

Alumno: Mateo Carrasco

Fecha: 21/05/2024

Tutor: Ernesto O'Connor



Universidad Católica Argentina
SANTA MARIA DE LOS BUENOS AIRES
Facultad de Ciencias Económicas

TRABAJO FINAL DE LICENCIATURA:

¿Cuáles son las políticas económicas para que Argentina establezca la inflación? Lecciones de la experiencia internacional y posibilidades de éxito del plan de shock de 2024

- **Carrera:** Licenciatura en Economía.
- **Autor:** Mateo H. Carrasco.
- **Tutor:** Ernesto O'Connor
- **Fecha:** 2024.

Alumno: Mateo Carrasco

Fecha: 21/05/2024

Tutor: Ernesto O'Connor

Índice de contenido

I.	Introducción.....	3
II.	Hipótesis.....	3
III.	Metodología.....	4
IV.	Marco teórico.....	4
	a. Planes de estabilización.....	4
	b. ¿Ortodoxo o heterodoxo?.....	6
	c. Etapas previas a una hiperinflación.....	7
	d. ¿Cómo se llega a la necesidad de un plan de estabilización?.....	8
	e. El ancla instrumental.....	11
	f. Expansión de la actividad.....	15
	g. Atraso del tipo de cambio real.....	16
	h. ¿Estabilizando el tipo de cambio nominal alcanza para detener la inflación?.....	16
V.	Argentina 2024.....	19
	a. La pesada herencia.....	19
	b. Un cambio de rumbo.....	22
	c. ¿Se trata de un plan de estabilización?.....	37
	d. Los desafíos por delante.....	39
VI.	Conclusiones.....	43
VII.	Bibliografía.....	46

Alumno: Mateo Carrasco

Fecha: 21/05/2024

Tutor: Ernesto O'Connor

I. Introducción

Al momento de escribir este trabajo final de licenciatura, Argentina está ejecutando un paquete de medidas de normalización de sus variables macroeconómicas. Estancamiento de la actividad, altos niveles de pobreza, inflación crónica, reservas internacionales netas negativas, déficit primario y financiero, crecimiento exponencial de los pasivos remunerados, necesidad de grandes desembolsos a acreedores, mercados financieros cerrados, son algunas de las variables que se ven afectadas por el esquema macroeconómico de diciembre del 2023.

De esta situación surge la necesidad de un plan de estabilización que sea capaz de corregir el deterioro de las variables macroeconómicas para así poder plantear un sendero de crecimiento.

El objetivo de este Trabajo Final de Licenciatura es, a través de una revisión bibliográfica, analizar planes de estabilización en Latinoamérica e Israel posteriores a 1970, destacando los factores en común de los casos exitosos y de esta forma poder distinguir aquellas reformas necesarias para una estabilización de la Argentina actual.

En simultáneo, las autoridades económicas están llevando a cabo un paquete de medidas que busca detener el avance de la inflación. De esta manera, surgen las siguientes preguntas de investigación: ¿Qué políticas económicas se están ejecutando? ¿Puede ser considerado un plan de estabilización? ¿Cuáles son las dificultades que enfrenta el país en los meses siguientes?

II. Hipótesis

La hipótesis de esta tesis se refiere a cuáles son las medidas necesarias que deberá tener en cuenta la Argentina para normalizar su macroeconomía y retomar el sendero de crecimiento y estabilidad. ¿Se trata de un plan de estabilización?

Alumno: Mateo Carrasco

Fecha: 21/05/2024

Tutor: Ernesto O'Connor

III. Metodología

Se basa en la revisión de papers como ser Inflation Stabilization and Boop Crises in developing Countries, de Calvo y Vegh (1999), y High Inflation and the Nominal Anchors of an Open Economy, de Bruno (1990). Complementariamente a la revisión de la literatura, en este trabajo se realiza un análisis empírico de variables macroeconómicas, como ser inflación, tipo de cambio nominal y real, agregados monetarios, reservas, actividad, resultado primario y externo, entre otras. La fuente de los datos será extraída de bases del Banco Central de la República Argentina, Instituto Nacional de Estadísticas y Censos, Ministerio de Economía, Cámara de la Industria Aceitera de la República Argentina, Mercado Abierto Electrónico, Bloomberg, Fondo Monetaria Internacional y Banco Mundial.

