

EL NUEVO GOBIERNO VS. LOS MOLINOS DE VIENTO: LOS FALSOS DILEMAS AL ACECHO DEL CRECIMIENTO Y EL BIENESTAR.

Javier Gerardo Milei

Profesor

Universidad de Buenos Aires

Universidad del Salvador

I. Introducción

La historia económica argentina es la historia de una decadencia sin parangón en los tiempos modernos. El país fue afortunado al haber comenzado el siglo XX como uno de los países más prósperos del mundo. Tal como señalara el historiador económico Carlos Fernando Díaz Alejandro, el “haber llamado a la Argentina subdesarrollada en el sentido actual del término hubiera sido motivo de risa. No sólo el ingreso per-cápita era alto, sino que también tenía una de las tasas de crecimiento más altas del mundo”. Este proceso se encontraba apoyado en un proceso migratorio de una población relativamente alfabetizada (la cual aportó mano de obra calificada), fluida integración al comercio internacional, estabilidad y credibilidad en materia económica y un alto nivel de recursos por trabajador (della Paolera & Taylor).

Sin embargo, aquél esplendor que parecía cegar los ojos de cualquier visitante puede que no fuese más que un gigante de pies de barro. Marcos Aguinis, en su libro “El atroz encanto de ser argentinos” describe la visita de Jacinto Benavente durante 1922 y en la anécdota arroja una posible pista acerca del origen de nuestros males. Mientras el dramaturgo viajaba por el interior de nuestro país, en la ciudad de Rufino fue informado que había sido galardonado con el Premio Nobel de Literatura. Así, en cada ciudad, el español fue interrogado sobre la Argentina de una manera obsesiva, lo que prácticamente se había convertido en un acoso y a lo cual el escritor esquivaba contestar. Al momento de embarcar, las demandas arreciaron, y entonces dijo: “armen la única palabra posible con las letras que componen la palabra argentino”. Su figura

ya no estaba cuando fue posible descifrar el acertijo. La única palabra que se construye con las letras de argentino es ignorante (Aguinis).

Así, con la intención de poner en claro que tipo de errores deberían evitarse en el diseño de la política económica (al tiempo de intentar contradecir a Benavente), el presente trabajo intenta dejar de manifiesto cuales son los verdaderos retos que debería enfrentar el nuevo Gobierno y cuales, dada la teoría y la evidencia empírica (tanto internacional como local), representan solo falsos dilemas. Para ello, en la sección siguiente repasamos el debate de la Curva de Phillips y el falso dilema entre inflación, desempleo y crecimiento. En la sección tercera, desarrollamos las bases del modelo subyacente de la economía (tipo de cambio real alto como impulsor del crecimiento) dejando de manifiesto el trade-off entre competitividad y gasto público. Por último presentamos las reflexiones finales, donde se trazan los lineamientos de la agenda fiscal y cambiaría que debería seguir el nuevo Gobierno para maximizar el crecimiento.

II. Los Falsos Dilemas

II.1. La Curva de Phillips y la Relación entre Inflación y Desempleo

El desarrollo de la teoría contemporánea de la inflación se vio influenciado considerablemente por el desarrollo del modelo de la curva de Phillips, primero a través de la formulación y aceptación del modelo, y después a través de su crítica. Así, en la discusión de la Curva de Phillips pueden distinguirse tres etapas. La primera fue la formulación de Phillips

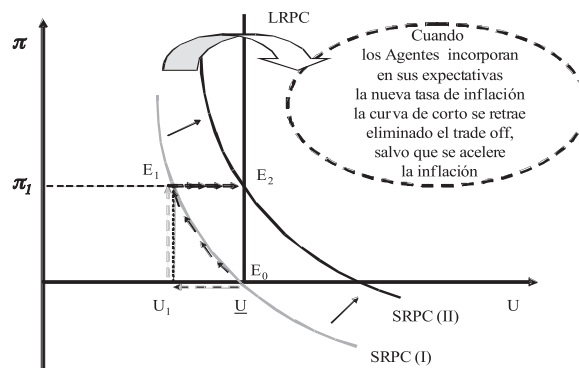
(1958), la cual fue complementada con las contribuciones de Lipsey (1960) y de Samuelson y Solow (1960). La segunda etapa fue la dominada por la hipótesis de la “tasa natural de desempleo” a partir de las contribuciones de Friedman (1968 y 1975) y Phelps (1967), quienes establecían una diferencia entre el corto y el largo plazo. Por último, con el advenimiento de las expectativas racionales, se produce la tercera etapa del debate, en la cual se llega a la negación rotunda del postulado inicial del debate.

