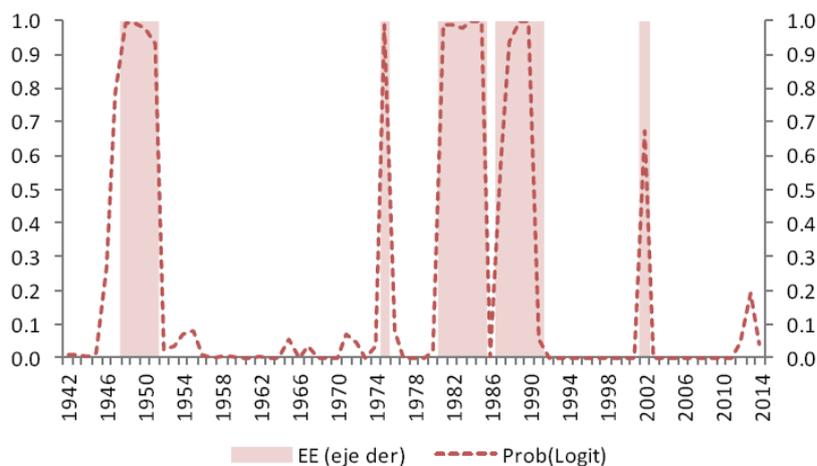
A partir de dicha estructura conceptual se construyó "El Termómetro de Riqueza", el cual toma como año base a 1942, dado de que luego de dicho año, el país fue víctima de la instauración de un régimen populista que ha convertido a un país rico en uno de frontera y que de continuar por la misma senda nos pone de cara a una situación de pobreza. A su vez, para que la evaluación de la política económica no esté afectada por las

condiciones internacionales, el indicador ha sido corregido por los términos de intercambio.

La construcción del indicador muestra que a lo largo del período bajo análisis, el mismo se ha ubicado en promedio un 3,3% por encima de la unidad, lo cual permite explicar porque, pese al mal desempeño relativo mostrado por la economía frente al mundo, ha podido sostener una tasa de crecimiento positiva. Al mismo tiempo, el indicador muestra que cada vez que cayó debajo de la unidad, la economía presentó una crisis de balanza de pagos (áreas sombreadas), salvo para el año 2014, lo cual viene explicado por el hecho de que nos encontramos frente al mejor contexto internacional de toda la historia del país.

Adicionalmente, el indicador también deja de manifiesto que nunca en la historia del país se destruyó tanta riqueza como en el período que va desde 2003 a 2013. En este sentido, la política económica presente ha logrado una destrucción de 1,61 puntos del indicador, seguida por la economía de la dictadura durante 1977-1982 con 1,27 puntos, la salida de la convertibilidad (2000-2002) con 0,97 puntos, el rodrigazo (1973-1975) con 0,81 puntos y los años que van desde 1945 a 1949 durante el primer gobierno de Juan Domingo Perón con 0,74 puntos. Por otra parte, si bien es cierto que durante el gobierno de Raúl Ricardo Alfonsín el indicador mostró el nivel más bajo de la serie (mayor proceso de destrucción de valor), la caída en el termómetro

Grafico 4: Estado observado de la economía y probabilidades estimadas (1942-2014)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Orlando Ferreres y MECON.

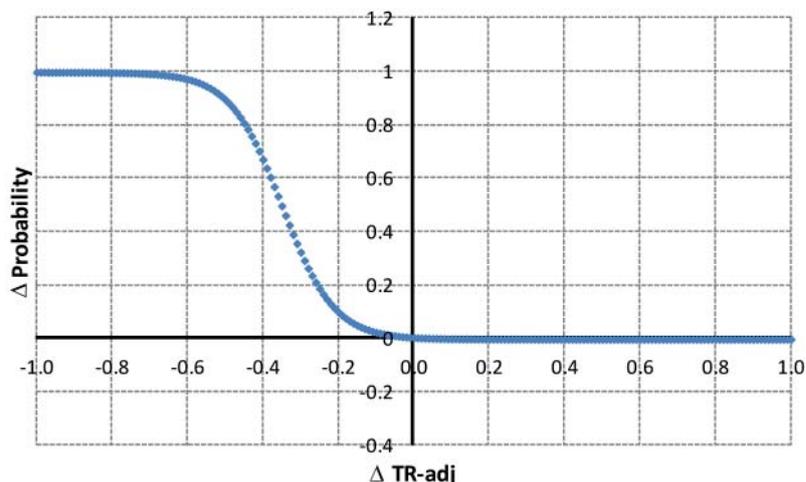
de riqueza fue de solo 0,29 puntos entre los extremos del período (donde a mitad de período el Plan Austral marcó un fuerte salto pero que luego terminó en la hiperinflación).

Por otra parte, dada la fuerte relación entre los momentos que el indicador cae debajo de la unidad y la presencia de crisis de balanza de pagos se procedió a realizar un estudio estadístico mediante el uso de un modelo Logit, el cual arroja como sub-producto al análisis de creación de riqueza (competitividad) la probabilidad de caer en una crisis de balanza de pagos y los niveles que marcan el ingreso a la zona de peligro. En este sentido, el gráfico que muestra el estado de la economía y la probabilidad de crisis deja de manifiesto la robustez estadística del indicador.

A su vez, el mismo estudio estadístico muestra que cuando el indicador cae por debajo de 0,6 la probabilidad de crisis se acelera fuertemente. En otras palabras, cuando el indicador pierde 0,4 puntos respecto al nivel del promedio histórico, la economía ingresa en una crisis. Nuevamente, a partir de este análisis se confirma que estamos frente al peor gobierno de la historia, ya que el mismo, a lo largo de los últimos 12 años ha generado una caída que podría haber generado cuatro crisis, de no ser por las reformas estructurales de los '90s, el ajuste realizado por Eduardo Duhalde y el mejor contexto internacional de la historia.

Finalmente, el indicador resulta de utilidad para el diseño de políticas económicas que sienten las bases para el crecimiento futuro y

Grafico 5: Curva de probabilidad según cambios en índice ajustado



Fuente: Elaboración en base a estimaciones propias.

el producto per-cápita asociado. En este sentido, para un nivel de tasa libre de riesgo internacional (la de EEUU) promedio del 3%, un nivel de riesgo país promedio 550 puntos básicos (5,5%), una presión impositiva promedio del 32% del PIB, un palanca financiera del 16,3% y un valor del producto marginal del capital en dólares del 13,8% la economía argentina tendería de largo plazo a un PIB por habitante del 40% del de EEUU. A su vez, si consideramos que bajo el gobierno de Cristina Fernández de Kirchner, el riesgo país promedio se ubicó en el orden de los 1.500 puntos básicos (medido por el CDSs de 5 años), la presión impositiva se ubica en 50% del PIB, la productividad marginal del capital cayó al 10,1% al tiempo que la economía no crece, el PIB por habitante tendería al 10,2% del de los EEUU lo cual haría que el país dejara la definición de país de frontera para convertirse en un país pobre.

