

# POLITICA MONETARIA Y DEFICIT FISCAL. EXPERIENCIA ARGENTINA 1979-81 (°)

por Aldo A. Arnaudo \*

## I - INTRODUCCION

La política monetaria en una economía inflacionaria ha sido considerada un instrumento para la estabilización del nivel de precios. El desempleo temporario asociado a ella, empero, hace casi imposible en la práctica llevarla a cabo, y cuando así ocurre, la tasa de inflación que da tan alta como antes o es apenas marginalmente reducida. La prescripción inmediata pareciera ser que la política monetaria debería ser neutral respecto a las variables reales y acompañar pasivamente el curso inflacionario, mientras éste es combatido con otros instrumentos. Además, si el Gobierno cuenta con un impuesto inflacionario para financiar el déficit fiscal y las autoridades no están dispuestas o no pueden eliminarlo, un cierto grado de inflación permanente se convierte en un hecho a tomar en cuenta.

La forma de financiación del déficit fiscal, sea voluntariamente (por parte del sistema financiero) recurriendo al mercado de crédito o involuntariamente impuesta al público por medio del recurso del incremento de la base monetaria, implica una restricción crucial a la au-

(°) Trabajo realizado con el auspicio del Instituto de Estudios Económicos sobre la Realidad Argentina y Latinoamericana (IEERAL) de Fundación Mediterránea y presentado en las VI Jornadas de Economía Monetaria y Sector Externo -12 y 13 de mayo de 1983- organizadas por el Centro de Estudios Monetarios y Bancarios del Banco Central de la República Argentina. El autor desea agradecer los detallados comentarios de Ricardo López Murphy y Julio Piekarz que llevaron a correcciones y aclaraciones de las ideas contenidas en la versión original. (\*) Universidad Nacional de Córdoba.

toridad monetaria y a las posibilidades de detener la inflación. Estas restricciones pueden ser menores en una situación transitoria, pero desaparecerán a medida que el sistema se mueva a su estado de equilibrio. El Plan de Estabilización del 20 de diciembre de 1978 es un claro ejemplo de fracaso porque no hubo una coherencia lógica entre las variables monetarias y el déficit fiscal y porque se tomaron como permanentes factores que sólo tenían carácter transitorio. Esto al margen de que existieran otros elementos explicativos (pautas demasiado ambiciosas, reducida velocidad de ajuste del sistema económico, crisis financiera de fines de marzo de 1980, falta de credibilidad de las políticas, alteraciones causadas por la entrada de capital extranjero, etc.), en cooperación o sustitución de los anteriores.

## II - TIPOLOGIA DE LAS POLITICAS MONETARIAS

El objetivo final de toda política monetaria de corto plazo es la estabilización del ingreso nominal ( $Y=y.P$ , ingreso nominal igual al ingreso real multiplicado por el nivel de precios; en términos de tasas de crecimiento  $\dot{Y} = \dot{y} + \dot{P}$ ), obteniendo el máximo posible en términos reales (potencial o tendencial, por ejemplo) y eliminando o minimizando los apartamientos que en la práctica impiden lograrlo. En su forma tradicional, cuando los precios se consideraban básicamente fijos o que tenían oscilaciones pequeñas, se trató de estabilizar el ingreso real poniendo énfasis en las relaciones subyacentes en la parte real del sistema económico: entonces se pensaba que cualquier modificación en el sector monetario se transmitiría en un cambio en el ingreso real o en otras variables también reales. Tal la razón para proponerse lograr con la política monetaria una tasa de interés estable y así intervenir sobre las decisiones de inversión del público. Keynes (1937) había expresado que la tasa de interés de largo plazo debía mantenerse continuamente tan cerca cuanto fue ra posible del óptimo de largo plazo.

La concepción teórica del funcionamiento de la economía que servía de base a la política monetaria tradi-

cional se vio enfrentada en los hechos por la circunstancia de que los fenómenos del sector monetario, fueran autónomos o creados por la autoridad, no repercutían exclusivamente sobre el sector real de la economía sino también sobre el nivel general de precios. Los aumentos o disminuciones de la oferta monetaria podían transmitirse en determinadas condiciones a los precios, dejando invariables las magnitudes reales. Las posiciones fueron dispares. Un punto de vista ecléctico admitía que cualquier cambio en la cantidad de dinero llevaría a un cambio similar en el ingreso nominal por medio de una combinación no muy bien explicitada entre cambios en el ingreso real y cambios en los precios, Friedman (1970). Un punto de vista ortodoxo asociado con la escuela neoclásica sostenía que todo cambio en la cantidad de dinero traería un cambio proporcionalmente igual en el nivel de precios, Mc.Callum (1980). Por cierto que las argumentaciones de los diversos autores son mucho más sofisticadas 1/, aunque interesa destacar que el pensamiento se adaptó a la experiencia concreta de las distintas economías. En particular, no es de extrañar que los estudiosos de las economías inflacionarias estuvieran bastante cerca del último punto de vista.

Tales ideas dieron fundamento a una política monetarista, entendida como aquella que mira el nivel de precios, la cantidad de dinero y los instrumentos que hacen cambiarla. Sin embargo, una distinción se origina en la naturaleza de la conexión entre precios y cantidad de dinero, según ésta sea la única determinante de aquéllos o bien que se adapte a ellos, cualesquiera sean los factores que los establezcan. Independientemente de que su apariencia contradictoria deje de serlo según se tomen diferentes plazos (corto o largo) o distintas variables de política, estas posiciones dan lugar en el primer caso a una política monetarista activa, con la consiguiente regulación autónoma de la cantidad de dinero, y en el segundo a una política monetarista pasiva, de adaptación a un nivel de precios exógeno. Con una política monetarista activa se podría llegar a un decrecimiento paralelo del rit

mo de aumento de la cantidad de dinero y del aumento de precios hasta conseguir la estabilidad de los últimos; con una política monetarista pasiva, el dinero no podría tomar un camino divergente de los precios cuando se debe conservar constante la cantidad real de aquél.

