

Argentina: Un caso de *fase terminal* de dominancia fiscal sobre la política monetaria (en proceso de reversión)

Jornadas Monetarias y Bancarias 2024 del BCRA
Buenos Aires, 14 y 15 de octubre de 2024

Vladimir Werning, Vicepresidente del BCRA



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

ARGENTINA: UN CASO DE *FASE TERMINAL* DE DOMINANCIA FISCAL (EN PROCESO DE REVERSIÓN)

I. UN MOMENTO MEMORABLE (1981) o "*Un poco de aritmética monetarista incómoda*"

Formalización del problema de la *dominancia fiscal* de la política monetaria por Sargent & Wallace

II. UN SIGLO DE TROIEZOS (1900-1991) o *Mucha aritmética monetarista "empalagosa"*

Hechos estilizados que destacan la relación entre déficits fiscales, política monetaria e inflación

III. DOS DÉCADAS DE REINCIDENCIA (2005-2023) o *Mucha aritmética monetarista "insoportable"*

Activos y pasivos del BCRA como medida del grado de dominancia fiscal en Argentina

IV. UN AÑO DE RECUPERACIÓN (2024) o *Mucha aritmética monetarista "saludable"*

Programa de estabilización orientado a eliminar la dominancia fiscal, cuasi-fiscal, y bancaria

ARGENTINA: UN CASO DE *FASE TERMINAL* DE DOMINANCIA FISCAL (EN PROCESO DE REVERSIÓN)

I. UN MOMENTO MEMORABLE (1981) o "*Un poco de aritmética monetarista incómoda*"

Formalización del problema de la *dominancia fiscal* de la política monetaria por Sargent & Wallace

II. UN SIGLO DE TROIEZOS (1900-1991) o *Mucha aritmética monetarista "empalagosa"*

Hechos estilizados que destacan la relación entre déficits fiscales, política monetaria e inflación

III. DOS DÉCADAS DE REINCIDENCIA (2005-2023) o *Mucha aritmética monetarista "insoportable"*

Activos y pasivos del BCRA como medida del grado de dominancia fiscal en Argentina

IV. UN AÑO DE RECUPERACIÓN (2024) o *Mucha aritmética monetarista "saludable"*

Programa de estabilización orientado a eliminar la dominancia fiscal, cuasi-fiscal, y bancaria

Some Unpleasant Monetarist Arithmetic

Thomas J. Sargent
Neil Wallace

Advisers
Research Department
Federal Reserve Bank of Minneapolis
and

Professors of Economics
University of Minnesota

In his presidential address to the American Economic Association (AEA), Milton Friedman (1968) warned not to expect too much from monetary policy. In particular, Friedman argued that monetary policy could not permanently influence the levels of real output, unemployment, or real rates of return on securities. However, Friedman did assert that a monetary authority could exert substantial control over the inflation rate, especially in the long run. The purpose of this paper* is to argue that, even in an economy that satisfies monetarist assumptions, if monetary policy is interpreted as open market operations, then Friedman's list of the things that monetary policy cannot permanently control may have to be expanded to include inflation.

In the context of this paper, an economy that satisfies monetarist assumptions (or, a money/wage/grant economy) has

in at least two ways. (For simplicity, we will refer to publicly held interest-bearing government debt as *government bonds*.) One way the public's demand for bonds constrains the government is by setting an upper limit on the real stock of government bonds relative to the size of the economy. Another way is by affecting the interest rate the government must pay on bonds. The extent to which these constraints bind the monetary authority and thus possibly limit its ability to control inflation permanently partly depends on the way fiscal and monetary policies are coordinated. To see this, consider two polar forms of coordination.

On the one hand, imagine that monetary policy dominates fiscal policy. Under this coordination scheme, the monetary authority independently sets monetary policy by, for example, announcing growth rates for base

"Por otro lado, imagínese que la política fiscal domina la política monetaria. La autoridad fiscal fija de manera independiente sus presupuestos, anunciando todos los déficits y superávits presentes y futuros y así determina el monto de recursos que debe obtener de la venta de bonos y de señoreaje. Bajo este segundo esquema de coordinación, las autoridades monetarias enfrentan restricciones impuestas por la demanda de bonos del Tesoro, ya que debe buscar financiar con señoreaje cualquier discrepancia entre los recursos demandados por las autoridades fiscales y el monto de bonos que se puede vender al público. Aun cuando esa autoridad monetaria pueda seguir controlando la inflación de manera permanente, sería menos efectiva que una autoridad monetaria bajo el primer esquema de coordinación. Si los déficits de las autoridades fiscales no pueden ser financiados con ventas adicionales de bonos la autoridad monetaria se verá obligada a crear dinero y tolerar más inflación"

ARGENTINA: UN CASO DE *FASE TERMINAL* DE DOMINANCIA FISCAL (EN PROCESO DE REVERSIÓN)

I. UN MOMENTO MEMORABLE (1981) o "*Un poco de aritmética monetarista incómoda*"

Formalización del problema de la *dominancia fiscal* de la política monetaria por Sargent & Wallace

II. UN SIGLO DE TROIEZOS (1900-1991) o *Mucha aritmética monetarista "empalagosa"*

Hechos estilizados que destacan la relación entre déficits fiscales, política monetaria e inflación

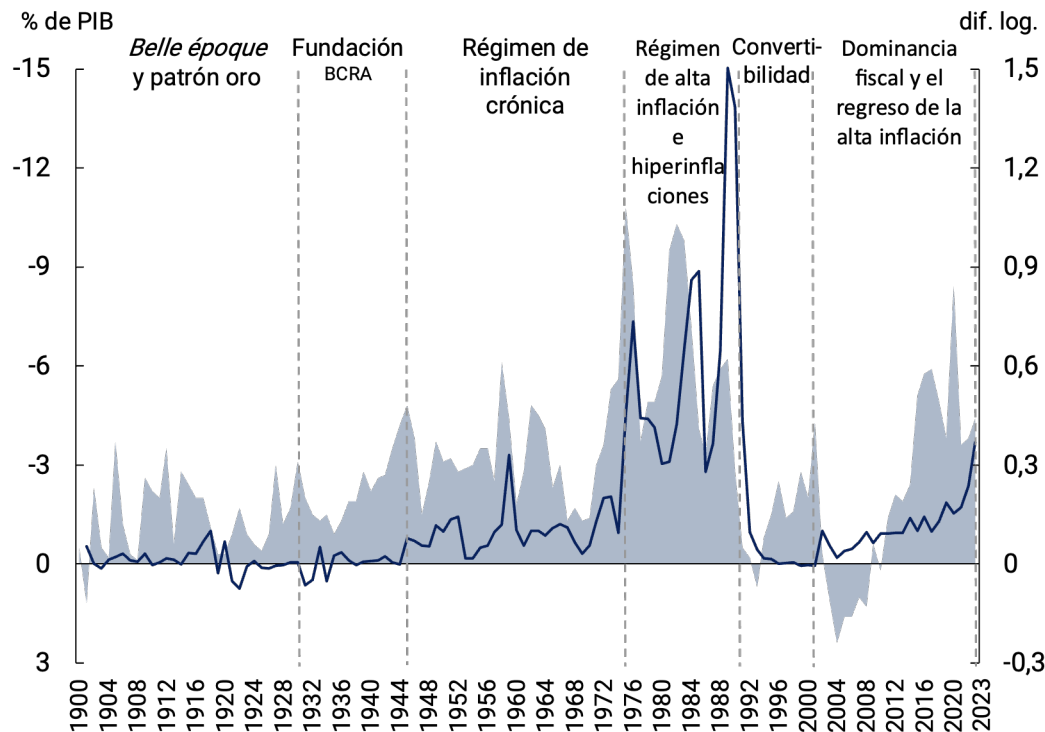
III. DOS DÉCADAS DE REINCIDENCIA (2005-2023) o *Mucha aritmética monetarista "insoportable"*