IV. Marco teórico

a. Planes de estabilización

Se ha definido en la literatura a los planes de estabilización como programas con un conjunto de medidas que combinan la política fiscal, monetaria, cambiaria, entre otras, cuyo fin es equilibrar específicamente la inflación.

Distintos autores han analizado las dinámicas que experimentan las economías en las transiciones hacia la estabilidad y la explicación de su éxito o fracaso. En este sentido, la búsqueda de una receta universal aplicable a todos los países fue tarea de investigación que tomó principal relevancia a partir de la década de los 90. Pues bien, el decenio se caracterizó por la gran cantidad de experiencias estabilizadoras, fundamentalmente en América Latina. Así nacieron las recomendaciones de organismos multilaterales, cuyo rol fue de plena relevancia para el financiamiento, y quienes sugerían la aplicación de lo que luego Williamson en 1989 denominó el Consenso de Washington. El trabajo refleja la visión de la época sobre la necesidad de un cambio de paradigma respecto del planeamiento estatal que había ocurrido en América Latina en años anteriores. Es decir, no fue un postulado con

Alumno: Mateo Carrasco

Fecha: 21/05/2024

Tutor: Ernesto O'Connor

prácticas que debían ser seguidas por los países de Latinoamérica, sino más bien, el autor enumeró las medidas que ya se estaban ejecutando. Disciplina fiscal, reforma tributaria, devaluación, unificación y liberalización del tipo de cambio y apertura comercial, fueron algunos de los puntos consensuados para la corrección de los equilibrios macroeconómicos de la época. (Williamson, 1989).

A pesar de unos primeros años de prosperidad de los países que adhirieron a esta corriente ortodoxa, en el largo plazo el programa presentó debilidades, debiendo aplicarse más medidas para evitar o sanear las nuevas crisis. ¿A qué se debió esta falla?

Algunos autores criticaron que el listado de los postulados contenía una agenda incompleta. Otros destacaron que la ejecución de las ideas no fue la adecuada, utilizando el caso de Chile como ejemplo. Es que este país fue el que mejor aplicó las ideas del Consenso de Washington y, consecuentemente, el que más prosperó respecto al resto de los estados vecinos. Ambas ideas postulan, desde su respectivo punto de vista, algunas de las fallas del Consenso, sin embargo, dejan de lado la enseñanza fundamental que la década del 90 dejó.

La realidad es que ambas críticas no contemplan los puntos de partida. Cada país con desequilibrio macroeconómicos enfrenta una situación inicial sustancialmente diferente entre sí, e intentar aplicar un mismo paquete de medidas y obtener los mismos resultados en todas las experiencias pareciera ser una concepción simplista. La evidencia empírica avala que es necesario construir reformas hechas a medida de cada país, teniendo en cuenta las necesidades de las economías en cada periodo de tiempo. (Hausmann, Rodrik y Velasco, 2005). En síntesis, la falta de flexibilidad y personalización de las medidas fue la principal responsable de la falla en el largo plazo del Consenso de Washington.

De esta manera, la idea de una receta universal que garantice el éxito en estabilizar las variables macroeconómicas se esfuma de la investigación académica. Más allá de ello, que no exista un paquete de reformas que sirva en términos generales para todas las economías, no implica que gran parte de los planes de estabilización exitosos compartan muchas medidas, y esa es la esencia de este trabajo.

Alumno: Mateo Carrasco

Fecha: 21/05/2024

Tutor: Ernesto O'Connor

b. ¿Ortodoxo o heterodoxo?

