



El Modelo Productivo y el Desarrollo Sostenible: Trilema Monetario.

*Por Andres Schneider¹.
Argentino.*

La economía académica, de cariz esencialmente científico, rara vez es noticia. Mucho menos aún en países donde gran parte de las medidas de Política Económica se encuentran fuertemente sesgadas por el estandarte político que cargue quien las pregona.

Actualmente en la Argentina estamos en presencia de un conflicto histórico que enfrenta a las asociaciones rurales por un lado, y al Gobierno por el otro, donde la raíz del mismo es la política de aplicación de retenciones móviles a la exportación de granos.

En el presente informe se busca aplicar algunos conceptos que los más de doscientos años de economía nos ofrecen, a los efectos de aclarar superar algunas controversias y argumentos falaces que el sesgo político que adquirió la cuestión no permiten vislumbrar.

I. Un poco de Historia.

En la Argentina, a partir de 1991 se instituyó un régimen cambiario-monetario conocido como "régimen de convertibilidad", donde se fijaba la paridad peso/dólar en la relación uno a uno. Dicho esquema monetario estipulaba que el Banco Central debía respaldar la base monetaria con sus reservas y perdía casi con totalidad la autonomía para hacer política.

Básicamente, se perseguía el objetivo de estabilizar los altísimos niveles de inflación registrados en años anteriores. El objetivo de la reducción en la variabilidad del nivel general de precios se pudo alcanzar y la economía presentó un buen rendimiento en términos de crecimiento de producto en la primera mitad de la década.

Durante los ochenta, la crisis de la deuda había generado un nivel inédito de inestabilidad macroeconómica. En ese contexto, la estabilización adquirió una prioridad absoluta y la cuestión del crecimiento fue relegada a un segundo plano (Fanelli y Frenkel; 1994).

¹ Lic. en Economía (FCE-UBA). Estudiante de Actuario (FCE-UBA). Docente de la Facultad de Ciencias Económicas y la Facultad de Derecho de la UBA.

Hacia fines de la década del noventa, la economía local experimentaría una de las crisis social, económica-financiera y política más profundas de su historia. En estos años, las crisis financieras más importantes en los países en desarrollo han sido la de México en 1994, la Asiática en 1997 y la de Rusia en 1998.

En agosto de 1998 Rusia devalúa su moneda y anuncia el *default* de su deuda externa. Ello produjo un súbito incremento de la aversión al riesgo por parte de los inversores en los mercados internacionales de capital y, por ende, también a las tasas de interés y las primas de riesgo para la mayor parte de los países emergentes (Bonvecchi y Porta; 2003). Este contexto internacional adverso sumado a la recesión brasilera y un conjunto de shocks (reevaluación del dólar respecto de las demás monedas "fuertes", reducciones de la tasa de interés internacional, entre otros) aceleraron el proceso explosivo.

II Actualidad.

Sin embargo, en la actualidad la economía Argentina muestra una notable recuperación de las principales variables macroeconómicas debido a los intentos oficiales por mantener un tipo de cambio real estable y competitivo. (Frenkel; 2006, 2007).

La devaluación del peso provocó un fuerte incentivo al sector transable (donde el agro es el principal actor), lo cual, sumado a las explícitas políticas fiscales expansivas de incremento de la demanda agregada, provocó que la economía se dinamice y comience a producir.

Post crisis de la convertibilidad, la economía doméstica presentaba un *gap* de producto considerablemente alto (Keitel y Maia;2003), debido a que provenía, tal como habíamos dicho, de una profunda crisis económica, social y política. Ello permitió que los incrementos en la demanda agregada se ajusten por cantidades. Por el contrario, en la actualidad la economía local se comienza a acercar cada vez más a su producto potencial, y ello provoca que los excesos de demanda se ajusten vía precios, generándose así, presiones inflacionarias que van en detrimento del tipo de cambio real estable y competitivo.

Entonces, si se quiere mantener la postura oficial de sostener un tipo de cambio nominal en estos niveles, se debe aplicar un esquema monetario conocido como Monetary Targeting (MT), en el cual el BCRA lleva el control de los agregados monetarios para evitar presiones inflacionarias.(Mishkin;2007)



Cuando entran divisas gracias a la liquidación de exportaciones, el BCRA las acumula en sus arcas para evitar que se aprecie el dólar (debido a que la demanda de moneda doméstica en períodos de crecimiento económico es fuerte y la oferta de dólares es excesiva).

El BCRA acumula reservas (actualmente en niveles record, de casi 50 MM de dólares) a cambio de pesos que se emiten. Esos pesos que se emiten, se vuelcan al mercado de bienes y servicios, estimulando así a la demanda agregada.

Con una demanda muy dinámica y una oferta que, debido a la baja calidad institucional, poca profundidad del mercado de capitales y financieros, inseguridad jurídica, etc., no crece al mismo ritmo, vemos que la inflación perderá rápidamente el rumbo deseado.

Entonces, las autoridades monetarias deciden controlar los billetes, monedas y depósitos a la vista que hay en circulación para que el dinero que impriman no genere más presiones inflacionarias. Para ello, licitan instrumentos financieros (LEBAC Y NOBAC) que los venden prometiendo cierta tasa de interés, obteniendo a cambio parte de la moneda impresa en un primer momento.

