

El Pago con Reservas al FMI

"La Eterna Historia del Maltrato de la Política a la Economía"

Javier Gerardo Milei - Hernán Marcelo García

En el presente trabajo analizamos la racionalidad desde el punto de vista económico de la medida adoptada por el Gobierno Nacional de cancelar con reservas internacionales la totalidad de la deuda mantenida con el FMI. En una primera etapa desarrollamos los efectos cuantitativos de la misma, tanto en términos de flujos como sobre las hojas de balance sectoriales. Si bien destacamos los efectos positivos sobre el programa financiero del gobierno para los próximos años, también concentramos el análisis sobre la pérdida de calidad del activo del BCRA, con el consiguiente perjuicio sobre sus principales acreedores: las familias y los bancos. Asimismo, para plantear los efectos de largo plazo y analizar la racionalidad de la medida utilizamos cuatro modelos: (i) un modelo de demanda de reservas, (ii) un modelo que determina el nivel óptimo de reservas, (iii) un modelo de crecimiento con dinero y (iv) un modelo basada en la discusión sobre reglas versus discrecionalidad haciendo foco en la solución por delegación. Como resultado de ello surge que independientemente del análisis que se haga de la medida, el resultado es compatible con un mayor nivel de precios en el largo plazo. Sin embargo, lo sorprendente es que una decisión desacertada desde lo económico ha llevado a un aumento de la popularidad del Gobierno, lo cual abre un interrogante hacia la viabilidad de implementar políticas racionales consistentes con el crecimiento de largo plazo.

I. ANÁLISIS CUANTITATIVO DEL PAGO AL FMI CON RESERVAS INTERNACIONALES

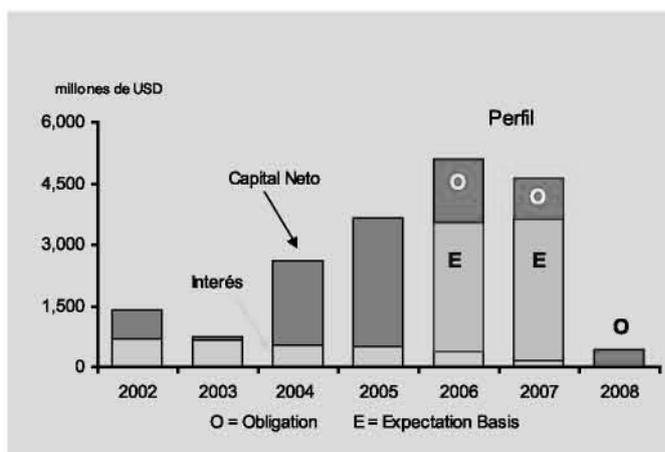
A mediados de diciembre de 2005 el Gobierno anunció la intención de cancelar el 100% de la deuda con el FMI, que por aquel entonces ascendía a USD 9,530m. Dicho pago finalmente fue realizado en los primeros días del mes de enero de 2006. Recordemos que poco tiempo antes, similar decisión había sido concretada por Brasil, aunque el proceso decisorio y el impacto que sobre la opinión de la comunidad financiera internacional tuvo dicha medida fueron marcadamente distintos. Básicamente,

en Brasil el proceso decisorio recorrió un camino que nace de las entrañas del Palacio de Hacienda y del Banco Central, para luego ser aprobado por el presidente Lula. Vale decir que la medida fue desde lo económico a lo político. En Argentina el camino fue justamente el inverso: nació como necesidad política, independientemente del impacto económico que pudiera generar.

Para poder hacer efectivo el pago, fue necesario la creación, por medio de un Decreto de Necesidad y Urgencia, de la figura de "Reservas de Libre Disponibilidad" (RLD), que no es otra cosa que el monto de reservas internacionales (RI) del BCRA que exceden el 100% del stock de Base Monetaria al tipo de cambio de referencia. De esta manera, las RLD pueden ser utilizadas sin restricciones para efectuar pagos a los organismos multilaterales de crédito.

Los análisis posteriores a la medida giraron en torno a los efectos sobre la mejora en el perfil de vencimientos de la Deuda del gobierno y por ende sobre el programa financiero para los próximos años. Efectivamente, éste es quizás el aspecto más destacable de la decisión de precancelar deuda, independientemente de la forma en que se lo hizo.

LOS VENCIMIENTOS CON EL FMI



Fuente: Elaboración propia en base al Ministerio de Economía

Recordemos que hace ya varios años que el gobierno viene cancelando sus pasivos con los Organismos Internacionales de Crédito. En particular, al FMI se le pagó en concepto de capital e intereses cerca de USD 4,800m entre 2002 y 2004, y en 2005 otros USD 4,000m adicionales. De los USD 9,500m de vencimientos contractuales de capital que aún faltaban por amortizar, más del 95% vencían entre los años 2006 y 2007. De esta forma, con relación al programa financiero del Gobierno, el efecto más notorio recayó sobre las necesidades financieras netas para los próximos años, reduciéndolas en una cuantía importante.

PROGRAMA FINANCIERO ANTES Y DESPUÉS DEL PAGO

(en millones de USD)	2006 *	2006 **	2007 *	2007**
Fuentes	8,669	8,669	8,200	8,200
Fondos acumulados a dic-05	0	0	0	0
Superávit Primario (Nación)	6,500	6,500	7,000	7,000
Financiamiento intra SPunF	969	969	0	0
Adelantos transitorios BCRA	1,200	1,200	1,200	1,200
Usos (I)+(II)+(III)	16,848	11,808	20,230	12,329
Pagos de Principal (I)	12,785	8,148	16,432	8,792
FMI (E + O)	4,637	0	7,640	0
Otros Organismos	2,447	2,447	2,532	2,532
Deuda Performing (incl. Bogar, Boden, PGs)	4,650	4,650	4,437	4,437
Deuda Reestructurada	0	0	0	0
Recompra de Deuda + GDP Units	1,051	1,051	1,823	1,823
Exceso de capacidad de pago	273	273	300	300
Recompra por exceso de crecimiento	389	389	762	762
Pago GDP Units	389	389	762	762
Pagos de Interés (II)	3,063	2,660	2,798	2,537
FMI	767	0	261	0
Otros Organismos	403	767	685	685
Deuda Performing (incl. Bogar, Boden, PGs)	1,279	1,279	1,238	1,238
Deuda Reestructurada	613	613	614	614
Otras necesidades financieras netas (III)	1,000	1,000	1,000	1,000
Resultado Financiero sin refinanciación OI	-8,179	-3,139	-12,030	-4,129
Refinanciación Organismos Internacionales	4,069	979	4,486	1,012
FMI (expectation basis)	3,090	0	3,473	0
Otros Organismos	979	979	1,012	1,012
Necesidades luego de refinanciación OI	-4,110	-2,160	-7,544	-3,116

