

Documento de Trabajo No.26

Sobre la conveniencia de la política cambiaria actual para reducir la inflación¹

Resumen Ejecutivo

1.- El **enfoque monetarista de la inflación**, según el cual lo único que determina la inflación es la cantidad de dinero, independientemente de la dinámica del tipo de cambio, es el **paradigma estándar entre los economistas, incluyendo técnicos del FMI**. En este marco puede entenderse su recomendación habitual de depreciar la moneda.

2.- Pero se trata de un **enfoque que no explica adecuadamente la dinámica inflacionaria en Argentina**. Entre otros fenómenos, no explica por qué, sistemáticamente, luego de cada salto devaluatorio se acelera la inflación, algo que no debería ocurrir bajo el enfoque monetarista. Se produce entonces una contradicción: no puede negarse que la inflación es un fenómeno de naturaleza monetaria, pero la teoría monetarista de la inflación no explica adecuadamente la dinámica de la inflación en Argentina.

3.- En Utrera (2023) se **propone un modo de resolver esta contradicción**, a través de un modelo que concibe a la inflación como fenómeno monetario, pero también, simultáneamente, como un fenómeno surgido de decisiones de precios y salarios en la economía, que involucran al tipo de cambio, por su incidencia sobre los precios internos de bienes transables. **El modelo explica adecuadamente la dinámica inflacionaria en Argentina, incluyendo, con alta precisión, la desinflación observada en 2024.**

4.- Es posible entonces comprender por qué el esquema de crawling-peg con tasa fija al 2% mensual está logrando un proceso de convergencia de la inflación a dicha tasa y, en consecuencia, **por qué un salto discreto en el tipo de cambio y/o una aceleración de la tasa de depreciación interrumpirían dicho proceso.** Adicionalmente, la proyección de la inflación que realiza el modelo permite concluir que **el proceso de caída del tipo de cambio real podría detenerse en próximos meses, evitando un atraso cambiario.**

5.- Las dos primeras secciones de este documento se ocupan de **argumentar que el esquema de crawling-peg es clave para reducir la inflación y no está generando atraso cambiario**, mientras que la tercera sección anticipa una **línea de trabajo en propuestas para impulsar la competitividad real**, sin necesidad de recurrir a la política cambiaria, basadas en la utilización de 'gemelos digitales' de procesos productivos, cuya modelización matemática permite **estimar con precisión diferenciales de competitividad en locaciones alternativas, estimar la incidencia de cada factor sobre dichos diferenciales y diseñar agendas propositivas orientadas a la competitividad.**

¹ Instituto de Economía Política, Insight 21, Universidad Siglo 21, agosto de 2024. Documento de Trabajo en etapa de discusión en ámbitos académicos, profesionales y empresarios.

I.- Por qué el esquema cambiario de crawling-peg sirve para desinflacionar

En el enfoque monetarista de la inflación, ésta depende sólo de la cantidad de dinero. La emisión monetaria para, por ejemplo, financiar déficit fiscal, en la medida en que genere desequilibrios entre la oferta monetaria (la cantidad de dinero en la economía) y la demanda de dinero (la cantidad de dinero que los agentes económicos necesitan para realizar transacciones), con la primera mayor que la segunda, genera incrementos de precios (inflación) hasta que la demanda nominal de pesos se equilibre con la oferta nominal de pesos. Friedman (1970), impulsor del monetarismo, plantea que *'la inflación es siempre y en todo lugar un fenómeno monetario en el sentido de que se produce, y sólo puede ser producida, por un incremento más rápido en la cantidad de dinero que en el producto'*².

Dado que, en este enfoque, sólo importa la cantidad de dinero, el tipo de cambio es irrelevante, ya que la inflación está determinada por la cantidad de dinero, no por el tipo de cambio. Si el tipo de cambio sube, cambian los precios relativos, encareciéndose los bienes transables (los que están vinculados al comercio exterior, ya sea bienes exportables o bienes importados) con relación a los bienes no transables (aquellos que no se comercian internacionalmente), pero no cambia el nivel general de precios.

