

EL ELIXIR DE LA TEORÍA MONETARIA ARGENTINA: APUESTA POR EL ERROR TIPO II O UNA PASIÓN DESENFRENADA POR LA INFLACIÓN

Javier Gerardo Milei ¹

I. Introducción

En su número 64 (correspondiente al cuatrimestre Enero-Abril de 2008), esta misma revista publicaba un artículo de mi autoría llamado “El Nuevo Gobierno vs. Los Molinos de Viento: Los Falsos Dilemas al Acecho del Crecimiento y el Bienestar”, en el cual demostraba que los dilemas en materia de política económica que planteaba en aquel entonces el recién asumido gobierno nacional de nuestro país, eran falsos y donde la falsedad de los mismos no sólo se debían a un mero problema de inconsistencia lógica (un modelo mal construido matemáticamente) sino que la principal fuente de ello era la evidencia empírica adversa. En ese sentido, el final del artículo señalaba “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 Puccini³”.

Desafortunadamente para todos los argentinos, el gobierno nacional ha decidido emborracharse con el “L’ Elixir d’ teorías perimidas” sepultadas por la evidencia empírica, lo cual es pagado día tras día con una tasa de inflación

creciente. Dado los niveles actuales de inflación en torno al rango 25%-30% parece un cuento de hadas cuando durante 2003 (pese a la brutal devaluación del peso durante 2002), la tasa verdadera se ubicó en el 3,6%. Por ello, el motivo del presente artículo es hacer una reseña de las distintas medidas y afirmaciones realizadas por el Gobierno que se chocan de plano con el manual de buenas prácticas en materia de política económica. En función de ello se presenta una colección de cuatro ensayos: (i) El Rol de las Reservas en una Economía, (ii) Independencia del BCRA y Tasa de Inflación, (iii) La Visión Monetarista de la Inflación y (iv) La Inflación, un Fenómeno Siempre Monetario. Si bien estos ensayos pueden ser leídos por separado, los mismos conforman una síntesis interrelacionada de los errores cometidos por el Gobierno en materia Monetaria que se traducen en un persistente crecimiento de los precios y ubican a la Argentina entre los cinco países con mayor inflación del mundo.

El primero de los ensayos está relacionado con la remoción de Martín Redrado como Presidente del BCRA por negarse a utilizar las reservas internacionales para la creación del Fondo del Bicentenario, hecho que reabrió el debate del rol que los activos externos en poder del ente de control monetario. En dicho sentido se explica que el nivel de reservas con el que

1- El autor es Profesor de la Cátedra de Economía Monetaria en la UBA y en la UADE.

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.

3- La referencia está asociada con los siempre trágicos finales, salvo por Gianni Schicchi y Turandot (obra concluida por su discípulo -en su defecto el Príncipe Calaf nunca veía el telón final-), de la óperas compuestas por Giacomo Puccini.

debe contar un banco central se halla relacionado con la estabilidad de la demanda de dinero local, la situación fiscal y el acceso al mercado de capitales, donde dadas las condiciones de Argentina queda de manifiesto que la medida es inapropiada. Sin embargo, el tema no se extingue en el nivel de reservas ya que la intempestiva salida de Redrado lesionó la independencia del BCRA de manera seria, generando un aumento en las expectativas inflacionarias.

Así, en función del artículo sobre reservas aparece el segundo ensayo, el cual aborda el tema de la independencia del BCRA y la tasa de inflación. Respecto al tema, la evidencia señala que desde la estatización del BCRA en 1946 (a su inicio en 1935 era mixto), la tasa de inflación anual promedio fue del 141%, donde la tasa de variación de precios promedio en el período de baja independencia (167%) fue 91 veces mayor que la inflación que hubo durante la convertibilidad y 63 veces mayor a la tasa de los Estados Unidos, país que durante 1950-2010 tuvo 6 Presidentes al mando de la Reserva Federal. Por lo tanto y a mucho pesar de las afirmaciones de distintas voces del arco político, Argentina resulta consistente con la teoría que predice que a menor independencia del Banco Central mayor tasa de inflación.

Dados los presagios de alta inflación que implican los dos primeros ensayos, los últimos dos que componen el artículo abordan de lleno el tema inflacionario. En dicho sentido, el tercer ensayo del artículo aborda La Visión Monetarista de la Inflación, donde a partir de la evidencia empírica internacional es posible observar que durante los primeros dos años, los incrementos en la cantidad de dinero, aunque positivo, el impacto en la tasa de inflación es bajo al tiempo que el nivel de actividad mejora. Sin embargo, cuando uno pasa a estudiar los resultados a cinco años, el efecto en actividad se diluye de manera sustancial y la tasa de inflación se acelera, mientras que para períodos mayores a diez años no hay efecto alguno en actividad y solo queda una

mayor inflación. En definitiva, la evidencia empírica está del lado de Milton Friedman, quien afirmaba que: "la inflación era siempre y en todo lugar un fenómeno monetario", lo cual guarda relación con el último de los ensayos, donde se da por tierra con las esotéricas explicaciones que han ofrecido distintos economistas para la elevada tasa de inflación que debemos padecer día a día los argentinos.

Por último se presentan las reflexiones finales, las cuales dejan de manifiesto aquellos elementos que debemos rescatar de los manuales teóricos y cuales deberían quedar solo como curiosidad de los historiadores para no sufrir tanto con la inflación.

II. El Rol de las Reservas en una Economía

La remoción del Presidente del BCRA en marzo de 2010 y "la intención de crear el Fondo del Bicentenario" utilizando reservas ha reabierto el debate acerca de cual debería ser el nivel óptimo de las mismas. En términos generales, con tipo de cambio totalmente flexible las reservas deberían ser nulas (siendo el precio de la moneda extranjera la variable de ajuste), mientras que bajo otro esquema, para el caso de una economía normal (caso distinto al argentino), el nivel estaría vinculado principalmente a dos motivos: (i) la necesidad de sincronizar los pagos y cobros que debe realizar la economía (transacción) y (ii) disponibilidad de fondos líquidos ante un shock externo negativo de tipo transitorio (precautorio). Puesto en estos términos, la medida resultaría neutra, ya que la deuda neta no cambiaría y solo habría una reasignación de activos, aunque la tasa de interés podría variar según fueran utilizados los fondos.