Simultáneamente, y de cara al futuro, con dicho indicador es posible determinar las condiciones de política que permitirían lograr la convergencia, las cuales constan en: (i) erradicar el déficit fiscal y alcanzar la solvencia intertemporal de modo sostenible tal que desaparezca el riesgo país, (ii) reducir la presión fiscal a 26,1% del PIB y (iii) recuperar el nivel de productividad de la década del '90 (donde la misma se ubicaba en el 20,1%). De este modo, se logrará crecer más rápido y de manera sostenida tal que podamos alcanzar el producto por habitante de los EEUU. Por supuesto que una reforma de éstas características tendrá resistencia, especialmente en la corporación política, a la que se le debería informar que aún llevando a cabo los puntos (i) y (iii) no sería posible alcanzar la convergencia ya que habría un techo para el PIB por habitante del 55,2% respecto al de los EEUU. En definitiva, un costo muy alto para tan mala prestación en los servicios brindados por el sector público.

5. Dinero, precios y tipo de cambio

5.1. El debate en torno a devaluación y el traspaso a precios

Actualmente, en la economía argentina, teniendo en cuenta que ya se da por descontado que mas temprano que tarde habrá una devaluación de la moneda local, asociado a ello se viene discutiendo sobre el traspaso a precios (pass-through)

de la medida en cuestión. Sin embargo, dicho debate está plenamente contaminado por el uso del “herramental analítico” keynesiano, el cual -como de costumbre- está mal, cuyo formato conceptual es equivalente a sostener que el sol brilla más fuerte porque los empresarios heladeros han decidido reabrir sus locales de ventas.

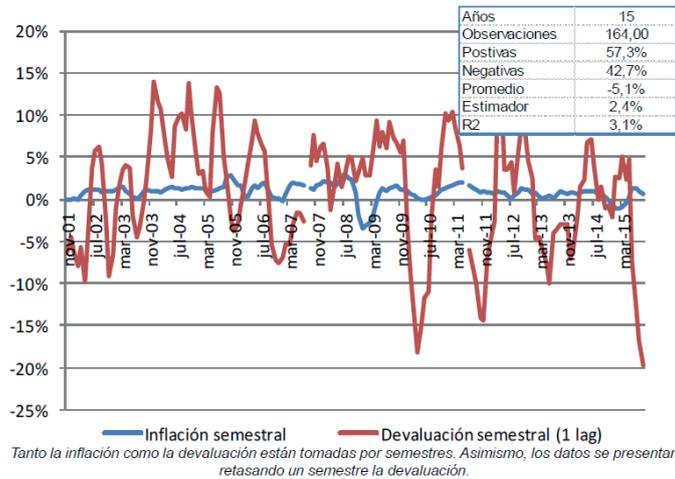
Las “teorías” sobre la determinación del nivel general de precios de raíces keynesianas están inspiradas especialmente en el capítulo 21 (La teoría de los precios) del libro V (Salarios nominales y precios) de “la teoría general” de John Maynard Keynes. En este sentido, en la sección segunda del capítulo mencionado el inglés de Cambridge sostenía: “El nivel de precios en una rama industrial concreta depende, en parte, de la tasa de remuneración de los factores productivos que entran en el costo marginal y, en parte, de la escala de producción. No hay motivo para pasar a modificar esta conclusión cuando pasamos a la industria en conjunto. El nivel general de precio depende, en parte, de la tasa de remuneración de los factores productivos que entran en el costo marginal y, en parte, de la escala de producción como un todo, es decir (considerando conocidos el equipo y la técnica), del volumen de ocupación”. Por lo tanto, bajo este formato, cuando el tipo de cambio sube (la moneda se deprecia), habrá un traspaso a precios. Al mismo tiempo, dicha formulación también permite comprender el motivo por el cual, ante una suba en la tasa de inflación, se acusa a los trabajadores (apuntando contra los sindicatos) y a la codicia de los empresarios (que “la levantan en pala”).

Sin embargo, a pesar de lo “razonable” que podría sonar el argumento en el contexto de una lectura muy ligera y carente de rigurosidad, dicho esquema analítico está mal. Así, tanto en el plano teórico como en el empírico, el mecanismo de determinación del nivel general de precios del keynesianismo es una falacia grotesca.

5.2. Keynesianismo e inexistencia de pass-through

Naturalmente, y como era de esperar, la respuesta analíticamente correcta es la que el propio John Maynard Keynes, quien a pesar de haber tomado solamente un único curso de economía (con Alfred Marshall), intentó desca-

Grafico 6: Fluctuación de la relación Dólar/Euro e inflación en EEUU (1999-2015)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la FED.

lificar. De hecho, al inicio del capítulo citado, el “padre” de la macroeconomía señalaba: “Mientras los economistas se ocupan de lo que se llama teoría del valor han acostumbrado enseñar que los precios están regidos por las condiciones de la oferta y la demanda; habiendo desempeñado papel prominente, en particular, los cambios en el costo marginal y en la elasticidad de oferta en períodos cortos. Pero cuando pasan, ..., a la teoría del dinero y de los precios, ya no oímos hablar más de estos conceptos familiares pero inteligibles y nos trasladamos a un mundo donde los precios están gobernados por la cantidad de dinero, por su velocidad-ingreso, por la velocidad de circulación relativamente al volumen de las transacciones, por el atesoramiento, por el ahorro forzado, por la inflación y la deflación et hoc omne; y se hace muy poco esfuerzo, o bien ninguno, para ligar estas frases más vagas con nuestras ideas anteriores de las elasticidades de oferta y demanda.”

Por lo tanto, si en línea totalmente opuesta al “pensamiento” keynesiano consideramos que los precios nominales están guiados por la interacción entre la oferta y la demanda de dinero, mientras que los precios relativos dependerán de la configuración real de la economía en su conjunto, en aquellos países donde el Banco Central tiene por objetivo una baja tasa de inflación el “pass-through” debería ser insignificante.

En función de lo anterior, si uno toma el caso de los Estados Unidos comparando contra Europa y los casos de Chile y Perú contra la máxima po-

tencial mundial, la evidencia es contundente. Por ejemplo, para el caso de los Estados Unidos y la relación dólar-euro, si se toma la inflación de un semestre y la devaluación semestral desfasada en un período durante los últimos 15 años se observa que la depreciación del dólar fue seguido de una mayor inflación el 57% de las veces, mientras que en las 43% restantes el movimiento fue el opuesto. A su vez, si se promedian las variaciones, en promedio las mismas han sido negativas. Finalmente, si uno hace una regresión de la inflación como una función de la devaluación, el nivel de explicación se ubica en el 3%, por lo que la devaluación del dólar no tiene nada para decir sobre la inflación en los Estados Unidos.