Sturzenegger (2016) lo expresa con claridad, primero en referencia a aumentos tarifarios, y luego extendiéndolo al tipo de cambio: *'cuando un precio sube, es claro que la restricción presupuestaria implica que se puede gastar menos en los otros bienes, y que el precio de estos bienes debería bajar. El resultado final, si asumimos que la demanda por saldos reales no cambia, es que los precios finales, en promedio quedan constantes. En este caso, contestaría, el economista que piensa en equilibrio general, los efectos de las tarifas sobre los precios serían nulos . . . la misma inquietud se da en el debate sobre lo que se conoce como pass-through'*, es decir, el traslado de subas del tipo de cambio a precios internos.

Una implicancia importante de esta teoría es que, para reducir la inflación, es condición necesaria y suficiente reducir la emisión de dinero, independientemente de lo que ocurra con el tipo de cambio. En este sentido, un programa monetarista de estabilización debería dejar libre el tipo de cambio, para que la política cambiaria no condicione a la política monetaria.

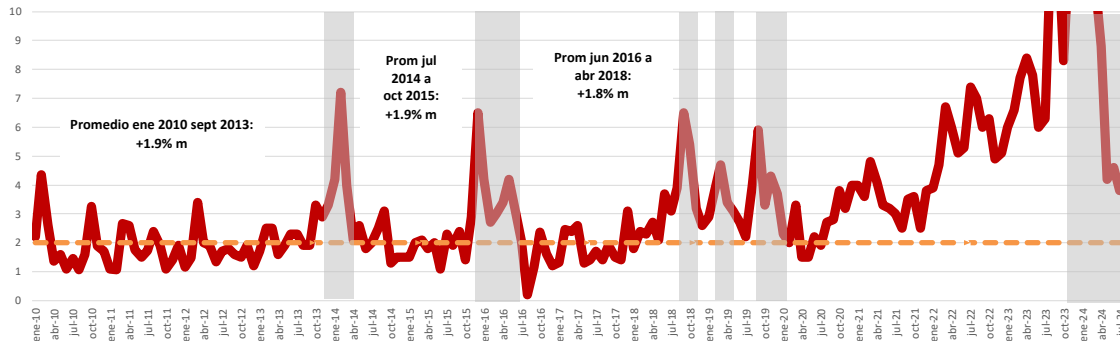
Esta teoría, que conforma la visión estándar de la profesión económica sobre la inflación, incluyendo a los técnicos del FMI, falla para explicar la experiencia argentina. Por ejemplo, no puede explicar la aceleración inflacionaria que se produce luego de cada brusca suba del tipo de cambio, como ocurrió con las devaluaciones de enero de 2014, diciembre de 2015, agosto de 2018, agosto de 2019 y diciembre de 2023, como muestra el gráfico 1.

² Menciona al producto, y no a la demanda de dinero, ya que supone que ésta se incrementa a medida que crece el nivel de producción.

En cada uno de esos episodios, si la inflación dependiera sólo de la cantidad de dinero, no debería haberse acelerado al aumentar el tipo de cambio, impactando sólo sobre precios relativos, sin impacto sobre el nivel general de precios.

Gráfico 1

La inflación en los últimos 14 años
% mensual de inflación



Fuente: Economic Trends con datos de Dirección de Estadísticas y Censos de la Provincia de San Luis (hasta abril 2016) e INDEC (desde mayo 2016).

El monetarismo tampoco puede explicar por qué la inflación en Argentina, fuera de estos episodios de depreciación cambiaria, suele mostrar cierta estabilidad en niveles elevados, como ocurrió entre 2010 y mediados de 2018, donde siempre promedió en el entorno del 2% mensual, saliendo de ese nivel con cada fuerte depreciación cambiaria y volviendo luego a dicho nivel³.