Muchas economías propensas a una política monetarista pasiva -aunque no en forma necesaria, al menos teóricamente- recurren al impuesto inflacionario para financiar su déficit fiscal, Dornbusch (1982), por lo cual una política estabilizadora activa implicaría una reducción del gasto real del Gobierno y por consiguiente un desempleo temporario. Para eliminar o reducir al mínimo el costo de dicho desempleo han sido ensayadas la indexación, el preanuncio de pautas para el comportamiento de algunas variables en el tiempo y el gradualismo, uno solo o la combinación de estos tres métodos. Gutiérrez-Cámara y Vaubel (1981). No obstante, una política monetaria que siguiera el nivel de precios y preservara el ingreso real y el empleo sufriría los retardos propios en la operación de las variables. Por ello existirán discrepancias entre los valores deseados y los actuales, y eventualmente se registrarán condiciones transitorias a tener en cuenta en forma explícita en la determinación de los instrumentos monetarios.

### III - CLASIFICACION DE LAS POLITICAS MONETARIAS

Tipo	O b j e t i v o	
	Estabilización del Ingreso real	Estabilización del Nivel de Precios
Tradicional	x	--
Monetaria		
a) Activa		
Ecléctica	x	x
Neoclásica	--	x
b) Pasiva	--	--

La política monetaria argentina desde 1976 a 1981 puede claramente dividirse en dos períodos: el que va desde 1976 al Plan del 20 de diciembre de 1978, caracterizada por el intento de aplicación de una política monetarista activa y el de 1979-1980 hasta fines del primer trimestre de 1981, donde una disminución de precios por medio de instrumentos no monetarios sería seguida por una política monetarista pasiva 2/. Esta última política monetaria no resultó exitosa por dos causas principales: por un lado, se tomaron como permanentes comportamientos transitorios observados en el período anterior que no se repetirían de nuevo; por otro, la subsistencia de un déficit fiscal sustancial hacía incompatible la estabilización de precios con las pautas monetarias. La triste y obvia enseñanza para el futuro dejada por esta experiencia es que política monetaria y déficit fiscal no pueden programarse independientemente en una economía con un alto impuesto inflacionario.

#### IV - METAS E INSTRUMENTOS DE UNA POLITICA MONETARISTA PASIVA

Dejando de lado algunos detalles -véase la última Sección- para llegar a un modelo lo más sencillo posible, la política monetarista pasiva se propone ofrecer una cantidad de recursos monetarios ( $M_3$ ), a través de los instrumentos principales a su alcance, efectivos mínimos del sistema financiero ( $r$ ), que afectan el multiplicador monetario ( $k$ ), y base monetaria ( $M_0$ ), igual a la cantidad demandada por el público ( $M_3^d$ ). Esta está determinada por el nivel de precios, el ingreso real y la relación entre los recursos monetarios y el ingreso ( $m$ ), a su vez variable con el nivel de ingreso real y la tasa real de interés ( $i-P$ , tasa de interés nominal menos tasa de crecimiento de los precios). Poniendo lo anterior en términos de tasas de crecimiento (un punto sobre la variable se seguirá utilizando para expresarlo), en forma aproximada

$$\dot{M}_3 = k(r) + \dot{M}_0 \quad (1)$$

$$\dot{M}_3^d = m(\dot{y}, i-P) + \dot{y} + \dot{P} \quad (2)$$

La base monetaria puede ser alimentada (o disminuida) por los redescuentos al sistema financiero ( $M_0^{SF}$ ), por los cambios en las reservas internacionales ( $M_0^R$ ), si no se sigue un sistema de no intervención y flotación libre del mercado de divisas, y por el déficit fiscal monetizado ( $M_0^{DF}$ ), de modo que:

$$M_0 = M_0^R + M_0^{SF} + M_0^{DF} \quad (3)$$

Una política monetarista pasiva de acompañamiento de los precios, debe basarse en su estimación correcta, Rowan (1981), vale decir, en su valor deseado ( $p^d$ ). Dicho valor no diferiría del observado sino en una componente aleatoria compensada a través del tiempo (media nula), dando lugar a un primer tipo de error causado por el conocimiento imperfecto de la realidad

$$\dot{P}(t) = \dot{p}^d(t) + \dot{v}(t) \quad (4)$$

$$\bar{v}(t) = 0$$

Los dos componentes del segundo miembro de (1) son determinables con bastante exactitud, desde que implican el uso de instrumentos en manos de la autoridad monetaria, el efectivo mínimo y la base monetaria. Otro tanto ocurre con los valores de la tasa de incremento del ingreso real y de los recursos monetarios del público contenidos en la relación (2). De cualquier modo, el valor concreto de  $M_3$  diferirá del deseado (demandado) debido al proceso mismo, dando lugar a un error de política ( $w$ ) com

pensable como en el caso anterior a través del tiempo, Rowan (1981)

$$\dot{M}_3(t) = \dot{M}_3^d(t) + w(t) \quad (5)$$

$$\bar{w}(t) = 0$$

## V - PERMANENCIA Y TRANSITORIEDAD DE LOS VALORES

Del examen de las magnitudes incluidas en las relaciones anteriores surgen dos observaciones. Primero, existen algunos valores que pueden estar transitoriamente por debajo o por arriba de los que van a predominar a más largo plazo. De características permanentes, entendiendo por tales las cantidades esperables para un período de dos o tres años con valores medios nulos o casi nulos a través del tiempo, son  $K$ ,  $\dot{M}_O^R$  y  $m$ . Segundo, mientras una política monetarista activa reducirá el crecimiento de la base monetaria y en la misma proporción la inflación, sea mediante la eliminación del déficit fiscal monetizado, del redescuento al sistema financiero (que sería innecesario con estabilidad de precios), o con ambos a la vez, una política monetarista pasiva, al tomar a la tasa de inflación como dada, podría admitir como máximo que la base monetaria creciera a dicha tasa 3/. Los requerimientos monetarios para la financiación del déficit fiscal no podrían ser superiores a ésta 4/ pues las presiones o el equilibrio en el mercado monetario se transmitirían a los precios: la coherencia entre el déficit fiscal y la política monetaria es así crucial para una política de estabilización por procedimientos no monetarios.