En la literatura siempre existió la discusión entre planes ortodoxos versus heterodoxos. Los primeros refieren a la necesidad de un ancla nominal, junto con el reordenamiento de las cuentas fiscales. Un buen ejemplo de reformas planteadas por esta corriente de pensamiento son las mencionadas en el apartado anterior sobre el Consenso de Washington. Por su parte, los planes heterodoxos, históricamente brindaron menor importancia a las reformas fiscales, y optaron por medidas que buscaron detener el avance de los precios sin políticas monetarias profundas. Congelamiento de precios, salarios y desindexación de contratos son algunas de las políticas referidas a estos planes.

¿Cuál funciona con mayor eficiencia? La práctica ha demostrado que los planes exitosos son aquellos que aplican políticas económicas de ambas corrientes (Dornbusch y Simonsen, 1987). Actualmente, el consenso general de la literatura, y aquellos que han llevado a la práctica procesos de estabilización, concuerdan que la base del plan debe ser ortodoxo, donde la prioridad sea el ajuste fiscal, reordenamiento de las cuentas públicas y deteniendo la monetización del déficit. Demostrar la convicción de una consolidación fiscal será una herramienta para influir en las expectativas de los agentes. Sin embargo, la exageración por ambiciosas metas fiscales puede ser un arma de doble filo. En principio, si los individuos observan una sobre-reacción inicial, descontarán el incumplimiento del plan. Por otro lado, si los agentes creen, pero las autoridades no cumplen, la decepción desecharía los avances de la estabilización. Por último, si la meta fiscal no es lo suficientemente significativa, no se percibiría un cambio estructural en el accionar del gobierno. De esta manera, la armonización entre una meta fiscal creíble, realizable y lo suficientemente profunda es uno de los desafíos en la formulación de un plan exitoso.

A pesar de su eficiencia para resolver los problemas de fondo de la inflación, los planes ortodoxos carecen de impacto en el corto plazo. Pues los efectos de la política monetaria operan con rezagos y los cambios institucionales no son rápidamente perceptibles. La reducción real del gasto público y/o el aumento de los ingresos tributarios que busquen la

Alumno: Mateo Carrasco

Fecha: 21/05/2024

Tutor: Ernesto O'Connor

consolidación fiscal, repercute en la actividad y el consumo de los individuos. En un contexto donde la sociedad transita tiempos de crisis, difícilmente sea capaz de aguardar los efectos positivos de la estabilización. La ansiedad y malestar inicial impactará negativamente sobre la credibilidad del plan y, a pesar de que se estén aplicando las reformas correctas para detener la inflación, los agentes rechazarían la estabilización.

Aquí es donde se destacan las medidas heterodoxas. Más allá de su insostenibilidad por sí solas en el largo plazo, el congelamiento de los precios, salarios y la desindexación poseen un efecto inmediato en el avance de la nominalidad. Si son aplicados sólo estas últimas acciones, más temprano que tarde el resultado sobre la variación de precios será nulo, o hasta negativo (Bruno, 1990). No obstante, si se anuncia un plan de estabilización con un objetivo fiscal creíble, reformas monetarias, junto con acciones heterodoxas que busquen impactar en el corto plazo, las probabilidades de éxito del plan aumentan. (Dornbusch, 1987).

c. Etapas previas a una hiperinflación

Michael Bruno (1990) divide en 4 etapas por las cuales puede pasar una economía previo al evento inflacionario más severo, la hiperinflación. No necesariamente se tratan de escenarios secuenciales, ni tampoco es necesaria experimentar todas las fases para alcanzar la hiperinflación. (Bruno, 1990)

En primer lugar, la Fase 1, se caracteriza por niveles de inflación entre el 5% al 6% mensual, cuenta con un moderado nivel de indexación, dando lugar a la inercia inflacionaria. El autor aquí sugiere que para normalizar el avance de la nominalidad bastaría con un plan gradual. La segunda fase, denominada como inflación crónica, agrega una política monetaria acomodaticia, es decir, se ajusta según la inflación. Por ello, los niveles indexatorios e inerciales son superiores, lo que permite un “quasi-equilibrio” de largo plazo. En otras palabras, con medidas de siguen de atrás al avance de los precios y una sociedad acostumbrada a la indexación, la fase 2 se caracteriza por perdurar en el tiempo. A esta experiencia le sigue la Alta Inflación Crónica, donde las tasas anuales de inflación superan