* Cifras sin considerar la cancelación anticipada con el FMI

** Cifras incluyendo la cancelación anticipada con el FMI

Fuente: Elaboración propia

En primer lugar, los menores pagos de intereses reducen las necesidades de financiamiento mejorando así el resultado global del Sector Público no Financiero. En este sentido, mientras que la deuda con el FMI devengaba un interés anual promedio de 5.5% aproximadamente, el nuevo instrumento en poder del BCRA terminará devengando 2.5% (que es la renta promedio obtenida por las reservas internacionales en poder del BCRA). En términos del flujo de caja, dicha mejora representa unos USD 400m para 2006 y USD 260m en 2007. Adicionalmente, la disminución de las amortizaciones producto de los menores vencimientos no refinanciables (obligation basis) con el FMI, totalizan otros

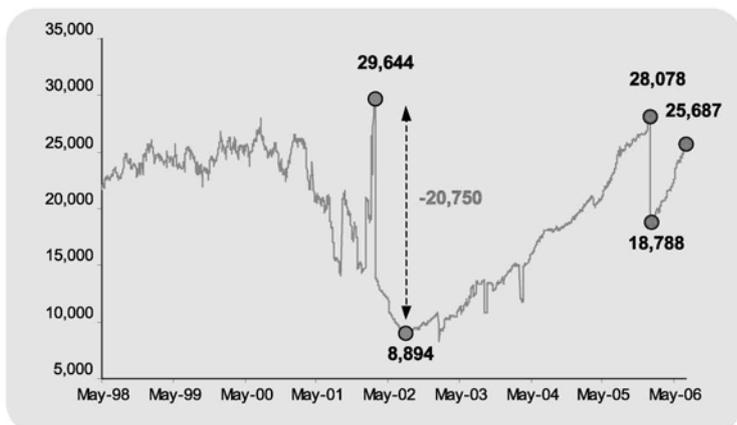
USD 1,550m y USD 4,160m en 2006 y 2007, respectivamente. Considerando ambos efectos, las necesidades financieras del gobierno caen para 2006 en aproximadamente USD 1,950m y USD 4,430m en 2007. De esta manera, el gobierno necesitaría, una vez realizado el pago, cubrir con emisiones de deuda en el mercado un gap de solamente USD 2,180m en 2006, y USD 3,100m aproximadamente, en 2007. Es interesante destacar en función de esto último que, asumiendo un roll over del 50% de los vencimientos con tenedores residentes de deuda pública (principalmente de inversores institucionales), las menores necesidades de emisión (producto de la cancelación anticipada al FMI) podría

generar una compresión de spreads soberanos, de querer los acreedores externos mantener un nivel de exposición al riesgo soberano argentino similar al actual. Vale decir que, la menor oferta neta de bonos que surge a partir de la cancelación apuntala los precios de los mismos, a igual nivel de demanda, con el consiguiente impacto positivo sobre la reducción de tasas, pudiendo verificarse un efecto de "crowding in" sobre el sector privado de la economía.

Sin embargo, más allá de los efectos positivos sobre la caja del gobierno para los próximos dos años, resulta fundamental también analizar el impacto de la medida sobre la hoja de balance del BCRA. En primer lugar, recordemos que hacia fines de diciembre de 2005, el stock de RI era de USD 28,077m. Por su parte, la base monetaria ascendía a USD 18,050m (al tipo de cambio de referencia del BCRA), por lo que el monto disponible en concepto de RLD era de unos USD 10,000m, aproximadamente. Finalmente, el pago realizado ascendió a USD 9,530m por lo que el stock de reservas posterior al pago quedó en USD 18,548m. Una vez concretado el pago, el primer efecto sobre el mercado fue la creencia de que con el fin de recomponer el stock de reservas, el BCRA se mostraría mucho más activo en sus intervenciones cambiarias diarias pudiendo afectar la evolución del tipo de cambio, sospecha que se confirmó con el correr de los días.

Es importante recordar que por ese entonces el BCRA presentaba el Programa Monetario ante el Senado en el que explicitaba como uno de los objetivos de la política monetaria para el 2006 la acumulación de reservas internacionales.

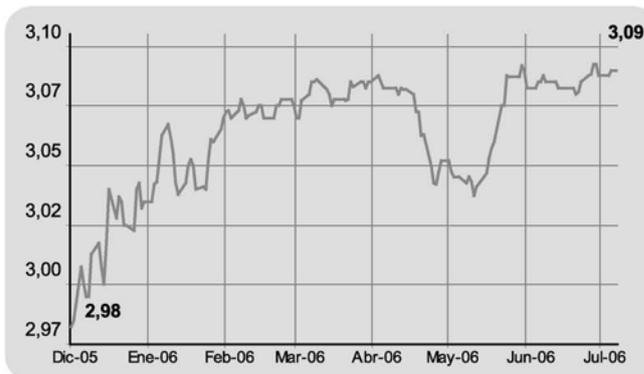
Evolución de las Reservas Internacionales del BCRA



Fuente: BCR

De hecho, el mismo día del anuncio el BCRA seguía presentando públicamente un modelo de acumulación óptima de reservas, que daba USD 32,000m.

Evolución del Tipo de Cambio luego del pago al FMI



Fuente: BCRA

Esto deja a las claras algunas de las inconsistencias que generó la medida, enviando una señal peligrosísima: para el BCRA, la mejor forma de velar por el valor de la moneda, de cara a las potenciales vulnerabilidades externas asumidas en sus modelos, requería incrementar las reservas internacionales; para el Gobierno había reservas de sobra.

Como contrapartida de la cancelación, el BCRA recibió una letra del tesoro nacional en dólares, de carácter intransferible, a 10 años de plazo con vencimiento en enero del año 2016, que devenga una tasa de interés acorde con la renta que obtenga el BCRA por las reservas internacionales invertidas, con un techo de tasa Libor - 1%, pagadera semestralmente. Vale decir que el BCRA cambió la composición de una tercera parte de su activo, reduciendo la tenencia dólares billetes e incorporando bonos del gobierno. Claramente, los perdedores en este intercambio son los acreedores netos del BCRA, es decir, las familias y el sistema financiero.