Activos y pasivos del BCRA como medida del grado de dominancia fiscal en Argentina

IV. UN AÑO DE RECUPERACIÓN (2024) o *Mucha aritmética monetarista "saludable"*

Programa de estabilización orientado a eliminar la dominancia fiscal, cuasi-fiscal, y bancaria

Argentina: Un siglo de resultados fiscales e inflación



Referencias

Basco, Burdisso, Corso, D'Amato, Grillo, Katz (2014); *A Century of nominal history in Argentina: monetary instability and non-neutralities*

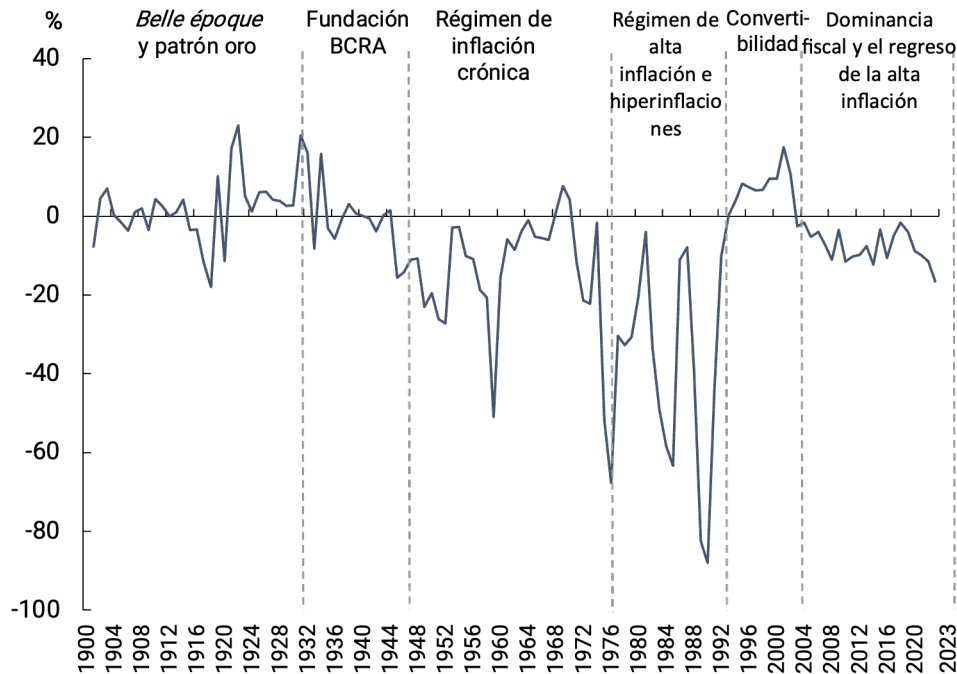
D'Amato y Katz (2018), *Una constante en la evolución macroeconómica argentina: dinero, deuda y crisis (1945-2015)*

— resultado fiscal
— inflación (eje derecho)

Fuente | BCRA.

Argentina: Un siglo de tasas de interés (*ex-post*)

Promedio plazos fijos bancarios

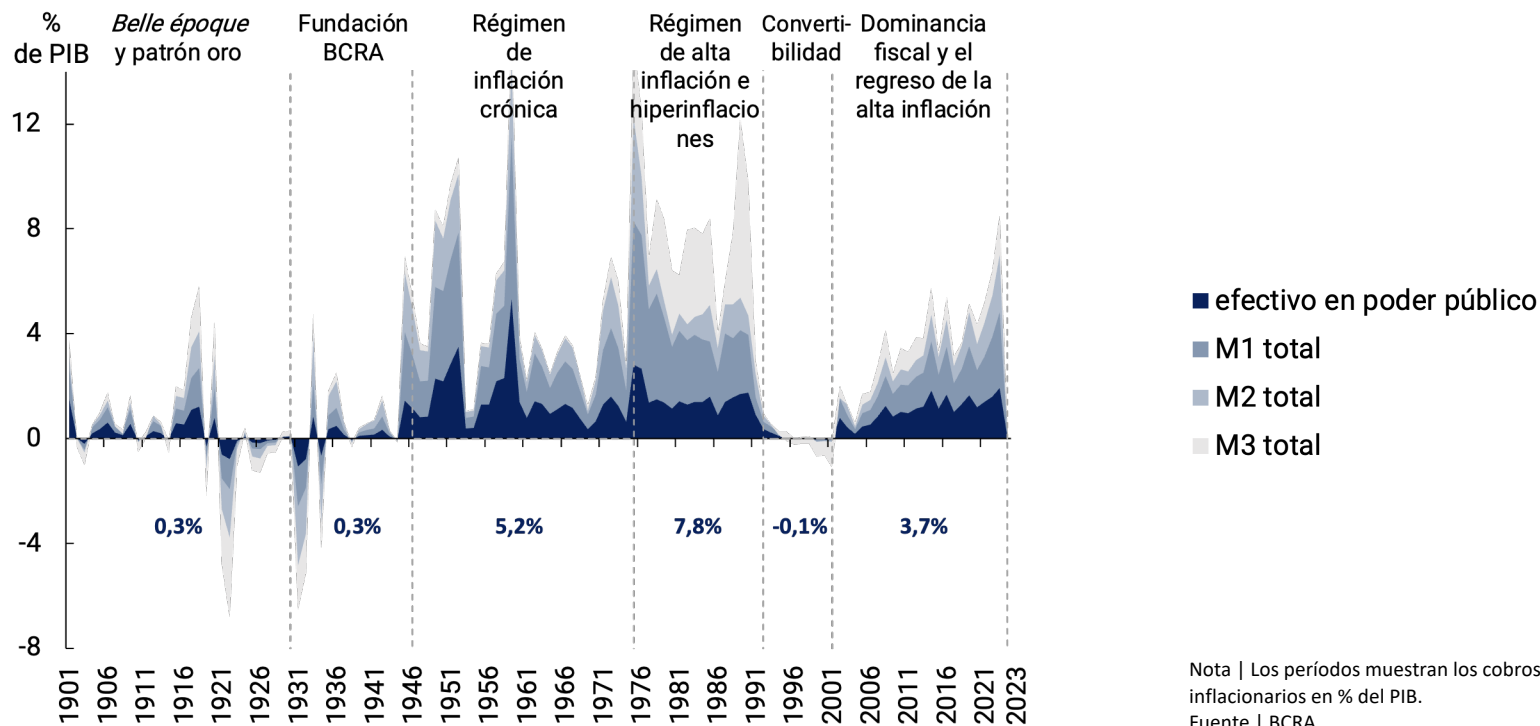


Fuente | BCRA.