Alumno: Mateo Carrasco

Fecha: 21/05/2024

Tutor: Ernesto O'Connor

los 3 dígitos. Una de las justificaciones de pasar a la fase 3 podrían ser los shocks internacionales de oferta. A diferencia de los casos anteriores, el intento de resolución gradual de los problemas monetarios sólo alimentaría más el avance de los precios, y consecuentemente, sólo tratamientos de shocks podrían servir. Como en la fase 2, por la indexación se trata de un equilibrio quasi estable en el tiempo, aunque mucho más propenso a desestabilizarse. En caso de que se aplicara un plan de shock, pero este no resultara, la hiperinflación sería inminente. Esta última fase se destaca por sus características explosivas en el corto plazo, las expectativas se comportan a la Cagan, y tiene a durar, en promedio, 9 meses.

d. ¿Cómo se llega a la necesidad de un plan de estabilización?

Tan importante como aplicar un adecuado paquete de medidas es poder identificar qué acciones llevaron a la economía a una situación de crisis. Sin comprender la causa de los desequilibrios es imposible sanear la macroeconomía. Sólo una vez entendido el accionar que conlleva a que la inflación se perpetúe, se podrá aplicar un programa capaz de erradicar dicho problema.

La institución encargada de velar por la estabilidad de precios de los países son los bancos centrales. Sería lógico argumentar que el principal responsable es la entidad monetaria. De esta manera, simplemente el banco central debería contraer la liquidez de la economía y así detener el avance de los precios. Este pensamiento se encuentra en línea con Friedman (1968) quien, debatiendo sobre la multiplicidad de objetivos asignados a los bancos centrales, declara que estos sólo pueden decidir sobre su política monetaria. Sargent y Wallace (1981) amplían la postura de Friedman y agregan que, si el Tesoro escoge primero su trayectoria de resultado fiscal, los bancos centrales se verán condicionados y deberán financiar al gobierno. Si el fisco decide de antemano gastar por encima de sus ingresos, será el Central quien deba honrar las deudas a través de la monetización del déficit.

Alumno: Mateo Carrasco

Fecha: 21/05/2024

Tutor: Ernesto O'Connor

La restricción consolidada del sector público que los autores del paper desarrollan es elocuente. El problema de la inflación es monetario y su causa primera es la necesidad de asistir al fisco por mantener egresos superiores a sus ingresos. De esta conclusión nace la frase “la inflación persistentemente elevada es siempre y en todo lugar un fenómeno fiscal, donde el Banco Central es su cómplice monetario” un parafraseo a la célebre cita de Friedman, “La inflación es en todo momento y todo lugar un fenómeno monetario”.

En este sentido, sería lógico pensar que, para llevar a cabo un plan de estabilización exitoso, basta con resolver, ni más ni menos, el déficit fiscal y su posterior monetización. Sin embargo, la evidencia empírica muestra que consolidar las arcas estatales por sí solas no alcanza. En su trabajo donde compara los distintos planes de estabilización de la época, Bruno (1990) señala que muchos casos donde el déficit es 0, el aumento de la variación de precios no cesa. Atender el problema de base de la inflación, es decir suspender la asistencia de la banca central a un gobierno sostenidamente deficitario, es condición necesaria, pero no suficiente para estabilizar. Las causas que resalta el autor son 2. Por un lado, las expectativas forward looking de los agentes pueden estar desalineadas con el objetivo del plan. Ya sea por las posibles fallas en términos de credibilidad mencionadas anteriormente en este trabajo, o bien, una incorrecta política comunicacional por parte de las autoridades que no fue capaz de persuadir a los agentes sobre la determinación de cambiar el rumbo de la política monetaria. En segundo lugar, el autor explica el rol de las instituciones como otra posible falla en el camino hacia una normalización de la inflación. Aun cuando el país enfrente una consolidación fiscal, la existencia de reglas de juego que permitan perpetuar la indexación e inercia esfumarían los esfuerzos realizados en el dominio fiscal.