En cuanto a las implicancias cuantitativas de la medida, la forma más directa de medirlas es mediante el análisis de la hoja de balance del BCRA antes y después de la cancelación. Claramente, si bien la misma no tuvo un efecto monetario directo, es decir, no se modificaron los pasivos monetarios del BCRA, sí modificó la composición del activo y por lo tanto los balances parciales con los diferentes sectores de la economía. En

primer lugar, agrupando a las familias y al sector financiero notamos que en conjunto representan más del 65% de los pasivos del BCRA, es decir, unos \$ 80,400m aproximadamente. Antes del pago, la cobertura con RI de dichos pasivos ascendía a \$ 85,090m, es decir, algo más del 100%.

El Balance del BCRA antes y después del pago al FMI

	Antes	Después		Antes	Después
Activos	119.464	119.464	Pasivos	119.464	119.464
contra el sector privado (RI)	85.090	56.210	contra las familias	54.900	54.900
contra el sector público (neto)	34.374	63.255	Base Monetaria	54.900	54.900
Títulos del Tesoro	21.411	50.292	contra el Sector Financiero Neto	25.472	25.472
Adelantos transitorios	14.862	14.862	Encajes	6.534	6.534
Depósitos del Gobierno	(1.899)	(1.899)	Pases	7.024	7.024
			Lebac	26.081	26.081
			Redescuentos	(14.167)	(14.167)
			Otros neto	39.092	39.092

en millones de \$

Fuente: Elaboración propia en base al BCRA

Una vez realizado el pago, si bien los pasivos contra el sector privado no se modificaron, cayó considerablemente la cobertura de los mismos con RI, ubicándose en torno al 70%.

Si bien podría argumentarse que las acreencias que el Banco Central mantiene con el Gobierno también constituyen un respaldo de los pasivos del primero con el Sector Privado, los repetidos acontecimientos de crisis y default ocurridos en nuestro país nos indican que llegado el momento esto no es así. Por otro lado, más allá de que contablemente los títulos públicos estén valuados a valor técnico, y que éste no difiera sensiblemente de su valor de mercado en tiempos de estabilidad, sí lo hace considerablemente cada vez que dichos activos requieren ser utilizados.

A diferencia de las reservas en dólares que incrementan su "valor de mercado" por ser justamente el activo demandado en presencia de una crisis de moneda, el valor de los títulos del sector público transita el camino inverso, sobre todo en la Argentina, en que las crisis de moneda generalmente estuvieron explicadas directa o indirectamente por crisis fiscales. De esta forma, el valor de los activos del Banco Central se hace más pro cíclico que antes del pago, ya que ante un escenario recesivo que empeora el superávit fiscal, caería el valor de los mismos, agravando aún más la cobertura de los pasivos. Por lo tanto, los principales perjudicados son las familias y el sistema financiero. Frente a este escenario, dado el deterioro que muestran la cuentas públicas desde fin de 2004 (Giacomini-Milei 2005) la cancelación de la deuda actual con RI termina

siendo financiada con un incremento futuro de los impuestos, entre los cuales obviamente se destaca el impuesto inflacionario.

Adicionalmente, el carácter intransferible del nuevo activo hace esta cuenta aún más deficitaria. Utilizando una tasa de descuento de un bono en dólares del gobierno de similar vida promedio negociado en el mercado, y asumiendo un cupón de Libor - 1% (el máximo posible), el valor de mercado de la Letra intransferible que surgiría es de USD 49 por cada USD 100, lo cual muestra a las claras el deterioro en la calidad del activo que da respaldo a la moneda.

Sin embargo, un análisis profundo del pago con reservas al FMI no debería terminar aquí, ya que sería muy limitado, no sólo desde el punto de vista del análisis económico, sino también desde el punto de vista de lo político, siendo este último punto una cuestión fundamental, que en el fondo es el elemento motivador de la medida. A partir de ello, en el resto del artículo intentamos dar una respuesta más amplia, organizándolo de la siguiente manera. En la sección II, se analiza la medida desde el punto de vista del análisis económico. A su vez, dicha sección se subdivide en cuatro segmentos donde se analizará: (i) porqué son importantes las reservas, (ii) un modelo de reservas óptimas, (iii) el problema de la inconsistencia temporal, la independencia del banco central y la inflación y (iv) el papel del dinero en los modelos de crecimiento y la tasa de inflación. Una vez realizada esta serie de análisis se concluye que la medida, desde la perspectiva económica es negativa, independientemente del

modelo elegido, y ello abre la puerta a la sección III.

En esta última, procuramos encontrar una respuesta desde un punto de vista político, ya que si el análisis económico sugiere que la medida es tan mala, uno debería tener que explicar el motivo desde una visión alternativa. Por último, en la sección cuarta se presentan las conclusiones.

II ANÁLISIS ECONÓMICO DEL PAGO AL FMI CON RESERVAS

II. 1. ¿Por qué son importantes las Reservas Internacionales?

El aumento de la globalización financiera ha estado acompañado por frecuentes y dolorosas crisis. Desde 1982, en la que estuvo involucrada prácticamente toda América Latina, un nuevo cataclismo financiero en alguna parte del mundo en desarrollo ha aparecido con cierta regularidad. Algunos de los mejores ejemplos son México 1995, Sudeste Asiático 1997, Rusia 1998, Turquía 1994 y 2001, Brasil 1999 y Argentina 2001. Dichas crisis han generado una gran cantidad de literatura y han llevado a los hacedores de política a tomar medidas que protejan a las economías de tales eventos. Martín Feldstein (1999), luego de la crisis asiática, señala que los países en desarrollo no deberían depender del FMI o de reformas en el sistema financiero internacional para protegerse de estas crisis. Según este autor, la mejor manera de protegerse de estos eventos es mediante el aumento de las reservas internacionales. Dicha recomendación surge del hecho de que aquellos países que cuentan con mayores niveles de liquidez en activos externos están mejor preparados para enfrentar pánicos financieros y reversiones de los flujos de capitales. Adicionalmente, mayores niveles de liquidez no sólo hacen que los costos de las crisis sean menores sino que además hacen que las mismas sean menos probables.

En función de ello, los distintos gobiernos fueron tomando medidas para mejorar sus niveles de reservas. Tal es así que mientras en las décadas del '70 y '80 el nivel de reservas oscilaba en torno al 8% del PBI, durante la década del '90 dicho indicador creció de manera acelerada hasta llegar a representar un 30% del producto de los emergentes en el año 2004. Esta situación contrasta fuertemente con el comportamiento de los países desarrollados, los cuales, desde la década del '50 han mantenido una relación estable en torno al 5%.

