

# **El Futuro de la Política Monetaria: pensar el fortalecimiento de la moneda<sup>1</sup>.**

## **Breve historia de la política monetaria y su relación con la política fiscal.**

Hasta la revolución keynesiana, sólo existía la política monetaria, básicamente el manejo monetario del Banco de Inglaterra. La política monetaria tenía, en primer lugar, la misión de proveer un ancla nominal para el nivel de precios, es decir asegurar que no existiera ni inflación ni deflación. Si bien la libra esterlina estaba pegada al oro, el Banco de Inglaterra manejaba la tasa de interés para expandir el crédito bancario cuando había tendencia a la deflación y para contraerlo cuando había tendencia a la inflación. Había habido períodos de déficit fiscal y emisión de deuda pública, básicamente en los años de guerra. La compra y venta del Banco de Inglaterra de la deuda pública (llamadas operaciones de mercado abierto) era el mecanismo para hacer efectivo el manejo de la tasa de interés que influía sobre el crédito bancario.

Keynes argumentó que en el caso de la deflación, la política monetaria, por más expansiva que fuera, no lograba resolver el problema, porque se producía la trampa de liquidez. Los bancos acumulaban liquidez y no expandían el crédito bancario. Por eso insistió en la importancia de valorizar la política fiscal.

Por supuesto, Keynes sostenía que en caso de tendencia al recalentamiento de la economía había que aplicar política fiscal restrictiva y también política monetaria contractiva para eliminar la inflación y reestablecer la estabilidad de precios.

La existencia de herramientas fiscales (gastos públicos e impuestos), no significa que el gobierno pueda hacer política fiscal en el sentido keynesiano del término. Para que exista política fiscal es necesario que haya crédito público y el gobierno pueda colocar deuda a tasas normales de interés. Keynes sostuvo que cuando había recesión y deflación la política monetaria expansiva debía ser complementada con la política fiscal también expansiva, es decir, recurrir al endeudamiento público para financiar un déficit fiscal. Cuando había recalentamiento de la economía e inflación, además de aumentar las tasas de interés Keynes recomendaba la contracción fiscal, es decir, retirar deuda pública mediante la generación de un superávit fiscal.

Keynes nunca discutió el problema de la estanflación, porque no era un fenómeno común. Sí, el de la hiperinflación, para el cual siempre recomendó lo que se denomina una reforma monetaria. Así resolvieron la hiperinflación los países Europeos que habían caído en hiperinflación en los primeros años de la década de los 30.

---

<sup>1</sup> Conferencia de Domingo Cavallo en la Universidad Católica Argentina el 20 de agosto de 2014

## **Hoy Argentina sufre uno de los problemas económicos más difíciles de tratar: La estanflación.**

La estanflación, que como problema macroeconómico apareció en el mundo avanzado en la década de los 70, no existía en el manual keynesiano. La cura recién apareció con la combinación de política monetaria contractiva implementada por Paul Volcker a partir de 1981 y la política fiscal expansiva decidida por Ronald Reagan poco después. Era una forma muy especial de política fiscal expansiva: el déficit no se originaba en el aumento del gasto público sino en la reducción de los impuestos. La política monetaria contractiva de Volcker combinada con la política fiscal expansiva, con déficits generados por reducciones de impuestos y no por aumentos de gastos, resolvió el problema de la estanflación. Estados Unidos (y luego la mayor parte de los países europeos) logró reducir hasta prácticamente eliminar la inflación y la economía no sólo se reactivó sino que tuvo muchos años de crecimiento sostenido.

**Si en nuestro país tuviéramos la posibilidad de aplicar políticas monetaria y fiscal, el tratamiento macroeconómico apropiado para derrotar a la estanflación sería la combinación de una política monetaria fuertemente restrictiva con un tipo especial de política fiscal expansiva.**

Voy a comenzar caracterizando a la segunda, porque en un momento en que el gasto público (como porcentaje del Producto Bruto Interno) alcanza los niveles máximos de la historia Argentina y el déficit fiscal es de más del 5 % del PBI, puede parecer que la política fiscal expansiva está plenamente en acción. Para la definición correcta de lo que es la política fiscal hoy la política fiscal **no es expansiva**. Si sumamos a la recaudación impositiva la emisión monetaria, como medida del impuesto inflacionario (que paga la gente y detrae los ingresos reales de las familias, igual que cualquier otro impuesto legislado), **no hay déficit fiscal financiado con crédito público**.