Por otra parte, la evidencia empírica de los últimos 20 años en Chile y Perú indican casi los mismos resultados. En Chile, una devaluación fue seguida de mayor inflación sólo en el 55% (cayó en un 45% de ocasiones) de las veces, mientras que en Perú el 53% (es decir, 47% de las veces cayó). Por otra parte, el promedio de las variaciones en Chile ha sido ligeramente positiva (4%), mientras que en caso de Perú ha sido negativa (-15%). Finalmente, el nivel de explicación se ubica en un 9% y 1% respectivamente. Por lo que los datos dan cuenta de la pobreza empírica del instrumental keynesiano.

5.3. Carl Menger, la Ley de Imputación y Milton Friedman

Esta falta de relevancia empírica para el “pass-through” surge de que Keynes al suponer

“que los tipos de remuneración de los diferentes factores productivos que entran en el costo marginal cambian todos en la misma proporción... se deduce que el nivel general de precios depende, en parte, de la unidad de salarios y, en parte, del volumen de ocupación” ello implicó retroceder a la teoría del valor trabajo de David Ricardo y Karl Marx, la cual había sido desacreditada por William Stanley Jevons, León Walras y muy especialmente por Carl Menger y su Ley de Imputación.

Bajo el postulado de la ley de imputación, son los precios los que determinan los costos y no al revés. Así, los consumidores no sólo determinan los precios de los bienes de consumo, sino también de todos los factores de producción, fijando de este modo todos los ingresos de cuantos operan en el ámbito de la economía de mercado. Son ellos, no los empresarios ni los sindicalistas (y mucho menos un político), quienes, en definitiva, pagan por cada insumo y a cada trabajador su salario.

Por lo tanto, si uno quisiera determinar las causas de por qué suben todos los precios de la economía (y entre ellos el de la moneda extranjera -el dólar-) las causas no están en los costos, sino en el continuo aumento de la emisión monetaria. Puesto en otros términos, si los precios de los bienes de la economía están determinados en unidades monetarias, al emitirse una cantidad de dinero que supere a su demanda, esto hará que el valor relativo de la moneda caiga o, lo que es lo mismo, que el precio de los bienes expresados en dinero suba. De ahí la famosa frase de Milton Friedman (el verdugo de los keynesianos): “la inflación es siempre y en todo lugar un fenómeno monetario”.

5.4. La devaluación nominal como fenómeno monetario

En función de todo lo anterior, resulta por demás evidente que los precios relativos del sistema vienen dados por las preferencias de los individuos y la escasez, mientras que los precios nominales vienen determinados por las condiciones del mercado monetario. Puesto en otros términos, las variaciones en el tipo de cambio no afectan a la tasa de inflación, ya que ésta última depende de las condiciones monetarias y

no de los cambios de precios relativos. Esto es, si el Banco Central no deja de emitir dinero por encima de la demanda, la moneda perderá valor contra todos los bienes de la economía, y como la moneda extranjera es un bien como cualquier otro la devaluación será inexorable.

A su vez, el caso argentino presenta una complicación adicional como consecuencia de la presencia de un exceso de dinero en la economía de 3,7% del PIB (fruto del CEPO y el déficit fiscal financiado con emisión). Esto es, al problema de flujos por la emisión de cada período se le suma un problema de stock. Por lo tanto, si se abriera el CEPO sin eliminar el sobrante de pesos y apostando que la confianza traerá las divisas suficientes como para que el dólar se ubique en un pseudo equilibrio en torno a los \$ 14, en caso que la demanda de dinero se ubique en un equilibrio bueno la inflación sería del 150%, mientras que en el caso malo (lo más probable) la tasa de inflación treparía al 450%. Si esta fuera la situación, el tan mentado pass-through podría oscilar entre el 75% y 95%, donde además, el nivel de actividad podría caer entre 3% y 6% y la pobreza superaría el 50% de la población. En definitiva, una formidable idea, mal instrumentada o puesta en marcha por incompetentes, podría terminar en un nuevo desastre social.

6. Dólar: esa verde pasión argentina

El debate cambiario, tanto por la búsqueda de un nivel de referencia –precio- como sus potenciales efectos sobre el nivel general de precios (inflación), se ha apoderado del centro de la escena. El exiguo nivel de reservas del BCRA (que limpias de préstamos con Bancos Centrales, deudas pendientes de pago y encaje bancarios perforarían la línea de los USD 5.000M), es el testimonio de una política monetaria inconsistente e insostenible.

Si bien es cierto que sería factible tener tipo de cambio fijo sin reservas, ello sólo sería posible si se cumpliera por lo menos una de las siguientes condiciones: (i) una demanda de dinero granítica a la baja –y según el caso hasta fuertemente creciente-, (ii) acceso irrestricto e instantáneo al mercado de capitales y/o (iii) absoluta flexibilidad a la baja en el gasto público (para sacar pesos que sobran vía superávit). Naturalmente,

Argentina no cumple ni por asomo ninguno de estos puntos, por lo cual si optara por un tipo de cambio administrado debería contar con una enorme cantidad de reservas que no tiene. Por lo tanto, el país deberá elegir entre la opción de libre flotación del dólar o un fuerte aumento de los controles, los cuales no sólo hacen subir la tasa de interés, presionan sobre los precios y hace caer el PIB per-cápita, el empleo y el salario real, sino que además pone en jaque a las libertades individuales (como es el caso de Venezuela).

De este modo, y ante la inminente posibilidad de avanzar hacia la implementación de un sistema de flotación libre del peso, muchos economistas se han puesto a conjeturar sobre cual podría ser el movimiento del tipo de cambio. En general, estos análisis están basados en el típico caso de un mercado que tiene un precio máximo (administrado) debajo del nivel de equilibrio, del cual se desprenden dos resultados: (i) al precio fijado existe escasez, dado que la cantidad demandada supera a la ofrecida y (ii) frente a la cantidad de divisas que los oferentes están dispuestos a llevar al mercado al precio oficial, existe la posibilidad de vender la misma en el mercado paralelo a un precio por encima del de equilibrio a los agentes con mayores voluntad de hacerse del bien. Por lo tanto, siguiendo esta lógica, si la restricción sobre el precio administrado se eliminara, el precio del oficial debería subir y el del paralelo debería caer hasta que dichos precios se unifiquen en un punto intermedio, al tiempo que las cantidades transadas aumentarían. Puesto en blanco sobre negro, el tipo de cambio libre debería ubicarse en un nivel entre \$ 9,7 y \$ 16.

Al mismo tiempo, estos análisis son complementados (y supuestamente validados) por un trabajo basado en la aplicación del modelo de la paridad del poder de compra (ley del precio único para una economía abierta -PPP-), donde, tomando una canasta de bienes en Argentina denominada en pesos y dividida por la misma canasta denominada en dólares en los EEUU, se determina que los precios de la economía de Argentina están fijados con un dólar de \$ 14. Por lo tanto, al conjugar este resultado con el anterior, se afirma que si se decide salir del CEPO, ello sólo implicaría un salto en el tipo de cambio ubicándose por encima del oficial sin efecto inflacionario.