En cuanto a la literatura sobre el tema, durante principios de los años '70 se presentó un importante debate acerca del nivel óptimo de reservas con el cual debía contar un país. En el mismo, una de las líneas analíticas que tomó mayor preponderancia es la que se corresponde con la demanda de dinero (Flanders 1971, Grubel 1971, Cohen 1975). La idea es simple, se analiza el comportamiento del Banco Central sobre el hecho de que es el agente que retiene y utiliza dichos recursos (las reservas) y se determina el nivel de reservas estudiando los factores que influyen en el cálculo de la cantidad deseada. En función de ello, la existencia de una divergencia entre la cantidad deseada y la observada debería dar lugar a un ajuste de las reservas.

Para determinar esta demanda de dinero, existen tres motivos por los cuales un Banco Central demanda reservas internacionales. El primer motivo es el vinculado con las transacciones, el cual se encuentra ligado a las necesidades de sincronizar los pagos y los cobros que debe hacer el país. El segundo motivo es el precautorio, donde el elemento central que sostiene a este argumento es que se debe contar con liquidez suficiente para el caso en que se deban enfrentar cambios repentinos, no esperados y transitorios de las condiciones internacionales, sin que ello deba desembocar en mecanismos de ajustes sobre la demanda doméstica. Por último, está el motivo especulativo, el cual no tiene una definición clara, pero en general se la asocia a los usos alternativos de las reservas.

Por lo tanto, si tomamos como referencia la relación reservas sobre importaciones, la misma debería modificarse ante la presencia de determinados factores. A modo enunciativo, este ratio debería incrementarse en presencia de una mayor inestabilidad de las exportaciones, mayor retorno de las reservas y/o una mayor volatilidad de las mismas. Asimismo, un mayor costo de financiamiento en los mercados de capitales internacionales también debería reflejarse en un incremento de la cobertura en relación a las importaciones. A su vez, cuanto más eficiente sean los mercados de capitales y cambiario, mayor el costo de oportunidad de retener reservas, mayor la voluntad de modificar el tipo de cambio ante la presencia de desequilibrios de balanza de pagos (y soportar los costos del ajuste) y la existencia de inventarios de bienes exportables, menor será la relación en cuestión y por ende menor el nivel de reservas.

Por lo tanto, cuando se toma como referencia este marco analítico, surge que desde esta perspecti-

va la medida no es adecuada. Básicamente, el problema radica en: (i) los episodios de default en que se ha visto involucrada Argentina hace complicado su acceso al financiamiento externo voluntario, (ii) en un contexto donde el nivel de actividad mundial se desacelera, dada la fuerte concentración de los bienes primarios dentro de las exportaciones, es de esperar que el país experimente un deterioro de los términos de intercambio, (iii) la suba de las tasas de interés en los países desarrollados reducirá los fondos disponibles para los emergentes, lo cual se encuentra relacionado con "el vuelo hacia la calidad", (iv) las experiencias inflacionarias vividas en el país han hecho de la moneda extranjera un refugio de valor que vuelve a la demanda de dinero local sumamente inestable, con impactos fuertemente negativos en materia de actividad. Desde este punto de vista, es posible observar que la medida tomada por el Gobierno, dada las características de Argentina, va estrictamente en la dirección opuesta a lo que sugiere este bloque de la teoría económica.

II. 2. Tipo de Cambio Fijo y Nivel Óptimo de Reservas

Siguiendo a Milei (2006), en esta sección presentamos un modelo macro, donde el principal objetivo es analizar el pago al FMI a partir de la interrelación entre la política fiscal, el mercado monetario y el nivel de reservas. Para ello nos concentraremos solamente en el análisis de los mercados de bienes y dinero, suponiendo que este último es el numeraire y que el mercado de trabajo es perfectamente flexible, de modo tal que el exceso de demanda de trabajo siempre sea nulo. Además, como supondremos que el tipo de cambio está fijo¹, las condiciones emergentes del mercado monetario afectarán al nivel de reservas. Por otra parte, asumimos que existe plena movilidad de capitales, por lo que la tasa de interés local siempre será igual a la tasa de interés internacional más la prima de riesgo. A partir de esto, es posible determinar las funciones de exceso de demanda de bienes (X) y de dinero (F).

La función de exceso de demanda del mercado de bienes, dependerá positivamente de la demanda del sector privado y del gasto del gobierno, mientras que la oferta de bienes es un dato (la economía está en pleno empleo) e interviene en la función con signo negativo. A su vez, la demanda de bienes por parte del sector privado depende negativamente del nivel de precios y de la tasa de interés, mientras que lo hace positivamente respecto del ni-

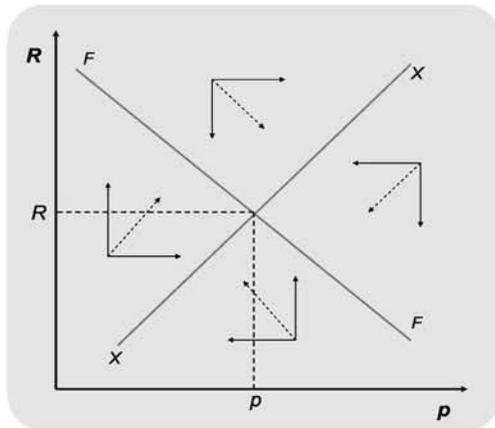
vel de reservas internacionales. Esto último se explica porque al tener un tipo de cambio fijo, un incremento de reservas está asociado a una mayor cantidad de dinero y por ende con un nivel más alto de consumo. Por otra parte, la función de exceso de demanda de dinero depende positivamente de la demanda de dinero y negativamente del crédito interno y de la cantidad de reservas multiplicada por el tipo de cambio (expansión por sector externo). En cuanto a la demanda de dinero, asumimos que la misma depende negativamente tanto con relación a los precios como respecto de la tasa de interés. Nótese que el efecto respecto a los precios viene dado por el hecho de que al subir los precios domésticos, los bienes locales serían menos competitivos respecto de los extranjeros, por lo que se demandaría una mayor cantidad de moneda extranjera para comprar bienes en el exterior, debilitando así la demanda de dinero local.