Por otra parte, respecto al nivel óptimo de reservas bajo tipo de cambio fijo, no es cierto que el precio de la moneda extranjera deba guardar relación con el cociente entre la base y los activos externos. De hecho, el nivel óptimo podría ser nulo, con solo cumplirse algunas de las tres

condiciones: (i) una demanda de dinero no decreciente y/o (ii) una política fiscal lo suficientemente flexible como para compensar las fluctuaciones en el mercado de divisas y/o (iii) pleno acceso al mercado de capitales. Claramente, Argentina no cumple ninguna de dichas condiciones. Asociado con el alto nivel de inflación (lo cual derivó en el cambio de cinco signos monetario y la eliminación de trece ceros) y las recurrentes crisis de balanza de pagos, la demanda de dinero muestra un comportamiento altamente inestable. Respecto a la política fiscal, la regla ha sido la compulsión por gastar, donde la única forma de bajar el gasto real ha sido la vía de la licuación inflacionaria. En cuanto a la posibilidad de acceder a fondos externos para nivelar los desequilibrios cambiarios parecería una tarea gigante hasta para el propio Cíclope. Por lo tanto, desde este otro punto de vista, la medida es inapropiada ya que deteriora la calidad de los activos con los que cuenta el BCRA para amortiguar los desequilibrios cambiarios-monetarios, lo cual implica que el nivel de precios será más alto, el crecimiento menor y la distribución del ingreso peor.

A su vez, respecto a la determinación del nivel óptimo de reservas con el que debería contar Argentina, más allá de las cuestiones cuantitativas, la evidencia empírica señala que cuando viene la crisis no hay nivel razonable de reservas que pueda evitarla (aunque las hacen menos severas) y que lo más importante no es acumular reservas, sino que lo más relevante es mostrar una política económica consistente, sustentable y sostenible. Desde este punto de vista, si uno considera que la medida se halla relacionada con un fuerte deterioro de las cuentas públicas y con claras intenciones de utilizar los fondos disponibles para incrementar el gasto público, la señal es mala, alimenta las expectativas de crisis y al tiempo que un menor nivel de reservas aumentará el dolor cuando haya que afrontar una nueva crisis.

Por último, existe una línea analítica que pivotea sobre las cuestiones institucionales

(discrecionalidad del Banco Central) y es el vinculado al tema de inconsistencia temporal de la política monetaria. En este sentido, cuanto más averso a la inflación es el Banco Central más baja sería la tasa de inflación de equilibrio, al mismo tiempo que la evidencia empírica internacional muestra que cuanto menos independiente sea el organismo de control monetario mayor la tasa de inflación. Un ejemplo concreto de ello se presentó cuando la Presidencia del BCRA pasó de Alfonso Prat-Gay a Martín Redrado. Mientras que el primero se declaraba a favor de seguir una política de metas de inflación, el segundo se mostraba más laxo al aceptar un esquema de metas para el tipo de cambio real, dejando a cargo de la política fiscal la absorción del excedente monetario. Claramente, como el sector público no cumplió su parte (no solo no aumentó el resultado fiscal sino que lo redujo) la política monetaria terminó siendo sumamente expansiva generando una tasa de inflación creciente. Extendiendo el análisis para la situación actual, si Redrado ha sido más laxo que Prat-Gay y ello ha derivado en una mayor tasa de inflación, uno debería esperar que Marcó del Pont sea más laxa que su predecesor, lo cual implica que de mediano-largo plazo la inflación debería ser más alta. Esperemos que la nueva Presidente del BCRA, Lic. Mercedes Marcó del Pont, muestre un mayor compromiso con la teoría económica, los datos reales y la evidencia empírica argentina, de lo contrario deberemos soportar tasas de inflación crecientes y estancamiento económico.

III. Independencia del BCRA y Tasa de Inflación

Durante un Seminario organizado por el Banco Central de la República Argentina y como parte de los festejos del 75° aniversario de la entidad, la Presidenta de la Nación expuso su posición respecto a la Independencia bajo la cual debería operar el organismo encargado del diseño de la política monetaria. En función de ello, dijo que no cree que "nadie pueda creer en la autonomía de las entidades financieras centrales de los países" y que "todo sigue un proyecto

político de país o de gobierno. Nadie puede creer esas cosas. Sólo se las repite como una letanía o una liturgia, porque queda bien". Al mismo tiempo, increpó al auditorio señalando "¿Ustedes creen que el titular de la FED hace lo que le parece o lo que le conviene a los Estados Unidos?

¿Ustedes creen que el titular del Banco Central de Inglaterra hace lo que quiere independientemente de lo que le convenga a su gobierno? ¿Ustedes creen que la autonomía es tal que se hacen cosas que no tienen nada que ver con el proyecto económico?". Al día siguiente y en la misma dirección, la Presidente del BCRA Mercedes Marcó del Pont, llamó a recuperar el rol "histórico" de la entidad monetaria y que al mismo tiempo sirva para promover "un cambio estructural". Además, señaló "No creemos en la proclamada independencia, ni que el banco central debe estar sólo para controlar la inflación" ya que "el BCRA tiene un compromiso muy grande para avanzar en el proceso de bancarización porque es una forma de inclusión social y el acceso al financiamiento es una forma de distribuir el excedente económico".