En el artículo original de Phillips (1958), se investigaba la relación entre la tasa de variación de los salarios nominales y la tasa de desempleo, lo cual terminó siendo una innovación interesante dentro de la teoría moderna de la inflación. En este contexto, Phillips descubrió que para datos de Gran Bretaña que iban desde 1861 a 1913, existía entre ambas variables una relación no lineal negativa (los salarios crecen cuando el desempleo cae) y que cuando la tasa de desempleo se ubicaba en torno al 5,5% la tasa de variación de salarios era nula. Sin embargo, la Curva de Phillips era una relación estrictamente empírica sin sustento teórico. A partir de dicha falencia, el trabajo posterior llevado a cabo por Lipsey (1960) consistió en la derivación de la Curva de Phillips a partir de un sistema de oferta-demanda del mercado de trabajo. Más tarde, en un trabajo publicado por Samuelson-Solow (1960), suponiendo la productividad del trabajo y el margen de ganancia constante, la Curva de Phillips fue transformada en una relación entre la tasa de inflación y desempleo, al tiempo que se complementaba el trabajo con una estimación de la misma para el caso de Estados Unidos, lo cual tenía como corolario el trade-off de política económica que debía

enfrentar el hacedor de políticas. De esta manera, la inflación representaba el costo que habría de pagar la sociedad por tener una tasa de desempleo mas baja.

Ante la evidencia empírica adversa respecto de la Curva de Phillips, la segunda etapa de la misma pasa a ser dominada por la hipótesis de la tasa natural de desempleo, desarrollada de manera independiente por Friedman (1968 y 1975) y Phelps (1967), la cual introduce la diferenciación entre las Curvas de Phillips de corto y largo plazo. Así, en el corto plazo, cuando las expectativas inflacionarias están dadas, existe una relación negativa entre la tasa de inflación y la tasa de desempleo, mientras que en el largo plazo, cuando los agentes corrigen sus estimaciones, la Curva de Phillips se convierte en una línea vertical. De esta manera, la tasa natural de desempleo (TND) es consistente con cualquier tasa de inflación, siempre y cuando ésta haya sido prevista en su totalidad. De este modo, cuando los hacedores de política intentan llevar la tasa de paro por debajo de su nivel natural, la tasa de inflación crecerá por encima de lo previsto y en el corto plazo el desempleo disminuye (en el gráfico se pasa de E_0 a E_1). Sin embargo, la mayor tasa de inflación produce un aumento de la inflación esperado, con lo cual la Curva de Phillips se desplaza hacia arriba (pasa de SRPC(I) a SRPC(II)), dando como resultado una mayor tasa de inflación mientras que la tasa de desempleo regresa a su nivel natural (punto E_2). Por lo tanto, bajo este esquema analítico, si bien existe un trade-off en el corto plazo, en el largo plazo tal disyuntiva desaparece y el intento de perpetrar una menor tasa de desempleo solo conduce a una mayor tasa de inflación sin mejora alguna sobre la variable objetivo.

Fiedman, Phelps y la TND

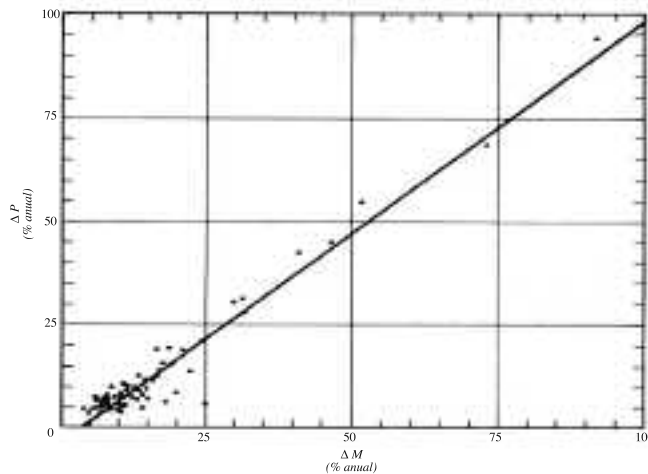


En este contexto, la única forma de explotar el trade-off entre inflación y desempleo a largo plazo es mediante el continuo aumento de la tasa de inflación, lo cual ha recibido el nombre de la “hipótesis aceleracionista”. Sin embargo, una continua aceleración de la tasa de inflación produciría una inestabilidad tan grande en el comportamiento del sistema económico y en especial de los precios relativos que podría abortar todo proceso de crecimiento de la economía.

La diferencia entre las Curvas de Phillips de corto y de largo plazo en el análisis de Friedman y de Phelps, es una consecuencia lógica del mecanismo de expectativas adaptativas. Sin embargo, este mecanismo de formación de expectativas está sujeto a dos tipos de críticas: (i) por un lado, puede llevar a expectativas sistemáticamente sesgadas y (ii) por otro lado, hace que los agentes económicos no usen información re-

levante para la toma de decisiones, aún cuando ésta se halla disponible. Así, en la tercera etapa del debate sobre la Curva de Phillips, aparece la escuela de las expectativas racionales, de la mano de Lucas (1972, 1973) y Sargent y Wallace (1975) quienes argumentaron que las expectativas son concebidas por personas inteligentes que deben aprovecharse de toda la información disponible acerca de la economía cuando forman sus planes. Bajo este esquema, la Curva de Phillips es vertical aún en el corto plazo y la única manera de conseguir explotar el trade-off entre inflación y desempleo es engañando a los agentes, aunque el uso sistemático de dicha estrategia llevaría en el largo plazo a una respuesta cada vez menor por parte de éstos. De este modo, el intento por parte de los hacedores de política de buscar algún rédito en materia de empleo, sólo tendría una respuesta en materia de inflación sin beneficio alguno en el objetivo primero.