Respecto a la dinámica de ajuste, supondremos que cuando exista un exceso de demanda de bienes, el precio de éstos aumentará, mientras que cuando exista un exceso de demanda en el mercado de dinero lo que ajustará hacia arriba será el nivel de reservas internacionales. Como es posible observar en el gráfico 1, el equilibrio está determinado por la intersección de la recta XX, que representa el equilibrio en el mercado de bienes, y la recta FF, que representa el equilibrio en el mercado de dinero, mientras que las flechas muestran la dirección en que se movería la economía en caso de encontrarse en una zona de desequilibrio.

En cuanto a la interpretación económica de las pendientes podemos señalar que: (i) en el mercado de bienes, cuanto mayor sea el nivel de reservas, mayor la cantidad de dinero, mayor la demanda agregada, por lo que para una oferta agregada fija, el nivel de precios será mayor, (ii) en el mercado de dinero, cuanto mayor sea el nivel de precios, mayor la demanda de moneda extranjera, menor la demanda de dinero doméstica y con ello un menor nivel de reservas internacionales.

¹ Si bien en Argentina se intenta mostrar como un modelo con tipo de cambio flexible, cuando se analiza la volatilidad del nivel de reservas internacionales y del tipo de cambio, es posible asimilar al modelo con uno de tipo de cambio fijo o uno que opera entre bandas muy acotadas.

Gráfico 1: Equilibrio en los mercados de bienes y de dinero con tipo de cambio fijo

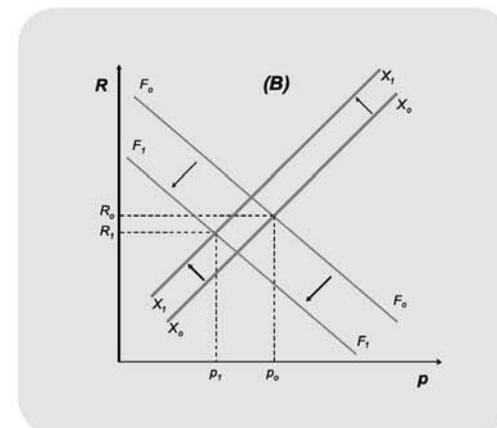
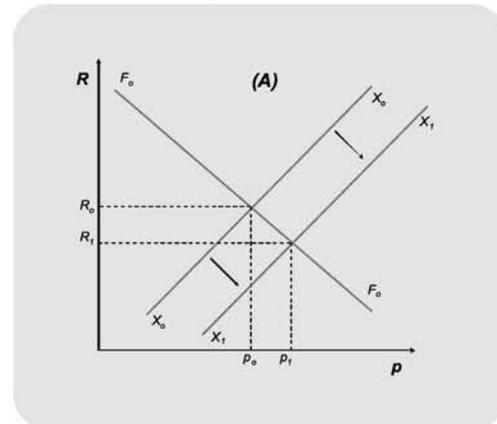


A su vez, cuando aumenta el gasto público tenemos que la curva XX se desplaza hacia la derecha (Gráfico 2.A), por lo que el efecto sobre el nivel de precios es positivo mientras que sobre las reservas es negativo. Esto quiere decir que cuando aumenta el gasto público se produce un exceso de demanda de bienes, lo cual (dada la oferta), impulsa a un incremento en el nivel de precios. A su vez, este mayor nivel de precios, dado el tipo de cambio fijo, conlleva a una pérdida de competitividad de los bienes locales respecto de los externos, por lo que la demanda de dinero local para transacciones se reduce. Por lo tanto, esto da lugar a una mayor demanda de dinero de moneda extranjera, lo que en definitiva lleva a una reducción de las reservas a consecuencia del exceso de oferta resultante en el mercado monetario.

Por otra parte, cuando se produce una expansión de la base monetaria por sector financiero (la cual la asociaremos a una corrida bancaria), donde la misma se presenta junto a una menor demanda tanto de bienes como de moneda local, tanto la curva FF como la XX se retraen (Gráfico 2 B), lo cual genera un efecto negativo tanto sobre el nivel de precios como en las reservas. En otros términos, al caer la demanda de bienes los precios deben reducirse, mientras que la emisión de redescuentos genera un aumento de la oferta de dinero que no es compensada (dado que los efectos directos dominan a los cruzados) por la mayor demanda de dinero asociada a menores precios, por lo que la cantidad de reservas caen. A su vez, vale la pena mencionar que cuanto más rígidos sean los precios a la baja, no habría mejora en la competitividad de

la economía y por ende no habría aumento en la demanda de dinero, por lo que la caída de las reservas sería aún mayor. En términos concretos, la caída sería idénticamente igual a la expansión de crédito interno.

Gráfico 2: Efectos de un aumento del gasto público (A) y de una corrida (B)

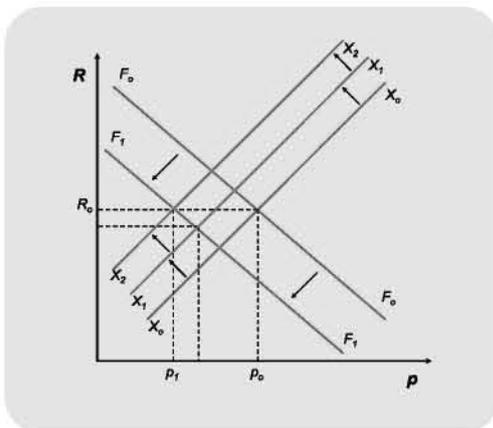


Naturalmente, si uno quisiera trabajar con un modelo con tipo de cambio fijo y sin un adecuado nivel de reservas, es evidente entonces que los aumentos del gasto público, la presencia de corridas o la inestabilidad de la demanda de dinero serían verdaderos problemas para el Banco Central. Por lo tanto, si tomamos el caso de un modelo con tipo de cambio fijo, dado que la política monetaria se vuelve pasiva (endógena), a la luz del primer resultado, resulta fundamental que lo que debe ajustar es la política fiscal de modo tal que se pueda restaurar el equilibrio monetario. La idea es muy simple, cuando el sector público incrementa el resultado fiscal ello conlleva a una contracción del crédito interno, por lo tanto, cuando se produce una caída en la demanda de dinero y/o se genera una corrida financiera que induce a una expansión del crédito interno,

por lo tanto, cuando se produce una caída en la demanda de dinero y/o se genera una corrida financiera que induce a una expansión del crédito interno, la respuesta del Gobierno deberá ser un aumento del superávit fiscal, de modo tal que se produzca la esterilización monetaria consistente con la restauración del equilibrio monetario. Ello implica que el resultado fiscal se debe incrementar en la misma cuantía que la emisión de base monetaria por sector financiero, neteado del aumento de la demanda de dinero consecuente de una reducción en el nivel de precios. Obviamente, cuanto más rígidos los precios a la baja, mayor debería ser el esfuerzo fiscal.