Transitoriedad o permanencia de algunos valores y tipo de política dan lugar a las consiguientes combinaciones. La experiencia argentina dice que el período 1976-78 contó con valores favorables (a una menor inflación) de tipo transitorio. En cambio, cuando para 1979 en adelan-

te se diseñó un plan de estabilización por medios no monetarios, la política monetarista pasiva no pudo contar ya con tales factores favorables y mostró una inconsistencia entre sus metas y el déficit fiscal monetizado.

A largo plazo las reservas del sistema financiero son las técnicamente necesarias, incluido un factor de riesgo. La existencia de reservas excedentes, en consecuencia, es pequeña y en última instancia pone un límite a la política monetaria basada exclusivamente en su modificación. Si el sistema opera o no bajo tales condiciones en un lugar y tiempo determinados es una cuestión de hecho, que no es del caso estudiar en este momento, sino suponer que nada puede hacerse en forma permanente mediante su cambio. Que las reservas legales sean iguales o distintas para cada categoría de depósitos es un asunto de segunda trascendencia.

El tipo de cambio real permanente buscado por la autoridad no debería modificar las reservas en moneda extranjera del Banco Central, de modo que las variaciones serían meramente casuales o se eliminarían estacionalmente. Sería difícil justificar una política diferente, y aun cuando las reservas pudieran subir con el comercio exterior o con las relaciones económicas internacionales, y consecuentemente con el producto nacional, el hecho podría ser incluido sin dificultad en la argumentación.

La cantidad de recursos monetarios por unidad de producto que el público está voluntariamente dispuesto a mantener también puede responder a causas de tipo permanente y de tipo transitorio. Cuando un golpe inesperado de inflación hace que los individuos se aparten de sus requisitos permanentes de activos financieros, es de esperar que al cabo de un tiempo volverán nuevamente a su conducta habitual. Así estos cambios sean un componente importante en un período determinado, debe estarse con más seguridad a los debidos al ritmo de crecimiento económico, a la distribución del ingreso o al aumento de la tasa de interés.

Conforme avanza una economía se produce un fenómeno de monetización creciente, esto es, de aumento de los recursos llevados al sistema financiero. No obstante no estar establecida la velocidad, existe la idea de que en forma natural el proceso es bastante lento y debe ser descartado de las preocupaciones de corto plazo. En realidad, si el desarrollo económico se mide por el crecimiento del producto real, el supuesto de constancia absoluta de  $m$  implica un receso financiero. Más allá de este avance cuantitativo, puede haber un cambio cualitativo al liberalizar la tasa de interés o al poner nuevos mercados en disponibilidad del tenedor de activos financieros. Por su propio carácter el efecto de tales factores resulta impredecible, de modo que deben ser tomados con bastante cautela.

La redistribución de ingresos de un sector a otro, especialmente cuando tiene consecuencias permanentes, como con una reforma impositiva, con la indexación generalizada o con un tratamiento diferencial de un grupo social dado, afecta las tenencias de activos financieros. Es casi seguro que en el caso más sencillo de transferencia de ingresos de un sector con reducida o nula propensión al ahorro hacia un sector con una propensión muy alta se habrán de alterar los patrones de la sociedad hacia una mayor tenencia de activos financieros. No es extraño entonces encontrar una gran correlación entre aumentos importantes de activos financieros y procesos acentuados de redistribución del ingreso. Si la proporción del ingreso que va a los sectores empresariales y al Estado permanece fija, todo aumento del ingreso real de las clases pasivas -a costa del salario real de los trabajadores- traerá un aumento de  $m$ , dadas las propensiones al consumo esperables en ambos grupos. 5/.

## **VI - LA EXPERIENCIA DE POLITICA MONETARISTA PASIVA ASOCIADA CON EL PLAN DEL 20 DE DICIEMBRE DE 1978**

Ante la falta de resultados en materia de estabilización de precios, el 20 de diciembre de 1978 se inicia

un programa gradualista consistente en el establecimiento de pautas para el tipo de cambio, ya que en última instancia ésta es la única variable relevante. Rodríguez (1979). El ritmo de crecimiento de los precios de los bienes no comercializables tendería al de los bienes comercializables, lo mismo sucedería con el nivel general de precios y éste lograría un comportamiento igual al de la inflación internacional más el de la variación en el tipo de cambio. De tal forma, si la variación en el tipo de cambio al final se anula, la inflación interna será igual a la internacional (al margen de las dificultades prácticas para establecerla y de la necesidad de pesos relativos para tener un dato único). La inflación internacional y el proceso de convergencia de los precios de los bienes no comercializables a los que lo son, determinan el nivel esperado o deseado de precios, que será el insumo básico de la política monetarista pasiva.

Este nivel deseado de precios, la meta última para la estabilización propuesta, no está unívocamente determinado. Ello se debe a que no se puede predecir con exactitud la inflación internacional y a que el proceso de convergencia lleva tiempo. Las discrepancias temporales atribuibles al primer factor pueden tener una media nula, pero el segundo tendrá transitoriamente un valor positivo decreciente en el tiempo. Si  $c$  es el tipo de cambio pautado,  $f$  la inflación internacional y  $u$  el componente temporal de convergencia, en definitiva

$$p^d(t) = c(t) + f(t) + u(t) \quad (6)$$

$$u(t) \rightarrow 0$$

La meta intermedia de política, recursos monetarios deseados o demandados, resulta de la combinación de (2), (4) y (6)

$$\dot{M}_3^d(t) = \dot{c}(t) + \dot{f}(t) + \dot{u}(t) + \dot{v}(t) + \dot{m}(t) + \dot{y}(t)$$

Cuadro 1

Variables Básicas para la Implementación de una Política Monetaria Pasiva (promedio de tasas de crecimiento mensuales)