Gráfico 2: Relación entre Inflación y la Tasa de Creación de Dinero



Fuente: Información sobre 83 países tomada del libro “Macroeconomía” de Robert Barro (Capítulo 7)

Por lo tanto, en función del debate reseñado, a los hacedores de política económica y sobre todo para el caso argentino (donde la evidencia empírica es tan abrumadora –extremo superior derecho de la figura-) debería quedar claro que no es una buena idea intentar explotar el trade-off entre inflación y desempleo, ya que por un mínimo beneficio que se pudiera hallar de corto se terminarían soportando unos costos enormes en el mediano y largo plazo. De hecho, los resultados empíricos en contra de la Curva de Phillips de los teóricos keynesianos han sido tan contun-

denes, que hasta el propio James Tobin, en un trabajo publicado en 1980, ha aceptado la inexistencia de trade-off entre inflación y desempleo en el largo. En definitiva, plantear el debate económico como un problema de selección entre inflación y desempleo representa un falso dilema, ya que si a los agentes les disgusta tanto la inflación como el desempleo, aplicar políticas que solo llevan a una mayor tasa de inflación sin efecto sobre la tasa de desempleo (en el mejor de los casos) implica una franca caída en el bienestar.

II.2. La Relación entre Inflación y Crecimiento

El segundo falso dilema que nos ocupa es el que sostiene que “para crecer es necesario soportar tasas de inflación elevadas”. Claramente, al poner la discusión en estos términos nos obliga a remontarnos hacia los años ‘60s, momento en el cual se comenzaban a discutir la inclusión del dinero en los modelos de crecimiento y se analizaba si la modificación en la tasa de creación de dinero tenía efectos reales sobre la relación capital-trabajo y por ende sobre el producto per cápita. Dentro de la lógica del modelo de crecimiento de Solow (1956), el dinero fue incluido de tres maneras distintas. Por un lado, los trabajos de Tobin (1965) y Sidrauski (1967.b) incluían al dinero en la definición de ingreso disponible. Por otro lado, Harry Johnson (1966) lo incluía en la definición de riqueza, la cual estaba relacionada negativamente con la tasa de ahorro. Por último, los trabajos de Marty (1962), Levhari y Patinkin (1968) y Stein (1970) incluían el dinero dentro de la función de producción como un factor adicional. A su vez, bajo el formato de un modelo del tipo Ramsey se destaca la contribución de Sidrauski (1967.a), cuyo trabajo determinó las condiciones bajo las cuales el dinero resultaba superneutral (esto es, cambios en la tasa de crecimiento de la cantidad de dinero no afecta a la relación capital-trabajo y por ende el producto per cápita de largo plazo no se modifica) dejando así cerrado el debate sobre el tema.

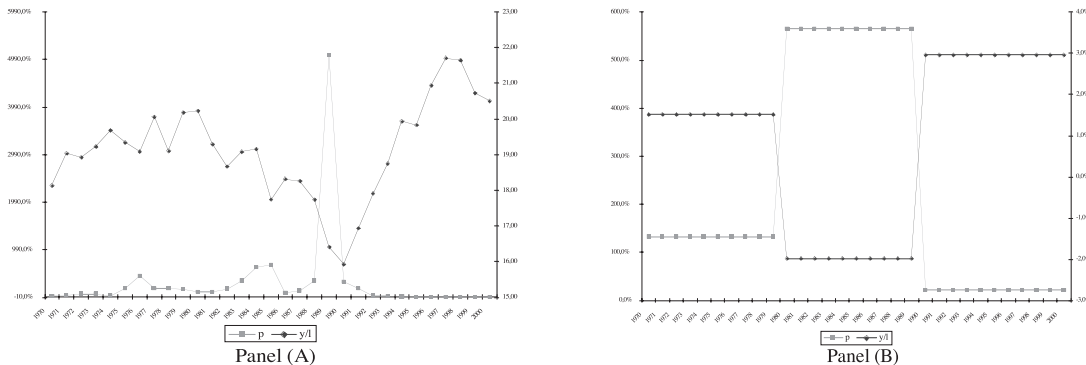
Sin duda, la primera de las líneas presentadas podría ser la que motiva a los hacedores de políticas a inclinarse por la generación de inflación como un elemento fundamental para incrementar el producto per cápita de la economía. En esta familia de modelos, cuando se incrementa la cantidad de dinero, dada la tasa de crecimiento de la economía, implica un aumento de la inflación, lo cual significa que el dinero es neutral. Al presentarse un aumento de la tasa de inflación, el dinero se vuelve menos atractivo (dado que el retorno del dinero es la tasa de inflación con signo opuesto) respecto del activo alternativo (el capital), por lo que los agentes acumularían una mayor cantidad de capital físico, lo cual incrementaría la relación capital-trabajo y con ello, el producto per cápita. Esto último significa que si bien el dinero es neutral no es superneutral. Concretamente, la mayor tasa de inflación (lo que implica una mayor tasa de interés nominal) implica una menor

demanda de saldos reales en favor de una mayor acumulación de capital físico, lo cual conlleva a un nuevo punto de equilibrio donde la relación capital-trabajo es más alta y por ende a un mayor producto per cápita.