Poniendo en blanco y negro ambas declaraciones, el postulado sería el siguiente: el Banco Central no debería preocuparse sólo por controlar la tasa de inflación (esto es, preservar el valor de la moneda) sino que debería diseñar su política monetaria en función de los objetivos del Gobierno y que para ello el BCRA debería retomar su rol histórico en la promoción del crédito, lo cual estimula la inversión (el crecimiento) y a su vez mejora la distribución del ingreso. Claramente y sin dudas, un especialista en temas de economía monetaria, frente a esta concatenación de premisas (modelo) se quedaría mudo, ya sea por sentirse absolutamente descolocado por un cambio tan radical en la materia o por un problema de congestión de argumentos frente al límite físico y tecnológico que impone el hecho de tener solo una boca. En este sentido, uno se ve obligado a re-examinar que señala al

respecto tanto la teoría económica como la evidencia empírica para nuestro país.

Frederick Mishkin (ex miembro de la Junta de Gobernadores de la Reserva Federal) en el capítulo 19 de su más reciente libro "Monetary Policy Strategy" hace un listado de las nueve premisas básicas bajo las cuales debería conducirse un Banco Central, estas son: (1) reconocimiento de la importancia de la estabilidad de precios para el crecimiento, (2) la estabilidad de precios requiere como precondition solidez fiscal, financieras, e (3) independencia del Banco Central, (4) exposición (transparencia) de las cuentas del BC, (5) el uso de metas de inflación, (6) flexibilidad en el sistema de metas, (7) optimalidad del sistema de metas, (8) transparencia en los objetivos e instrumentos y (9) reconocimiento el rol de los activos financieros en el diseño de la política monetaria. De más estaría decir que, Argentina, salvo durante el período del Plan de Convertibilidad, no ha cumplido ni cumple con gran parte de las mismas (por no decir todas). No en vano el país ha destruido 5 signos monetarios y le ha quitado 13 ceros a la moneda. De todos modos, si bien cada uno de los puntos mencionados ameritaría por lo menos un paper, dada la discusión plateadas por CFK y MdeP, sólo nos concentraremos en los puntos (1) y (3) de la lista de Mishkin.

En cuanto a la idea que sostiene que la estabilidad de precios es importante para el crecimiento se basa en tres desarrollos teóricos, los cuales fueron validados por la evidencia empírica internacional. El primero es el que postula la inexistencia de relación negativa entre inflación y desempleo a largo plazo, esto es, la negación de la Curva de Phillips. Hoy sabemos que incrementar la tasa de crecimiento de la cantidad de dinero, no sólo generará una mayor tasa de inflación sino que además no logrará reducir la tasa de desempleo. O lo que es lo mismo, creer que se podría bajar la tasa de desempleo de manera

permanente mediante mayor emisión de dinero es hacer retrasar al reloj académico en casi cincuenta años, en el fondo, dicho intento implicaría viajar a un mundo que no se lo creería el más fanático de los keynesianos.

En segundo lugar, tanto en el mundo académico como para el público en general se avanzó en la comprensión que la inflación es costosa en términos sociales, ya que una mayor y más volátil tasa de inflación genera menor inversión, menor crecimiento y por ende un peor nivel de vida.

En este sentido es que todos los bancos centrales del mundo que han tenido éxito en la lucha contra la inflación han hecho una bandera de la defensa del valor de la moneda.

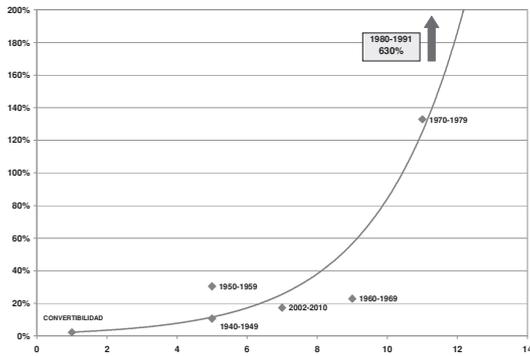
Por último, y sin lugar a dudas la contribución teórica más relevante de los últimos treinta años se halla el problema de la inconsistencia temporal. El problema de la inconsistencia temporal es uno con el que debemos tratar en forma persistente en el día a día. A pesar de que a veces tenemos la certeza de que determinado plan dará buenos resultados a largo plazo, recurrentemente nos desviamos de la trayectoria del mismo dado que ello genera ganancias de corto plazo. Un ejemplo de ello es cuando uno mismo se hace la promesa de ponerse a dieta, por el hecho de estar convencido de que es saludable, pero al momento que sigue se ve tentado por una porción de torta y sucumbe finalmente a la tentación, tomando primero un pequeño mordisco y luego otro y otro, hasta comerse tres porciones sucesivas, por lo que la dieta fracasa y su nivel de peso termina siendo más alto. En la jerga económica a un plan así se lo denomina "un plan intertemporalmente inconsistente". Por otra parte, en cuanto a la utilización del concepto en teoría monetaria le proponemos un ejercicio, reemplace el término "una porción adicional de torta" por "una mayor tasa de crecimiento de la oferta monetaria (lo cual baja transitoriamente

el desempleo y permitiría sumar mayor cantidad de votos en una elección)" y en lugar el "nivel de peso" utilice la expresión "nivel de precios". Si con este mecanismo llega a la conclusión que la inconsistencia temporal resulta en una tasa de inflación más alta, su razonamiento es correcto.