Periodo	Metas últimas de Política			Valores Exógenos		Errores de Implementación			Instrumentos Monetarios	
	c	f	u <sub>a</sub> /u <sub>b</sub>	m <sub>b</sub> /m <sub>c</sub>	y <sub>c</sub> /y <sub>e</sub>	v	w	k	M <sub>b</sub> /M <sub>c</sub>	M <sub>d</sub> /M <sub>e</sub>
1979										
I	4.9	1.2	1.0	0.2	0.7	1.6	-0.7	3.5	0.9	4.7
II	4.4	1.2	1.0	0.2	0.8	2.5	-0.6	0.1	1.0	9.3
III	3.8	1.5	1.0	0.2	0.5	2.9	-0.3	3.7	1.1	5.8
IV	3.2	1.2	0.5	0.2	0.5	-3.9	6.4	7.8	1.1	1.7
1980										
I	2.6	2.0	0.5	1.0	0.1	-1.0	1.6	6.9	-0.7	-0.1
II	2.0	0.6	0.5	1.0	-0.3	2.5	-2.0	-2.7	-1.2	-0.8
III	1.4	0.6	0.2	1.0	0.2	0.7	0.9	0.4	-0.8	6.4
IV	1.0	0.9	0.2	1.0	0.1	0.8	0.7	-4.4	-0.9	9.0
1981										
I	1.0	1.4	0.2	0.2	0.0	1.5		5.6	-1.1	-3.3

FUENTES: Recursos monetarios, base monetaria, cuenta de Regulación Monetaria, producto bruto interno (costo de factores) e índice de precios mayoristas, Banco Central de la República Argentina. Boletín Estadístico; Tipo pautado de cambios, Banco Central de la República Argentina. Circulares; Precio de bienes industriales en Estados Unidos (inflación internacional), U.S. Department of Commerce. Survey of Current Business; Producto bruto a precios corrientes, Banco Central de la República Argentina. Oferta y Demanda Global a Precios Corrientes, Buenos Aires, 1982.

Notas: a. Discrecionalmente atribuido.

b. Tasa de crecimiento entre el valor medio de la relación en el año y en el anterior; no se toma en cuenta 1981 por los guarismos excepcionalmente bajos desde este año.

c. Respecto al trimestre correspondiente del año anterior.

d. Crecimiento de la base monetaria debido a la cuenta Regulación Monetaria.

La aplicación de los principios anteriores a la experiencia argentina en consideración (Cuadro 1), suponiendo condiciones razonables acerca de los valores esperables por parte de las autoridades económicas 6/, muestra inconsistencias bastante evidentes. Primero, la suma de los errores de implementación v y w es bastante importante, entre un 1 y 2,5% mensual, y siempre en el mismo sentido de una meta monetaria deseada por debajo de lo que ocurría en los hechos. Su acumulación a lo largo del período del plan llevaría a una discrepancia fundamental. La causa de los errores -dejando de lado el último trimestre de 1979 y primero de 1980, cuando el relativo apaciguamiento del ritmo inflacionario no fue seguido por medidas monetarias adecuadas- es debida en esencia a un optimismo exagerado acerca de la convergencia de los precios de los productos no comercializables al de los comercializables. Aún considerando un plazo de ajuste bastante extenso, hay una tendencia sistemática a la subvaluación de los precios efectivos respecto de la meta buscada. Estos dos factores, período de convergencia y error de predicción, llevarían al deterioro de los precios relativos de los bienes comercializables y a los problemas por todos conocidos. El error de política, en cambio, parece haber sido pequeño y compensable en el tiempo.

En segundo lugar, la incoherencia entre la meta estabilizadora y la meta monetaria ya había ocurrido con anterioridad en el país en 1973 cuando se intentó tener un crecimiento nulo de los precios y un aumento importante de los recursos monetarios 7/. Dicha incoherencia de nuevo aparece en 1979 y al existir, había que reconocerla y ponerle un límite en el tiempo: ninguna de las cosas se hizo, a pesar que los agentes económicos de acuerdo a las creencias de las autoridades económicas habrían de comportarse racionalmente.

En tercer término, no era de esperar el crecimiento de m experimentado de 1976 a 1978, estando ahora sus valores en relación a factores estructurales de la economía. El efecto de un mayor ingreso tiene que haber sido

pequeño, primando los debidos a su redistribución y la liberación completa de las tasas de interés. Históricamente se produce un movimiento redistributivo desde mediados de la década del setenta, pero la medida en que se transformó en una baja de la propensión a consumir por la mayor participación del sector más ahorrador, así como la parte dedicada por éste a incrementar sus activos financieros —probablemente la de mayor evergadura—, es desconocida. De cualquier modo debe haber habido un rezago, tampoco cuantificable, hasta que el cambio en las variables reales (escondidas por las variables nominales) haya determinado una conducta adecuada.

Cuarta, la inconsistencia aflige asimismo a las metas instrumentales. La autoridad monetaria tiene en sus manos la alternativa de los efectivos mínimos y la base monetaria; en un período de transición desde efectivos altos puede elegir su reducción, pero luego de esto, los cambios se compensarán en el tiempo y la media de su variación será nula 8/. Aparece entonces el supuesto de constancia del multiplicador, a menos que se produzcan variaciones imprevistas debidas a la conducta del público o del sector financiero. El valor de  $K$  sugiere que el año 1979 es completamente distinto de 1980 y 1981, debiendo catalogarse el primero como un período de transición y el segundo de normalidad. Comparando la evolución de los recursos y la base monetaria, se ve una diferencia positiva debida a la reducción de los efectivos mínimos y el consecuente aumento del multiplicador. La finalización del proceso de baja del efectivo mínimo puede situarse en marzo de 1980, razón para que desde entonces el crecimiento en promedio no sea muy diferente de 0.

Por último, en el uso de los dos instrumentos es posible encontrar una gran variabilidad (mensual), más allá de las necesidades del proceso de control de la oferta monetaria y de las características especiales que asumía el sistema financiero de ese entonces, lo cual lleva a pensar de que no había un patrón determinado de conducta y se reaccionaba de acuerdo a las cambiantes circunstancias

les de cada momento. Como se verá enseguida, la existencia de un déficit fiscal abultado actuaría como un factor oculto. Esto es cierto aún si se consideran los efectos de la cuenta de Regulación Monetaria, con su resultado neto de retribución de reservas legales e imposición sobre la capacidad prestable no remunerada del sistema financiero.

## VII - LIMITES IMPUESTOS POR EL DÉFICIT FISCAL

La elección del efectivo legal o la base monetaria para llegar a un cambio deseado en los recursos monetarios, en una economía inflacionaria con déficit fiscal, no se basa en las propiedades de cada uno para hacerlo ni en la variabilidad de cada instrumento, a pesar de su aparente equivalencia y de las posibilidades de sustitución de uno por otro. En presencia de déficit fiscal es posible disminuir los efectivos mínimos e incrementar la compra de títulos por parte del sistema financiero, en lugar de acudir directamente a la autoridad monetaria, pero sus efectos a corto plazo sobre la tasa de interés no son neutrales.