Sin embargo, sobre el modelo de Tobin (1965), Sidrauski (1967.b) realizó dos objeciones. En primer lugar, una mayor acumulación de capital no conduce necesariamente a un mayor bienestar, ya que si la relación capital-trabajo pasara a encontrarse por encima de la regla de oro (relación capital-trabajo que maximiza el consumo y el bienestar –Phelps (1961)-) el bienestar sería menor. En segundo lugar, el resultado de que una mayor tasa de inflación conduce a una mayor relación capital-trabajo depende de un supuesto crucial respecto al comportamiento del consumo con relación a la tasa de inflación esperada que señala que dicha conexión es negativa. Puesto en otros términos, para que dicho resultado se verifique uno debería corroborar que ante un aumento de la inflación esperada el consumo caiga. Naturalmente, los que han vivido en Argentina (de hecho Sidrauski era argentino) saben que ese supuesto es poco plausible, ya que una de las formas de protegerse de la inflación (en el caso de una economía cerrada) es consumiendo más bienes, ya que retener el dinero produciría grandes pérdidas de capital. Por otra parte, si se considera el caso de una economía, la sobre-reacción en el tipo de cambio real, en medio del proceso de devaluación, llevaría a una mayor acumulación de moneda extranjera, tanto en detrimento de la moneda local como de los bienes de capital (Milei 2007). Así, en este caso el dinero no sería superneutral, pero en lugar de ser beneficioso sería una fuente de estancamiento, ya que se produciría una desarticulación entre el ahorro y la inversión que haría muy complicado el proceso de acumulación de capital físico.

Por lo tanto, cuando uno examina con criterio este tipo de bibliografía debería ser muy cuidadoso, ya que de no cumplirse algunos de los supuestos esenciales podrían conducir a errores garrafales en el diseño de la política económica. En función de ello, resulta fundamental evaluar la evidencia empírica para determinar cuales son los supuestos que generan un resultado consistente con la realidad Argentina. A continuación se presentan dos gráficos que dejan de manifiesto la relación funcional entre el producto per cápita y la inflación, cómo así también la conexión entre inflación y crecimiento.

Gráfico 3: Producto Per-Cápita, Tasa de Crecimiento e Inflación



En el panel A del Gráfico 3 es posible observar la relación entre el producto per-cápita (línea oscura) y la tasa de inflación. Por otra parte, en el Panel B del mismo gráfico es posible dar una mirada a la relación entre la tasa de crecimiento (línea oscura) y la tasa de inflación, ambas en promedio, para las décadas del '70, '80 y '90. De este último surge con toda claridad que la relación entre tasa de inflación y crecimiento es negativa (es más, si se analizara el período que va desde 1914 hasta 2006, la correlación, aunque más débil, también es negativa). Así, cuando la tasa de inflación aumenta, los argentinos no solo demandan menos saldos reales, sino que demandan menos capital físico para buscar refugio en la moneda extranjera (Milei 2007). De esta manera, el ahorro disponible para realizar inversiones en capital físico cae y con ello se reduce el producto per-cápita, al tiempo que se deteriora la distribución del ingreso y se incrementan los índices de pobreza e indigencia. Por lo tanto, si la teoría había dejado alguna duda sobre si la inflación era beneficiosa para el crecimiento (aunque, los resultados eran una cuestión abierta frente a los resultados estadísticos de cada economía), la evidencia empírica para el caso argentino es contundente: la inflación es mala para el crecimiento y el bienestar.

III. El Modelo Subyacente

III.1. Hechos Estilizados de la Economía Argentina 2002-2007

A mediados de 2002, cuando se puso en marcha el actual programa económico, su concepto cen-

tral se basaba en la idea de restablecer la confianza de los agentes económicos en un contexto de tipo de cambio real alto y una tasa de interés baja. Éstas serían las señales correctas para generar un crecimiento liderado por la recuperación de consumos postergados, exportaciones e incluso por la sustitución de importaciones. Como la economía se encontraba debajo de su potencial productivo, el exceso de oferta de moneda, tanto extranjera como local, desembocó en un auge de demanda de bienes que estimuló la recuperación del nivel de actividad con efectos modestos sobre el nivel de precios (3,7% en 2003 y 6,1% en 2004). Para fines de 2004 la brecha entre el producto potencial y el observado se había cerrado, por lo que al continuarse con el mismo esquema se duplicó la tasa de inflación (12,3%). Durante 2006, ante la escalada de la tasa de inflación se implementaron los “acuerdos de precios”. El impacto inicial fue constructivo ya que llevó la tasa de inflación al 9,6%, sin embargo, la falta de compromiso en la contención de la demanda (resultado fiscal decreciente y sostenido aumento de la cantidad de dinero) hizo que al finalizar el período de los acuerdos, la tasa de inflación se acelerara nuevamente. El motivo para semejante aceleración inflacionaria es simple: tras cerrarse la brecha productiva, mantener alto el tipo de cambio real y bajas las tasas de interés exige un mayor superávit fiscal. Sin embargo, el camino elegido fue el opuesto. Al estímulo cambiario/monetario se le sumó el fiscal -en particular impulsado por la moratoria previsional que aumentó el número de las prestaciones mensuales que paga la ANSES en un 50%-, la expansión de la obra pública (+60%) y los subsidios al sector pri-

vado para mantener precios constantes en algunos servicios (que durante los últimos meses crecen al 207%). Como si esto fuera poco, apareció también el estímulo a la política de ingresos. En este contexto, evitar que la manzana de Newton cayera del árbol hubiera sido mucho más fácil que bajar de manera legítima la inflación.

