

PLANES DE ESTABILIZACIÓN EN ARGENTINA

¿QUÉ APRENDIMOS DE LAS EXPERIENCIAS FRUSTRADAS?

Ernesto Rezk

UNIDAD DE INVESTIGACIÓN EN POLÍTICA FISCAL: Joaquín Aguirre, María Azul Chiacarini,
Santiago Piemontesi Sferco, Francisco Rezzónico, Agustín Soliani y María del Rosario
Martos Vocos

WORKSHOP 11 de octubre de 2023
INSTITUTO DE ECONOMÍA Y FINANZAS FCE - UNC



Plan de la exposición

- Plantear sucintamente el enfoque teórico debido a G. Calvo (2017) para el tratamiento de la "Inflación Crónica".
- Analizar el desempeño, posibilidades y limitaciones (en el periodo 2007-2023) de los planes de estabilización argentinos basados en mecanismos como el de la Regla de Taylor con el uso de la tasa de interés.
- Plantear algunas recomendaciones a partir de lo que sugieren los enfoques teóricos y el análisis de los hechos estilizados.

Hiperinflación vs Inflación crónica

- Las hiperinflaciones se miden en términos de meses.
- Las inflaciones crónicas, en cambio, pueden durar décadas con el agravante de que los países aprenden a convivir con tasas de inflación altas y persistentes.
- En este sentido, se recurren a tasas de indexación que tienden a perpetuar el proceso inflacionario (Pazos & Calvo y Calvo & Végh).

Supuestos:

- Modelo de estabilización con con expectativas racionales (NMKM).
- País emergente con economía abierta.
- Función de utilidad usual del individuo representativo.
- Perfecta movilidad de capitales
- Tipo de cambio flexible
- Tasa de interés de paridad.
- Stock de dinero endógeno.
- Bono de maduración instantánea internacionalmente comerciable cuyo valor está expresado en términos de bienes transables, salvo el stock en poder del Banco Central.

Enfoque teórico: Credibilidad perfecta

Escenarios de credibilidad perfecta

- 1 Riqueza del individuo representativo

$$a_t = m_t + b_t$$

- 2 Tasa de interés de paridad

$$i_t = \rho_t + \epsilon_t$$

- 3 Precios escalonados (staggered)

$$\Delta \pi = b(y_t - \bar{y})$$

- 4 Regla de Taylor (Meta de Inflación)

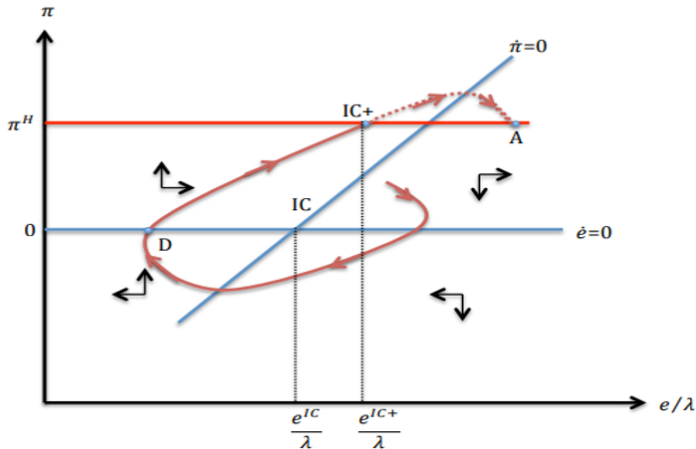
$$i_t = \rho_t + \Theta \pi_t \quad (\Theta > 1)$$

Conclusiones:

- 1 El escenario asegura unicidad del equilibrio y que el sendero del mismo sea de estado estable (steady state equilibrium)
- 2 La meta de inflación se puede alcanzar inmediatamente

Enfoque teórico: credibilidad imperfecta

- Escenarios de credibilidad imperfecta



Escenario de credibilidad imperfecta - Predicciones del escenario

- Nueva regla de Taylor más creíble

$$i = \rho + \pi^H + \theta (\pi - \pi^H)$$

con $(\theta > 1)$

- La credibilidad imperfecta, por parte de los agentes, puede reforzarse con fenómenos adversos a los que se la asocia y generar profecías autocumplidas de **estanflación**.
- Al final de un programa de estabilización fallido pueden aún surgir expectativas favorables basadas en: caída de la tasa de interés, incremento en el consumo de bienes transables y domésticos, restablecimiento de la capacidad instalada total, caída de la tasa de interés real y un nivel inflacionario que para de crecer.