II. UN SIGLO DE TROPIEZOS

4. Con excepción de los 90s, el abuso del impuesto inflacionario para transferir recursos domésticos (pesos) del BCRA al Tesoro se convirtió en deporte nacional

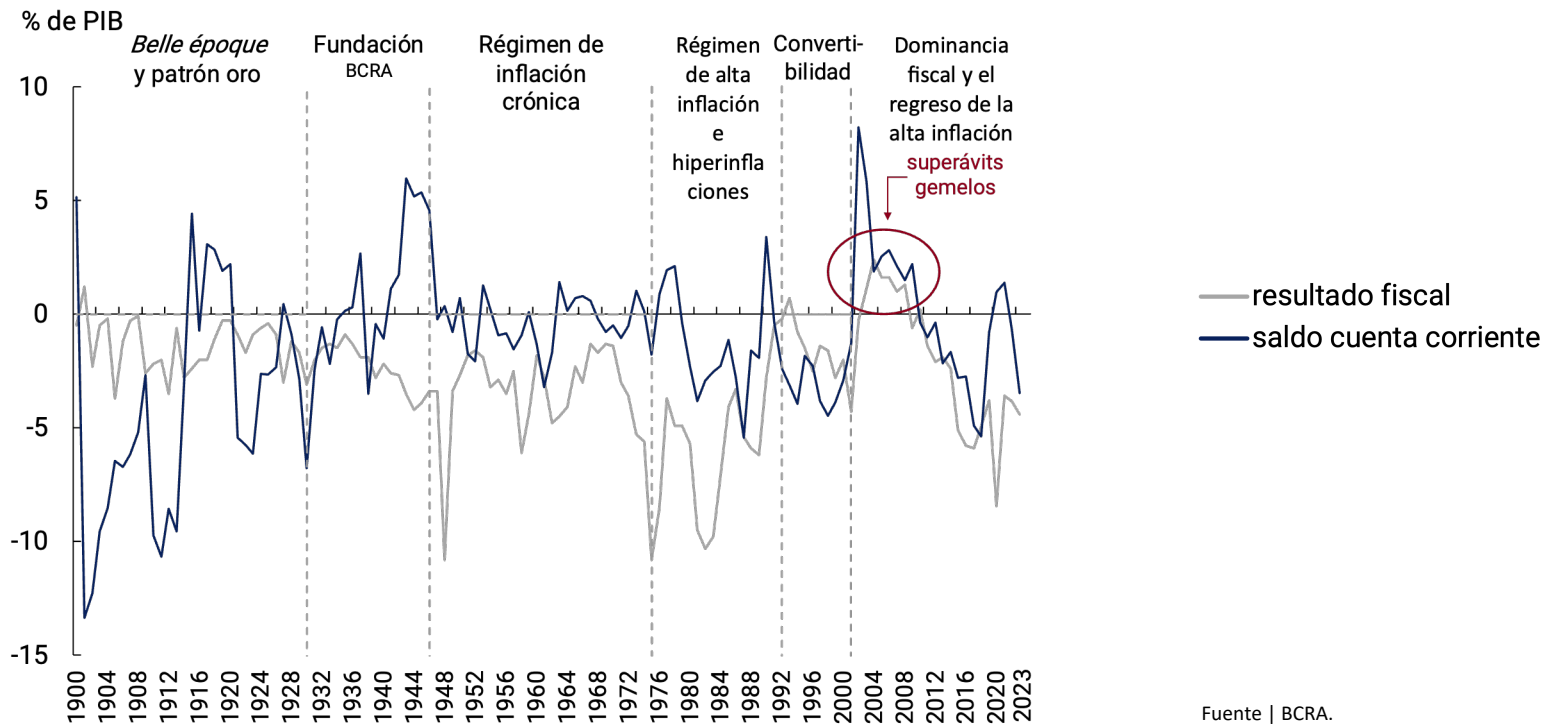
Argentina: Un siglo de impuesto inflacionario



Nota | Los periodos muestran los cobros de impuestos inflacionarios en % del PIB.

Fuente | BCRA.

Argentina: Un siglo de balances fiscales y externos



Fuente | BCRA.

ARGENTINA: UN CASO DE *FASE TERMINAL* DE DOMINANCIA FISCAL (EN PROCESO DE REVERSIÓN)

I. UN MOMENTO MEMORABLE (1981) o "*Un poco de aritmética monetarista incómoda*"

Formalización del problema de la *dominancia fiscal* de la política monetaria por Sargent & Wallace

II. UN SIGLO DE TROPIEZOS (1900-1991) o *Mucha aritmética monetarista "empalagosa"*

Hechos estilizados que destacan la relación entre déficits fiscales, política monetaria e inflación

III. DOS DÉCADAS DE REINCIDENCIA (2005-2023) o *Mucha aritmética monetarista "insoportable"*

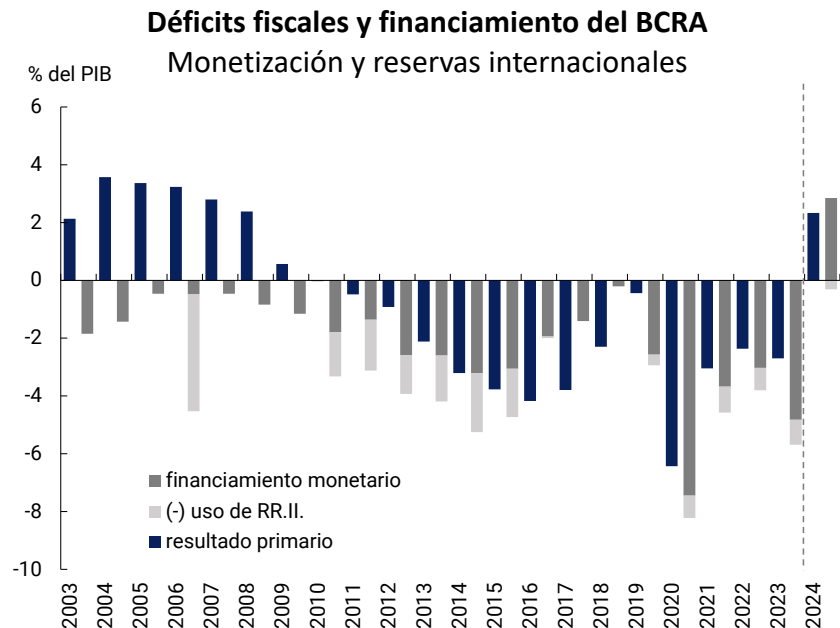
Activos y pasivos del BCRA como medida del grado de dominancia fiscal en Argentina

IV. UN AÑO DE RECUPERACIÓN (2024) o *Mucha aritmética monetarista "saludable"*

Programa de estabilización orientado a eliminar la dominancia fiscal, cuasi-fiscal, y bancaria