III.2. Los Fundamentos del Nuevo Modelo

La evidencia empírica sugiere que aquellos países que persiguen una meta para el tipo de cambio real no solo crecen más, sino que también enfrentan una mayor inflación. Un tipo de cambio real alto implica un exceso de oferta en el mercado de divisas, cuya contracara es un exceso de demanda de bienes. Así, en una economía con pleno empleo, cuando el Banco Central emite dinero para evitar la apreciación nominal de la moneda, alimenta la demanda de bienes generando un aumento de precios. De esta manera, para que la estrategia tenga éxito, es necesario que otros instrumentos de política económica se adecuen para esterilizar el dinero sobrante y escapar así del trilema monetario. En el fondo, mantener la estrategia sin un conjunto de políticas consistentes, trae aparejado el riesgo de espiralización inflacionaria, lo cual podría terminar abortando el proceso de crecimiento. En este contexto, ante la necesidad de absorber los pesos sobrantes aparecen, entre otras, la política fiscal contracíclica y colocación de deuda por parte del Banco Central. Sin embargo, la primera de las alternativas, al no presionar sobre la tasa de interés no solo permite controlar la inflación sino que genera mayor crecimiento.

Para entender como trabaja este proceso con mayor facilidad, uno debería comparar el tipo de cambio real objetivo del Banco Central respecto del que surge del equilibrio de cantidades, cuyo resultado principal viene dado por la siguiente expresión:

$$p = \frac{\phi C_N}{(1-\phi)C_T} = \frac{\phi(Y_N - G)}{(1-\phi)(Y_T + B)}$$

donde el tipo de cambio real “ p ” esta dado por el cociente entre el consumo de no transables (C_N) ponderado por las preferencias de los consumidores

respecto de los bienes transables (ϕ), sobre el consumo de bienes transables (C_T) ponderado por las preferencias en no transables ($1-\phi$). A su vez, si reemplazamos en las condiciones de equilibrio de cada uno de los mercados, obtenemos que el consumo de no transables es igual a la producción de no transables (Y_N) menos el gasto público (G), mientras que el consumo de transables será igual a la producción de transables (Y_T) mas la balanza comercial con signo negativo (B) (ver apéndice). Esta formulación permite observar con claridad el trade-off entre competitividad y el gasto público (cuanto mayor el gasto público menor la competitividad de la economía y por ende mas baja la tasa de crecimiento). Así, bajo este esquema analítico, cuando el Banco Central intenta mantener un tipo de cambio real por encima del nivel de equilibrio, si la política fiscal no se acomoda al mismo, lo único que se generará es un continuo aumento de la tasa de inflación, ya que para perseguir la meta cambiaria será necesario devaluar la moneda constantemente, lo cual retroalimentará el aumento de precios y terminará conspirando contra la estrategia misma.

III.3. Tipo de Cambio Real, Gasto Público y Demanda de Dinero

En función del modelo señalado en la sección precedente y la estrategia seguida por el Banco Central de la República Argentina, se procedió a estimar el tipo de cambio real de equilibrio consistente con el desempeño de las variables reales de la economía para el período 2001-2007 y se lo comparó con el tipo de cambio real objetivo.

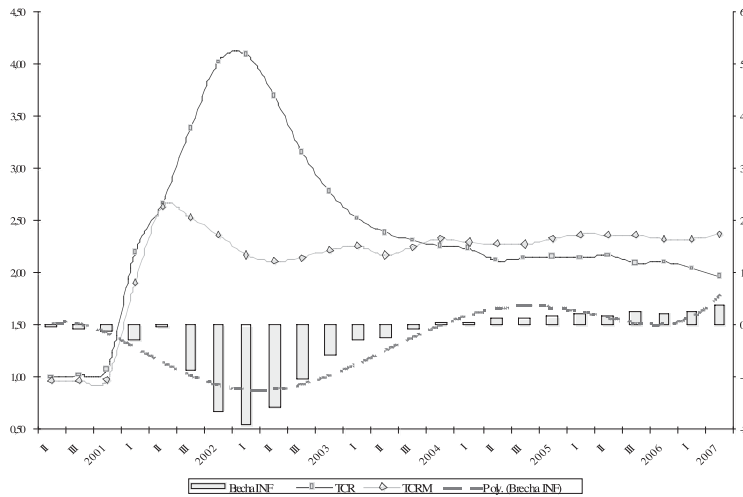
En el Gráfico 4 es posible observar cómo tanto el tipo de cambio real de equilibrio (línea azul) y la meta (amarillo) a la salida de la convertibilidad sufren un salto pronunciado. El alto grado de sobre-reacción del tipo de cambio nominal produjo un fuerte deterioro de la demanda de no transables (tanto por caída del sector privado como por recomposición del resultado fiscal global vía licuación), al tiempo que los bienes transables que no eran consumidos por la economía se exportaban, de esta manera, se produjo un salto del tipo de cambio real de equilibrio muy por encima de la meta. Así, en el mercado de divisas se produjo un fuerte exceso de oferta, que en la medida que el BCRA defendía la meta cambiaria, generaba un in-

cremento de la cantidad de dinero que estimulaba la recuperación de la economía vía impulso de la demanda agregada sin consecuencias significativas en precios.