Desafortunadamente, y pese a “la euforia” que genera la posibilidad de movernos hacia un nuevo gobierno que no maltrate al capital como lo ha hecho el régimen kirchnerista en estos doce años (lo cual no requiere grandes esfuerzos), el análisis precedente tiene una gran cantidad de problemas. Por un lado, es un simple análisis de equilibrio parcial, donde asumiendo que todo está constante, el precio en cuestión explicaría un equilibrio real traducido a un formato monetario. Naturalmente, si no se tienen en cuenta lo que podría estar pasando en otros mercados, tanto locales (donde entran preferencias, dotaciones de recursos, tecnología y sistema impositivo) como internacionales (en especial respecto a la tasa de interés internacional y los términos de intercambio, entre otras cosas), el análisis en cuestión seguramente podría resultar insuficiente. Por otro lado, la absoluta omisión de las cuestiones de índole monetarias, hacen que se pase por alto el problema de la escala nominal, esto es, dado un conjunto de precios relativos, los distintos niveles en la cantidad de dinero tendrán asociados distintos niveles de precios nominales en la economía (entre ellos el del dólar).

Adicionalmente, para que el análisis del tipo de cambio basado en la paridad del poder de compra sea cierto, la economía debería ser perfectamente abierta y tener equilibrio simultáneo en los mercados de trabajo, bienes y dinero. En este sentido, la cantidad de juicios en la OMC, un mercado laboral que no genera empleos genuinos desde hace ya cuatro años (donde se maquillan los datos de desempleo y se ha reclutado a un ejército de empleados públicos) en el marco de una economía estancada con inflación creciente y un sobrante de dinero por cerca de 3,7% del PIB (stock similar al observado durante los años 1959 y 1975) al que se le debería sumar el flujo emergente de la financiación monetaria del déficit fiscal y cuasi-fiscal (derivado de las posiciones en LEBACs y en el mercado de dólar futuro), señalan que dicha visión es por lo menos temeraria.

En este sentido, más allá de lo importante de todos los desequilibrios de los mercados que desaconsejarían fuertemente el uso de la PPP para realizar una recomendación de política económica, el caso del mercado de dinero ocupa un lugar destacado. Así, si al abrirse el CEPO,

no mediara un extremadamente fuerte shock de confianza que hiciera subir la demanda de dinero (M1) y esta se contrajera hacia el equilibrio bueno (8,5% del PIB), la tasa inflación prepararía a niveles del 150%, mientras que en el caso malo (3,8% del PIB) la tasa de inflación podría ubicarse en torno al 450%. En este contexto, el nivel de actividad podría caer entre 3% y 6% y la pobreza superaría el 50% de la población. De más está decir que bajo una dinámica nominal de semejantes características, la idea de hablar de un precio para el dólar queda fuertemente desdibujada.

Por lo tanto, dados los riesgos involucrados en el mercado de dinero, antes de abrir el CEPO se debería eliminar el sobrante de pesos y poner en marcha un programa que ponga un freno a la emisión de dinero. Esto es, una formidable idea como levantar el CEPO, pero mal diseñada o llevada a cabo por incompetentes, podría terminar en un nuevo desastre social.

7. La imposibilidad de aplicar metas de inflación en el BCRA

Sin lugar a dudas, a juzgar por los resultados en materia de inflación a lo largo de la historia del país, el desempeño del BCRA está muy lejos de ser materia de orgullo. Concretamente, previo a su creación en 1935, la cantidad de dinero de alta potencia (base monetaria) crecía a una tasa del 6%, mientras que la inflación y el tipo de cambio subían a un ritmo en torno al 3% y 4% anual. A su vez, en los primeros diez años de operación, la cantidad de dinero pasó a crecer a un ritmo del 14%, mientras que la inflación y el tipo de cambio lo hicieron al 6% y 2%.

Sin embargo, luego de la estatización del "Órgano de Control Monetario" en el año 1946, la tasa de crecimiento promedio de la cantidad de dinero se disparó a niveles del 130%, mientras que las tasas de inflación y de devaluación treparon a niveles del 160% y 150%. Por lo tanto, el desempeño del Banco Central desde mediados del Siglo XX ha sido altamente cuestionable, donde además, sus marcas registran períodos de muy alta inflación, dos hiperinflaciones y la destrucción de cinco signos monetarios (en rigor son seis si se tiene en cuenta que los actuales pesos dejaron de ser convertibles en el año 2002), motivo por el

cual debería resultar claro que la misión del BCRA tiene que ser reconsiderada muy seriamente.

Si uno asumiera que en la economía existiera un único agente representativo, donde además los precios relativos son constante tal que pueda pensarse en términos de un único bien y que dado estos elementos no existieran efectos distributivos en términos de ingreso y riqueza (al margen de que las adiciones de dinero afectaría el nivel de utilidad del agente y por ende de su gasto), se podría definir que el único objetivo del Banco Central debería ser el de preservar el valor de la moneda, esto es, defender su poder adquisitivo. En otros términos, dado el equilibrio del lado real de la economía, el BCRA debería minimizar la tasa de crecimiento de los precios de la economía, que bajo este encuadre significaría mantener una baja tasa de inflación.

Para lograr dicho objetivo, existen por lo menos dos metodologías. Por un lado, está el sistema de metas de inflación, el cual se ha estado aplicando en el mundo con gran éxito. Por otro lado, está el método basado en el control de los agregados monetarios, el cual ha caído en desuso desde mediados de los '80s en los países desarrollados y en los emergentes luego de los '90s.

Si bien esto último pareciera indicar que el método a seguir para reducir la inflación en la Argentina debiera ser el sistema de metas de inflación, su implementación requiere de nueve condiciones que hoy no se cumplen: (i) marco institucional que asegure la independencia operativa del Banco Central y sus responsabilidades, (ii) transparencia en la comunicación, (iii) tener ancladas las expectativas de inflación, (iv) reputación y credibilidad, (v) transparencia de la política monetaria, (vi) transparencia de la información, (vii) presentar un objetivo con metas piso y techo sobre un índice de precios confiable, (viii) coordinación con la política fiscal y (ix) desarrollo de modelos de predicción

Al mismo tiempo, el supuesto éxito aludido a su uso durante 2002 y 2003 ha sido fruto de lo que se conoce como error tipo II (resultado deseado haciendo lo incorrecto), donde la fuerte iliquidez emergente a la salida de la Convertibilidad, la exagerada devaluación de la moneda

respecto al dólar y el homérico ajuste fiscal de Duhalde, fueron las bases del éxito logrado. De hecho, las condiciones de la economía hoy son radicalmente distintas: (i) el fisco es la más importante fuente de emisión de pesos, (ii) no existe sobrante de dólares y (iii) existe un apreciable exceso de pesos, motivo por el cual es imposible anclar las expectativas.