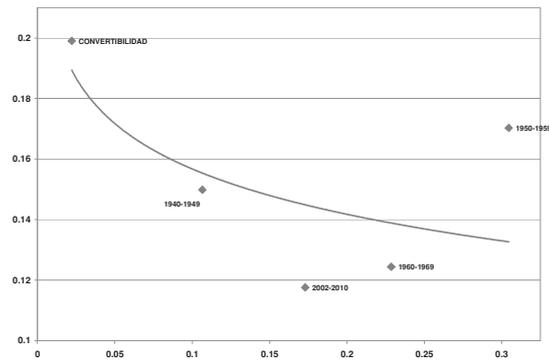
En cuanto a la independencia del Banco Central, esta fue la solución que han hallado los teóricos monetarios para lidiar con la inconsistencia temporal. Es lo mismo que la pasó a Ulises, quién sabía que conseguiría mejores resultados si se ataba al mástil, aun cuando en el corto plazo no le hiciera mucha gracia. Dados los retardos que tiene una economía, los resultados de la política monetaria deben evaluarse en un contexto de largo plazo. A su vez, si consideramos que en general los políticos y los medios de comunicación no son conocidos ni por su paciencia ni por tener una mirada de largo, para mantener la tasa de inflación a raya se busca despolitizar la política monetaria, poniéndola en manos de profesionales que tienen un muy alto prestigio académico-profesional, disponiendo de largos mandatos y aislados del bullicio de la política (¿se imagina cuanto crecería la cantidad de dinero si dependiera de un político?). A su vez, para medir la independencia de un BC se han utilizado diversas medidas tales como: rotación de los presidentes y del directorio, naturaleza del mandato y disposiciones legales, entre otras. En este sentido la evidencia empírica internacional muestra que en aquellos países donde el BC es más independiente (menos dominados por la política), la tasa de inflación es más bajo. En definitiva, tanto la teoría como la evidencia empírica internacional están en las antípodas de las afirmaciones de Cristina Fernández de Kirchner como de Mercedes Marcó del Pont. Sin embargo, podría ser que Argentina sea un país tan distinto que haría temblar, entre otros, a los Nóbel de Economía Friedman, Lucas, Kydland, Prescott y Phelps..

En función de ello, presentamos dos gráficos para el caso de nuestro país. En el Panel A

Independencia del BCRA, Inflación y Crédito al Sector Privado No Financiero



Panel A



Panel B

Fuente: Elaboración propia en base a JC de Pablo, Ferreres, Indec y BCRA

se presenta la relación entre tasa de inflación y el número de Presidentes que tuvo el BCRA en el período, donde la pendiente positiva muestra que a mayor cantidad de Presidentes (esto es, menor independencia) mayor tasa de inflación promedio. En este sentido se destacan la década del '80, donde por las oficinas de Reconquista 266 pasaron 13 Presidentes, lo cual dejó como saldo una tasa de inflación promedio del 630%. En el otro extremo tenemos la década del Plan de Convertibilidad, donde si bien hubo dos Presidentes, en los hechos es como si no hubiera habido cambio (ello se debe al paso de Roque Fernández al Ministerio de Economía, siendo sucedido por Pedro Pou, quien se desempeñaba como Vice del BCRA), donde, a mucho pesar de las afirmaciones de CFK y MdeP, tal como predice la teoría la tasa de inflación anual promedio fue la más baja de la historia (1,8%). En la misma línea, la evidencia señala que desde la estatización del BCRA en 1946 (a su inicio en 1935 era mixto), la tasa de inflación anual promedio fue del 141%, donde la tasa de variación de precios promedio en el período de baja independencia (167%) fue 91 veces mayor que la inflación que hubo durante la convertibilidad y 63 veces mayor a la tasa de los Estados Unidos, país que durante 1950-2010 tuvo 6 Presidentes al mando de la Reserva Federal. Al mismo tiempo, las elevadas tasas de inflación

dieron como resultado un proceso de continua caída de la demanda de activos locales, lo cual se tradujo en una pobre expansión del crédito al sector privado no financiero. En este sentido, el Panel B deja de manifiesto la relación negativa entre crédito al sector privado no financiero y tasa de inflación, por lo que cualquier medida pro inflación contraerá al crédito disponible, impactando sobre la inversión y la tasa de crecimiento de manera negativa.

Por lo tanto, la evidencia para el caso Argentino señala que cada vez que el BCRA fue presa fácil de los políticos, la inflación fue elevada, la gente huyó de la moneda local, el ahorro se fugó al exterior, los agregados monetarios se estancaron y el crédito para el sector privado no financiero se pulverizó. En este contexto de altas tasas de inflación, la economía se contrajo en términos per-cápita, la distribución del ingreso se tornó más regresiva y los indicadores sociales se deterioraron al mismo ritmo que Argentina pasó de ser un país desarrollado a inicios del siglo a ser uno de frontera. En función de dichos resultados, no debería resultar extraño que poco antes de morir, Federico Pinedo (creador del BCRA junto a E. Bosch y R. Prebisch) haya manifestado su dolor y arrepentimiento por haber creado un Banco Central que en lugar de

velar por el Bienestar de los argentinos terminó transformándose en una burda papelera.

IV. La Visión Monetarista de la Inflación

Si un extranjero, con conocimientos básicos de economía monetaria visitara nuestro país, le resultaría sorprendente las continuas descalificaciones que recibe la Universidad de Chicago, en especial su escuela Monetarista, por parte de las más diversas personalidades de la vida pública. Resulta más interesante aún si uno tiene en cuenta que casi uno de cada cinco laureados con el Premio Nobel de Economía ha pasado por Chicago. Puesto en otros términos, luce difícil creer que con tantos logros hayan estado tan equivocados y que las condecoraciones de la Academia Sueca sean una suerte de conspiración contra el bienestar de la humanidad.

Sin embargo, más allá de los premios, lo importante son los datos y si las premisas monetaristas han fallado deberíamos dejarlas de lado. En términos generales podríamos señalar que las cuatro grandes contribuciones del monetarismo a lo largo del siglo XX han sido: (i) una interpretación alternativa al keynesianismo sobre la Gran Depresión, (ii) el rescate de la teoría cuantitativa (desterrada por Keynes en la Teoría General) como herramienta del análisis económico, (iii) una reinterpretación de la Curva de Phillips y (iv) la convicción en que las soluciones propuestas por el gobierno son siempre inferiores a las ofrecidas por el mercado, factor por el cual se aboga por una política de reglas en detrimento de la discreción.