Sin embargo, para fines de 2004 el output gap se había cerrado y para el 2005, cuando se necesitaba de un mayor esfuerzo fiscal, el gasto público comenzó a desbordarse, deteriorando el resultado fiscal pese a las fuertes tasas de crecimiento de la recaudación. Ante esta situación el BCRA llevó a cabo un enorme esfuerzo para esterilizar la emisión monetaria, aunque dada la

presión que comenzó a ejercer sobre la tasa de interés, cambió el objetivo del programa monetario desde el control de la base a M2, de modo tal que no se penalizara el crecimiento vía una mayor tasa de interés. De esta manera, el impulso monetario-fiscal llevó a una continua presión del tipo de cambio real de equilibrio hacia su apreciación (el equilibrio de cantidades se ubica debajo de la meta). Por otra parte, como el BCRA no resignaba la meta cambiaria respecto al tipo de cambio real multilateral ello derivó en una continua aceleración de la tasa de inflación, la cual fue disimulada transitoriamente por los “acuerdos de precios”.

Gráfico 4: Tipo de Cambio Real de Equilibrio y la Meta del BCRA

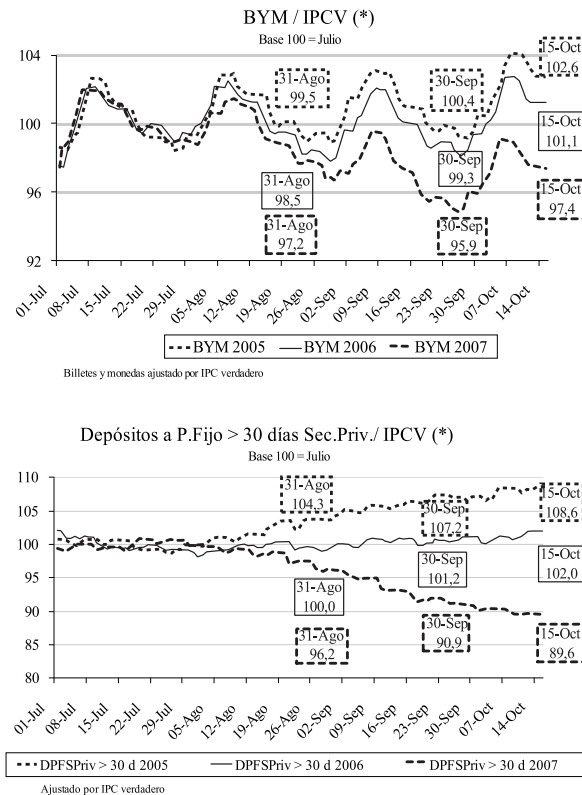


A partir de la presente situación es donde verdaderamente aparece el gran dilema de la política económica. Si se desea mantener la meta de tipo de cambio real multilateral, se deberá mejorar el resultado fiscal hasta el punto en el cual el tipo de cambio real estimado desde los fundamentos se iguale a la meta. Alternativamente, si no es posible resignar la dimensión del gasto público resultaría mucho más eficiente apreciar nominalmente. Esta última afirmación surge del hecho de que si no se modifica la tendencia fiscal y se mantiene la meta del tipo de cambio real multilateral, el sistema entraría en un espiral inflacionario, ya que el BCRA debería estar devaluando continuamente para compensar la inconsistencia fiscal. Claramente, si los agentes no son amantes de la inflación, dado que el tipo de cambio real inexorablemente tenderá hacia sus fundamentos, la mejor op-

ción sería apreciar por la vía nominal, ya que para un mismo tipo de cambio real la tasa de inflación sería menor.

Por otra parte, la estrategia inflacionaria genera el riesgo que en medio del proceso la demanda de dinero se reduzca de manera abrupta, profundizando aún más el proceso inflacionario. De hecho, en el Gráfico 5 es posible observar como tanto la demanda real de billetes y monedas como los depósitos a plazo fijo del sector privado en términos reales se vienen deteriorando de manera persistente. En efecto, los depósitos del sector privado han dejado de crecer en términos reales desde el cuarto trimestre de 2006, la tasa de crecimiento de los depósitos nominales comenzó a desacelerarse en Marzo de 2007 y en el mes de Septiembre hubo salida de depósitos.

Gráfico 5: El Deterioro de la Demanda de Dinero



En definitiva, pareciera que la demanda de dinero, a la tasa de inflación actual, se ha saturado y que seguir apostando por la inflación está incrementando los riesgos de volatilización de los agregados monetarios de manera exponencial. Por lo tanto, o se reduce el gasto público real o se aprecia la moneda, ya que en su defecto, la continua aceleración inflacionaria impactará de manera negativa sobre la demanda de dinero y con ello se espiralizará la tasa de inflación, lo cual no solo abortará el proceso de crecimiento, sino que además empeorará la distribución del ingreso y deteriorará los índices de pobreza e indigencia.

