

COMENTARIO DE JOSE MARIA FANELLI AL TRABAJO DE C. RIVAS Y R. SANTANGELO

En mi opinión se trata de un trabajo de gran relevancia por cuanto se realiza en él un esfuerzo por profundizar en el análisis de un problema de suma importancia en nuestros días: las relaciones entre las cuentas fiscales, la política monetaria y los pagos por intereses sobre la deuda externa. Además se desarrolla un marco de análisis para la política monetaria (cuya virtud más destacada es la de trabajar con los flujos de oferta de los diferentes activos) que permite seguir en forma precisa los efectos de tales relaciones en el marco de un plan de estabilización. Con el objeto de aportar algunas sugerencias para continuar con el análisis y la discusión de estos temas se realizan los comentarios que siguen.

1) Un plan de estabilización está constituido por un conjunto de políticas. Las más relevantes son, típicamente, las políticas fiscal, monetaria, cambiaria y de precios y salarios (de "ingresos"). Teniendo en cuenta esto, quizás el título del trabajo debería ser cambiado ya que el "marco de referencia" que se presenta se refiere específicamente a la política monetaria. Sobre el resto de las políticas se dice poco o nada. Además sólo

se analiza un tipo de plan de estabilización (congelamiento de precios y tipo de cambio y compromiso de no emisión para financiar el déficit público). Debido a esto el marco de referencia no es general en la medida en que habría que realizar cambios sustantivos en el modelo para analizar otro tipo de planes. Por último, en el análisis del período de transición, el marco del estudio es algo estrecho aún para el tipo de plan elegido. Por ejemplo, en el período de estabilización posterior al Austral (que es un plan parecido a los especificados en el trabajo) variables muy relevantes para la explicación de los factores de inestabilidad fueron: la brecha cambiaria, las aceleraciones y desaceleraciones de la inflación, la colocación compulsiva de deuda (ahorro forzoso, bonos de empresas públicas, etc.) y las variaciones en el riesgo y la incertidumbre (en cuanto determinantes de la tasa de interés y la brecha cambiaria). En el análisis que se hace en el trabajo estos factores no juegan un rol decisivo y a veces no juegan, incluso, ningún rol.

2) Los objetivos centrales del trabajo son, por una parte, el de examinar las condiciones de consistencia de largo plazo para la estabilidad de la economía y, por otro, el de estudiar el período de transición que media entre la puesta en marcha del plan y el equilibrio de largo plazo. En función de tales objetivos, se plantean modelos económicos de comportamiento de los agentes que difieren según se trate del análisis del corto o del largo plazo. En relación con esto, no queda claro, cuando se cambia el marco estructural que define el funcionamiento de la economía en el corto y en el largo plazo, el por qué de tales cambios. En especial en lo referido a las variables consideradas relevantes (tanto endógenas como exógenas) y a la forma funcional que define el comportamiento de los agentes. Algunos ejemplos: a) El ingreso es constante independientemente de que se trate del corto o el largo plazo (no se dice si tal ingreso es o no el de pleno empleo). En la sección 3 (corto plazo)

la absorción interna es variable (depende de la tasa de interés real) pero el ingreso (oferta) es constante, por lo que no hay efectos multiplicadores o variables que siendo determinadas dentro del modelo afecten el nivel de la oferta de bienes. En la sección 2 (largo plazo) no hay crecimiento pero la tasa de interés real es positiva y, en algunos ejercicios, todo el desequilibrio monetario se debe a la acumulación de intereses de la deuda pública. La pregunta (que no puede contestarse en este contexto) es: ¿si hubiera crecimiento y, digamos, la tasa de interés fuera idéntica a la tasa de crecimiento habría desequilibrio?, ¿no se mantendría constante la relación deuda pública/PBI?. b) En la sección 2 la demanda de dinero aparece jugando un rol central en el razonamiento en cuanto límite de la oferta "correcta" de dinero, pero su forma funcional no se especifica. En la sección 3 se especifica la demanda de dinero como dependiendo del ingreso y la tasa de interés nominal pero no de la inflación esperada. En la sección 4 no depende de la tasa de interés ni del nivel de ingreso sino de la inflación esperada. Una argumentación del por qué de esto ayudaría a entender mejor el trabajo. c) En las secciones 2 y 3 no se especifica la forma en que los agentes forman expectativas de precios. Se acepta por hipótesis que dado el congelamiento o dado que se cumplen las condiciones de consistencia de largo plazo, la inflación esperada es cero. En la sección 4, en cambio, sí se especifica cómo los agentes hacen sus expectativas de precios.