Por otra parte, acorde a una serie de trabajos que hemos publicado (“El Nuevo BCRA y la Reforma Monetaria” y “Ensayos de Economía Monetaria: El Caso Argentino”) existe una muy profunda relación causal entre M1 (circulante en poder del público más depósitos a la vista) y el PIB nominal (existencia de cointegración), motivo por el cual, la literatura especializada en la materia estaría sugiriendo que la política monetaria, hasta que se reduzca la tasa de inflación y las expectativas sobre la misma queden ancladas, debería ser diseñada en base a metas cuantitativas sobre M1.

Ésta importancia estadística de M1 sobre la determinación del PIB nominal y dado el nivel que suele tener la tasa de crecimiento de la economía, ello amplifica el vínculo causal entre la tasa de crecimiento de dicho agregado monetario con la tasa de inflación. En este contexto, es donde además se vuelve más relevante la discusión sobre la existencia de un sobrante de pesos.

Acorde a los trabajos desarrollados anteriormente mencionados, cuando se procede a estimar la demanda de dinero (M1) en términos del PIB en los últimos 70 años, la estimación sugiere que sobran pesos por cerca de 3,8% del PIB (unos \$ 200.000M). A su vez, el nivel de M1 en términos de PIB de Argentina supera en 3,9 puntos porcentuales al promedio de la región, donde además, mientras que la relación M1/M3 promedio de la región es del 20%, en nuestro país se ubica en el 50%. Por ende, todos indicadores estarían dando cuenta de un fuerte sobrante de pesos (algo normal cuando se ponen restricciones como el CEPO), lo cual además, se ha visto validado empíricamente al estudiar los residuos (parte no explicada de la estimación estadística) la relación entre M1 y el PIB nominal.

Esta situación monetaria ya se ha observado dos veces en la economía del país. La primera

tuvo lugar en 1959 y la segunda en 1975 (el Rodrigazo). En ambos casos, la tasa de inflación llegó a multiplicarse por seis veces y el PIB cayó un 6% en el momento más agudo de la crisis. Por lo tanto, frente a este riesgo, resulta recomendable la colocación de un bono en dólares suscribible en pesos, de modo tal que se retire el sobrante de pesos. A su vez, como dicha solución implica una manifestación de demanda potencial por moneda extranjera, al ser neutralizada, se podría abrir el CEPO cambiario de modo exitoso y sin corrida alguna.

Finalmente, desde el punto de vista de los riesgos, si los bonos en cuestión no tuvieran demanda ello no sólo no tendría costos, sino que además implicaría una fuerte manifestación de confianza en la moneda local. Sin embargo, si por el contrario, se trabajara con la hipótesis de que no hay sobrante de pesos y al abrirse el CEPO la demanda de dinero local se derrumba generando una corrida cambiaria, la economía podría replicar la experiencia del Rodrigazo. Consecuentemente, tanto en materia de diseño de la política monetaria como en términos de control de riesgos, las nuevas autoridades deberían abstenerse de apostar por el Error Tipo II al tiempo que deberían intentar minimizar los riesgos, ya que de confirmarse la existencia de un sobrante de pesos y en dicho caso no mediar una gran dosis de buena suerte, el resultado final podría ser muy negativo para el bienestar de los argentinos.

8. Conclusiones: Reflexiones para el diseño de la política monetaria

En el largo plazo, expandir la oferta monetaria por sobre el ritmo de crecimiento de la demanda de dinero termina matando el crecimiento y la generación de empleo. La teoría y la evidencia empírica nos lo enseñaron en la década del '70s. Aunque los datos de la región lo convalidan fuertemente, todavía por estas tierras algunos se niegan a internalizarlo. Si se compara 2014 con 1998, el PBI per-cápita de la región (con baja y estable inflación) creció en promedio +72%, mientras que el de Argentina (con elevada y sostenida inflación) cayó -14%. El nuevo gobierno tiene que tener entre sus principales objetivos económicos bajar la inflación a los

estándares internacionales para poder recuperar el sendero de crecimiento.

La ciencia económica explicó que la inflación es siempre y en todo lugar un fenómeno estrictamente monetario, dejando en claro que la política monetaria es la única herramienta eficaz para bajar y luego prevenir la inflación. Así, los Bancos Centrales de todo el mundo aplican políticas monetarias (prudentes) que tienen como principal objetivo de largo plazo mantener la inflación “baja” y “estable”.

En este marco, se entiende que hay que refundar el Banco Central para poder bajar la inflación. Hay que promulgar una nueva Carta Orgánica para el BCRA. La nueva carta del Banco Central no tiene que tener objetivo dual (inflación y nivel de actividad), porque una política activista deterioraría la performance de la política monetaria, despertando el trade-off entre output y fluctuaciones en la inflación, lo cual conduce a sub-óptimos en la política monetaria. O sea, crece el riesgo de “más” inflación, lo cual termina castigando el nivel de actividad y el empleo. Además, el Objetivo Dual complica la comunicación entre el Central y los agentes económicos, siendo contraproducente para su credibilidad y la calidad de su política.

La nueva Carta Orgánica (votada en el Congreso) debe dejar en claro que la estabilidad de precios debe ser el único y predominante objetivo de largo plazo para la política monetaria del BCRA. El nuevo BCRA tiene que ser independiente en materia de instrumentos de política monetaria a utilizar y debe estar obligado a construir y fortalecer la transparencia y la comunicación con los agentes económicos. Se debe elaborar un Plan Monetario anual con seguimiento trimestral que debe ser informado, publicado, explicado y defendido en el Congreso de la Nación con mecanismos de auditoría institucionalizados. Paralelamente, la estabilidad financiera también tiene que ser objetivo de política para la autoridad monetaria.

El BCRA tiene que fijar un ANCLA NOMINAL para definir y acotar su compromiso con la estabilidad de precios. Hay cuatro tipos de ancla nominal: i) Convertibilidad; ii) Tipo de cambio

fijo; iii) Metas de Agregados Monetarios y iv) Metas de Inflación. Las dos primeras no son opción. Tampoco están dadas las Condiciones para ir a Metas de Inflación. No hay Transparencia en la Comunicación entre la Autoridad Monetaria y los agentes económicos, no hay un ancla nominal pre-existente para las expectativas en la Economía, tampoco hay ni credibilidad, ni reputación (anunciar, explicar y luego cumplir). Menos aún hay transparencia en la información y la política monetaria. Menos aún existe un índice de precios creíble sobre el cual fijar objetivo central, techo y piso. Además, la experiencia internacional muestra que actualmente un Programa de Metas de Inflación no le serviría a la Argentina porque se parte de inflación muy elevada; y en consecuencia se necesitarían muchos años hasta bajarla a un dígito. La experiencia internacional de Chile, Colombia, Perú y Brasil muestran que las Metas de Inflación bajaron la inflación, en promedio, 2.4 puntos porcentuales por año en esos países. Así, Chile y Colombia tardaron 10 y 8 años en bajar la inflación de 30% y 33% a 2.7% y 3.0%; respectivamente.