IV. Reflexiones Finales

Tanto la teoría como la evidencia empírica internacional y local señalan que no existe dilema entre inflación y desempleo de largo plazo, ni mucho menos

entre inflación y crecimiento, al tiempo que nadie se ha internado en la busca de alguna mezcla esotérica entre ambos campos. Vivir a espaldas de esta realidad, no solo agiganta la figura de Benavente sino que nos ha llevado a un círculo vicioso de inflación y estancamiento. Hay que entender que el crecimiento surge de un proceso de acumulación de factores y que coyunturalmente, una vez cerrada la brecha de producción, la estimulación de la demanda no trae mayor nivel de actividad, sino mayor inflación y deterioro en las condiciones del sector externo. A su vez, la historia argentina de los últimos cincuenta años muestra con claridad que cuanto mayor es la tasa de inflación, menor será la tasa de crecimiento y peor la distribución del ingreso (lo cual implica un menor nivel de bienestar¹). Así, una vez lanzado el proceso inflacionario y sus mecanismos inerciales en un contexto de menor credibilidad en la política económica, bajar la

¹ El bienestar agregado suele medirse por la función de Sen, la cual pondera el ingreso promedio por el recíproco de la desigualdad, de modo tal que cuanto menor ingreso promedio y peor distribución del ingreso, menor el nivel de bienestar.

tasa de inflación no solo llevaría a una brusca caída en el crecimiento, sino también a un menor nivel de actividad.

Debemos comprender que el verdadero dilema de política económica es entre extravagancia fiscal y competitividad y que intentar mantener la segunda desde la vía monetaria sin el compromiso del sector público, violentará la consistencia macro y su consecuencia será una mayor tasa de inflación, mientras que la insistencia en esta dirección solo acelerará el proceso inflacionario, poniendo en jaque la estrategia de crecimiento. De esta manera, el desliz fiscal no solo está siendo costoso en materia de precios y competitividad, sino que ya está repercutiendo sobre la tasa de interés. La situación es tan grave que, si uno computara la capacidad de pago bajo el nuevo escenario fiscal y las tasas de interés de mercado, el país sería insolvente. Esta no es una cuestión trivial, ya que las necesidades de financiamiento (al roll-over de la deuda se le deben sumar la necesidad de fondear, por ejemplo, las inversiones en infraestructura) exceden ampliamente la billetera chavista. Afortunadamente, dada la vida promedio de la deuda, la tasa relevante es la promedio, por lo que aún existe tiempo para corregir el rumbo que permita al país volver a los mercados de capitales.

El gran desafío del nuevo Gobierno es reverdecer los logros en materia de política fiscal sin aumentar la presión tributaria, ya que un mayor superávit no solo implica menor inflación y mayor competitividad, sino que además reduce la probabilidad de una crisis, al tiempo que menores tasas de interés derivan en mayor crecimiento, menores niveles de pobreza e indigencia, mejor distribución del ingreso y mayor bienestar. En otras palabras, un mayor superávit fiscal no estaría matando dos pájaros de un tiro sino que aniquilaría una bandada, con lo cual cambiaríamos el riesgo de crisis y estancamiento por el riesgo derivado del reclamo ecologista. Naturalmente, el mayor resultado fiscal debería estar acompañado por un conjunto de mejoras institucionales que no solo permitan reestablecer el funcionamiento del sistema de precios

como mecanismo generador de incentivos para la inversión (lo cual debería reducir el gasto en subsidios), sino que también se debería acompañar con acciones concretas que pongan fin a los “holdouts” y a la deuda con el Club de París. Esto nos permitiría plantear una nueva política financiera que no solo estimule una mayor tasa de crecimiento, sino que además, nos alejaríamos del círculo vicioso de crisis, inflación, estancamiento, pobreza y desigualdad.

Si todo esto resulta tan obvio y existe tanta evidencia empírica al respecto, uno debería indagar sobre los motivos para no llevarlo a cabo. En parte, es probable que los economistas, en materia de divulgación, estemos en deuda con la sociedad. Por otra parte, también es probable que los argentinos (y en especial los políticos), en lugar de enfrentar nuestros desafíos con seriedad, estemos tentados a resolver todos nuestros problemas vía la pócima mágica del enigmático Dr. Dulcamara², la cual, salvo la presencia de un error del Tipo II (resultado deseado con el modelo incorrecto), nos dejará como corolario una terrible resaca al mejor estilo Puccini.

V. Bibliografía

Aguinis, M. (2001): “El Atroz Encanto de Ser Argentinos”, Ed. Planeta

Barro, R. (1990): “Macroeconomía” 3º Edición, Ed. Alianza Universidad Textos

Cagan, P. (1956): “The Monetary Dynamics of Hyperinflation” en “Studies in the Quantity Theory of Money”, Ed. Milton Friedman, U. of Chicago Press

Díaz Alejandro, C.F. (1970): “Essays on the Economic History of the Argentine Republic” New Haven, Conn., Yale University Press

Della Paolera, G. y Taylor, A. (2003): “Tensando el Ancla” Ed. FCE

Friedman, M. (1968): “The Role of Monetary Policy” AER, 58.