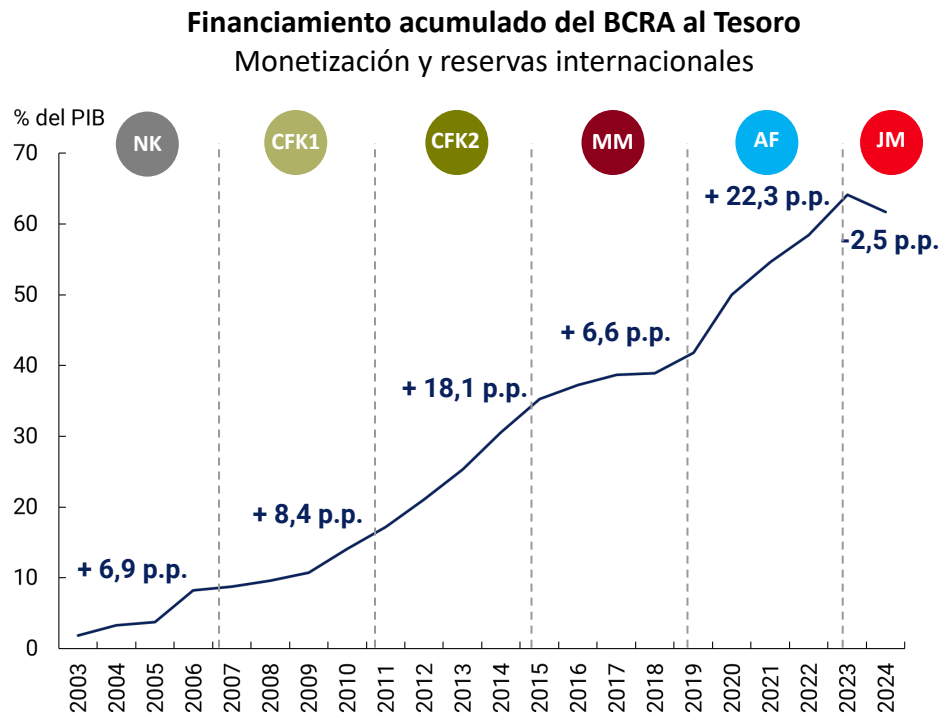
III. DOS DÉCADAS DE REINCIDENCIA

6. A lo largo de las dos últimas décadas la dominancia fiscal (financiamiento total = pesos + reservas) trasladó más de 60% del PIB desde el BCRA al Tesoro



Nota | En 2021, no se considera la asignación de DEG de ARS 427,4 mil millones. Para 2022, no se incluye el exceso de ingresos primarios provenientes de la colocación de deuda primaria. 2024: saldo fiscal anualizado ajustado por estacionalidad de enero a agosto. Financiamiento monetario (adelantos transitorios + distribución de utilidades + *puts* y *bids* a los bancos neto de reserva de LECAP en el BCRA) y financiamiento con reservas internacionales (colocación de LI) desde el 10 de diciembre de 2023 hasta agosto de 2024.

Fuente | BCRA a partir de datos del Ministerio de Economía e INDEC.



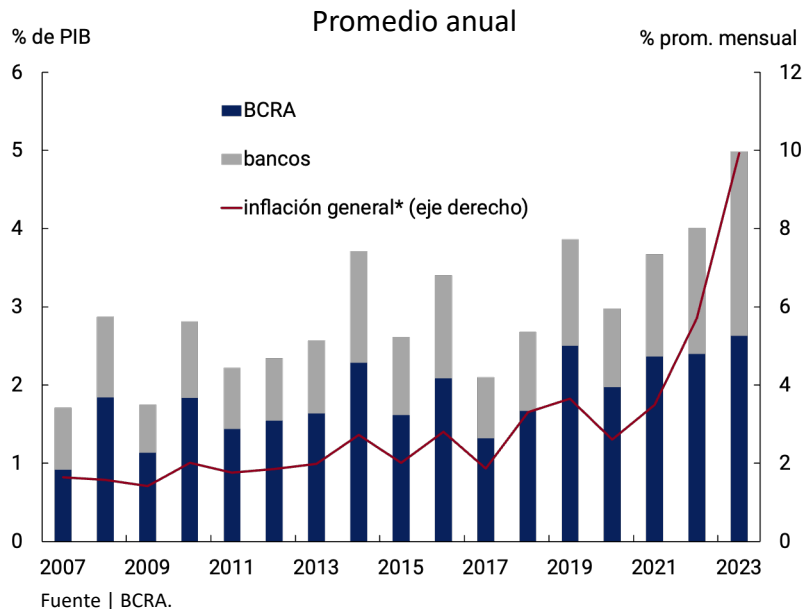
Nota | 2024: Financiamiento monetario y con reservas desde el 10 de diciembre de 2023 hasta agosto de 2024.

Fuente | BCRA e INDEC.

III. DOS DÉCADAS DE REINCIDENCIA

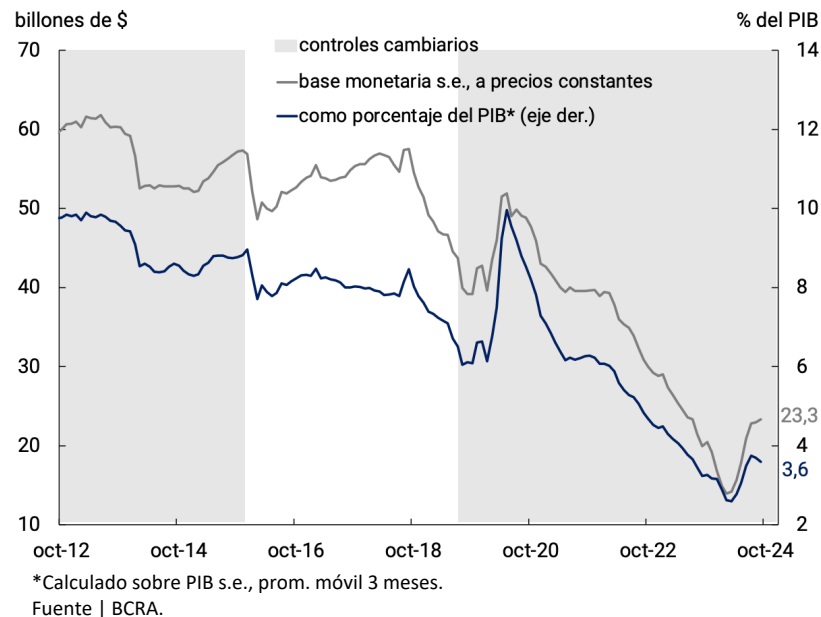
7. La fase terminal de dominancia fiscal de la política monetaria se manifiesta en una aceleración inflacionaria y un colapso de la demanda real de dinero

Impuesto inflacionario (M2 privado transaccional)



La dependencia crónica del impuesto inflacionario deriva de haber elegido reestructurar la deuda + imponer el cepo por sobre ajustar el déficit fiscal y así eliminar la dominancia fiscal

Base Monetaria

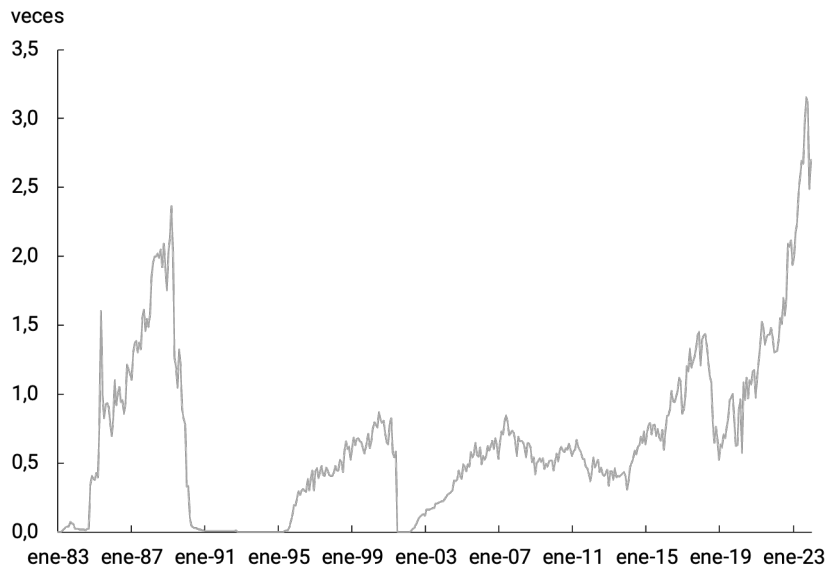


La caída de la de demanda de dinero (base imponible) termina por requerir un nivel de inflación (tasa impositiva) creciente