A pesar de que existe entonces un desacople entre la teoría estándar sobre la inflación y el modo como funciona este fenómeno en Argentina, suele ser difícil para los economistas apartarse de dicha teoría ya que eso suele implicar la crítica de que, al hacerlo, se está negando que la inflación sea un fenómeno monetario. En otras palabras, por un lado, resulta absurdo negar que la inflación es un fenómeno monetario, ya que, si no existiera el dinero, no existiría la inflación (en una economía de trueque sólo existen precios relativos, no precios expresados en unidades monetarias), pero, por otro lado, la teoría monetarista de la inflación falla para explicar fenómenos evidentes de la economía argentina, como la aceleración inflacionaria luego de cada depreciación cambiaria. Una contradicción que, probablemente, esté dificultando un diagnóstico adecuado para el problema inflacionario de Argentina.

Utrera (2023) propone un modo de resolver esta contradicción, formulando un modelo en el cual la inflación (a) es, por su naturaleza, un fenómeno monetario, pero (b) está determinada por el modo como las empresas fijan precios, con precios internos de bienes

³ Estos fenómenos económicos, y algunas derivaciones estadísticas, vinculadas al nivel de persistencia de shocks, se analizan en detalle en Utrera (2023).

transables fijados de acuerdo con precios internacionales y tipo de cambio y precios de bienes no transables fijados de acuerdo a salarios, beneficios y productividad, y (c) verifica simultáneamente las condiciones determinadas por el mercado monetario (dado que se trata de un fenómeno monetario) y las condiciones determinadas por el mercado de bienes y servicios (dado que depende del modo como se fijan precios en la economía real).

Este nuevo enfoque sirve para explicar los aspectos de la inflación en Argentina no explicados por la teoría monetarista: (a) la suba del tipo de cambio acelera la inflación, a través del impacto sobre los precios internos de bienes transables, (b) las negociaciones salariales, que intentan recuperar poder adquisitivo, generan 'inercia inflacionaria', debido a procesos circulares del tipo 'salarios suben porque suben los precios, y precios suben porque suben los salarios'⁴, lo que explica la existencia de periodos de cierta estabilidad inflacionaria en niveles relativamente elevados, (c) los shocks cambiarios del punto (a) suelen no tener efecto permanente, a pesar del mecanismo de inercia del punto (b), que debería generar impactos permanentes, como consecuencia de la reacción habitual del Banco Central, de aplicar durante los meses posteriores a un salto brusco en el tipo de cambio una política de dólar administrado, con incrementos del tipo de cambio por debajo de la inflación, lo que produce una dinámica de 'desinflación', (d) el impacto de la emisión de dinero depende del régimen cambiario, con impacto veloz en regímenes de tipo de cambio flotante sin control de capitales (es decir, sin cepo cambiario) e impacto lento en regímenes de tipo de cambio fijo o administrado con control de capitales.

Esto último explica cómo es posible que, siendo la inflación un fenómeno monetario, los estudios empíricos en Argentina muestren una baja relación estadística entre la emisión de dinero y la inflación como, por ejemplo, han reportado Diz (1965), Díaz Alejandro (1970), Cavallo (1977), Navarro y Rayó (1983), Utrera (2003), Basco et al. (2006), Dabós (2019), Utrera (2023) y De la Vega (2024), entre otros. También explica fenómenos vinculados a la velocidad de circulación del dinero planteados, de manera teórica, por Keynes (2024), Olivera (1960) y Arnaudo (1972) y, de manera empírica, por Díaz Alejandro (1970), De Grawe y Polan (2001), Basco et al. (2006) y Utrera (2023), entre otros.

Una implicancia muy importante de este modelo es que le da sentido a la utilización, luego de la fuerte depreciación cambiaria de diciembre de 2023 y la consecuente aceleración inflacionaria, de un esquema de crawling-peg al 2% mensual, como viene ejecutando el BCRA, a pesar de cierta crítica generalizada al respecto.