Por consiguiente, en primer lugar es indispensable determinar las limitaciones cuantitativas para recurrir a uno u otro instrumento. Se partirá de una magnitud neta (gastos sin intereses de la deuda menos ingresos) del déficit fiscal ( $D$ ) haciendo una separación aditiva para el pago de los intereses de la deuda contraída fuera del Banco Central -por razones prácticas y como primera apropiación se considerarán únicamente las Letras de Tesorería ( $L$ ) contratadas a una tasa de interés  $i_L$ . Las posibilidades serán entonces recurrir a la base monetaria mediante préstamos al Gobierno por parte de la autoridad monetaria o recurrir al sistema financiero (y el público) mediante la emisión de Letras de Tesorería  $g$ /. Dichas magnitudes pueden hacerse comparables con las tasas de crecimiento anteriores poniéndolas en términos de la base monetaria,  $D/M_0$  y  $(D+i_L L)/M_0$ .

En una situación permanente sin colocación de Letras de Tesorería, donde son nulos los cambios en los recursos monetarios deseados por el público, en el multiplicador y en las otras fuentes de creación de la base monetaria, la tasa de crecimiento de esta última no puede superar la del crecimiento esperado en los precios si ha de haber consistencia entre la estabilización de precios y la existencia de déficit fiscal. Ello no obsta, empero, a que en un marco de crecimiento económico pueda existir un déficit fiscal positivo, a pesar de que sea irrisorio respecto a los valores normalmente encontrados en una economía inflacionaria como la argentina. Admitido un crecimiento de precios y de los recursos monetarios, la base monetaria deberá moverse al mismo ritmo y hará posible la financiación del déficit fiscal.

En el Cuadro 2, la columna que mide la magnitud del déficit fiscal total en relación a la base monetaria brinda una medida mínima del aumento de los recursos monetarios, y potencialmente de la inflación, en el anterior su puesto de que las otras variables tengan un crecimiento nulo. Según tal razonamiento pareciera que el déficit fiscal es el determinante del aumento de los precios, lo cual contradice la afirmación de que la tasa de inflación debe tomarse como exógena. Ello no es así pues la inflación es un obvio requisito para la recaudación del impuesto inflacionario mediante préstamos de la autoridad monetaria al Gobierno. Puede ocurrir muy bien que el crecimiento de la base monetaria sea mayor que este límite -y por consiguiente mayor la tasa de inflación- en la medida que cooperen los demás factores. En el ejemplo más común, la autoridad monetaria incrementa sus redescuentos al sistema financiero y se beneficia con los intereses cobrados por ellos.

La magnitud del déficit fiscal, por consiguiente, sólo pone un límite mínimo de consistencia entre las pautas monetarias y el crecimiento deseado de precios en el plan de estabilización. Sea que se tome el déficit fiscal total o el déficit neto reducido por los intereses

## C u a d r o 2

Magnitudes asociadas con el Déficit Fiscal  
(tasas de crecimiento y valores promedio mensuales)

Período	Base Monetaria (corregida) $\frac{\dot{M}_o - \dot{M}_o^{RM}}{M_o}$	Déficit Fiscal		Financiación	
		$D/M_o$	$(D+i_L)/M_o$	$dM_o^{DF}/M_o$	$dL/M_o$
1979					
I	3.8	2.2	4.0	1.1	2.1
II	8.3	1.4	3.1	2.0	1.8
III	4.7	1.7	3.7	1.2	1.4
IV	0.6	1.8	3.7	0.2	3.7
1980					
I	1.1	3.0	4.6	0	1.6
II	7.8	4.5	6.9	0.8	3.8
III	7.2	3.7	5.5	13.1	0.2
IV	10.0	5.6	7.0	9.5	-3.5
1981					
I	-2.2	5.9	7.2	3.0	-1.0

Fuentes: Composición de la base monetaria, y existencia, colocación y tasas de interés (28 días) de Letras de Tesorería, Banco Central de la República Argentina. Boletín Estadístico; Déficit fiscal, Ministerio de Economía. Secretaría de Estado de Hacienda. Movimiento de la Tesorería General de la Nación.

que deben abonarse por la emisión de Letras ocurrida en el pasado, la conclusión es similar. Sin considerar el efecto inflacionario inmediato (quizás por una sola vez), la transformación del endeudamiento con el sistema financiero en endeudamiento con la autoridad monetaria puede traer un requerimiento inferior de base monetaria en el futuro y un menor monto mínimo de inflación debido al déficit fiscal. Dicho efecto será una función de la relación entre  $dL$  y  $i_L$ .

Bajo cualquiera de las hipótesis, la medida correspondiente del déficit fiscal debe contrastarse con el valor deseado del crecimiento de precios consignado en el Cuadro 1, suma de las tasas de incremento de la tasa de cambio, de la inflación internacional y, eventualmente, del plazo del proceso de convergencia. Una comparación muy rudimentaria de cifras muestra una compatibilidad inicial entre déficit fiscal y precios deseados, requisito que se sigue cumpliendo durante todo el año 1979 y principios de 1980; luego aparece una inconsistencia visible y su ahondamiento en el tiempo. De allí en adelante será de aplicación el principio perogrullesco de que no se puede diseñar un plan de estabilización sin eliminar sustancialmente el déficit fiscal, una condición necesaria pero no suficiente, como la realidad se ha encargado de demostrar.

Los guarismos indicativos de la forma de financiación 10/ del déficit permiten apreciar la medida en que los principios anteriores fueron adaptados a las exigencias circunstanciales de la política monetaria ensayada ante los sucesos experimentados por la economía durante el período bajo examen (entrada de capitales externos, crisis financiera, expectativas fluctuantes, etc.). La variabilidad de estas fuentes de financiación fue muy grande, explicando en parte la variabilidad observada en las fuentes de creación de recursos monetarios antes referida, que con todo resultó mucho inferior. Es más, si no hubieran existido esos factores aleatorios a los cuales pueden atribuirse la excesiva variabilidad, la inconsistencia

entre pautas hubiera ocurrido de cualquier modo, por lo cual es una atribución incorrecta de responsabilidades considerarlos como los verdaderos causantes de los problemas.