Si bien cada uno de los puntos mencionados es apasionante, la realidad argentina en materia de inflación obliga a focalizarnos sobre las contribuciones mencionadas en los puntos dos y tres, los cuales están vinculados al debate sobre la neutralidad del dinero. Esto es, si modificaciones en la cantidad de dinero afectan al equilibrio real de la economía. Para ello, Milton Friedman decide revivir la vieja Teoría Cuantitativa, la cual

señalaba que la cantidad de dinero (M), multiplicada por la velocidad de circulación (V) es igual al PIB nominal (esto es, el producto entre el Nivel de Precios " P " y la producción de la economía " Y "). Puesto en fórmulas: $M.V = P.Y$. De esta manera, bajo pleno empleo y con velocidad estable, los aumentos en la cantidad de dinero generarían un mayor nivel de precios sin afectar al equilibrio real de la economía. Por lo tanto, bajo este esquema, el dinero resulta neutral. De ahí la frase del Padre del Monetarismo que señala que "la inflación es siempre y en todas partes un fenómeno monetario" (mejorada años más tarde por Stanley Fischer al reemplazar la palabra monetario por fiscal).

Por otra parte, en la medida que el análisis riguroso de Friedman & Schwartz daba cuenta de la precariedad empírica de las ideas keynesianas (punto primero), sumado al hecho de que a mediados de los '50s se produce una aceleración de la tasa de inflación, los discípulos de Keynes se refugiaron en la Curva de Phillips. Dicha curva fue desarrollada por Lipsey en 1960 (argumento presentado por Irvin Fisher ya en 1926) a partir de un trabajo de Phillips (1958) para luego ser testeada por Samuelson y Solow (1960). Dichos estudios hablaban de la existencia de un conflicto (trade-off) entre inflación y desempleo, por lo que si un hacedor de política quería bajar la tasa de desempleo debía pagar un costo en términos de mayor inflación, lo cual refutaba la hipótesis de la neutralidad del dinero. Sin embargo, Friedman y Phelps demostraron que este "trade-off" es válido solo en el corto plazo, pero que en el largo plazo, cuando los agentes incorporan en sus expectativas el accionar de los hacedores de política, el "trade-off" desaparece dejando inalterada la tasa de desempleo en su nivel natural, al tiempo que la inflación resulta ser más alta. Claramente, los monetaristas no se quedaron tranquilos con esta paliza teórica-empírica, por lo que de la mano de Lucas dieron a luz a la Hipótesis de las Expectativas Racionales (1972/3), sepultando definitivamente a los

keynesianos. Sin embargo, para que la discusión precedente no quede solo en el plano virtual, en el gráfico adjunto se presenta evidencia empírica internacional sobre la relación tasa de inflación y crecimiento de la cantidad de dinero.

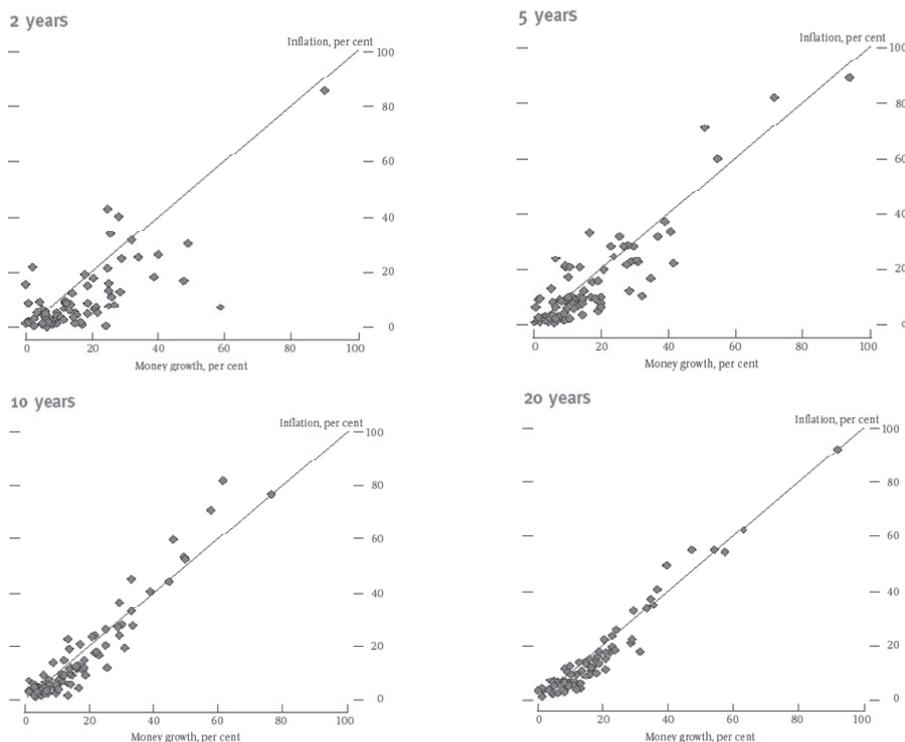
En el gráfico, la evidencia empírica de corte transversal permite observar que durante los primeros dos años, los incrementos en la cantidad de dinero, aunque positivo, el impacto en la tasa de inflación es bajo. Esto deja de manifiesto que en el corto plazo existe "trade-off" entre inflación y desempleo, por lo que una política monetaria activa ejerce efectos reales sobre el nivel de actividad y empleo. Sin embargo, cuando uno pasa a estudiar los resultados a cinco años, el efecto se diluye de manera sustancial, mientras que para períodos mayores a diez años no queda efecto alguno, esto es, no hay efecto en actividad y solo queda una mayor inflación.

De todos modos, vale la pena mencionar que para el caso argentino, la evidencia señala que este proceso es mucho más rápido. Por lo

tanto, mal que le pese a los detractores de la Escuela Monetarista, la evidencia empírica está totalmente del lado de los discípulos de Milton Friedman.