9. Referencias

- Blinder, A. (1998). *El Banco Central: Teoría y Práctica*, Ed. Antoni Bosch.
- Friedman, M y Schwartz, A. (1963). *A Monetary History of the United States (1867-1960)*. Ed. Princeton University Press.
- Friedman, M. (1968). “The Role of Monetary Policy” *AER* 58(1): 1-17.
- Friedman, M (1971). *Dólares y déficit*. Ed. Emecé
- Friedman, M (1982). *Paro e Inflación*. Ed. Unión
- Garrison, R. (2001). *Tiempo y Dinero: la Macroeconomía de la Estructura del Capital*. Ed. Unión.
- Keynes, J (1936). *Teoría General del Empleo, el Interés y el Dinero*. Fondo de Cultura Económica.
- Menger, C. (1871). *Principios de Economía Política*, Ed. Unión
- Menger, C. (2013). *El Dinero*, Ed. Unión.
- Milei, J., Giacomini, D. Ferrelli Mazza, F. (2014). *Política económica contrarreloj: síntomas, diagnóstico y medidas para salir del cepo y volver a crecer*, Ed. Barbarroja
- Milei, J., (2014). *Lecturas de Economía en Tiempos del Kirchnerismo*, Ed. Unión

- Milei, J., (2014). *El Retorno al Sendero de la Decadencia Argentina*, Ed. Unión
- Milei, J., Giacomini, D. Kerst, N. (2015). “El Termómetro de Riqueza: La “q” de Tobin, competitividad y crecimiento”, *Jornadas Internacionales de Finanzas Públicas – UNC*.
- Milei, J., Giacomini, D. (2015). “El Nuevo BCRA y la Reforma Monetaria”.
- Milei, J., Giacomini, D. (2016). *Ensayos de Economía Monetaria: el caso Argentino*, Ed. Unión.
- Mises, L. (1949). *La Acción Humana: Tratado de Economía*. 10° ed. Ed. Unión.
- Mishkin, F. (2007). *Monetary Policy Strategy*, Ed. MIT Press
- Walsh, C. (2010). *Monetary Theory and Policy*. 3° ed. Ed. MIT Press

Apéndice 1: El fin del Money Overhang BCRA: acorralando al sobrante de pesos

El BCRA bajo la conducción de Sturzenegger se halla encaminado por la senda que ponga fin al sobrante de dinero de 3,7% del PIB heredado de la anterior conducción. La tarea toma mayor relieve cuando se considera que en las dos experiencias previas asimilables (1959 y 1975), la normalización monetaria llevó a una sextuplicación del nivel de inflación y a fuertes caídas del PIB. Dicho sobrante de pesos es hijo de varios errores de política económica, cuyos padres son el CEPO cambiario y la política fiscal (la madre de todos los males). Así mientras que se emitía para financiar al despilfarro fiscal, el CEPO impedía que los pesos sobrantes salieran del sistema vía la compra de divisas, dejando atrapados \$ 200.000M bajo la forma de M1 para fines de 2015.

Frente a este desequilibrio monetario, el nuevo BCRA ha decidido atacar el problema de modo contundente. Acorde a las estimaciones que hemos realizado junto a Federico Ferrelli Mazza, el exceso de pesos desde fin de año a la fecha se redujo un 81,8%. El sobrante original de pesos que, al tipo de cambio oficial que regía durante el CEPO, representaba una demanda potencial de USD 20.000M, al saltar el tipo de cambio cayó a USD 14.000M. A su vez, el acuerdo con importadores por USD 5.000M, llevó la

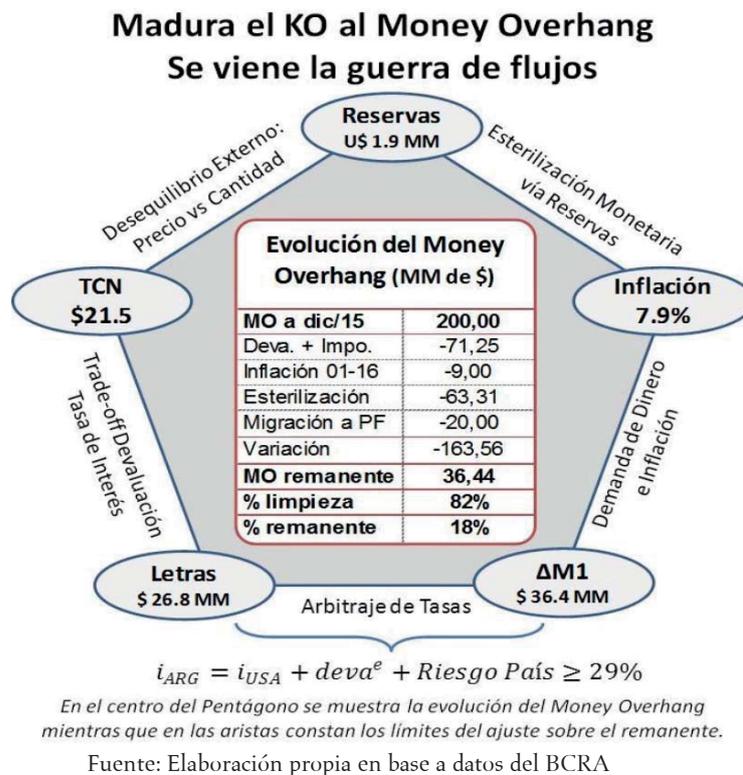
demanda potencial a USD 9.000M, esto es, \$ 129.000M. En este sentido, si los precios del mes de enero suben un 4% ello haría caer el exceso de pesos en \$ 9.000M. La colocación de LEBACs en lo que va del mes de enero por \$ 47.000M, dado el multiplicador de M1, absorbió \$ 63.000M, mientras que el traspaso de depósitos a la vista a depósitos a plazo fijo redujo el sobrante de pesos en \$ 20.000M, por lo que el desequilibrio quedó reducido a \$ 37.000M.

En función de dicho resultado, mediante el uso del “pentágono monetario”, no sólo es posible determinar los valores límites que podrían tomar las distintas variables para eliminar el exceso de pesos remanente, sino que sobre sus lados es posible observar los distintos trade-offs que deberá enfrentar el BCRA. De este modo, si el exceso de pesos se liquidara por sector externo, ello implicaría vender reservas por USD 1.900M. Por otra parte, si el ajuste recayera en los precios de la economía, el tipo de cambio debería saltar a \$21,5 o, alternativamente, si la variable de ajuste fuera la inflación, sería necesario un salto adicional del IPC en 7,9%. Por último, si el ajuste viniera por el lado de las cantidades, habría que aumentar la esterilización neta en \$ 26.800M o, en su defecto, \$ 36.400M de depósitos a la vista deberían pasar a plazo fijo.