## VIII - DEFICIT FISCAL Y TASAS DE INTERES

El razonamiento anterior, fuera de establecer un primer límite a la financiación por créditos de la autoridad monetaria, pone de manifiesto también la imposibilidad de recurrir a otro medio sin alterar la tasa de interés. En otros términos, el acudir al sistema financiero (o al público) implica un desplazamiento en igual medida de pedidos privados similares, una mayor tasa de interés o ambos. Habrá de adoptarse el principio que un alza de la tasa de interés no tiene por sí misma un efecto inflacionario, aunque en una economía de alta inflación es exagerado admitir que las expectativas no estén influenciadas. Arnaudo (1980).

La inexistencia de modelos macroeconómicos para el caso argentino y la falta de evaluación de los efectos de la tasa de interés sobre las demás variables económicas hacen imposible una presentación completa de formas alternativas de financiamiento. Hay que conformarse con aproximaciones muy provisionarias y conclusiones bastante polémicas. Ese carácter tienen los dos problemas tratados a continuación: primero, los efectos del diferencial entre la tasa de interés cobrada por el sistema financiero a los prestatarios particulares y la de las Letras de Tesorería 11/ y, segundo, los efectos de una mayor tasa real de interés sobre el ritmo inflacionario.

Las Letras de Tesorería fueron primordialmente una colocación marginal del sector financiero en competencia con los préstamos que otorga al sector privado y por los cuales cobra una tasa de interés superior a la de aquellas, equiparando el riesgo nulo por falta de pago en el primer caso con un riesgo positivo en el otro. Aun cuando este diferencial nunca desaparecerá (porque siempre ha

brá prestatarios privados dispuestos a demandar fondos), la tenencia de Letras puede tomarse como una variable dependiente en forma inversa de dicho diferencial de tasas: cuando más pequeño sea, mayor será el deseo de tener títulos del Gobierno en cartera, y viceversa. Una decisión en el sentido de lograr una mayor financiación del sistema financiero sólo podrá llevarse a cabo soportando una reducción del diferencial o, alternativamente, un diferencial alto impondrá una mayor recurrencia a la base monetaria.

Durante el período estudiado, cuando el mercado de Letras ya podía considerarse establecido (luego de su instauración en 1976 y de la modificación de su mecanismo operativo), la cantidad en circulación, como proporción de los recursos monetarios 12/ en promedio fue del 7.4%, mientras el diferencial de tasas mensuales llegó casi al 0.8. Una estimación muy rudimentaria de los montos que podrían lograrse disminuyendo este último guarismo a 0.5 o aumentándolo a 1 es de que el porcentaje subiría a 7.8 o bajaría a 7.1%; según la política de diferenciales se mantuviera o no a través del tiempo, los resultados se acen tuarían un poco. El efecto del diferencial sobre la tenencia parece lograrse en forma casi inmediata, con un período de ajuste mínimo. En definitiva, la absorción de Letras resulta bastante inelástica y parece alcanzar una proporción límite de los recursos monetarios.

Una vez que la forma de financiación del déficit  $dL + dM_o = D + i_L L$  ha sido decidida, cualquier aumento (disminución) de la tasa real de interés de las Letras de Tesorería habrá de tener una repercusión inmediata aumentando (o disminuyendo) la tasa mínima de crecimiento de los precios. Puesto de otro modo, para una tasa de inflación determinada, la magnitud del déficit fiscal compatible aumentará o disminuirá con las variaciones en sentido contrario de la tasa real de interés. En su forma más simple, omitiendo la mención de tiempo,

$$\dot{P} = \dot{M}_0 = (D + i_L L - dL) / M_0$$

$$D/M_0 + (i_L - \dot{P})(L/M_0) = \dot{P}(1 - L/M_0) + L(L/M_0) \quad \underline{13/}$$

Para financiar cada nivel de déficit fiscal hay una combinación de inflación, que permite la recolección de recursos reales, y de la tasa real de interés que debe abonarse por el endeudamiento con el sistema financiero. Dichos valores forman una relación lineal ilustrada en el Gráfico 1 con distintos montos del déficit fiscal (los promedios mensuales argentinos para 1979 y 1980) 14/. La tenencia de Letras de Tesorería ( $L/M_0$ ) -si bien variable ca

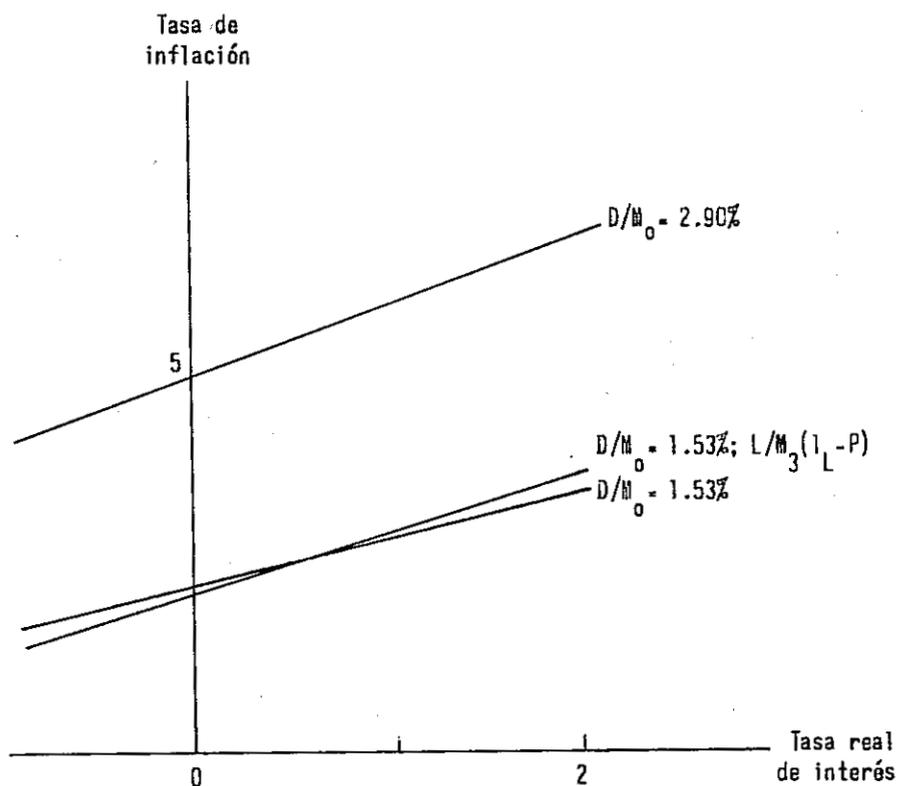
da año- se ha supuesto en la hipótesis más sencilla constante e inalterada por las tasas reales de interés. Sin embargo, sus fluctuaciones indicarían que es función también de la tasa real de interés y que existe un punto de agotamiento a partir del cual nuevos aumentos en la tasa real no inducen una mayor tenencia. La apreciación cuantitativa de que la tasa de inflación es mayor conforme aumenta la tasa real de interés no parece ser un elemento muy importante para el comportamiento de la primera.