En el Gráfico 3 es posible observar que cuando se produce una corrida aunada a una contracción en la demanda de bienes, el sector público debe llevar a cabo una política fiscal contractiva de modo tal que sea posible contrarrestar el exceso de oferta generado en el mercado monetario. Adicionalmente, el gráfico deja de manifiesto también el descenso que debe producirse en el nivel de precios, lo cual implicaría que ante la presencia de rigideces la economía se alejará del nivel de pleno empleo. En dicho caso, la continuidad del esquema dependerá de comparar las pérdidas de bienestar asociadas a un menor nivel de empleo versus un incremento de los precios (entre otros factores) asociado a una devaluación.

Gráfico 3: Ajuste Fiscal Requerido para Nivelar el Mercado Monetario



Por lo tanto, en este modelo sencillo se demuestra que aun con tipo de cambio fijo, es posible que el nivel de reservas necesario sea nulo sin por ello tener que recurrir al financiamiento externo. Sin embargo, para que ello sea posible deberían cumplirse algunas de las siguientes condiciones: (i) la de-

manda de dinero sea inmutable, o que si se mueve sólo lo haga en dirección ascendente, y/o (ii) la política fiscal sea lo suficientemente flexible como para contrarrestar (mediante el crédito interno) las fluctuaciones del mercado de dinero.

A partir de esto, si el Gobierno, ha consumido parte de las reservas del BCRA, ello implica que para restaurar la situación monetaria es necesario que las reservas se incrementen y ello se conseguirá con un mayor superávit fiscal. Por otra parte, si bien el modelo marca cuáles son las condiciones para que un país pueda tener tipo de cambio fijo sin reservas, por oposición de argumentos señala cuando es necesario que la cantidad de dinero esté fuertemente respaldada por divisas. Siguiendo la misma línea argumental y aplicándola para el caso argentino es posible señalar que: (i) dada la volatilidad la demanda de dinero, (ii) la mayor predisposición de los agentes por correr contra un sistema financiero que opera con encaje fraccionario y (iii) la rigidez del gasto público a la baja, el BCRA debería contar con un gran nivel de reservas internacionales para respaldar los activos domésticos, aún mayor que la propia base monetaria (sobre todo, a la luz de la Convertibilidad). Por lo tanto, este análisis, al igual que el caso precedente, pone de manifiesto lo impropio de la medida, juicio que se ve reforzado aún más cuando se analiza la tendencia decreciente que ha mostrado el superávit fiscal tanto en términos del PIB como en términos reales (Giacomini-Milei 2005).

II. 3. El dinero y La Inflación en los Modelos de Crecimiento

A finales de los años sesenta, se produjo un fuerte debate acerca del papel del dinero en el contexto de una economía con crecimiento. Sin lugar a dudas, el más prominente de dichos trabajos fue el de Miguel Sidrauski (1967), quien trabajando con un modelo de optimización dinámica, demuestra que en este caso el dinero no sólo es neutral, sino que además es superneutral (modificaciones en la tasa de creación de dinero no modifican al producto per cápita).

Naturalmente, cuando uno trabaja con un modelo de las características del desarrollado por Sidrauski, uno de los elementos necesarios para resolver este ejercicio es la imposición de las condiciones de transversalidad. Las mismas señalan que el valor actual de los saldos reales (cantidad de dinero

sobre nivel de precios) debe ser no negativa. Naturalmente, si la tasa de descuento es positiva y el intervalo de tiempo es infinito, esta condición se cumple con el simple paso del tiempo, ya que cuando éste avanza el factor de descuento tiende a cero.

Sin embargo, cuando el horizonte temporal no es infinito, las cosas se ponen un poco más complicadas. Ahora el factor de descuento no es nulo y por ende, para que el valor actual de los saldos reales sea nulo, lo que debe ser nulo es el nivel de los saldos reales. La idea detrás de esto es bien simple. El dinero tiene valor en función de que nos permite llevar a cabo transacciones para hacer viable el consumo presente y futuro. Naturalmente, cuando la economía llega a su instante final el dinero no puede ser trasladado hacia adelante en el tiempo, por lo que nadie desearía tenerlo en su poder. De esta manera, en el último período todos intentarían deshacerse de sus tenencias monetarias, por lo que las mismas podrían ser eliminadas por dos vías. La primera de ellas es una hiperinflación, donde para que el valor de los saldos reales se haga nulo, debería llevar a un nivel de precios infinito. La segunda de ellas es el rescate por parte del sector público consolidado (banco central y gobierno), lo cual implicaría el reconocimiento explícito del dinero como deuda, la cual debería ser cancelada al final del período para cumplir así con la restricción presupuestaria intertemporal.

Naturalmente, es la segunda acepción la que se vincula con la decisión del pago al FMI con reservas. El Gobierno, al tomar las reservas del BCRA para pagar la deuda con el FMI deja sin respaldo la base monetaria, por lo que cuando la economía llegue a su instante final, al tipo de cambio vigente, la base monetaria no podría ser rescatada en su totalidad por lo que el nivel de precios debería ser más alto. Ello implica una mayor recaudación de impuesto inflacionario, lo que de fondo no es más que un nuevo default. Sin embargo, el Gobierno no se llevó las reservas de manera gratuita, sino que emitió deuda para compensar al BCRA por las reservas entregadas. En principio, la medida no es buena ni mala si como contrapartida de la misma hubiera un incremento del resultado fiscal para pagar esta deuda adicional. Sin embargo, la historia de Argentina es la historia de un defaulteador serial, ya sea vía repudio explícito de la deuda o por la vía inflacionaria. Por lo tanto, a juzgar por esto último la medida es inadecuada porque implica un nivel de precios más alto. Esta situación es aún peor cuando uno analiza la evolución del resultado fiscal en términos reales o en términos de producto, el cual viene cayendo continuamente desde diciem-

bre de 2004 (Giacomini-Milei 2005).