III. DOS DÉCADAS DE REINCIDENCIA

8. La fragilidad macroeconómica de fines de 2023 se aprecia aún más cuando se considera el deterioro del activo además del deterioro del pasivo

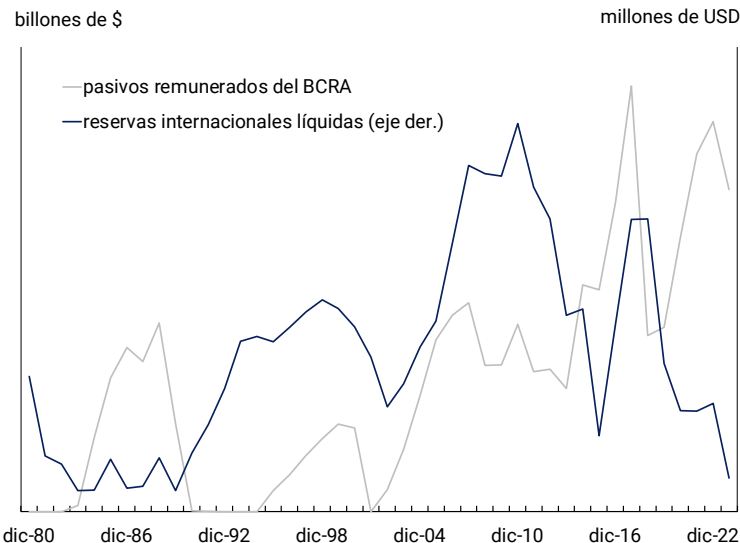
**Pasivos remunerados de BCRA
en relación con la base monetaria**



Fuente | BCRA.

El aumento de déficits fiscales sin financiamiento genuino elevó la inflación y la tasa de interés, impulsando la "bola de nieve de *Leliqs*"

BCRA: Pasivos remunerados y reservas internacionales líquidas
En moneda constante de jul-24



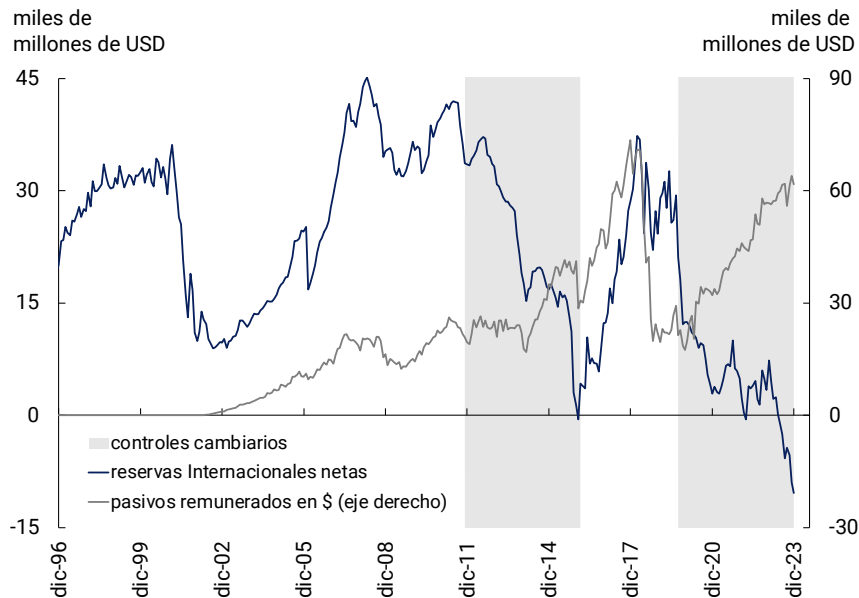
Fuente | BCRA.

La fragilidad macroeconómica de fines de 2023 se aprecia aún más cuando se considera el deterioro del activo conjuntamente deterioro del pasivo

III. DOS DÉCADAS DE REINCIDENCIA

9. A fin de 2023 el "overhang monetario" + "underhang cambiario" definía un ratio de pasivos (pesos) vs. activos (dólares) que revelaba el riesgo hiperinflacionario inminente

BCRA: Reservas internacionales netas y pasivos remunerados

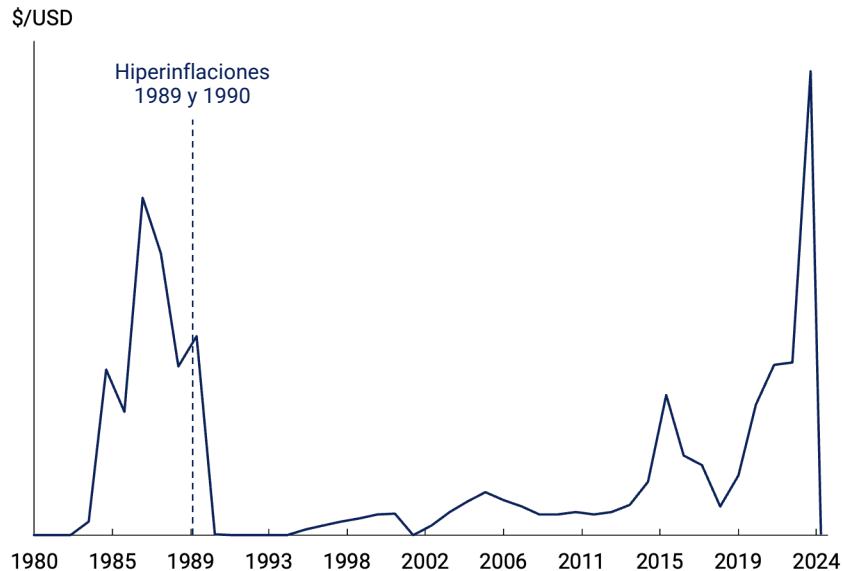


*Véase: [Programa argentino de estabilización: reversión de la fase terminal de la dominancia fiscal sobre la política monetaria](#)

Nota | Las reservas internacionales netas son las reservas brutas menos deuda con BIS y Banco de Francia, reservas bancarias en moneda extranjera, SEDESA, pasos en USD, LEBAC en USD y *swap* con China.

Fuente | BCRA.

Ratios de pasivos remunerados sobre reservas internacionales líquidas En \$/USD constantes de jul-24



Fuente | BCRA.