- Sin embargo, la conclusión anterior puede resultar en una situación como la descrita por la **Curva de Phillips**, que hace más difícil conseguir apoyo político para los planes de estabilización, conduciendo a un círculo vicioso si la evidencia empírica sugiriera que la situación económica despegaría sólo si la inflación alcanza niveles muy altos.

Enfoque teórico: Backward looking inflation

Escenario de Backward Looking Inflation

- Nivel de Inflación

$$\pi_t = \omega_t + \alpha(c_t - \bar{y})$$

con $(\alpha > 0)$

- Donde ω es el factor que refleja el efecto Backward Looking de los agentes
- **Inercia de la inflación:** a menor valor de α , más lento será el ajuste de la inflación a las condiciones corrientes (y viceversa)

$$\omega = \gamma(\pi_t - \omega_t)$$

con $(\gamma > 0)$

$$\omega = \gamma \alpha (c_t - \bar{y})$$



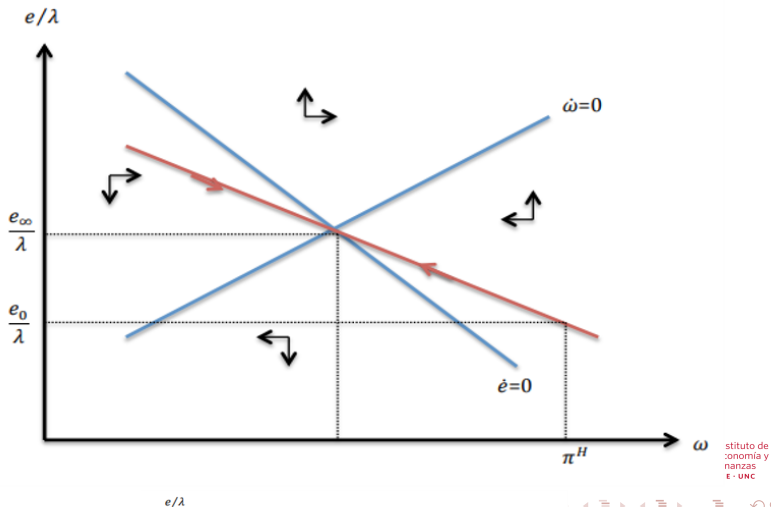
- Regla de Taylor (Meta de Inflación)

$$i_t = \rho_t + \Theta \pi_t$$

con $(\Theta > 1)$

Enfoque teórico: Backward looking inflation

- Escenario de Backward Looking Inflation: α pequeño con ajuste lento



Enfoque teórico: backward looking inflation

Escenario de Backward Looking Inflation. Predicciones con α pequeño y ajuste lento

- La economía experimentará capacidad no utilizada o desempleo a través de todo el programa de estabilización (apreciación del tipo de cambio).
- La efectividad del plan de estabilización puede estar condicionada por problemas de credibilidad, ya que la recesión se mantiene durante todo el plan.
- Puede haber algún apoyo público al plan porque en el tiempo la capacidad utilizada crece y la inflación y la tasa de interés real declinan. Ello podría no alcanzar si la inercia de inflación fuera fuerte porque se mantendrían altas tasas de inflación, mientras que la utilización de la capacidad, acompañada de la apreciación del tipo de cambio real, no lograría recuperarse.



Enfoque teórico: Activos líquidos de política del BC

Predicciones del escenario de activos líquidos de política del Banco Central.

Supuestos:

- No hay inercia de precios
- Precios escalonados
- El dinero es el único activo local líquido
- La oferta nominal de dinero es exógena y crece a una tasa μ
- Los agentes mantienen activos del Banco Central (depósitos a plazo, letras, etc) por sus rendimientos y liquidez local (pero su liquidez local puede caer con el stock de los mismos)
- La tasa de interés controlada por el Banco Central (instrumento de política) es s .