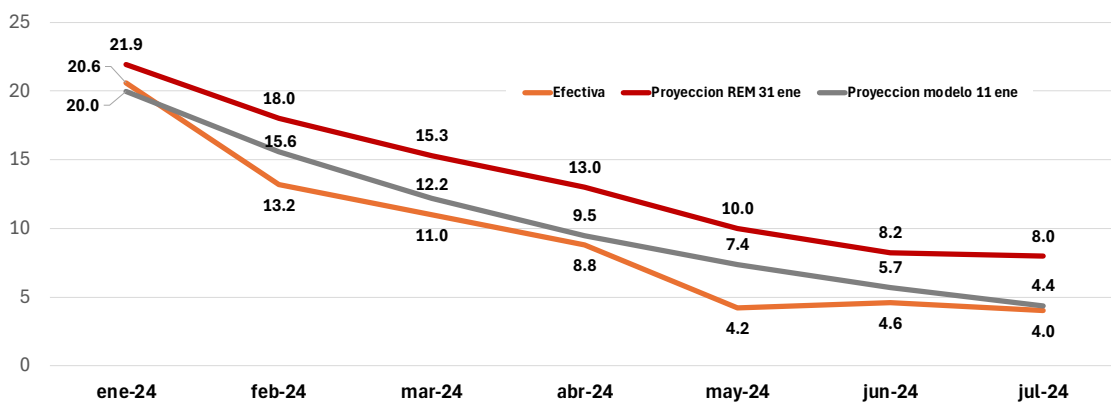
Una manera de visualizar el efecto que este esquema de crawling-peg tiene sobre la dinámica inflacionaria, es mediante las estimaciones realizadas en Utrera (2024) a partir del modelo que explica la inflación considerando aspectos tanto monetarios como reales de la inflación. El gráfico 2 muestra, en la línea gris, la proyección de la inflación entre

⁴ En este punto, el modelo puede complementarse con propuestas recientes, formuladas por Lorenzoni y Werning (2023) que formulan, de una manera diferente, pero con similar efecto, el conflicto en la formación de precios y salarios.

enero y julio de 2024 realizada por el modelo mencionado, con la información disponible al 11/01/2024; en la línea roja, la mediana de las proyecciones para el mismo periodo relevadas por el BCRA en el Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) publicado el 31/01/2024; en la línea naranja, la inflación efectiva de cada mes, desconocida al momento de formular ambas proyecciones, pero conocida actualmente, una vez transcurridos los meses incluidos en las proyecciones y publicados los correspondientes informes de IPC INDEC.

Gráfico 2

Inflación efectiva vs proyecciones en ene'24



Como se observa en el gráfico, la capacidad de predicción del modelo propuesto es muy elevada, lo que no es habitual en contextos tan complejos e inciertos.

Todo esto valida la estrategia del ministerio de Economía y del BCRA de sostener el esquema de crawling-peg, apostando a una convergencia de la inflación al 2% mensual. Un salto depreciatorio y/o una aceleración del ritmo del crawling-peg abortaría el actual proceso de desinflación.

II.- El esquema de crawling-peg, ¿genera atraso cambiario?