Por último, en función de lo analizado y respecto al caso argentino, desde la salida de Prat-Gay como presidente del BCRA la política monetaria ha sido altamente expansiva, lo cual comenzó a generar trastornos a mediados de 2005 (momento en que la economía cerró su output gap). Respecto a ese momento ya han pasado casi cinco años y la evidencia empírica señala que estamos a las puertas de comenzar a sufrir los efectos de una inflación más severa. Sin embargo, puede que esto le resulte muy abstracto, por lo que le propongo que vaya al supermercado, llene mes a mes el changuito con los mismos bienes y luego compare con el costo del mismo mes del año anterior, de esta manera, si la misma compra le cuesta entre un 25%-30% más, usted podrá decidir si la verdad está del lado monetarista o de sus detractores.

La Teoría Cuantitativa y los Datos



Fuente: De Gregorio en base a estadísticas mundiales relevadas por el FMI

V. La Inflación, un Fenómeno Siempre Monetario

Milton Friedman señalaba que la inflación era siempre y en todo lugar un fenómeno monetario. Para hacer dicha afirmación se basaba en dos pilares: (i) la teoría cuantitativa y (ii) la evidencia empírica, elementos con los cuales demolía a cuanto keynesiano se le cruzara por el camino. De hecho, el debate entre monetaristas y keynesianos terminó con un resultado muy abultado en favor de los seguidores de Friedman. Sin embargo, los argentinos somos seres románticos que nos ponemos del lado de los perdedores, haciendo de nuestras vidas un tangazo permanente.

Así, nos empeñamos en negar las lecciones de Friedman, aún cuando nuestro país se halla entre los cinco países con mayor tasa de inflación en el mundo, al tiempo que nuestra tasa de variación de precios es nueve veces mayor a la del promedio de los países desarrollados y casi seis veces a la del promedio de América Latina (sacando Venezuela). Aún bajo este cuadro, en lugar de mirar la tasa de creación de dinero nos ponemos a desarrollar argumentos de lo más esotéricos que intentan dar una explicación creativa para lo que es una obviedad. De este modo, se exploran los determinantes de los precios detrás de las curvas de oferta y de demanda agregada, como si la simple suba del nivel pudiera ser definido como inflación.

Los argumentos por el lado de la oferta se basan en una matriz productiva con fuerte peso del sector agropecuario, mercados oligopólicos que fijan precios según un margen sobre costos y sindicatos poderosos que presionan sobre los salarios. Si bien estos elementos pueden generar un efecto contractivo en la oferta y con ello hacer subir los precios, ello no es inflación. En este sentido, si algunos de estos factores se disparan, la oferta se contrae, los saldos reales se reducen, la demanda cae y la economía queda en un estado de mayores precios y un producto debajo

del potencial. Dado que dicho punto no es de equilibrio, la restauración del mismo implicará que los precios vuelvan a su lugar original. Por lo tanto, cuando se cierre el circuito, los precios serán los mismos. Estas hipótesis, solo podrían tener sentido si el BCRA estuviera siguiendo una política de dinero pasivo con patrón mercancía (la oferta monetaria crece en respuesta a la suba de precios). Si bien este no es el caso, aún cuando lo fuera, ello necesita de la convalidación monetaria, por lo que así volveríamos al mundo de Friedman, en el que de largo plazo, la inflación es un fenómeno monetario y no un fenómeno estructural.

Por otro lado, están los argumentos que se focalizan en la demanda, haciendo énfasis sobre la política fiscal, el incentivo al consumo, el precio del dólar y la política monetaria. Si bien el incentivo al consumo podría ser visto desde una perspectiva similar a la del caso anterior donde el exceso de demanda se reduciría penalizando a la inversión, los otros tres elementos son parte de un trípode que definen si dominan las fuerzas del trilema monetario o se ajustan las conductas políticas a un esquema de metas para el tipo de cambio real. En este sentido, cuando se fija el tipo de cambio por encima del equilibrio (el dinero se vuelve endógeno), si la política fiscal no se contrae para eliminar el exceso de oferta de dólares (contracara del exceso de demanda de bienes) el nivel de precios aumentará, proceso que continuará hasta que el tipo de cambio real retorne a su nivel de equilibrio. Nuevamente, los precios suben por el aumento convalidante de la cantidad de dinero (oferta pasiva patrón externo) y ese aumento se transforma en inflación si el gobierno persiste en la estrategia del tipo de cambio alto sin alinear la política fiscal con la meta cambiaria, lo cual solamente se logra mediante devaluaciones y/o fijando el tipo de cambio respecto de una moneda que pierde valor internacional de manera sistemática.

Por último y no por ello menos esotérico se suman otros tres argumentos. Allí aparecen

los que ven las causas de la inflación en la insuficiencia de inversión, expectativas que generan inercia inflacionaria y el crecimiento. El primer punto no resiste el menor análisis, ya que considerar que una mayor inversión, esto es una mayor demanda agregada, haga bajar los precios es como invertir la ley de la gravedad. Respecto a las expectativas, las mismas se hallan en función de la tasa de creación de dinero, por lo que si la emisión cesara, tarde o temprano la inflación cederá.

Por último, vale la pena mencionar que el crecimiento no viene dado por la expansión de la demanda sino por la acumulación de factores y el progreso tecnológico, por lo que cuando esto sucede la oferta se expande y los precios caen en lugar de subir. Por lo tanto, habiendo revisado las distintas visiones sobre la inflación argentina, queda claro que cuando se sale de lo superficial, más allá de nuestra pasión tanguera, es posible deducir que: la inflación es siempre y en todo lugar un fenómeno monetario.

VI. Reflexiones Finales

A lo largo de los cuatro ensayos presentados hemos recorridos los principales resultados a los que ha llegado la Teoría Monetaria, al tiempo que hemos destacado lo que señala la evidencia empírica internacional (sin dejar de lado el caso argentino) en materia de inflación. En dicha línea, la evidencia empírica de corte transversal permite observar que durante los primeros dos años, los incrementos en la cantidad de dinero, aunque positivo, el impacto en la tasa de inflación es bajo, lo cual deja de manifiesto que en el corto plazo existe "trade-off" entre inflación y desempleo, por lo que una política monetaria activa ejerce efectos reales sobre el nivel de actividad y empleo. Sin embargo, cuando uno pasa a estudiar los resultados a cinco años, el efecto se diluye de manera sustancial, mientras que para períodos mayores a diez años no queda efecto alguno en actividad y solo queda una mayor inflación.