ARGENTINA: UN CASO DE *FASE TERMINAL* DE DOMINANCIA FISCAL (EN PROCESO DE REVERSIÓN)

I. UN MOMENTO MEMORABLE (1981) o "*Un poco de aritmética monetarista incómoda*"

Formalización del problema de la *dominancia fiscal* de la política monetaria por Sargent & Wallace

II. UN SIGLO DE TROIEZOS (1900-1991) o *Mucha aritmética monetarista "empalagosa"*

Hechos estilizados que destacan la relación entre déficits fiscales, política monetaria e inflación

III. DOS DÉCADAS DE REINCIDENCIA (2005-2023) o *Mucha aritmética monetarista "insoportable"*

Activos y pasivos del BCRA como medida del grado de dominancia fiscal en Argentina

IV. UN AÑO DE RECUPERACIÓN (2024) o *Mucha aritmética monetarista "saludable"*

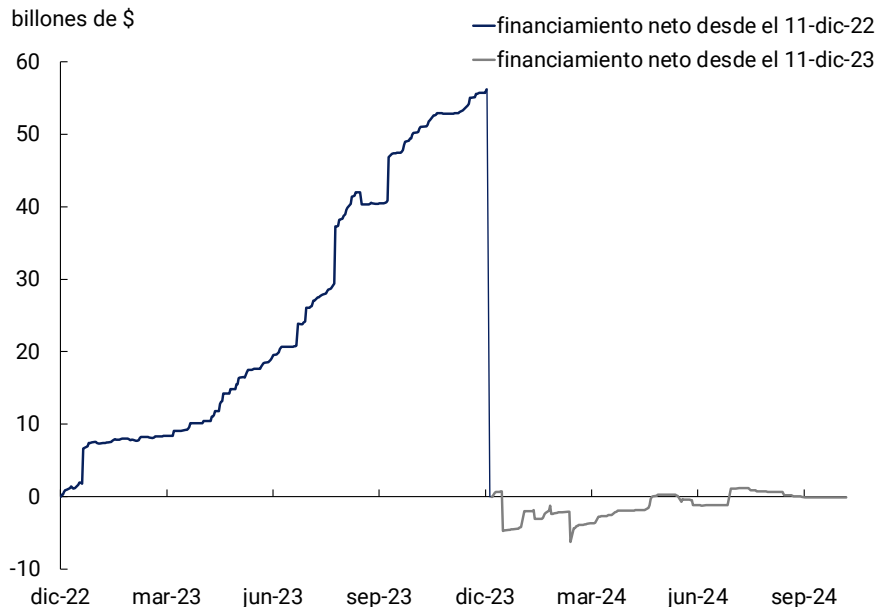
Programa de estabilización orientado a eliminar la dominancia fiscal, cuasi-fiscal, y bancaria

IV. UN AÑO DE RECUPERACIÓN

10. Además de eliminar de inmediato la dominancia fiscal, el recorte de tasas de interés del BCRA fue imperativo para poder eliminar la dominancia cuasi-fiscal

Financiamiento neto acumulado

A precios constantes del 30 de septiembre de 2024



Nota | Financiamiento en pesos y dólares según metodología FMI.

Fuente | BCRA.

Pagos de intereses de pasivos remunerados del BCRA y tasa de política



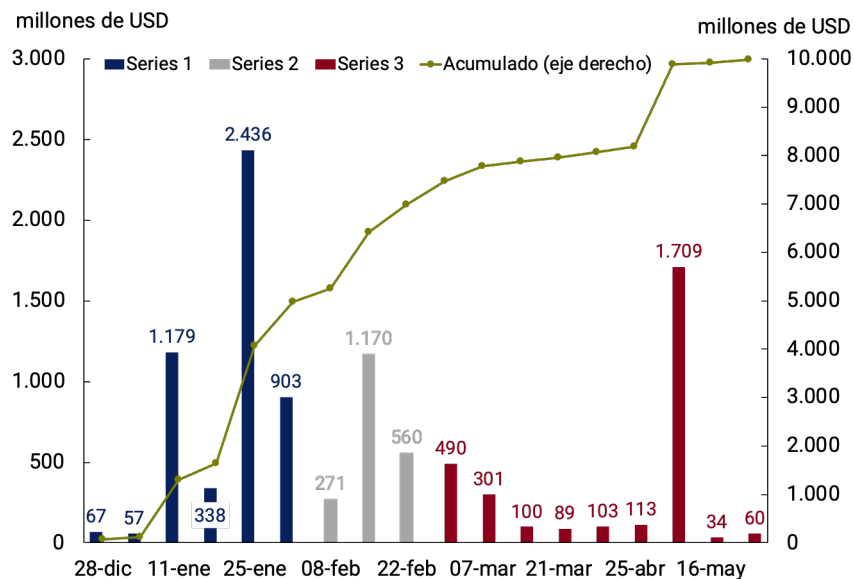
Nota | Datos al 2 de agosto de 2024.

Fuente | BCRA.

IV. UN AÑO DE RECUPERACIÓN

11. Fue necesario diseñar contratos (y así, absorber pesos) y recomprar contratos (y así, frenar emisión de pesos) para eliminar la dominancia cambiaria y bancaria, respectivamente

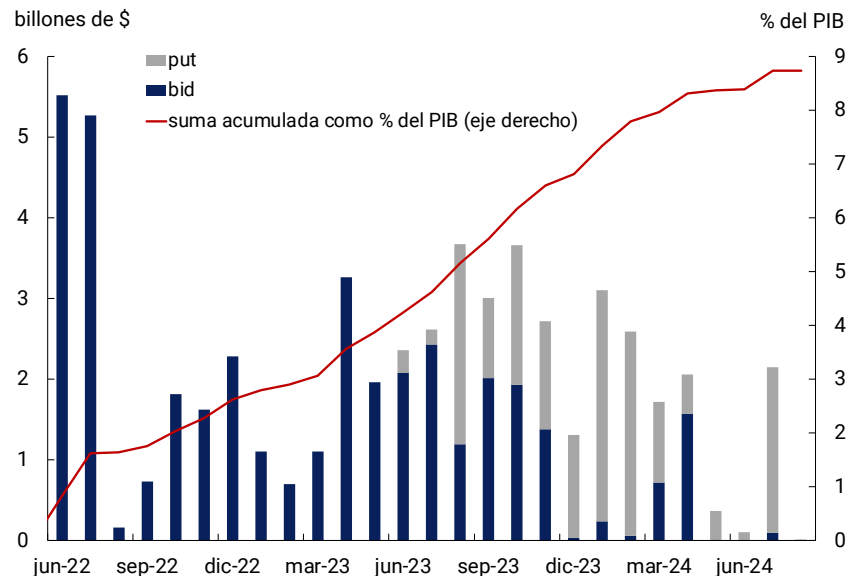
Swap cambiario (BOPREAL)



Fuente | BCRA.

Ejercicio de *bids* y *puts* sobre títulos del Tesoro de los bancos (c/ BCRA)

Valor de mercado a precios constantes



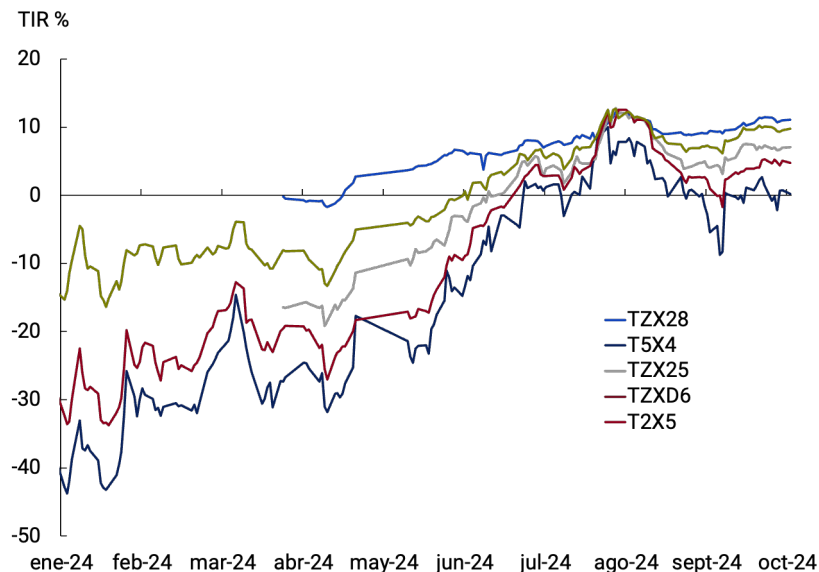
Fuente | BCRA.