II. 4. Inconsistencia Temporal e Independencia del BCRA

Una de las cuestiones más controversiales sobre la política monetaria es si el banco central debería tratar de utilizar dicho instrumento de manera activa para estabilizar la economía o basarse en el cumplimiento pasivo de una regla. Este debate fue iniciado por Milton Friedman (1962), quien sostenía que si bien la política de estabilización podría mejorar los resultados del mercado, la carencia de conocimientos, la competencia y la fortaleza necesaria de los políticos para llevar a cabo la tarea hacía preferible, aunque no perfectos, los primeros, por lo que se sugería el seguimiento de una regla fija. Años más tarde este debate fue retomado por Kydland & Prescott (1977) quienes señalaban que la curva de Phillips aumentada por expectativas era una tentación para los hacedores de política. En este contexto, el banco central vía emisión puede reducir el desempleo, lo cual es valorado por la población. Sin embargo, el problema radica en que este recurso puede utilizarse de vez en cuando, y cuando las expectativas son racionales, vale decir muy pocas veces. Si las expectativas son racionales, no puede existir una brecha sistemática entre la inflación esperada y la efectiva. Por lo tanto, un banco central que se concentre en obtener resultados de corto plazo terminará provocando más inflación sin un mayor nivel de empleo.

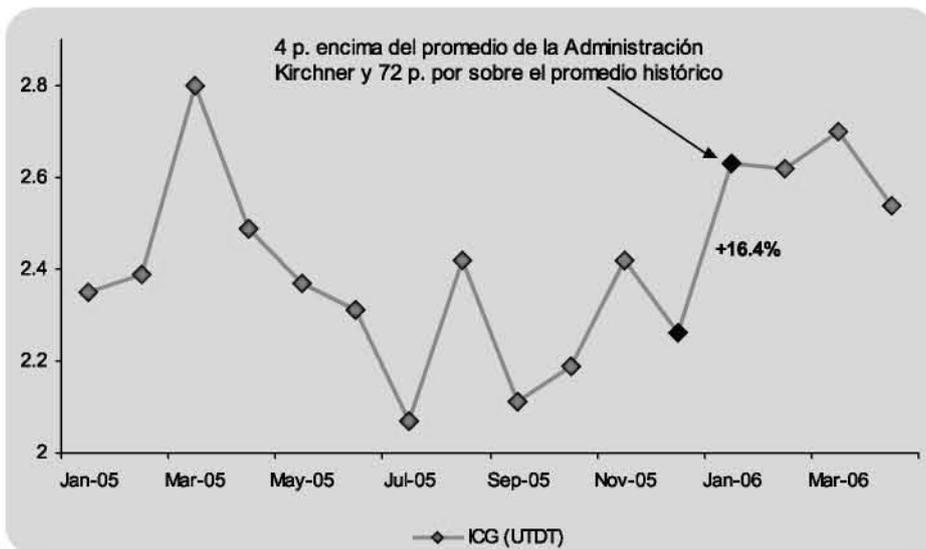
En esta familia de modelos, la brecha entre la inflación deseada y la efectiva es función del grado de aversión a la inflación que muestre el titular del banco central. Así, Rogoff (1985) postula que la política monetaria debería ser independiente y confiada a un agente con un grado de aversión a la inflación mayor que el resto de la población. Por lo tanto, con un banco central independiente y con una actitud francamente opuesta a la existencia de inflación, el resultado debería ser una tasa menor, sin pérdida alguna en términos de empleo.

Desde esta perspectiva también la decisión resulta inapropiada. Ello se deriva de que la forma en que la misma fue implementada muestra una total falta de independencia del BCRA, cuando la evidencia empírica muestra que cuando menor la independencia del banco central mayor la tasa de inflación sin efectos positivos sobre el nivel de empleo. Por lo tanto, un resultado normal es que Argentina, bajo estas circunstancias, siga experimentando tasas de inflación elevadas sin beneficio alguno en materia de producto en el largo plazo.

III. ANÁLISIS POLÍTICO DEL PAGO AL FMI CON RESERVAS

Más allá de que se puedan mencionar varios aspectos que indican que desde un punto de vista económico la medida es desafortunada, desde la óptica del impacto que tuvo sobre la opinión pública la misma parece ser muy acertada.

Evolución de la Confianza en el Gobierno



Fuente: UTDT

Por un lado, para el imaginario colectivo el FMI es el "gran acreedor" del país, a pesar de que al momento de la cancelación, la deuda con dicho organismo representaba menos del 10% del total de deuda pública. Por otro lado, existe también la creencia de que el Fondo fue el principal culpable de lo ocurrido en la pasada crisis al fomentar políticas de ajuste recesivo de corte ortodoxo, a pesar de que según la opinión de la comunidad internacional, el FMI tuvo gran responsabilidad, pero por ser demasiado "blando" con el seguimiento de las cuentas fiscales. De todas formas, pensando en el 2007, "desendeudarse" con el "verdugo" de la Argentina parecía tener buenos réditos electorales. Siguiendo la evolución del Índice de Confianza en el Gobierno (ICG), elaborado por la Escuela de Gobierno de la Universidad Torcuato Di Tella, vemos cómo la medición para el mes de enero de 2006 registra un incremento del 16.2% respecto de diciembre de 2005. El ICG tiene como objetivo medir la evolución de la opinión pública respecto de la labor que desarrolla el gobierno nacional y el mismo acusó el impacto de la medida. En la composición del resultado del mes de enero, la característica que más sobresalió fue que el 71% de los entrevistados opinó que el go-

bierno está resolviendo los problemas del país o al menos sabe como hacerlo, pero necesita tiempo para hacerlo. Esto significó un incremento del 8% respecto de diciembre. Adicionalmente, también mostró un incremento del 25% la imagen positiva del gobierno. Ambos aspectos, sobre un total de cinco preguntas que contiene la encuesta, fueron los de mejor performance y sobre los que más incidencia seguramente tuvo la medida. Teniendo en cuenta

estos resultados, así como diversos sondeos de opinión realizados con anterioridad al pago, que indicaban un amplio apoyo popular a la medida, pareciera cobrar sentido la hipótesis de que la decisión tuvo que ver más con motivaciones de política interna e influencia en las expectativas de la población de cara a las elecciones, que con necesidades estrictamente económicas. En este sentido, la intención de "pagar para ganar más

autonomía" esconde el deseo erróneo (ver puntos II.2 y II.3) de incrementar el margen para la heterodoxia económica y las medidas populistas. Sin embargo, queda por responder quien reemplazará en el futuro el rol que hasta el momento ocupaba el FMI cada vez que se requirió un ajuste o incluso como organismo depositario de las culpas de las malas políticas internas.