Frente a este cuadro, si bien se está cerca de ganar la batalla de los stocks, aún se está muy lejos de ganar la guerra contra la inflación. Por un lado, dado el rezago de 18 meses en la relación dinero-inflación, la herencia de Vanoli deja un piso inflacionario del 15%, que al sumar los giros al fisco por \$ 160.000M llegaría al 30% anual. Por otro lado, habría que hacer un enorme esfuerzo de esterilización, ya que no sólo habría que renovar el stock de LEBACs vigente (6% del PIB), sino que a ello habría que sumarle el efecto de los intereses (1,5% del PIB), lo que adicionalmente podría sumar otros 10 puntos de inflación.

Por lo tanto, la estrategia de cargar todo el esfuerzo por limpiar el sobrante de pesos en manos del BCRA, junto al muy modesto ajuste fiscal castiga la relación renta-riesgo de la política elegida. En materia de retorno, las altas tasas de interés penalizan a la inversión y al crecimiento. Respecto al riesgo, la concentración

Grafico A: El Pentágono de Política Monetaria



de deuda de corto plazo en cabeza del BCRA deja la puerta abierta para un ataque especulativo en caso de un shock adverso, en un contexto donde el programa fiscal requiere de fuertes dosis de fondos del exterior. Por lo tanto, nuevamente, los límites impuestos por la corporación política sobre el gasto público han llevado a elegir una calidad de política económica alejada del óptimo, donde deja al BCRA cargando con la mayor parte de la responsabilidad en la lucha por alcanzar un mayor bienestar.

Apéndice 2: La optimalidad de la política monetaria del BCRA

Previo a la asunción de la nueva cúpula del BCRA en diciembre de 2015, la economía llevaba cuatro años con restricciones en el mercado cambiario (CEPO). Esta situación, dado que implicaba fijar un precio para la moneda extranjera debajo de su nivel de equilibrio (de ahí la existencia de brecha), generaba un exceso de demanda que se traducía en un exceso de oferta generalizado en el resto de la economía. Así, estos excesos, en el mercado de bonos implicaban altas tasas de interés, en el de bienes un PBI por

habitante decreciente, en el de trabajo pérdidas de empleos privados (maquillado con empleos públicos) y en el mercado de dinero una elevada inflación. Esto es, la decisión de intentar ocultar los efectos sobre el tipo de cambio y los precios fruto de un abultado desequilibrio fiscal que se financiaba principalmente con emisión monetaria (y reservas) no sólo privó al país de aprovechar el contexto internacional más favorable que ha tenido en su historia, sino que además dejó las bases para que estallara una hiperinflación.

Naturalmente, la presencia conjunta de déficit fiscal financiado con emisión de dinero y restricciones en el mercado cambiario (CEPO), hacía que los pesos quedaran atrapados en el sistema generando un sobrante monetario para finales de 2015 de unos \$ 200.000 millones, lo cual equivalía a 4% del PIB. Excesos de dinero de semejante magnitud a lo largo de la historia argentina se habían registrado en los años 1959 y 1975. En ambos casos, al levantarse las restricciones cambiarias, la tasa de inflación se multiplicó por seis veces, pasando de niveles del 20% al 120% y del 30% al 180% respectivamente, con caídas del PIB del orden del 6% en el momento más agudo del estallido.

Para medir la magnitud del problema, si consideramos que durante los ocho años de gobierno de Cristina Fernández de Kirchner la cantidad de dinero creció un 546% y los precios según el Congreso lo hicieron en un 517% (un 95,5% de la emisión se transformaba en inflación) y que Alejandro Vanoli dejó la cantidad de dinero creciendo al 47%, número que, dada la bomba de los futuros, trepaba al 80%, la inflación subyacente se ubicaba en torno al 80%. A su vez, frente a la inexorable apertura del CEPO por inconsistencia macroeconómica, acorde a lo que ha mostrado la historia, la tasa de inflación hubiera trepado a niveles del 500% junto a una caída del PIB del 6% con niveles de pobreza superiores al 60%. Una verdadera catástrofe.

En los hechos la catástrofe no ocurrió fruto de una profunda política de esterilización monetaria vía la colocación de LEBACs. De este modo, evitar la hiperinflación implicó que el stock de LEBACs pasara de casi \$ 300.000M a unos \$ 700.000M (\$ 200.000M tienen como contrapartida un monto de USD 14.000M a modo de seguro contra corridas). Por lo tanto, la esterilización por medio de LEBACs, más el acuerdo por la deuda con los importadores, los dólares aportados por los productores de soja y las intervenciones puntuales del BCRA (vencimientos de futuros) se logró evitar la hiperinflación.

Naturalmente, dicho accionar no fue libre de críticas. Uno de los ataques se basó en lo que la literatura denomina “la desagradable aritmética monetarista”, la cual señala que si uno financia el déficit fiscal con emisión monetaria y que para evitar la inflación esteriliza el dinero a una tasa de interés real positiva, de no cerrarse el déficit que provoca la emisión, a la postre el nivel de precios será mayor, por lo que la tasa de inflación entre puntas será más alta.

Sin embargo, el argumento tiene dos defectos. Por un lado asume que el déficit fiscal nunca se revertirá. Por otro lado, omite la intertemporalidad subyacente en el proceso. Concretamente, si el déficit se cerrara, frente a una muy alta inflación presente y una baja mañana, la esterilización monetaria permite al BC repartir la inflación en el tiempo y dado que los flujos futuros pesan en la preferencia de los individuos menos que los presentes, la medida deriva en una

ganancia de bienestar. Además, este resultado se profundiza si la inflación se trata como un mal que genera desutilidad.

Ahora bien, supongamos que para el caso del BCRA no hubiera certeza sobre el cierre del déficit fiscal. Aún así, frente al caso de una hiperinflación cierta hoy respecto a una potencial en el futuro, la medida sigue siendo correcta. Y si a ello le sumamos la pasión de los argentinos por el corto plazo no hay duda que la esterilización ha devenido en una fuerte mejora de bienestar. Sin embargo, ello no termina ahí. Si uno considera que la tasa promedio a la que se endeudó el BCRA fue del 28%, mientras que la inflación del año estaría en torno al 40% ello implica una licuación del 10% de la deuda por LEBACs, motivo por el cual la ganancia de bienestar derivada de la política de esterilización se agiganta. En definitiva, aún cuando la jugada del BCRA saliera mal por falta de compromiso fiscal, la estrategia llevada a cabo por Federico Sturzenegger y su equipo ha sido óptima.

Apéndice 3: A un año de la salida del CEPO

Hace un año, el gobierno de Cambiemos, pese a los pronósticos catastróficos que vaticinaban una crisis de proporciones descomunales, decidió comenzar el proceso de liberación del mercado cambiario, esto es, levantar el CEPO. Así, en línea a lo que predecía la buena teoría económica, el precio de la moneda extranjera (el dólar) se ubicó en un punto intermedio entre el precio oficial y el que surgía del mercado paralelo. Sin embargo, más allá de la cuestión fáctica de la salida y en especial por los efectos colaterales de la medida, vale la pena analizar dos cuestiones: (i) en el plano normativo, el cual señala los motivos por los cuales se debía salir del CEPO y (ii) las consecuencias económicas del tipo de salida que se ha elegido.