La explicación de dicho fenómeno yace en la neutralidad del dinero de largo plazo. Para demostrar esto, el autor modeliza una economía pequeña y abierta y esclarece su dinámica ante shocks monetariamente expansivos. Partiendo de un equilibrio de estado estacionario, un aumento del tipo de cambio nominal (E) en el corto plazo provocaría una apreciación real. Los incentivos de los agentes por liquidar sus divisas incrementarán, y el mercado cambiario operará con un excedente de oferta. Para equilibrar el mercado de dinero,

Alumno: Mateo Carrasco

Fecha: 21/05/2024

Tutor: Ernesto O'Connor

la autoridad monetaria deberá expandir la cantidad nominal de dinero (M). Ante una misma cantidad de bienes y servicios, y con mayores saldos reales que compren esos activos, el exceso de demanda de bienes se materializará, y surgirán las presiones y alzas inflacionarias. Los salarios reales enfrentarán una caída, provocando un exceso de demanda de trabajo, ya que contratar nuevos trabajadores será más barato. Con una misma cantidad de trabajadores, el salario nominal deberá aumentar para equilibrar dicho exceso, cerrando así la repercusión del shock monetariamente expansivo. De esta manera, y con un modelo simplificador, es posible observar como todas las variables nominales deberán ajustarse a la variación inicial del tipo de cambio y así equilibrar la economía real a su nivel inicial previo al shock.

En este sentido, un ancla nominal se vuelve una herramienta fundamental para detener el avance de los precios.

Detrás de este pensamiento se encuentra la teoría cuantitativa del dinero:

$$M \cdot V = P \cdot Y$$

Donde M es la oferta de dinero, V es la velocidad de circulación, P es el nivel de precios e Y es el ingreso real de la economía. Escrito como tasas de crecimiento la fórmula se convierte en:

$$m \cdot v = p \cdot y$$

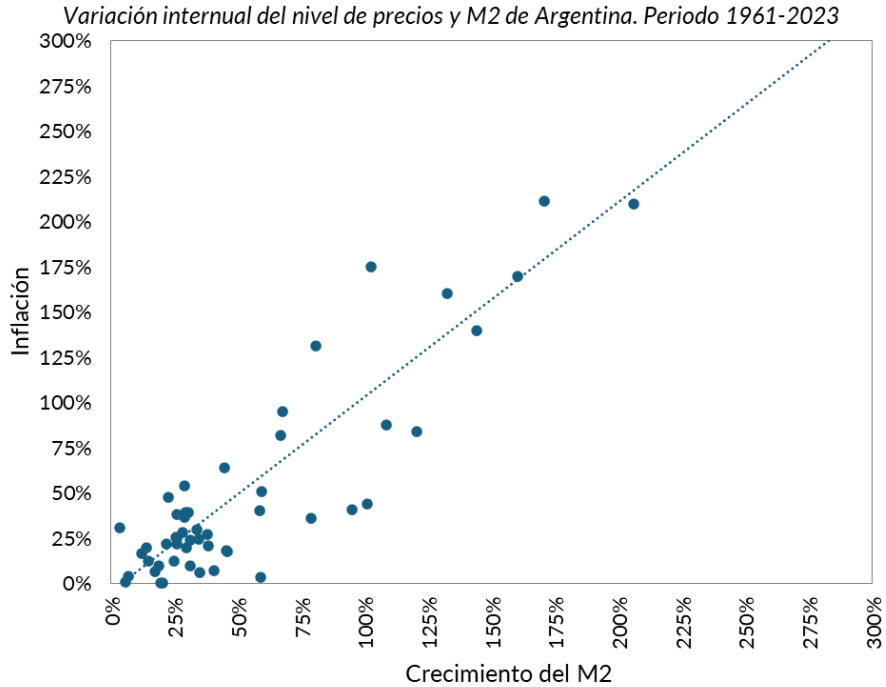
Sostenido por la teoría cuantitativa y asumiendo que v e y se mantienen constantes, debería existir una relación lineal entre el crecimiento del dinero y la inflación (McCandless, 1995). A modo de demostración de la alta correlación entre ambas variables en el tiempo, se tomó la información disponible del Banco Central de la República Argentina (BCRA) y el Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC) para corroborar empíricamente la teoría.