IV. CONCLUSIONES

En el presente trabajo se ha analizado el pago al FMI con reservas desde cinco perspectivas distintas. De las mismas, la única que resulta "positiva" es la que se concentra en los efectos sobre el programa financiero. Sin embargo, ello surge del hecho de consumirse un stock de seguridad, con lo cual la mejora sólo obedece a un spread de tasas, por lo que la medida termina teniendo un beneficio modesto.

Por otra parte, cuando el análisis se lleva a cabo desde un modelo de demanda de reservas, un modelo de determinación de reservas óptimas, un modelo de crecimiento con dinero y un modelo que contempla la independencia del banco central el resultado de la medida es altamente negativo.

Cuando se lleva a cabo el análisis desde el modelo de demanda de reservas y se tiene en cuenta: (i)

los episodios de default en que se ha visto involucrada Argentina que hacen complicado su acceso al financiamiento externo voluntario, (ii) un contexto donde el nivel de actividad mundial se desacelera, por lo que es de esperar que el país experimente un deterioro de los términos de intercambio, (iii) que la suba de las tasas de interés en los países desarrollados reducirá los fondos disponibles para los emergentes y, (iv) que las experiencias inflacionarias vividas en el país han hecho de la moneda extranjera un refugio de valor que vuelve a la demanda de dinero local sumamente inestable, con impactos fuertemente negativos en materia de actividad, tomando en consideración todos estos aspectos, es posible concluir que la medida tomada por el Gobierno va estrictamente en la dirección opuesta a lo que sugiere este bloque de la teoría económica.

Por otra parte, desde el modelo de nivel óptimo de reservas, el uso de reservas por parte del Gobierno implica que para restaurar la situación monetaria es necesario un mayor superávit fiscal. Si a ello le sumamos: (i) la volatilidad la demanda de dinero, (ii) la mayor predisposición de los agentes por correr contra el sistema financiero y (iii) la rigidez del gasto público a la baja, arribamos a la conclusión de que el BCRA debería contar con un gran nivel de reservas internacionales para respaldar los activos domésticos, aún mayor que la propia base monetaria. Por lo tanto, este análisis, al igual que el caso precedente, pone de manifiesto lo impropio de la medida, juicio que se ve reforzado aún más cuando se analiza la tendencia decreciente que ha mostrado desde fines de 2004 el superávit fiscal, tanto en términos del PIB como en términos reales.

Por otra parte, cuando se utilizan los modelos de crecimiento con dinero, en principio, la medida no es buena ni mala si como contrapartida de la misma hubiera un incremento del resultado fiscal para pagar esta deuda adicional. Sin embargo, la historia de Argentina es la historia de un defaulteador serial, ya sea vía repudio explícito de la deuda o por la vía inflacionaria. Por lo tanto, a juzgar por la historia y por el deterioro que vienen mostrando el resultado fiscal desde fines de 2004, la medida es mala, porque de largo plazo implica un nivel de precios más alto.

Por último, desde los modelos de reglas versus discrecionalidad con solución basada en la delegación también la decisión es mala. Ello se deriva de que la forma en que la misma fue implementada

muestra una total falta de independencia del BCRA, cuando la evidencia empírica muestra que cuando menor la independencia del banco central mayor la tasa de inflación sin que ello implique efectos positivos sobre el nivel de empleo. Por lo tanto, un resultado normal es que Argentina, bajo estas circunstancias, siga experimentando tasas de inflación elevadas sin beneficio alguno en materia de producto en el largo plazo.

Sin embargo, lo sorprendente es que una medida tan desafortunada desde lo económico ha llevado a un aumento de la popularidad del Gobierno, lo cual abre un interrogante hacia la viabilidad de implementar políticas racionales consistentes con el crecimiento de largo plazo. Puesto en otros términos, mientras que por un lado los argentinos se muestran preocupados por la inflación y con elevar el ingreso, por otro lado apoyan medidas que conducen a mayor inflación y estancamiento.

V. BIBLIOGRAFÍA

- Cohen, B. (1975): "International Reserves and Liquidity" en Kenen, P. (Ed.) *International Trade and Finance*, Cambridge University Press
- Feldstein, M. (1999): "A Self-Help Guide for Emerging Markets", *Foreign Affairs*, March/April 1999
- Flanders, M. (1971): "The Demand for International Reserves", *Studies in International Finance* N°27, International Finance Section, Princeton University
- Friedman, M. (1962): "Should There be an Independent Monetary Authority?" publicado en "In Search of a Monetary Constitution", Harvard University Press.
- Grubel, H. (1971): "The Demand for International Reserves: A Critical Review of the Literature", *Journal of Economic Literature* 9, 1148-1166
- Kydland, F. y Prescott, E. (1977): "Rules rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans", *JPE*, 85, págs. 473-492
- Giacomini, D. y Milei, J. (2005): "El Origen Político-Fiscal de la Inflación", *Revista Actualidad Económica de la Universidad Nacional de Córdoba*
- Milei, J. (2006): "Política Fiscal y Nivel Óptimo de Reservas en dos Modelos para una Economía sin Fricciones y Tipo de Cambio Fijo", *Reunión Anual de la AAEP (Salta)*
- Rodrik, D. (2006): "The Social Cost of Foreign Exchange Reserves", NBER, WP. 11952
- Rogoff, K. (1985): "The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target", *QJE*, Nov. págs. 1169-1190
- Sidrauski, M. (1967): "Rational Choice and Pattern of Growth", *AER*, Vol. 57, N° 2, Papers and Proceedings, May. págs. 534-544

Revista de Economía y Estadística

VOLUMEN XLIV - Número 1

Año 2006

Benjamín Cornejo a cien años de su natalicio	7
MANUEL FERNÁNDEZ LÓPEZ	
How Far Have Commercial Policy Reforms of the 90s in Argentina Gone?	13
ALBERTO HERROU-ARAGÓN	
Relaciones fiscales intergubernamentales en el sistema español de financiación de las Comunidades Autónomas	39
SANTIAGO ÁLVAREZ GARCÍA Y DAVID CANTARERO PRIETO	
El impacto del descenso en los tipo de interés sobre el margen financiero de las cajas de ahorro españolas	99
PABLO ALONSO GONZÁLEZ, IRENE ALBARRÁN LOZANO Y MARÍA ANDREA GIULIODORI KHALIL	
Bibliometrics. A Research Topic in the Mirror of Bibliometric Indicators	137
VICTOR RODRIGUEZ	
Observatorio de Política 25 años de política económica en Estados Unidos	161
SATURNINO AGUADO SEBASTIÁN	