Regla de Taylor (Meta de Inflación)

$$s_t = s + \kappa \pi_t$$

(s y κ parámetros no restringidos)

$$\dot{i}_t / I_t = \mu - \pi_t$$

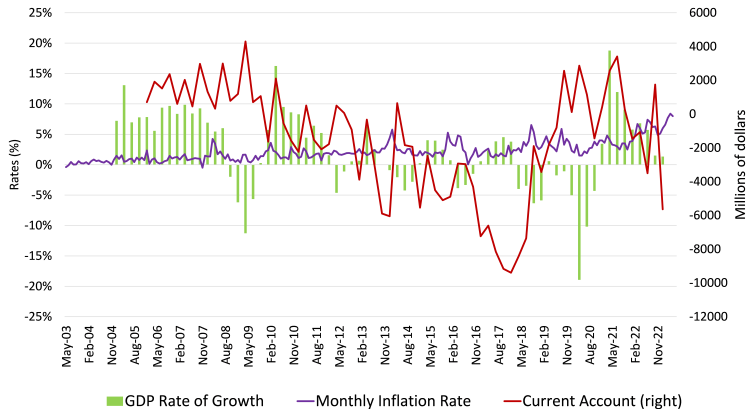
donde $I = me$ (saldos monetarios reales expresados en términos bienes domésticos). Al ser I la única variable predeterminada, se asegura un sendero de equilibrio único que converge al steady state.

La unicidad mencionada es totalmente independiente de que el Banco Central siga un esquema de Regla de Taylor en s .

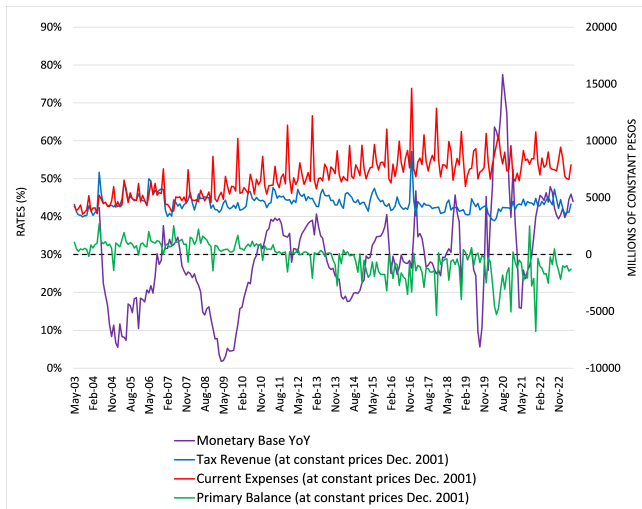
- Supóngase que la economía está en steady state con una alta tasa de inflación $\pi = \mu > 0$ y ϵ_∞ es invariante a través de todos los states.
- Si la inflación inicial fuera $\mu > 0$, el plan de estabilización consistiría (por Regla de Taylor) en aumentar s o κ o ambos. El plan muestra algunos éxitos iniciales ya que la inflación caerá pero volverá posteriormente a su nivel μ pre-plan. En cuanto al tipo de cambio, ϵ_0 caerá y la moneda doméstica se apreciará.

- Al igual que en los modelos previos con inercia de precios, la inflación baja momentáneamente pero posteriormente recupera sus niveles. Mientras tanto, se pagó el costo de subutilización de la capacidad instalada, con lo cual el resultado es peor que en los anteriores escenarios.