Lo cierto es que este proceso de esterilización de agregados monetarios tiene un límite y el resultado financiero del BCRA puede verse en riesgo en caso de continuar esta práctica.

En caso de continuar, en algún momento el stock de bonos emitidos para absorber liquidez será muy grande y los compradores de esos activos financieros (básicamente el sector financiero y el sector privado no financiero) no querrán comprarlos más dado que cuentan con suficientes en sus portafolios de inversión. ¿Cómo continuar? Prometiendo más tasa de interés. Pero dicha tasa de interés representa un pasivo futuro, con lo cual se puede proponer una tasa infinita, pero después ¿Quién la paga? Colapsaría nuevamente el sistema financiero.

Entonces, si se sube la tasa a niveles insostenibles, se pueden seguir colocando los bonos, controlando los agregados monetarios y acotando la inflación. En un período corto de tiempo, tendríamos al BCRA quebrado.

Si no se sube la tasa, no se meten bonos, no se sacan billetes y monedas, se dispara la inflación.



Ante esta situación, similar al *trilema monetario para economías abiertas* (Tinbergen;1952), la autoridad monetaria necesita un instrumento más para alcanzar sus objetivos.

Ese instrumento es la Política Fiscal contractiva: Tener un nivel de superávit fiscal sensato que permita colaborar con el BCRA para absorber dólares y sostener el tan querido tipo de cambio nominal en estos niveles, favoreciendo al nivel de actividad y empleo.

En otras palabras, el Gobierno necesita hacer caja para mantener este TCN y así incentivar la actividad exportadora con sus positivos efectos derrame sobre el resto de la economía.

De no ser así, el BCRA se encontrará en la situación de no poder absorber dólares (porque no puede emitir, dado que luego no podrá absorber esa emisión licitando bonos, debido a que la tasa que tiene que pagar es muy alta y su balance se pone en riesgo), eso conduce inequívocamente a la apreciación del TCN con sus consecuentes pérdidas de competitividad vía-precio.

Por último, cabe destacar el efecto amortiguador (nos cubre de la inflación internacional) de aplicar las retenciones. Esto es, si el producto que determinado agente económico ofrece en el exterior se paga, digamos, u\$s 100 en el mercado internacional, y en la plaza doméstica lo obligan a venderlo a \$100 el incentivo a abastecer al mercado interno es bajo.

Pero, ¿qué pasa si en la plaza internacional, se comienza a pagar u\$s 150 ese producto? Obviamente que el incentivo a abastecer el mercado interno esos precios va a ser mucho menor (se buscará aprovechar el contexto y exportar). Entonces, se importa la inflación a nuestro mercado o se propone un impuesto para que ese productor siga siendo rentable y para mantener el incentivo del TCN en estos niveles.

El desarrollo del modelo es sostenible, solo se deben ajustar algunas variables para evitar que la inflación aplaque los buenos rendimientos que los principales indicadores macroeconómicos mostraron en los últimos años y a avanzar a lo que en la literatura economía se conoce como la Estrategia del comercio internacional construyendo ventajas competitivas dinámicas (Krugman;1986).

Referencias.



- Bonvecchi, C. y Porta F. (2003), *"Las condiciones de consistencia micro-macroeconómica"*. Estudio 1.EG.33.2, Estudios macroeconómicos a solicitud de la Secretaria de Política Económica, Ministerio de Economía de la Nación.

- Fanelli, J.M. y Frenkel R. (1994), *"Estabilidad y estructura: Interacciones en el crecimiento económico "*. En J. Katz (ed.), *Estabilización macroeconómica, reforma estructural y comportamiento industrial. Estructura y funcionamiento del sector manufacturero latinoamericano en los años 90*. CEPAL/IDRC-Alianza Editorial, Santiago de Chile, 1996.

- Frenkel, R. (2007), *"The Sustainability of Sterilization Policy"* . Center for Economic and Policy Research. Washington , DC.

- Frenkel, R. (2006), *"El esquema de Inflation Targeting y las economías en desarrollo"*. Exposición de Roberto Frenkel en las Jornadas Monetarias y Bancarias del Banco Central de la Republica Argentina. Junio de 2006.

- Frenkel, R. (2006), *"An alternative to Inflation Targeting in Latin America: Macroeconomic policies focused on employment"*.

- Krugman, P. (1986). "Strategic Trade Policy and the New International Economics". The MIT Press. Cambridge, Massachusetts. London, England.

- Mishkin, F.S. (2007), *"Monetary Policy Strategy"*. The MIT Press. Cambridge, Massachusetts. London, England.

- Milei, J.G. (2004), *"Real Exchange Rate Targeting: ¿Trilema Monetario o Control de Capitales? La Política Fiscal"*.

- Maia, J.L y Kweitel, M. (2003). *"Argentine: Sustainable Output Growth after The Collapse"*. Dirección Nacional de Políticas Macroeconómicas. Ministerio de Economía-Argentina.



Centro de Integración, Cooperación y Desarrollo Internacional

www.cicodi.org

- Tinbergen, J. (1952), *"On the Theory of Economic Policy"*. Vol. I de Contributions to Economic Analysis, Amsterdam, North Holland, 2da. Ed.