La esterilización del BCRA fue en contra de su propio objetivo ya que las subas de la tasa de política solo sirvieron para crear nueva oferta de dinero a un ritmo acelerado e incrementaron las expectativas de inflación. El ejercicio de *bids* y *puts* creó una "dominancia bancaria".

IV. UN AÑO DE RECUPERACIÓN

12. Resultado #1: Saneamiento del mercado monetario (convergencia a valores positivos de las tasas reales de interés y migración a instrumentos de tasa fija)

Títulos del tesoro indexados por inflación (CER)



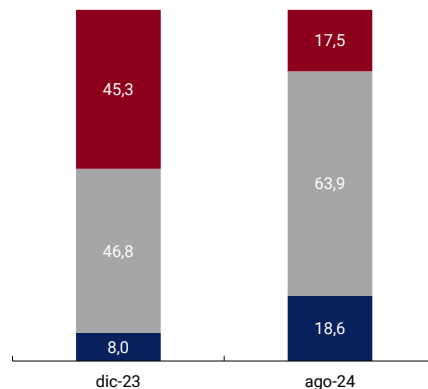
Fuente | BCRA a partir de datos del IAMC.

Convergencia al equilibrio monetario: Un recorrido hacia tasas reales positivas sin arriesgar la estabilidad del sistema bancario.

Composición de deuda del Tesoro por tipo

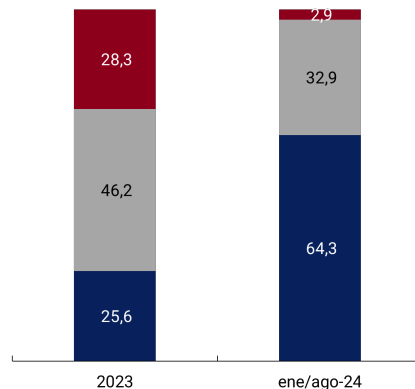
Stock de deuda pública nacional

En %



Licitaciones primarias

En %



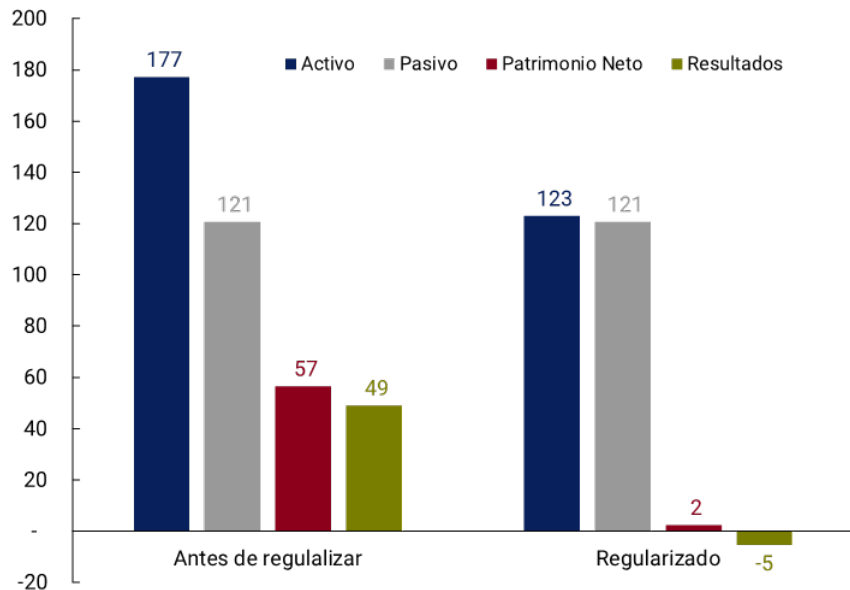
■ Tasa fija ■ Ajustable por CER ■ Resto de Deuda en pesos (DLK, DUAL, LEFI)

Fuente | BCRA a partir de datos de la Secretaría de Finanzas.

Completar mercados/menú de contratos: Introducción de instrumentos de tasa fija para acompañar el proceso de desinflación y desindexación de la economía.

BCRA: Estados Contables antes y después de regularizar

En billones de \$ a precios corrientes de diciembre de 2023

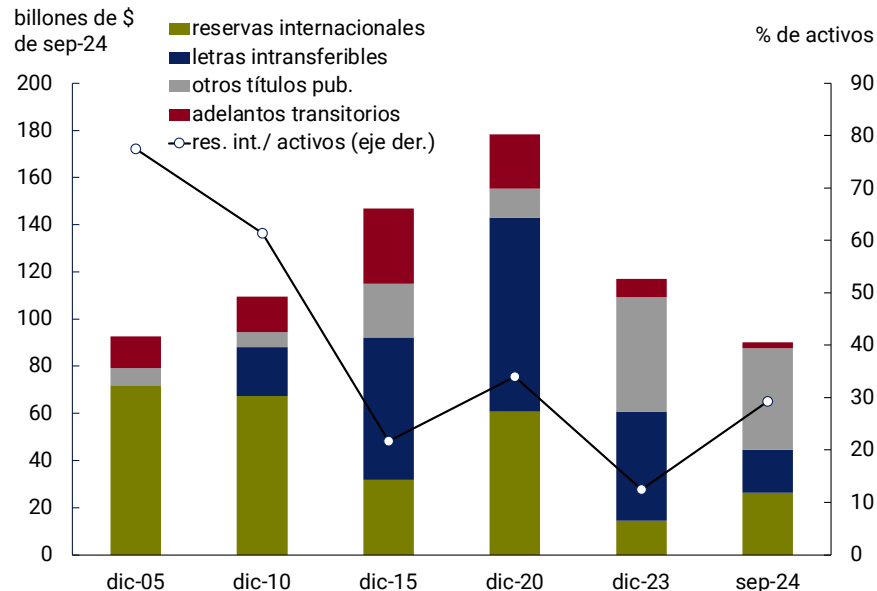


Nota | Las AT y Letras Intransferibles se ajustan por su valor de venta. La exposición al sector público bajo las normas contables locales no varía significativamente si se la valora mediante las NIIFs.

Fuente | BCRA.