Una de las cuestiones en que los autores del Austral pusieron mayor énfasis es en que el plan estaba destinado a cambiar en forma abrupta la forma en que los agentes hacían las expectativas de precios ("cortar con la inflación inercial"). No se pueden analizar en el marco de análisis del trabajo tal tipo de afirmaciones. No se puede preguntar si las funciones de expectativas cambian o no ante un shock de política. Además no queda claro cómo se formarían las expectativas en el corto plazo en un contexto de información parcial y qué efec-

tos tendría ello sobre los teoremas que se deducen. d) el menú de activos relevantes para la decisión de cartera de los agentes cambia de sección a sección. En la sección 2 no se especifica la función de demanda de crédito externo, en la 3 se la especifica como función de la diferencia entre la rentabilidad interna y la externa; en la sección 4 vuelve a desaparecer. Creo que sería conveniente especificar desde el inicio cuál es el menú de todos los activos disponibles. Como no se trabaja en todo momento con la totalidad de ellos, esto obligaría a especificar por qué los activos se agregan de una manera y no de otra (es decir, obligaría a argumentar sobre las relaciones de sustitución entre los mismos). Así, se debería justificar: por qué se trabaja sólo con la demanda de base y no con alguna definición más amplia de dinero (¿hay una relación constante entre la demanda de base y la demanda de dinero en sentido más amplio?); por qué el diferencial de riesgo entre la tasa de interés doméstica y la externa es considerada constante; por qué las expectativas de devaluación no juegan ningún rol en la selección de cartera; etc. e) en cada sección se dice si se trata del corto o del largo plazo, pero no se hace referencia alguna al tiempo real definido para el ajuste de las variables. La variable t representa trimestres?, años?.

3) No queda claro, algunas veces, si todas las funciones de comportamiento que se definen corresponden estrictamente a conductas deseadas (voluntarias) por los agentes económicos o si, por el contrario, se producen transacciones en desequilibrio. Esto a su vez implica que algunas condiciones de equilibrio no se sabe si interpretarlas como tales o si es mejor considerarlas como identidades que valen siempre ex-post pero no necesariamente ex-ante. Esta ambigüedad proviene básicamente de la existencia de colocación forzosa de bonos por parte del Banco Central (en nuestra economía hay otros bonos de este tipo pero se dejan explícitamente de lado). Es decir, en el modelo existen transacciones no voluntarias

que se dan en un contexto de desequilibrio en el cual manda el "brazo largo" del mercado. Algunos ejemplos de la ambigüedad a que nos referimos son los siguientes: a) en la página 26 se define M^d y TBC^d como las demandas flujo de billetes y monedas y bonos por parte del público y las entidades financieras. Es decir que se trataría de magnitudes decididas libremente por los agentes. Pero en la misma página se dice que M^d y TBC^d también están determinadas por la política de encajes no remunerados y remunerados compulsivos del Banco Central. Esto último implica que tales variables no pueden representar demandas nocionales (en el sentido de Clower) sino que se trata de demandas efectivas (con la particularidad además de que en desequilibrio manda el brazo largo del mercado). Esta ambigüedad en la definición de las variables le imprime tal característica a los resultados. b) El mismo tipo de problema aparece con la definición de z y c (las tasas de crecimiento de la demanda de dinero y bonos) en la ecuación (29) del equilibrio entre la oferta y la demanda flujo de base monetaria amplia. Tales variables "dependen de la conducta del público, pero también de la política de encajes del Banco Central" según se dice en el trabajo. Esto lleva a pensar que la ecuación (29) es más una identidad que una condición de equilibrio: toda vez que la oferta crece más que la demanda el Banco Central puede hacer desaparecer el desequilibrio haciendo que la demanda efectiva aumente mediante la colocación compulsiva de encajes (aumentando z y c). Esto es, obligando a las entidades a mantener los activos sobrantes en cartera. No obstante esto, en página 28 se afirma que z es la "acumulación deseada -subrayado nuestro-real de saldos monetarios" y, además, en la ecuación (31) z depende de las expectativas de aceleración de la inflación pero no de la conducta del Banco Central en cuanto a los encajes lo cual prima facie aparece como contradictorio. c) Si la demanda (efectiva) de dinero depende no sólo de la conducta del público sino también de la política de colocación forzosa de deuda por parte del Banco Central, entonces

no es cierto que un exceso de oferta de dinero implique un exceso de demanda (efectiva) de bienes (con perdón de Walras) como se dice en la página 25 y en el apéndice del trabajo. Tal afirmación es verdadera sólo si las demandas definidas son nocionales. No es siempre cierta si las demandas se definen como efectivas (con las características antes especificadas). En el trabajo no queda claro de qué tipo de demanda se habla. Dicho sea de paso: el exceso de oferta de dinero es idéntico a un exceso de demanda de bienes sólo porque no aparecen otros activos. Por ejemplo: un exceso de oferta de dinero puede implicar un exceso de demanda de activos externos y no de bienes. Pero en esta parte del trabajo los activos externos se dejan de lado.