## IX - EFECTOS MONETARIOS DE LA PAUTA CAMBIARIA

Hasta aquí la regla de consistencia entre el déficit fiscal y la política monetaria ha supuesto implícitamente que el mecanismo de estabilización de precios, en este caso la pauta cambiaria, no tenía efecto alguno sobre las variables monetarias. Ciertamente esto no es así, si bien las conclusiones no resultan afectadas para nada. La adopción de un tipo nominal de cambio para el futuro convierte al sistema en uno de tipo de cambio fijo, por lo cual la autoridad monetaria pierde el control sobre sus reservas internacionales y sobre aquella parte de la base monetaria relacionada con las mismas y sólo queda en sus manos el denominado crédito interno, la otra parte de la base y la expansión creada por el sistema financiero. Según este punto de vista, las variaciones en la base monetaria

Gráfico 1

Tasas Mínimas de Inflación y Tasas Reales de Interés correspondientes a un Déficit Fiscal dado (cifras porcentuales mensuales)



producidas por variaciones en las reservas están determinadas endógenamente (por la pauta cambiaria), mientras que el crédito interno sería una variable exógena.

Los instrumentos de política monetaria siguen siendo la base monetaria total y los efectivos mínimos, que actúan a través del multiplicador, de modo que un régimen de tipo de cambio fijo meramente pone una restricción sobre la primera. Si la meta de política es el crecimiento de los recursos monetarios, y la parte de base monetaria atribuible a cambios en las reservas es perfectamente predecible, se puede seguir con el crédito interno una política de compensación para lograrla: en un extremo, elegir el crecimiento total de la base y la reserva legal para un multiplicador adecuado, quedando por diferencia la parte de la primera derivable como crédito interno, o alternativamente, en el otro, fijar la reserva legal necesaria para el movimiento en la base producido por las reservas. 15/

En caso contrario, la compensación sería más trabajosa pero no muy distinta de lo requerido por el manejo monetario concreto. No obstante, la variación de las reservas internacionales no es enteramente impredecible. Sea primero el caso de que no hay movimientos de capitales externos a corto plazo, bien porque están directamente prohibidas o porque las restricciones los hacen redituarse una tasa de interés superior a la interna. Si la convergencia entre la pauta cambiaria y la inflación internacional, por un lado, y los precios de los bienes no comercializables, por otro, fuera perfecta, no habría cambios en las reservas internacionales. Si los segundos superan a la suma de las dos primeras, las importaciones aumentarían y las exportaciones se reducirían, por lo cual las reservas han de bajar y la contracción monetaria con siguiente ayudar el propósito de estabilización. Dos comentarios se pueden agregar. Primero, la reacción de la balanza comercial a cambios en los precios relativos suele ser bastante lenta, por lo cual sería posible un proceso de convergencia que llevara más tiempo. Segundo, el

deterioro del tipo real de cambio implica pérdida de reservas y ésta sólo es factible si ya se poseían en magnitud considerable o se reconstituyen luego con créditos externos, pues de otro modo sería necesaria una devaluación adicional que echaría por tierra el intento de pautaación del tipo de cambio.

La otra situación está caracterizada por la entrada irrestricta de capitales externos de corto plazo. Dejando de lado los demás factores, dicha entrada estará positivamente correlacionada con la diferencia entre el crecimiento de los precios y el del tipo de cambio: mientras menor la convergencia, mayor la entrada de capitales que venzan antes del término de la pautaación. El costo de los préstamos extranjeros resultará inferior al de los nacionales y de ahí el incentivo de los deudores para contraerlos e incluso para aceptar tasas de interés más altas de las que de otro modo hubieran obtenido los acreedores. Los diferenciales de crecimiento se acumulan en el tiempo -por un plazo limitado, por cierto-, por lo que el drenaje de reservas por un tipo real de cambio bajo puede verse más que compensado por los provenientes de créditos externos.

La comparación durante 1979 y primer trimestre de 1980 de la primera columna del Cuadro 2, donde se ha registrado el incremento de la base monetaria corregida, con la correspondiente al déficit fiscal monetizado ( $dM^{\text{DF}}_0/M_0$ ) muestra una discrepancia siempre positiva, sustancial en algunos casos. Ella corresponde prácticamente a la adquisición de reservas por parte de la autoridad monetaria -los valores mensuales promedio de  $dM^{\text{R}}_0/M_0$  son 4.0, 6.7, 4.2, 1.9 y 0.5% para cada uno de los trimestres sucesivos-, permitiendo concluir que el ingreso de capitales externos superó el incipiente deterioro en la balanza en cuenta corriente. Luego de la crisis financiera del segundo trimestre de 1980, cuando los problemas en el sector financiero exigieron adelantos o préstamos igua-

les a más del doble del incremento de la base monetaria (16.1 y 7.8%, respectivamente) y la disminución de reservas fue sustancial, el Banco Central siguió experimentán dola, razón para que el déficit fiscal monetizado fuera superior a la creación de base monetaria. La variabilidad en el uso de los instrumentos monetarios, que se hace la regla, como ya ha sido mencionado, agregada a la pérdida de reservas internacionales es probable que haya escondi do una visión equilibrada del efecto del déficit fiscal. En suma, las conclusiones anteriores no parecen requerir corrección alguna.