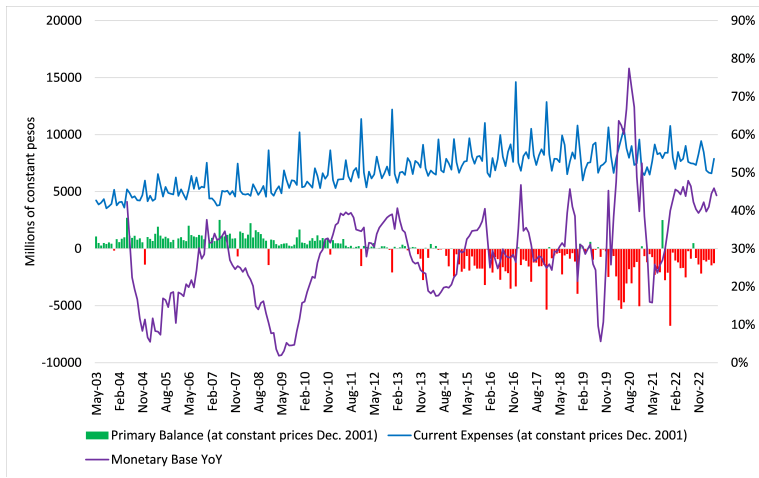
Tasas de crecimiento del PIB y de la Inflación mensual GDP vs la Cuenta Corriente. Mayo 2003-Junio 2023



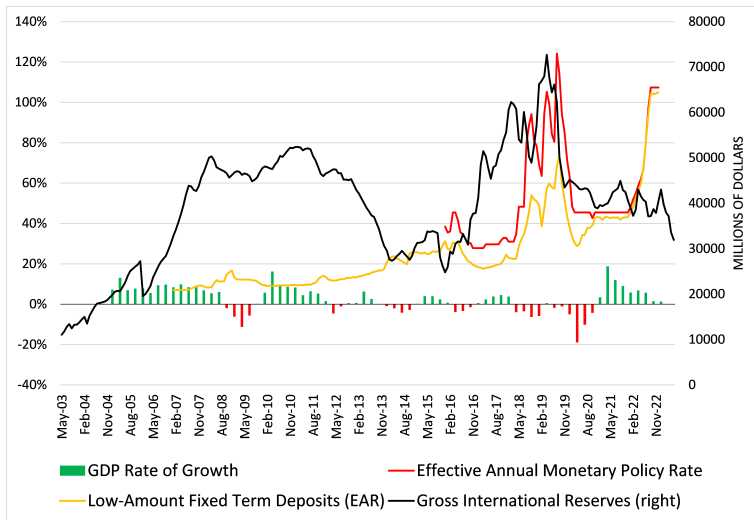
Ingresos Impositivos, Gasto Público y Balance Primario vs Variación Interanual de la Base Monetaria. Mayo 2003-Junio 2023



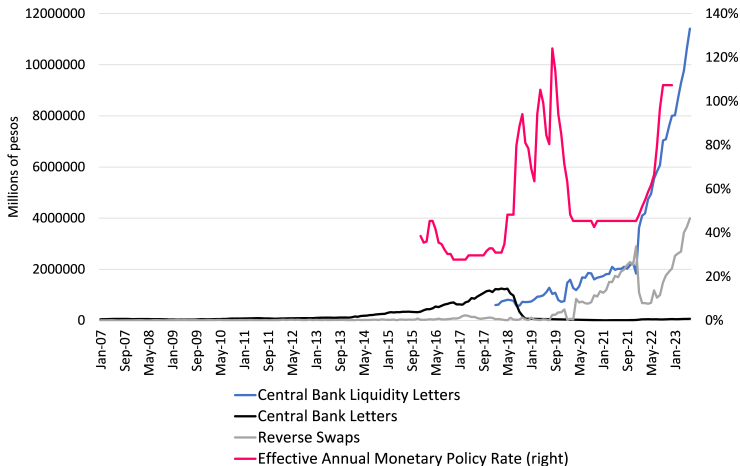
Variación Interanual de la Base Monetario vs Gasto Público Corriente y Balance Primario. Mayo 2003-Junio 2003