Alumno: Mateo Carrasco

Fecha: 21/05/2024

Tutor: Ernesto O'Connor

CRECIMIENTO DEL DINERO E INFLACIÓN



Fuente: BCRA e INDEC

e. El ancla instrumental

En la sección anterior se expuso la necesidad de que el plan utilice un ancla nominal para detener el avance del resto de las variables. La siguiente pregunta que surge es qué instrumentos pueden ser utilizados para dicha tarea. Aunque en el modelo de Bruno (1990) ya se puede anticipar una respuesta a esta cuestión, el análisis empírico de algunos planes de estabilización permite ir más allá de la teoría y observar cuales fueron las anclas seleccionadas en los diferentes programas.

Alumno: Mateo Carrasco

Fecha: 21/05/2024

Tutor: Ernesto O'Connor

Principales planes de estabilización en Latam e Israel

Programa	Duración	Monetario/cambiario
Brasil 1964	Marzo 1964 - agosto 1968	Tipo de cambio fijo con devaluaciones periódicas
Argentina 1967	Marzo 1967 - mayo 1970	Tipo de cambio fijo
Uruguay 1968	Junio 1968 - Diciembre 1971	Tipo de cambio fijo
Chile 1975	Abril 1975 - diciembre 1977	Control de agregados + devaluación por inercia
Chile "tablita"	Febrero 1978 - junio 1982	Preanunciado Crawling peg hasta junio 1979 y peg hasta junio 1982
Uruguay "tablita"	Octubre 1978 - noviembre 1982	Preanunciado Crawling peg
Argentina "tablita"	Diciembre 1978 - febrero 1981	Preanunciado Crawling peg
Israel 1985	Julio 1985 - 1999	Tipo de cambio fijo que se fue flexibilizando hasta un Inflation Targeting
Argentina (Austral)	Junio 1985 - septiembre 1986	Tipo de cambio fijo y posterior Crawl
Brasil (cruzado)	Febrero 1986 - noviembre 1986	Tipo de cambio fijo
México 1987	Diciembre 1987 - diciembre 1994	Tipo de cambio fijo, Crawl y bandas de flotación
Rep. Domin. 1990	Agosto 1990 - 1992	Tipo de cambio comercial diferenciado y posterior unificación
Brasil (collor)	Marzo 1990 - enero 1991	Control de liquidez + devaluación por inercia
Uruguay 1990	Diciembre 1990 - 1992	Bandas de flotación
Argentina (bonex)	Diciembre 1989 - febrero 1991	Reperfilamiento deuda en pesos y libre flotación
Perú 1990	Agosto 1990 - actualidad	Control de agregados + flotación sucia
Argentina (convertibilidad)	Abril 1991 - febrero 2002	Tipo de cambio fijo
Brasil (Real)	Julio 1994 - 1998	Tipo de cambio fijo
Ecuador (dolarización)	Marzo 2000- actualidad	Tipo de cambio fijo

* En azul los planes de estabilización basados en anclas monetarias

Fuente: Fondo Monetario Internacional y Calvo y Vegh (1999)

Siendo la tabla anterior sólo una muestra seleccionada de planes de estabilización llevados a cabo desde 1960 hasta el 2002, el análisis puntual de cada experiencia abunda en la literatura de los 90 y años posteriores.