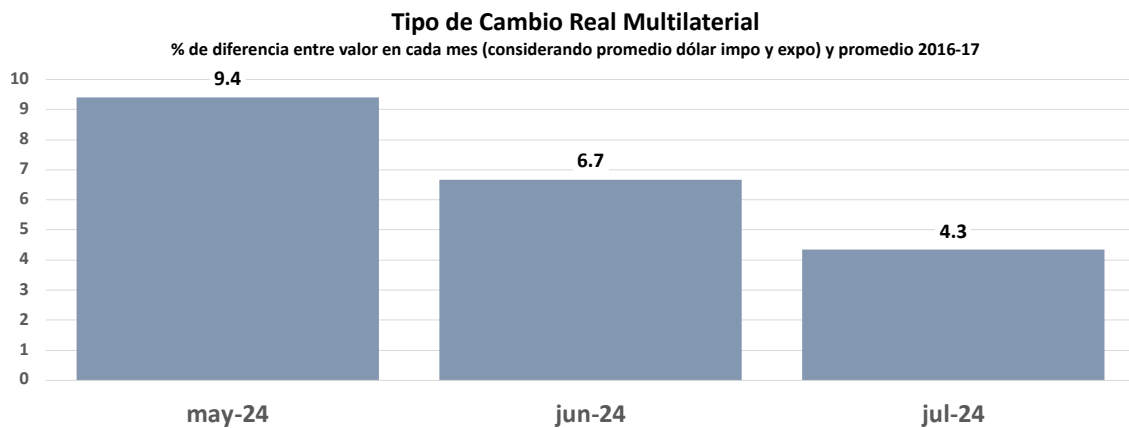
Una crítica instalada cada vez con más fuerza entre analistas económicos de Argentina y del exterior es que el esquema de crawling-peg es insostenible porque está generando, con tendencia a profundizar, una situación de atraso cambiario.

Si esto fuera correcto, implicaría que, aun considerando que la tasa de crawling-peg del 2% mensual está sirviendo para desinflacionar, como se argumentó en la sección anterior, es necesario o bien aumentar dicha tasa, o bien subir, de manera discreta, por única vez, el tipo de cambio, para luego continuar con el crawling-peg desde un nivel de partida más elevado. La consecuencia, naturalmente, es la convergencia de la inflación a un nivel más

elevado, en el primer caso, o una aceleración transitoria de la inflación, en el segundo caso.

Para analizar esta cuestión, el gráfico 3 muestra la evolución del tipo de cambio real multilateral en comparación con su valor promedio durante 2016-17, periodo que puede considerarse de referencia, luego de la depreciación cambiaria de diciembre de 2015, y considerando, para los valores actuales, el promedio entre tipo de cambio 'exportador' (80% de dólar oficial y 20% de Contado Con Liquidación) y tipo de cambio 'importador' (dólar oficial más impuesto PAIS, considerando sólo alícuota del 7.5%, anunciada para los últimos meses de vigencia del impuesto).

Gráfico 3



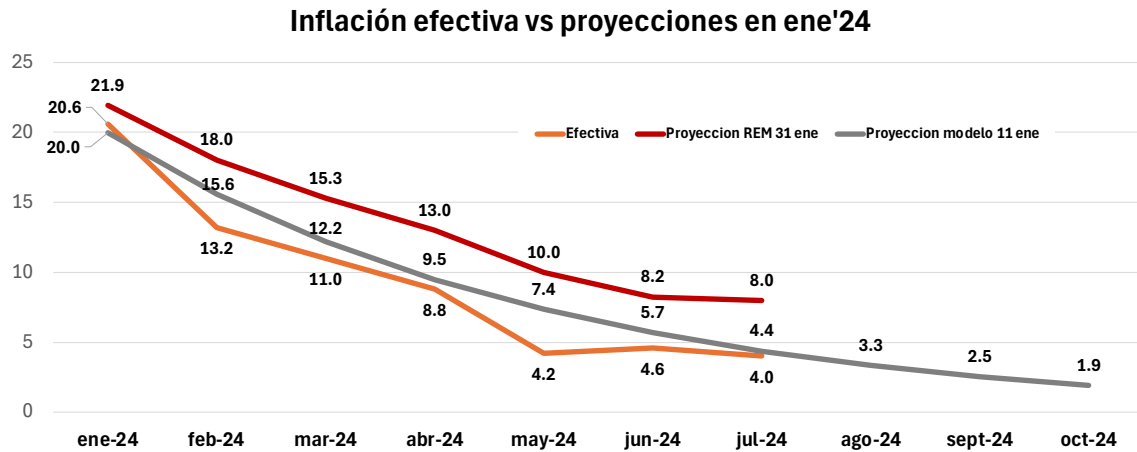
Como muestra el gráfico, el tipo de cambio real multilateral, en comparación con el promedio de 2016-17, era 9.4% superior en mayo, 6.7% superior en junio y 4.3% superior en julio. No parece razonable la idea de que, hasta el momento, la política cambiaria haya generado atraso cambiario.