Sin embargo, a pesar de la evidencia empírica internacional y en especial para el caso argentino, los detractores de la Escuela Monetarista, en lugar de poner el foco sobre la expansión monetaria, exploran sobre los determinantes de los precios detrás de las curvas de oferta y de demanda agregada, como si la simple suba del nivel pudiera ser definido como inflación. En cuanto a los argumentos por el lado de la oferta, los mismos se basan sobre los efectos contractivos que pueden hacer subir los precios (como si la simple suba del nivel pudiese ser definido como inflación), aun cuando para que ello se vuelva inflación se necesita de una convalidación monetaria permanente, por lo que así volveríamos al mundo de Friedman, donde, en el largo plazo, la inflación es un fenómeno monetario.

Por otra parte, los que enfatizan la inflación desde el lado de la demanda hacen su foco sobre el trilema monetario y la inconsistencia fiscal respecto al nivel del tipo de cambio real. Sin embargo, a lo igual que antes, los precios suben por el aumento convalidante de la cantidad de dinero (oferta pasiva patrón externo) y ese aumento se transforma en inflación solamente si el gobierno persiste en la estrategia de un tipo de cambio real alto sin alinear la política fiscal con la meta cambiaria, lo cual solamente se logra mediante devaluaciones y/o fijando el tipo de cambio respecto de una moneda que pierde valor internacional de manera sistemática. Por último, respecto al resto de las explicaciones, las mismas solamente deberían ser desempolvadas para engrosar el libreto de una obra tragicómica con altos perfiles de cinismo. Por lo tanto, cuando se revisan las distintas visiones sobre la inflación argentina y se sale de lo puramente superficial, queda claro que tal como señalaba Milton Friedman: la inflación es siempre y en todo lugar un fenómeno monetario.

Por último, en materia de Independencia del Banco Central, la evidencia es más contundente. La evidencia señala que desde la estatización del BCRA en 1946 (a su inicio en 1935 era mixto), la

tasa de inflación anual promedio fue del 141%, donde la tasa de variación de precios promedio en el período de baja independencia (167%) fue 91 veces mayor que la inflación que hubo durante la convertibilidad (período de alta independencia) y 63 veces mayor a la tasa de los

Estados Unidos. En este sentido, se destacan la década del '80, donde por el edificio del BCRA de Reconquista 266 pasaron 13 Presidentes, lo cual dejó como saldo una tasa de inflación

VII. Bibliografía

- Barro, R. & Romer, D.(1983): "A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model", *JPE* 91.
- Blinder, A.(1998): "El Banco Central: Teoría y Práctica" Antoni Bosch.
- Calvo, G.(1978): "On the Time Consistency of Optimal Policy in the Monetary Economy" *Econometría* 46.
- Cukierman, A.(1992): "Central Bank Strategy, Credibility and Independence: Theory and Evidence" MIT Press.
- De Gregorio, J.(2007): "Macroeconomía: Teoría y Políticas", Prentice Hall.
- Lipsey, R.(1960): "The Relationship Between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage rates in the U.K. 1862-1957: A Further Analysis", *Económica* 27.
- Lucas, R.(1972): "Expectations and the Neutrality of Money", *JET* 4.
- Lucas, R.(1973): "Some International Evidence on Output-Inflation Tradeoffs", *AER* 63.
- Friedman, M.(1948): "A Monetary and Fiscal Framework for Economic Stability", *AER* 38.
- Friedman, M.(1953): "Essays in Positive Economics", University of Chicago Press.
- Friedman, M.(1956): "The Quantity Theory of Money: A Restatement", University of Chicago Press.
- Friedman, M.(1968): "The Role of Monetary Policy", *AER* 58.
- Friedman, M.(1970): "A Theoretical Framework for Monetary Analysis", *JPE* 78.
- Friedman, M.(1971): "A Monetary Theory of Nominal Income", *JPE* 79.
- Friedman, M. & Schwartz, A.(1963): "A Monetary History of the United States: 1867-1960", Princeton University Press.
- Harris, L.(1981): "Teoría Monetaria", FCE.
- Kydland, F. & Prescott, E.(1977): "Rules rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans", *JPE* 85.
- Leijonhufvud, A.(1968): "On Keynesian Economics and the Economics of Keynes: A Study in Monetary Theory", Oxford University Press.
- Levhari, D. & Patinkin, D.(1968): "The Role of Money in a Simple Growth Model" *AER* 58.
- Milei, J.(2006): "Política Fiscal y Nivel Óptimo de Reservas en dos Modelos para una Economía sin Fricciones y TC Fijo" Reunión Anual de la AAEP (Salta).
- Milei, J.(2007): "Determinación del Nivel Óptimo de Reservas y la Política de Acumulación del BCRA" Reunión Anual de la AAEP (Bahía Blanca).
- Milei, J. (2008.a): "El Nuevo Gobierno vs. Los Molinos de Viento: Los Falsos Dilemas al Acecho del Crecimiento y el Bienestar", *Rev. Actualidad Económica* 64.
- Milei, J.(2008.b): "Dinero, Overshooting y Crecimiento en una Economía Abierta" Reunión Anual de la AAEP (Córdoba).