² En la ópera “L’Elixir d’Amore” de Donizetti, Dulcamara es un “médico” que vende una pócima mágica que permite la cura de todos los males, incluso los del corazón. Sin embargo, el brebaje no es más que un simple licor y el facultativo un verdadero embustero, aún cuando la historia tenga un final feliz.

- Friedman, M. (1976): Nobel Lecture: Inflation and Unemployment”, JPE 85 (1977)
- Johnson, H. (1966): “The Neo-Classical One Sector Growth Model, A Geometrical Exposition and Extension to a Monetary Economy”, Eco. (Aug).
- Levhari, D. y Patinkin, D. (1968): “The Role of Money in a Simple Growth Model”, AER (Sept.)
- Lucas, R. (1972): “Expectations and the Neutrality of Money”, JET 4
- Lucas, R. (1973): “Some International Evidence on Output-Inflation Tradeoffs” AER
- Marty, A. (1968): “The Optimal Rate of Growth of Money”, JPE, Part II (July/Aug)
- Milei, J. (2007): “Inflación y Crecimiento en una Economía Abierta” (Mimeo)
- Phelps, E. (1961): “The Golden Rule of Accumulation: A Fable for Growthmen”, AER
- Phelps, E (1967): “Phillips Curves, Expectations of Inflation, and Optimal Unemployment over Time”, *Economica*, 34
- Sargent, T. y Wallace, N. (1975): “Rational expectations, the optimal monetary instrument and the optimal money supply rule”, JPE 83
- Sidrauski, M (1967.a): “Rational Choice and Patterns of Growth in a Monetary Economy”, AER (May)
- Sidrauski, M (1967.b): “Inflation and Economic Growth”, JPE (Dec)
- Solow, R. (1956): “A Contribution to the Theory of Economic Growth”, QJE
- Stein, J. (1970): “Monetary Growth in Perspective”, AER 60.
- Tobin, J. (1965): “Money and Economic Growth”, *Econometrica* (Oct)
- Tobin, J. (1980): “Asset Accumulation and economic Activity”, Ed. Basil Blackwell

Apéndice: Estructura Formal del Modelo

Supongamos que nos enfrentamos a una economía donde se producen dos bienes, unos que son transables y otros que no lo son. A su vez, si consideramos que la economía bajo análisis es pequeña, el precio internacional de los bienes transables viene dado. En este contexto, la función de utilidad de los agentes dependerá del consumo en bienes transables (C_T) y de no transables (C_N) y que para este caso particular tomará la siguiente forma:

$$U(C_T, C_N) = C_T^\phi \cdot C_N^{(1-\phi)} = \phi \log C_T + (1-\phi) \log C_N \quad (1)$$

A su vez, para financiar el gasto en estos bienes, los agentes cuentan con ingresos derivados de la producción de transables (Y_T) y de no transables (Y_N) valuadas a sus respectivos precios:

$$P_T Y_T + P_N Y_N = P_T C_T + P_N C_N \quad (2)$$

Por otra parte, si definimos al tipo de cambio real, como el cociente entre el precio de los bienes transables sobre el de los no transables

$$p = \frac{P_T}{P_N} \quad (3)$$

La restricción presupuestaria de la economía vendría dada por la siguiente expresión:

$$pY_T + Y_N = pC_T + C_N \quad (4)$$

Así para maximizar la función (1) transformada en logaritmos sujeta a la restricción de presupuesto (4), construimos el siguiente lagrangiano:

$$L = \phi \log C_T + (1 - \phi) \log C_N + \lambda [pY_T + Y_N - pC_T + C_N] \quad (5)$$

derivando respecto del consumo de transables y no transables e igualando a cero obtenemos:

$$\begin{aligned} \frac{\partial L}{\partial C_T} = \frac{\phi}{C_T} - \lambda p = 0 \quad , \quad \frac{\partial L}{\partial C_N} = \frac{1 - \phi}{C_N} - \lambda = 0 \\ \frac{\partial L}{\partial \lambda} = [pY_T + Y_N - pC_T + C_N] = 0 \end{aligned}$$

Por lo tanto, utilizando las dos primeras condiciones es posible hallar una ecuación que determina el tipo de cambio real:

$$p = \frac{\phi C_N}{(1 - \phi) C_T} \quad (6)$$

Si consideramos la condición de equilibrio en el mercado de no transables, es posible observar que la producción se debería igualar al consumo de bienes no transable más el gasto público

$$Y_N = C_N + G \quad (7)$$

mientras que para el caso de los transables, el consumo de los mismos se debería igualar a la producción de transables más el resultado comercial cambiado de signo ($B = M - X$)

$$Y_T + B = C_T \quad (8)$$

Así, reemplazando las ecuaciones (6) y (7) en la ecuación (7) es posible hallar la ecuación que describe el trade-off entre gasto público y competitividad de la economía:

$$p = \frac{\phi (Y_N - G)}{(1 - \phi) (Y_T + B)} \quad (9)$$

De esta manera, queda puesto de manifiesto el trade-off entre competitividad (tipo de cambio real) y gasto público, donde cuanto mayor esté último menor tipo de cambio real.