BCRA: Composición y liquidez de activos

A precios constantes



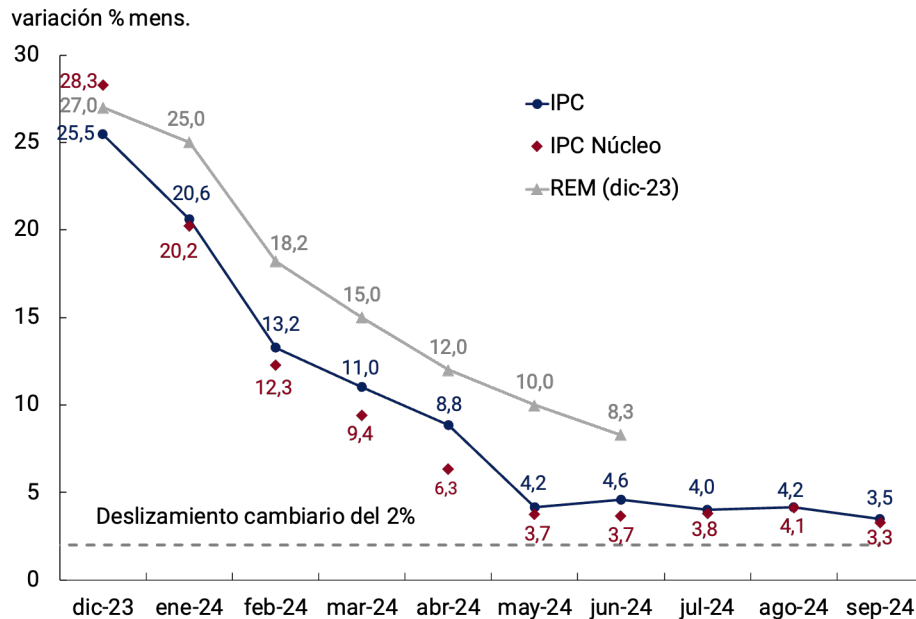
Nota | Las tenencias de bonos del Tesoro incluyen bonos denominados en pesos y en moneda extranjera. En 2005, 2010, 2023 y 2024 los bonos se denominaban mayormente en pesos.

Fuente | BCRA.

IV. UN AÑO DE RECUPERACIÓN

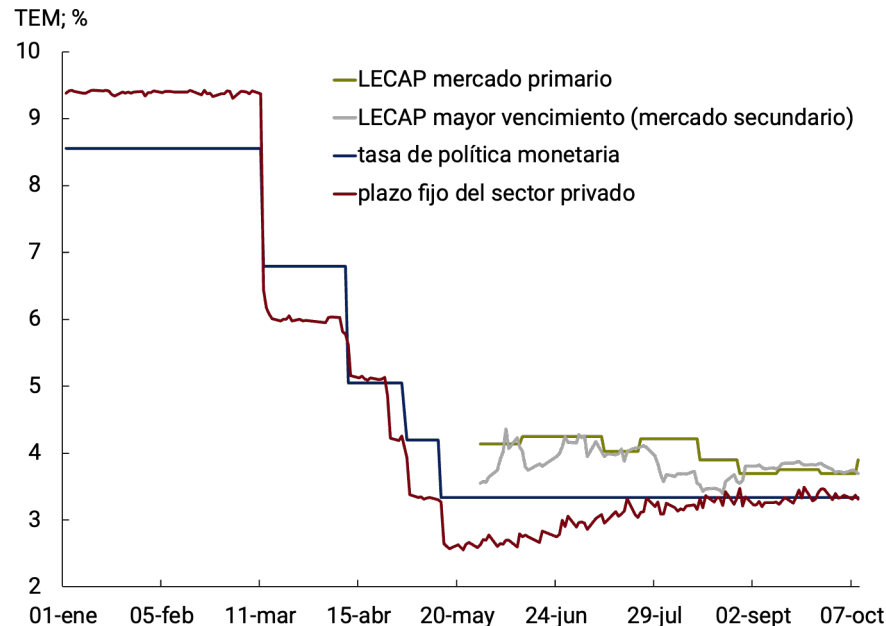
14. Resultado #3: Convergencia de la inflación, recuperación de las herramientas de política monetaria del BCRA y mejora en el mecanismo de transmisión de la misma

Índice de Precios al Consumidor (INDEC)
Pronósticos del consenso (REM) vs. resultado publicado



Fuente | BCRA e INDEC.

Tasas de interés
Política monetaria, títulos del Tesoro y plazo fijos

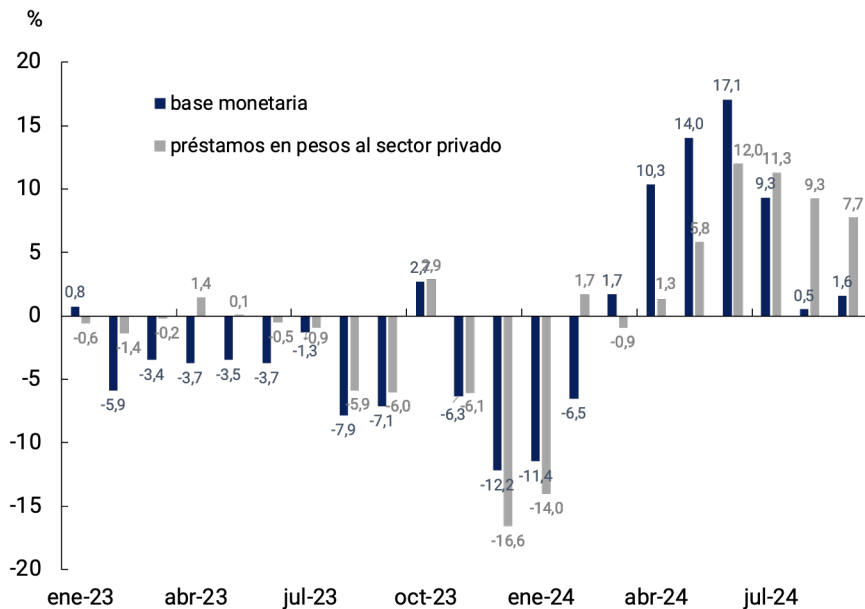


Fuente | BCRA.

IV. UN AÑO DE RECUPERACIÓN

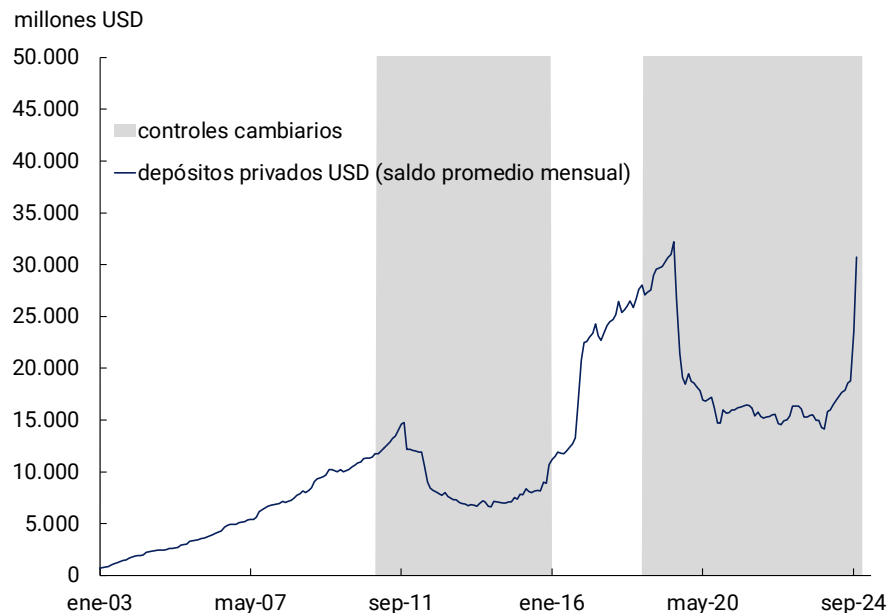
15. Resultado #4: Avance visible de la remonetización en pesos (por baja inflación) y en dólares (por repatriación) de la economía

Base monetaria y préstamo al sector privado
Var. mensual s.e. a precios constantes



Fuente | BCRA.

Depósitos en moneda extranjera del sector privado



Nota | oct-24 corresponde al promedio de los primeros 14 días del mes.

Fuente | BCRA.

Gracias