- Milei, J.(2010): "Una Mirada Desapasionada sobre el Rol de las Reservas", La Nación.
- Milei, J.(2010): "La Inflación, ese Fenómeno Siempre Monetario", La Nación.
- Mishkin, F.(2007): "*Monetary Policy Strategy*" MIT Press.
- Patinkin, D. (1965): "*Money, Interest and Prices*" NY. Harper & Row, 2° Ed.
- Phillips, A.(1958): "The Relationship Between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage rates in the U.K. 1862-1957", *Económica* 25.
- Samuelson, P & Solow, R.(1960): "Analytical Aspects of Anti-Inflation Policy" *AER* 50.
- Sidrauski, M.(1967a): "Rational Choice and Patterns of Growth in a Monetary Economy" *AER* 57.
- Sidrauski, M.(1967b): "Inflation and Economic Growth" *JPE* 75.
- Tobin, J.(1965): "Money and Economic Growth" *Econométrica* 33.

NORMAS PARA EL ENVÍO DE TRABAJOS

- 1- Los trabajos, sean **artículos** (informes de investigación teórica o empírica) o **ensayos** (reflexiones sobre aspectos de la economía), enviados para su publicación se remitirán a la Secretaría de la Revista en una copia en papel junto con un CD con el contenido íntegro del trabajo en formato Microsoft Word; o, en su defecto, a la dirección de correo electrónico instecon@eco.unc.edu.ar
- 2- La presentación de los trabajos será en hoja A4, fuentes Times New Roman 11, con interlineado de 1,5 líneas, y con encabezado y pie de página de 1,25 cm.
- 3- La extensión *total* de los trabajos **no deberán exceder de 6000 a 6200 palabras** aproximadamente (unas 20 páginas, incluidos cuadros y gráficos), aunque es conveniente una extensión máxima menor. A su vez, **la dimensión mínima recomendable será de unas 2000 palabras** (unas 7 páginas). En dicha extensión, nos reiteramos, se incluyen cuadros, figuras, referencias bibliográficas, anexos, etc. (Es de aclarar que cualquier extensión menor puede ser aceptada a criterio de la Dirección y del Comité Editorial).
- 4- Cada trabajo deberá ir precedido de una primera página que contenga el título del trabajo y su resumen en español (150 palabras aproximadamente), con palabras clave (entre dos y cinco).
- 5- Las Referencias bibliográficas irán al final del artículo en el epígrafe Referencias bibliográficas, ordenadas alfabéticamente por autores de acuerdo son el siguiente estilo:
Artículos: (1) Apellidos e inicial de todos los autores (en minúsculas); (2) Año de publicación (entre paréntesis); (3) título completo del artículo (entre comillas); (4) título de la revista (en cursiva); (5) número de la revista; y, en su caso, el volumen;
Ejemplo: Stigler, G.(1961): "The Economics of Information", *Journal of Political Economy*, Vol.69,N 3.
Libros: (1) Apellidos e inicial de todos los autores (en minúsculas); (2) Año de publicación (entre paréntesis); (3) título completo del libro (en cursiva); (4) edición; (5) editorial; (6) lugar de publicación.
Ejemplo: Graff, J. de V.(1967): *Teoría de la economía del bienestar*, Ed. Amorrortu, Buenos Aires.
- 6- De ser necesario, se utilizarán notas a pie de página que irán numeradas correlativamente y voladas sobre el texto. Su contenido será mecanografiado a espacio sencillo, en fuente Times New Roman 9.
- 7- Los cuadros, figuras, mapas, etc. pueden ir o no intercalados en el texto, a criterio del autor. Luego se realizará su edición al diagramar la publicación. Tendrán una calidad suficiente para su reproducción y han de acompañarse con un título suficientemente explicativo y con sus respectivas fuentes. Los cuadros, figuras, etc. irán numerados correlativamente (cuadro 1, cuadro 2, figura 1...) Los cuadros y figuras deberán incluirse de forma que puedan formatearse (no han de ir pegados como imagen).
- 8- Los recursos matemáticos y formalizaciones *deben reducirse al máximo; y, en lo posible, ser evitados*. Sin embargo, en caso de recurrirse a estos medios técnicos deben colocarse en un Apéndice al final; y de ser muy breve en nota al pie. Todo esto *con el propósito de que el lector pueda acceder al artículo o ensayo sin recurrir a la lectura de las formalizaciones utilizadas*.
- 9- Todos los trabajos recibidos serán leídos por la Secretaría o/y miembros del Comité Editorial con el propósito de eventuales sugerencias; y desde ya, para garantizar un nivel de calidad como es la norma tradicional en estos casos.

ECONOMÍA ARGENTINA

Con Temas de Economía Regional

Alberto José Figueras



Ed. EUDECOR,
Córdoba - 2008 - 612 pág.

Sinopsis

Hay quienes se inclinan por una presentación histórica de los problemas económicos. Es decir, una lectura analítica del conjunto de los sucesos período a período. Otros, en cambio, prefieren detenerse sólo en el presente, trabajando sobre áreas temáticas. Este texto, por su parte, conciliando ambas posiciones, sigue la línea de tratar aspectos parciales de la economía (p.ej. mercado laboral, sector manufacturero, mercados financieros, etc.), analizándolos separadamente para mayor claridad; pero, a la vez, señalando los antecedentes de ese aspecto o problema. Algo así como recorrer su "sendero". De allí que la obra presente los artículos por grupos temáticos, intentando integrar las dos preferencias, la diacrónica y la sincrónica. Es decir, que la presentación sigue la línea de discutir los problemas por conjuntos de temas y no por períodos históricos, debatiendo las soluciones intentadas y las polémicas a que han dado lugar (desde la estrategia de la Generación del Ochenta hasta la reciente "cuestión rural"). Su contenido específico es un conjunto ordenado de ensayos técnicos (más de 70), la mayoría publicados en diferentes medios por el autor. Para hacer sencilla la lectura, se han suprimido las formalizaciones matemáticas y se ha simplificado el instrumental gráfico. Asimismo, se incluyen artículos de otros especialistas en distintas áreas del pensamiento económico y social como los Profesores J.L. Arrufat, M. Capello, A. Díaz Cafferata, C. Ponce y M. Salto.