Sí es posible plantear la inquietud acerca de la posibilidad de que, en los próximos meses, se produzca dicho atraso cambiario, ya que el gráfico 3 muestra de qué manera, a medida que pasan los meses, se va perdiendo la diferencia en comparación con los valores de referencia. Para ello puede ser de utilidad el gráfico 4, que extiende la proyección del gráfico 2 hasta el mes de octubre, cuando perfora el 2% mensual.

De esta manera, al proceso de inflación por encima de ritmo de crawling-peg le quedarían sólo dos meses adicionales, con un diferencial de 1.3 pp en agosto y 0.5 pp en septiembre entre ritmo de aumento del tipo de cambio e inflación. Como muestra el gráfico 4, de ser correctas las proyecciones realizadas, resultaría posible estabilizar el diferencial de TCRM con relación al promedio 2016-17 en terreno positivo, sin necesidad de salto depreciatorio ni aceleración del ritmo de crawling-peg. Por el contrario, alcanzada una inflación del 2%

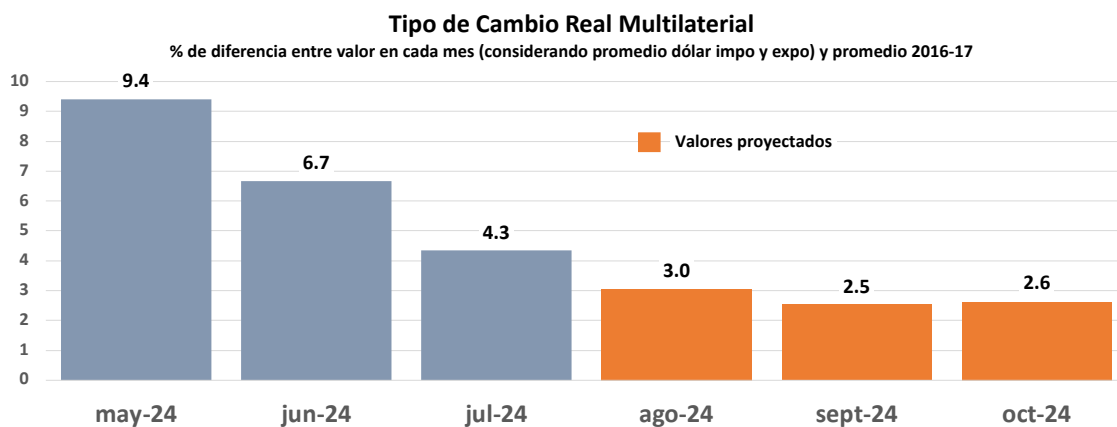
mensual sin atraso cambiario, sería lógico reducir luego el ritmo de depreciación para bajar aún más la inflación.

Gráfico 4



7

Gráfico 5



Fuente: Instituto de Economía Política con datos de BCRA.

III.- Esquemas para ganar competitividad

A los argumentos de que el régimen cambiario de crawling-peg a tasa fija está funcionando para desinflacionar la economía, proceso que se interrumpiría si se decidiera un salto discreto del tipo de cambio y/o se acelerara la tasa de crawling-peg (sección I) y de que esto no ha generado atraso cambiario, y podría no generarlo en los próximos meses (sección II), habría que agregar el argumento formulado por el presidente de la Nación y

el ministro de Economía, en el sentido de que, a partir de ahora, no se buscará competitividad por la vía cambiaria, sino por la vía de reducción de costos reales, incluyendo la reducción de tributos.