La política fiscal que se necesitaría para que, junto a una política monetaria restrictiva, sacara al país de la estanflación, es una política en la que el déficit fiscal se originara no en el aumento del gasto público sino en la **reducción de los impuestos que desalientan la inversión y encarecen los costos de producción**. Además, ese déficit fiscal no se debe financiar con emisión monetaria (es decir con recaudación del impuesto inflacionario) sino con endeudamiento a tasas normales de interés. **Pero este tipo de política fiscal no existe hoy como posibilidad porque Argentina no tiene crédito público.**

La triste realidad de la Argentina actual es que no cuenta ni con la política monetaria ni con la política fiscal como herramientas de política macroeconómica. **Y no cuenta con ellas porque no tiene ni crédito público ni moneda creíble.**

### **¿Por qué Argentina hoy no tiene crédito público ni moneda creíble?**

Porqué vive en default desde enero de 2002. El default más pernicioso fue la pesificación compulsiva de enero de 2002. Se defaultó la deuda pública y privada con millones de ahorristas que habían depositado sus ahorros en dólares en el sistema bancario Argentino. Y luego se completó el default con la suspensión de pagos de todos los servicios de la deuda pública, salvo la deuda con los organismos financieros internacionales, la que incluso se pagó por adelantado. La reestructuración de deuda de

2005 y su reapertura en el 2010 no permitió recrear acceso a los mercados de capitales más importantes porque dejó abierto el conflicto judicial con los holdouts y las mentiras del INDEC sobre el CER destruyeron lo poco que quedaba de crédito público interno luego de la pesificación forzada de la economía.

Sin crédito público no puede haber moneda creíble, salvo que el Gobierno genere muy fuertes superávits fiscales. Tan pronto el Gobierno comienza a generar déficits fiscales la emisión monetaria se transforma en una herramienta fiscal, más precisamente en una herramienta impositiva: es el mecanismo para recaudar el impuesto inflacionario. Y el impuesto inflacionario tiene, al menos, el mismo efecto contractivo que cualquier otro impuesto. Hay evidencias que tiene incluso más efectos contractivos, porque agrega incertidumbre y crea muchas oportunidades de corrupción. Cuando la moneda tiende a ser la base del impuesto inflacionario, la gente trata de desprenderse de los pesos lo más rápidamente posible, precisamente para no pagar el impuesto inflacionario. Se desprende de los pesos transformándolos en bienes o en monedas extranjeras. En términos técnicos, disminuye la demanda de moneda en términos reales. Es decir la moneda deja de ser creíble. Para financiar un mismo porcentaje del PBI de déficit fiscal se necesita cada vez más emisión e inflación porque cae la base del impuesto inflacionario.

### **¿Cómo se recrea el Crédito Público y una moneda creíble?**

Con una reforma monetaria, igual que cuando debe salirse de la hiperinflación. La única ventaja de que se inicie con una estanflación y no con una hiperinflación, es que la reforma monetaria no necesita comenzar con el establecimiento de un tipo de cambio fijo. Al contrario, requiere que, desde el inicio, el nuevo sistema monetario sea con tipo de cambio flotante.

La reforma monetaria que se necesita para recrear el crédito público y una moneda creíble tiene dos ingredientes:

- 1) Un mercado único y libre de cambios, sin ninguna restricción a la compra y venta de divisas;
- 2) La puesta en competencia de la moneda local con las monedas extranjeras, al menos con el Dólar, en todo tipo de transacciones financieras y comerciales. Es decir autorizar que todas las monedas sean de curso legal (al menos el Peso y el Dólar). Este régimen se denomina de plena convertibilidad o de libre elección de la moneda.
- 3) La política monetaria debe apuntar a estabilizar el tipo de cambio, bajando gradualmente las tasas nominales de interés y sin evitar la apreciación nominal del Peso.

Este sistema monetario existe desde 1991 en Perú y funciona muy bien. También existe en Uruguay y en Bolivia. Es decir en todos los países que durante la hiperinflación tuvieron una fuerte dolarización de hecho y en los que la indexación financiera no logró evitar ese fenómeno.

La reforma monetaria que se necesita para que desde que asuma un nuevo gobierno se pueda derrotar a la inflación y avanzar hacia el desarrollo económico y el progreso social es el tema central de mi libro "Camino a la Estabilidad".