1/ Como puede verse, se han tomado referencias básicas de elaboraciones teóricas que conducen a conclusiones específicas acerca de la función de la política monetaria. El tema ha sido, y sigue, discutiéndose ampliamente, por lo cual las citas no cumplen otro objetivo que señalar una gran dirección. Por igual circunstancia el siguiente ensayo clasificatorio está sujeto a la misma crítica de generalidad, pues deja de lado los detalles y las polémicas existentes.

2/ Una descripción dramática de ambas políticas se resume en Navarro (1982), al margen de las causas a que atribuye el fracaso de la instrumentada en el segundo período.

3/ Con la consiguiente corrección debida al cambio en el ingreso real.

4/ Para dar una mayor dosis de realismo a hipótesis tan extrema, se puede admitir que el Estado busca en el extranjero préstamos para financiar sus cuentas y luego recurre al Banco Central en procura del equivalente en moneda nacional por medio de la venta de las correspondientes divisas. De ese modo la base monetaria permanecerá invariable y habrá una transferencia desde crédito al sector gubernamental hacia reservas de moneda extranjera.

5/ Una estimación muy gruesa en base a estadísticas oficiales dice que las prestaciones reales de jubilados y pensionados subieron a más del doble en 1980 respecto al valor que tenían en 1977.

6/ Se elude por completo el problema de la formación de expectativas por parte de las autoridades económicas, lo cual no significa restarle importancia. El supuesto más sencillo es que aquéllas encuentran elementos suficientes como para anticipar el futuro con exactitud.

7/ La menor tasa de inflación hacía que un efecto determinado tomara más tiempo en reconocerse. Lo que entonces podría verse en un año, una alta tasa de inflación lo hacía palpable en pocos meses.

8/ Esto puede observarse fácilmente comparando los efectivos legales con los esperables. Los déficits en cuenta corriente (depósitos del público a la vista) fueron 12-13 veces por mes el promedio mantenido, por lo cual el efectivo (sin riesgo) debe haber sido 0.4 aproximadamente por unidad. Los depósitos oficiales se estima mantienen la misma velocidad de circulación. Puede aceptarse que las entidades mantienen en efectivo el equivalente a un día del importe de sus depósitos a plazo, muy poca seguridad espero para un sistema basado en depósitos con una colocación máxima a 30 días. Si los primeros forman el 30% aproximado de los depósitos bancarios y los segundos el restante 70%, se llega a un guarismo cercano del 15%.

9/ Si la base monetaria se hubiera alimentado en el pasado exclusivamente con deuda del Gobierno a la autoridad monetaria, la igualdad para el crecimiento de ambas se seguiría de inmediato

$$\int_{-\infty}^t D(t) dt = M_0(t)$$

$$dM_0 = D$$

Del mismo modo, si se hubieran usado exclusivamente Letras de Tesorería

$$dL = D + i_L \int_{-\infty}^t dL(t) dt$$

Se antepone una  $d$  al símbolo de una variable para indicar su cambio por unidad de tiempo.

10/ El déficit fiscal puede también financiarse con otras fuentes menores, que sólo transitoriamente adquieren una importancia sustancial. La forma concreta de financiación no es, empero, el propósito principal del presente.

11/ En realidad habría que considerar el diferencial relativo, tomando en cuenta el valor absoluto de las tasas nominales. Las tasas nominales durante el período fueron bastante estables pues, si bien bajó la tasa de inflación durante algunos meses, subió la tasa real de interés.

12/ Los recursos monetarios son tomados como unidad de deflatación. Las Letras no son una parte de los activos financieros mantenidos por el público sobre las cuales queda una decisión convencional de cartera.

13/ Una fórmula parecida se puede elaborar a partir del análisis desarrollado por Calvo y Fernández (1980) cuando la tasa de interés real no coincide con la tasa de crecimiento de la economía.

14/ Para la elaboración de la función representada en el gráfico se ha usado la siguiente combinación:

$i_L - P$	$L/M_3$
-1	0.058
0	0.074
1	0.084
2	0.089
3	0.092

15/ Este tipo de ejercicio está ilustrado por el trabajo de Uriarte, (1982).

## Referencias Bibliográficas

- Arnaudo, A.A. (1980). Expectativas Inflacionarias en Argentina. Una interpretación (Buenos Aires: Centro de Investigaciones Económicas. Instituto Torcuato Di Tella. Documento de Trabajo N° 97).
- (1981). "El Crecimiento Financiero Argentino en los Últimos Cuarenta Años", Anales de la Academia Nacional de Ciencias Económicas. 26
- Calvo, G. y Fernández, R.B. (1980). "Pauta Cambiaria y Déficit Fiscal", Ambito Financiero, 16-7.
- Dornbusch, R. (1982). "Políticas de Estabilización en los Países en Desarrollo: Qué es lo que hemos aprendido?", Desarrollo Económico 22, 86.
- Friedman, M. (1970). "A Theoretical Framework for Monetary Analysis", Journal of Political Economy 78,2.
- Gutiérrez-Cámara, J.L. y Vaubel, R. (1981). "Reducing the Cost of Reducing Inflation through Gradualism, Preannouncement or Indexation?. The international evidence", Weltwirtschaftliches Archiv 117,2.
- Keynes, J.M. (1937). "Three Essays", The Times, 12/14-1.
- McCallum, B.T. (1979). "The Current State of the Policy-Ineffectiveness Debate", American Economic Review 69,2.
- Navarro, A. (1982). "Comentario", Anales de la XVI Reunión Anual de la Asociación Argentina de Economía Política. Parte III.
- Rodríguez, C.A. (1979). El Plan Argentino de Estabilización del 20 de diciembre (Buenos Aires: Centro de Estudios Macroeconómicos de Argentina. Documento de Trabajo N° 5).
- Rowan, D.C. (1981). "Implementing Monetarism: Some Reflections on the U.K. Experience", Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review 137.
- Uriarte, J. (1982). Factores de Expansión y Contratación de los Recursos Monetarios 1978-1981 (Buenos Aires: Banco Central de la República Argentina. Centro de Estudios Monetarios y Bancarios. Serie de Información Pública N° 14).