En este sentido, en distintos sectores de la economía cordobesa está trabajándose en el análisis riguroso de la competitividad, utilizando técnicas de 'gemelos digitales', basados en modelización matemática de procesos productivos, lo que permite, entre otras cosas, estimar con precisión diferenciales de competitividad de locaciones alternativas (por ejemplo, producción de autopartes en Córdoba vs Minas Gerais, Brasil), estimar con precisión la incidencia de cada factor (cuestiones tributarias, de normativa laboral, de convenio colectivo de trabajo, etc.) y plantear, consecuentemente, de una manera fundamentada, políticas públicas que aumenten la competitividad real, sin necesidad de recurrir a la política cambiaria⁵.

Próximos documentos de trabajo se ocuparán de estas cuestiones.

Referencias

Arnaudo, Aldo A. (1972); Economía Monetaria, Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, México.

Basco, Emiliano; Laura D'Amato y Lorena Garegnani (2006); "Understanding the money-prices relationship under low and high inflation regimes: Argentina 1970-2005", Working Paper 2006 | 13, Investigaciones Económicas, Banco Central de la República Argentina.

Cavallo, Domingo Felipe (1977); "Stagflationary Effects of Monetarist Stabilization Policies", Ph.D. dissertation, Department of Economics, Harvard University.

Dabós, Marcelo Pedro; Jorge Barreto y Daniel Mosquera (2019); "Causalidad en la Creación de Dinero, la Inflación y las Variaciones del Tipo de Cambio en Argentina en el Siglo XXI. Un Análisis Empírico y sus Consecuencias para la Teoría", Anales de la LIV Reunión Anual de la Asociación Argentina de Economía Política.

De Grauwe, Paul and Magdalena Polan (2001); "Is Inflation Always and Everywhere a Monetary Phenomenon?", Discussion Paper No.2841, CEPR.

De la Vega, Pablo; Guido Zack; Jimena Calvo; Emiliano Libman (2024); "Determinantes de la inflación en Argentina, 2004-2022", Ensayos Económicos 83, mayo.

Díaz Alejandro, Carlos F. (1970); Essays on the Economic History of the Argentine Republic, Yale University Press.

Diz, Adolfo C. (1965); "A Monetary History of Argentina, 1935-1960", Ph.D. dissertation, Department of Economics, University of Chicago.

⁵ Para más detalles metodológicos sobre este tipo de aplicaciones de 'gemelos digitales', ver <https://economytrends.com.ar/gemelos-digitales/>

Friedman, Milton (1970); "The Counter-Revolution in Monetary Theory", IEA Occasional Paper no.33, Institute of Economic Affairs, London.

Keynes, John Maynard (1924); A Tract on Monetary Reform, Macmillan and Co, London.

Lorenzoni, Guido and Iván Werning (2023); "Inflation is Conflict", Working Paper 31099, National Bureau of Economic Research.

Navarro, Alfredo M. y Antonio R. Rayó (1983); "Precios, causalidad y dinero en Argentina", Económica, La Plata, Vol. XXIX, No. 2-3, Mayo-Diciembre.

Olivera, Julio H. G. (1960); "La teoría no monetaria de la inflación", El Trimestre Económico, octubre-diciembre.

Sturzenegger, Federico (2016); "El uso del concepto de equilibrio general en su aplicación a la política monetaria", disertación como expositor invitado en la Academia Nacional de Ciencias Económicas.

Utrera, Gastón (2003); "Vectores auto-regresivos e identificación de shocks de política monetaria en Argentina", Anales de la XXXVIIIa Reunión Anual de la Asociación Argentina de Economía Política.

Utrera, Gastón (2023); "Un Modelo para Resolver la Paradoja de la Inflación Alta pero Estable en Argentina", Tesis Doctoral, Facultad de Ciencias Económicas, Universidad Nacional de Córdoba.

Utrera, Gastón (2024); "Un modelo para explicar la desinflación de 2024", documento de trabajo, Instituto de Economía Política, Insight 21, Universidad Siglo 21.