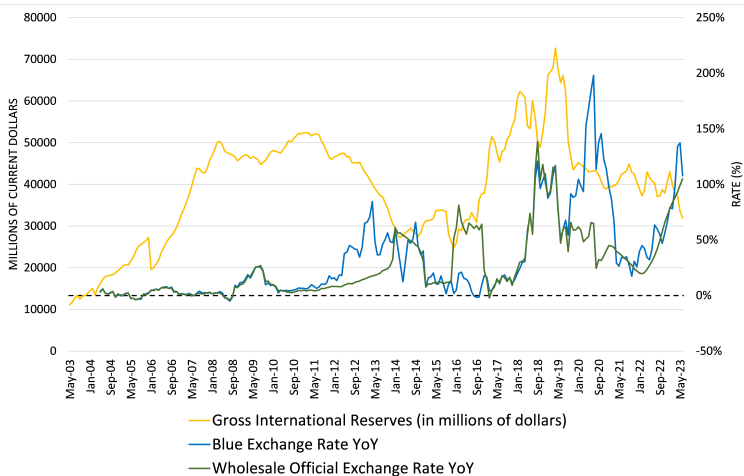
Tasas de crecimiento del PIB y Reservas Internacionales Brutas vs Tasas de Interés. Mayo 2003-Junio 2023



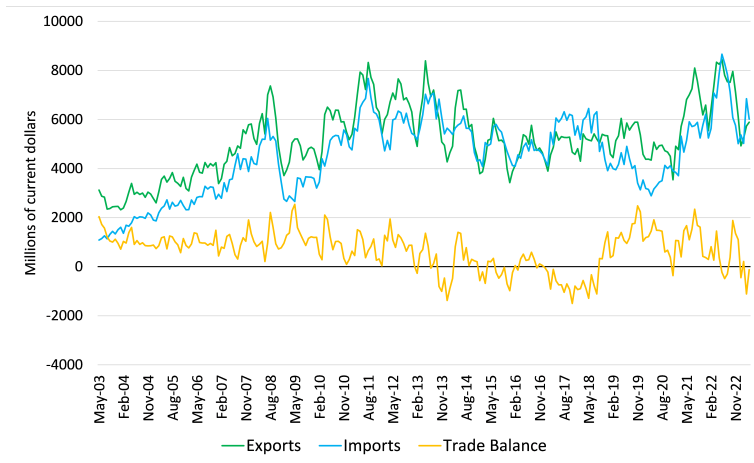
Stock of Deuda del Banco Central y Swaps vs Tasas ds Interés. Enero 2007 – Junio 2023



Reservas internacionales Brutas vs Variación interanual de los Tipos de Cambio Mayorista y 'blue'. Mayo 2003 – Mayo 2023



Exportaciones, Importaciones y Balance Comercial. Mayo 2003-Abril 2003



- Como sugieren los desarrollos teóricos y el análisis de los hechos empíricos, el **control de la inflación crónica** requiere de un **plan de estabilización** sólido, duradero y permanente revisado.
- Dicho plan **debe considerar las expectativas de los agentes** para evitar situaciones disruptivas (**profecías autocumplidas**) típicas como la anticipación de devaluaciones.
- Ningún plan tendrá oportunidad de ser exitoso, al menos permanentemente, si su soporte teórico conceptual es ignorado o equivocado. Los **planes basados en tasas de interés** (Reglas de Taylor) **controlan efectivamente la inflación solo si hay credibilidad perfecta.**

- **Otros escenarios** (por ejemplo de **credibilidad imperfecta**), **los resultados pueden desembocar en situaciones de estanflación**, o peor, se puede alcanzar alguna estabilización pero al costo una situación de Curva de Phillips (solo con altas tasas de inflación).
- La situación es aún peor si los agentes conservan memoria inflacionaria (backward looking inflation), o en un escenario con activos líquidos del Banco Central y una Regla de Taylor en la que el instrumento de política es su tasa de interés. Esfuerzos de estabilización no efectivos.

- Los **planes de estabilización deben** además **involucrar al sector público**. Durante el período, las finanzas públicas rara vez estuvieron alineadas con las necesidades de estabilización mostrando casi siempre situaciones de deficit primario. La **política fiscal argentina** fue una de las principales causas que **actuó contra los objetivos de estabilización**.
- Como lo señalaran Di Tella, Palazzo, Rapetti y Waldan, una **trayectoria fiscal creíble ayuda a anclar las expectativas** durante el plan de estabilización, pero los hechos mostraron que el gasto público excesivo, financiado con emisión de moneda llevó a expansiones desproporcionadas de la base monetaria.