Definiendo a los planes exitosos como aquellos que lograron reducir la inflación de forma perdurable en una ventana de 5 años, la tasa de éxito entre los planes de estabilización que implementaron un ancla cambiaria versus los que implementaron un ancla monetaria son 28% y 24% respectivamente. (Palazzo, Rapetti y Waldman, 2023) Esta diferencia no es estadísticamente significativa como para determinar cuál de las dos estrategias es mejor. Sin embargo, cuando se tienen en cuenta los casos de éxitos transitorios, es decir que bajaron la inflación, pero la estabilidad no perduró en el largo plazo, más del 50% de los que aplicaron anclas cambiarias lograron menguar el avance de los precios. Por su parte, en el grupo de las anclas monetarias solo el 29% logró bajar la inflación al menos de manera transitoria.

Alumno: Mateo Carrasco

Fecha: 21/05/2024

Tutor: Ernesto O'Connor

Desde otra perspectiva, la tasa de fracaso para los planes con anclas cambiarias es del 48%, mientras que la tasa de fracaso de los que optaron por anclas monetarias es del 71%. En resumen, a pesar de que ambas estrategias presentan similar probabilidad de éxito en disminuir la inflación de manera, los fracasos se ven más asociados a los planes con ancla monetaria. (Palazzo, Rapetti y Waldman, 2023)

Más hechos estilizados de otros trabajos encuentran que las economías que escogen regímenes cambiarios de tipo de cambio fijo son las que más rápido disminuyen la inflación, pero las que están más expuestas a crisis cambiarias, financieras y de deuda soberana (Fisher, 2002). La apreciación real, fenómeno que se abarcará más adelante con mayor detalle en este trabajo, es el principal aliciente de la crisis de balanza de pagos. Es que, ante una paridad fija contra una divisa, o bien, una canasta de monedas, existirá un tipo de cambio implícito según el nivel de reservas en manos de la autoridad monetaria que respalden la conversión. Siempre y cuando las reservas liquidas superen las potenciales exigencias de divisas, la paridad podrá ser sostenida. En cuanto los agentes descuenten una imposibilidad del banco central por mantener el peg, incrementan los incentivos de realizar el denominado shock especulativo, dándose así la crisis cambiaria.

Krugman (1979) desarrolló un modelo simplificador que explica este surgimiento de crisis de balance de pagos. Se trata de una economía pequeña y abierta, sin incertidumbre, donde se cumple la libre paridad de tasas y la ley de único precio. La demanda de dinero depende directamente del ingreso e inversamente de la tasa de interés, y escribiéndose como logaritmo natural resulta en:

$$m - p = y - \alpha * i$$

Por su parte, la oferta de dinero, también en logaritmos, queda determinada por:

$$m = d + r$$

donde d corresponde al crédito doméstico y r a las reservas internacionales.

Siguiendo con los supuestos de libre movilidad de capitales e igualando oferta y demanda, se llega a la siguiente fórmula:

$$d + r = y - \alpha * (i^* + \dot{e}) + e$$

Alumno: Mateo Carrasco

Fecha: 21/05/2024

Tutor: Ernesto O'Connor

Con tipo de cambio fijo, el TCN no varía, provocando que todas las variables del lado derecho sean constantes. En resumen, la variación del crédito doméstico deberá ser equivalente a la variación de las reservas. En otras palabras, el crédito doméstico dependerá de las reservas acumuladas por la entidad monetaria, caso contrario, se romperá el peg.