A3.1 El plano normativo de la salida del CEPO

La restricciones en el mercado cambiario (CEPO) fijadas por el kirchnerismo implicaban fijar un precio para la moneda extranjera (el dólar) debajo de su nivel de equilibrio (de ahí la existencia de brecha), lo cual generaba un

exceso de demanda que se traducía en un exceso de oferta generalizado en el resto de la economía. Así, estos excesos, en el mercado de bonos implicaban altas tasas de interés, en el de bienes un PBI por habitante decreciente, en el de trabajo pérdidas de empleos privados (maquillado con empleos públicos para que no aumentara la tasa de desempleo al tiempo que aumentaba el déficit fiscal) y en el mercado de dinero una elevada inflación. Esto es, la decisión de intentar ocultar los efectos sobre el tipo de cambio y los precios fruto de un abultado desequilibrio fiscal que se financiaba principalmente con emisión monetaria (y reservas) al tiempo que privó al país de aprovechar el contexto internacional (términos de intercambio 30% mejores a los de la salida de la Segunda Guerra Mundial y tasas de interés nulas) más favorable que ha tenido en su historia.

Por otra parte, tampoco quedaba margen fáctico para continuar con el aumento del gasto público financiado con emisión y tipo de cambio administrado, ya que las reservas netas eran nulas. Esto es, de las USD 25.000 Millones que se informaban, cuando se limpiaba el swap con China, las reservas de los Bancos por sus depósitos en dólares y la deuda con los importadores, el BCRA carecía de poder de fuego para sostener el tipo de cambio. Por lo tanto, frente a esta realidad, no abrir el CEPO implica recrudescer los controles y hundir aún más a la economía.

2. Consecuencias macroeconómicas de la salida del CEPO

2.1. El desequilibrio monetaria heredado y la híper que no fue

La literatura tradicional sobre “economía internacional monetaria” sostiene que bajo un sistema de tipo de cambio administrado (en el caso extremo tipo de cambio fijo), el exceso de emisión monetaria por encima de la demanda de dinero genera como resultado una pérdida de reservas internacionales y en el momento que las mismas caen debajo de un nivel crítico estalla una crisis de balanza de pagos. Al mismo tiempo, si existen restricciones sobre las compras de moneda extranjera, comienza a existir un exceso de moneda doméstica, lo que en la literatura se conoce como excedente de pesos (Money

Overhang), un fenómeno no menor al momento de levantar las restricciones en el mercado de cambios, ya que esa fuerza reprimida conduce a una sobre-reacción en todas las variables de la economía.

Naturalmente, la presencia conjunta de déficit fiscal financiado con emisión de dinero y restricciones en el mercado cambiario (CEPO) generó un sobrante monetario para finales de 2015 llegó a sumar unos \$ 200.000 millones, lo cual equivalía a 4% del PIB. Excesos de dinero de semejante magnitud a lo largo de la historia argentina se han registrado en los años 1959 y 1975. En ambos casos, la tasa de inflación se multiplicó por seis veces, pasando de niveles del 20% al 120% y del 30% al 180% respectivamente, con caídas del PIB del orden del 6% en el momento más agudo del estallido.

Para medir la magnitud del problema, si consideramos que durante los ocho años de gobierno de Cristina Fernández de Kirchner la cantidad de dinero creció un 546% y los precios según el Congreso lo hicieron en un 517% (un 95,5% de la emisión se transformaba en inflación) y que Alejandro Vanoli dejó la cantidad de dinero creciendo al 47%, número que, dada la bomba de los futuros, trepaba al 80%, la inflación subyacente se ubicaba en torno al 80%. A su vez, frente a la inexorable apertura del CEPO por inconsistencia macroeconómica, acorde a lo que ha mostrado la historia, la tasa de inflación hubiera trepado a niveles del 500% junto a una caída del PIB del 6% con niveles de pobreza superiores al 60%. Una verdadera catástrofe.

En los hechos la catástrofe no ocurrió fruto de una profunda política de esterilización monetaria vía la colocación de LEBACs. De este modo, evitar la hiperinflación implicó que el stock de LEBACs pasara de casi \$ 300.000M a unos \$ 700.000M. A su vez, del stock habría que limpiar \$ 200.000M que tienen como contrapartida la compra de USD 14.000M y que frente a saltos en el tipo de cambio no sólo genera resultados positivos para el BCRA, sino que además le brinda poder de fuego frente a un ataque especulativo contra la moneda. Por lo tanto, la esterilización por medio de LEBACs, más el acuerdo por la deuda con los importadores, los dólares aportados por los productores de soja y las intervenciones

puntuales del BCRA (vencimientos de futuros) se logró evitar la hiperinflación.

2.2. Las implicancias sobre el lado real de la economía

Si bien la salida del CEPO no derivó en un desastre y el BCRA con magistral destreza evitó una hiperinflación, ello no significa que la metodología para la salida haya sido la óptima. Concretamente, al momento de salir del CEPO, el Ministro de Hacienda, Alfonso Prat-Gay, desestimó la existencia del sobrante monetario y fruto de ello, desestimó llevar a cabo una colocación de bonos que limpiara el exceso de pesos.

De haberse secado la plaza de pesos mediante la colocación de un bono en cabeza del sector público (algo natural, dado que el sobrante de dinero es fruto del financiamiento al fisco con mercado cambiario restringido), el poder de fuego del mercado para comprar dólares, hubiera sido el mismo que el de un revolver sin balas, por lo que el precio de la moneda extranjera se habría asimilado mucho más al tipo de cambio oficial que al paralelo, lo cual hubiera cambiado de cuajo la situación futura del equilibrio macroeconómico. Por un lado, el precio de los alimentos hubiera subido muchísimo menos con lo cual el impacto sobre los sectores más vulnerables hubiera sido mucho menor y menos oneroso de sostener. Este punto no es menor, ya que la suba del precio de los alimentos comprimió la capacidad de compra de otros bienes, lo cual profundizó la recesión asociada al cambio de precios relativos en una economía muy poco flexible. Por otro lado, la necesidad de llevar a cabo un profundo proceso de esterilización de dinero, obligó al BCRA a tener que trabajar con niveles de tasa de interés que no han contribuido positivamente a la expansión de la economía, agudizando así el cuadro recesivo.

3. Reflexión final

La falta de reservas y los desequilibrios macro derivados del CEPO requerían una salida urgente. Sin embargo, el método seleccionado ha distado de ser el óptimo, ya que ha implicado un deterioro de las condiciones sociales y ha profundizado la caída en el nivel de actividad. A su vez, si bien se ha ganado una batalla contra la hiperinflación, el stock de LEBACs dice que la guerra no ha terminado. En función de ello, esperemos que la corporación política y su irresponsable despilfarro fiscal deje de sabotear los logros del BCRA, ya que en su defecto, los daños sobre la sociedad serán enormes.