- El **incremento de la oferta de dinero** (en paralelo a una escasa disponibilidad de bienes privados, por la recesión y las restricciones a la importación) fogueó la **inflación y favoreció la decisión de los agentes de desprenderse del peso** en anticipación a una devaluación del sobre apreciado tipo de cambio.
- Los hechos validan el argumento de la mayoría de los expertos de que, **excepto en casos de bajos niveles de inflación, los planes de estabilización debieran confiar menos en las Reglas de Taylor**, por no resultar claro como el uso de altas tasas de interés moderará la inflación.

- La mencionada **debilidad de las tasas de interés** como único instrumento para disminuir la inflación, en el caso de países en desarrollo, **explica porque se busca el apoyo de otras anclas nominales** como el **tipo de cambio nominal** o los **agregados monetarios**.
- Al enfocarse en el **tipo de cambio nominal**, se debe destacar que su efectividad como ancla **no está divorciada de buenos fundamentos en el sector externo**, a la vez de tener en cuenta el consenso entre los expertos en cuanto a que **en un primer momento los planes de estabilización pueden causar la apreciación del tipo de cambio, seguida de una subutilización de la capacidad instalada en el sector real de la economía**.

- Sin necesidad de mucho énfasis, **los buenos fundamentos no han caracterizado al sector externo argentino**. Mucho de ello **se debió al ajuste por crawling peg** usado durante el período, excepto por dos episodios de maxi devaluación, **que resultó en una apreciación del tipo de cambio y alimentó permanentemente la demanda de divisas por parte del público y las empresas**.
- Afectó además al sector externo **la introducción del ´cepo´** cuyo efecto **se notó tanto en las exportaciones y en las importaciones** y resultó en **desequilibrios en la cuenta corriente y en el balance de pagos** ($-\Delta$ stock de reservas que puso en peligro la sostenibilidad externa).

- Como lo sostuviera G. Calvo, **el tipo de cambio puede muy bien desempeñarse como un ancla nominal efectiva si sus fluctuaciones se mantienen dentro de ciertos límites que prevengan profecías autocumplidas derivadas de revaluaciones del tipo de cambio.**
- Un punto que G. Calvo subraya es que **cuando los agentes, anticipando maxi devaluaciones, tratan de pasarse a divisas o a bonos con rendimientos en divisas, habría aún posibilidad de que el Banco Central indirectamente maneje la tasa de interés, controlando en cambio directamente la tasa de devaluación en lugar de la tasa de interés (en la tasa de interés de paridad).**

- En este caso, **el Banco Central debiera** de alguna forma **informar al público el procedimiento que seguirá** en caso de que el tipo de cambio se vuelva muy volátil. Esto permitiría aumentar la efectividad del plan de estabilización disipando la posibilidad de profecías autocumplidas por expectativas de los agentes alimentadas por incertidumbres en el mercado cambiario.

- CALVO, G (1983), "Staggered Prices in a Utility Maximizing Framework", *Journal of Monetary Economics*, September, pp. 383-398.
- CALVO, G (2017), "Fighting Chronic Inflation with Interest Rates. Cutting a Hydra's Head with a Swiss Army Knife? www.columbia.edu/gc2286"
- CALVO, G. AND C. A. VÉGH (1994), "Stabilization Dynamics and Backward-Looking Contracts", *Journal of Development Economics* 43, pp. 59-84.
- CALVO, G. AND C. A. VÉGH (1999), "Inflation Stabilization and BOP Crises in Developing Countries", in (J.B. Taylor and M. Woodford, eds.) *Handbook of Macroeconomics Volume 1C*, North-Holland.
- DI TELLA, R. (2019), "Comentarios sobre "La Macroeconomía de Macri" de Federico Sturzenegger, Working Paper 20-025 NBER y Harvard University."
- KRUGMAN, P. R (1979), "A Model of Balance of Payment Crisis", *Journal of Credit and Banking* 11 August, pp. 311-325

PALAZZO, P., RAPPETTI, M. Y J. WALDMAN (2023), “Planes de Estabilización en América Latina ¿Qué distingue a los casos exitosos?” (próximo a publicar)

PAZOS, F (1972) “Chronic Inflation in Latin America”, *New York: Prager Publishers*, Sturzenegger, F. (2019)