Con tipo de cambio flotante, como el banco central no interviene en el mercado cambiario, la variación de las reservas es 0, obteniendo:

$$d - y + \alpha * \mu = \tilde{e}$$

\tilde{e} representa el tipo de cambio implícito según el nivel de crédito doméstico y μ refiere a la tasa de crecimiento del dinero. Mientras el \tilde{e} se mantenga por debajo del tipo de cambio fijo, no habría incentivos de los agentes por realizar un shock especulativo. Por su parte, a medida que el tipo de cambio sombra incrementa y se acerca al peg, los alicientes por correr contra las reservas del banco central aumentan. Es necesario aclarar que esta no es la única razón por la que hay crisis de balance de pagos en las economías con un régimen cambiario fijo, y para ello la literatura desarrolló más modelos, como los de segunda y tercera generación, los cuales calculan la probabilidad implícita de eventos disruptivos para el balance cambiario del país. Como el objetivo de este trabajo no radica sobre balance de pagos, sólo se desarrollará sobre el primer modelo.

Calvo y Vegh (1999) encuentran 3 ventajas de los programas cambiarios por sobre los monetarios. En primer lugar, con un tipo de cambio fijo, la oferta de dinero es endógena, provocando que la tarea de la autoridad monetaria sea velar que se cumpla la paridad. De esta manera, se evita tener que preocuparse y encontrar información sobre la velocidad, o su inversa, la demanda de dinero. En segundo lugar, los agentes acostumbrados a economías con alta inflación crónica poseen gran parte de sus carteras en bienes indexados, o bien, acumulan divisas. Esto último provoca que, a pesar de que se realicen políticas monetarias sobre los agregados, el efecto sobre el crédito de la economía sea bajo. Es que el banco central no tiene herramientas para inferir sobre la liquidez de otras monedas. Por último, es más sencillo para los agentes controlar la efectividad del programa económico con sólo mirar que

Alumno: Mateo Carrasco

Fecha: 21/05/2024

Tutor: Ernesto O'Connor

se cumpla la fijación del tipo de cambio. En otras palabras, el cumplimiento de la paridad funciona para sosegar la formación de expectativas devaluatorias.

A pesar de estas ventajas, los autores destacan que, en el caso de países donde se hayan experimentado varios intentos estabilizadores y estos hayan fracasado, es recomendable optar por el control de agregados.

f. Expansión de la actividad

A la hora de elegir un instrumento, el comportamiento de la actividad es una de las preocupaciones principales de los policymaker. Hechos estilizados demuestran una dicotomía entre recesión inicial o final en los planes de estabilización. (Calvo y Vegh, 1999) Los estudios encuentran que aquellos planes basados en tipo de cambio fijo son altamente expansivos en los primeros años, y luego corrigen la suba, estabilizándose en su crecimiento de LP. Mientras que los planes sin una fijación en el TCN no muestran un patrón claro con respecto al PIB. (Fischer, Sahay y Vegh, 2002) ¿A qué se debe este fenómeno?

Por el lado de la inversión, ambos tipos de planes reciben un salto en los flujos de capitales entrantes en el periodo inicial, aunque estadísticamente los regímenes cambiarios fijos reciben mayor cantidad de inversiones. (Fischer, Sahay y Vegh, 2002) Una explicación a ello serían las oportunidades de carry trade que implica para los inversionistas la paridad cambiaria. Además, el esquema monetario de estos pultiumos resulta en una oferta monetaria endógena, por lo que se adaptará a cualquier aumento en la demanda de dinero que resulte de canales reales. A costas de apreciaciones futuras y problemas en la balanza de pagos, el atractivo de reducir la inflación combinado con un aumento de la actividad incentiva la elección de las autoridades por este esquema. (Fischer, Sahay y Vegh, 2002)

Alumno: Mateo Carrasco

Fecha: 21/05/2024

Tutor: Ernesto O'Connor

g. Atraso del tipo de cambio real

Luego de una estabilización donde se fija el TCN se provoca un inevitable atraso cambiario, lo que tiende a generar ataques especulativos que terminan en crisis cambiarias. Para evitar esto último, la corrección suele darse a través de la devaluación del TCN, la cual dependiendo del tiempo que haya pasado desde la aplicación del plan hasta la devaluación y las expectativas de los agentes, determinará la magnitud del pass through y el retorno de la inflación.

Aquellos países que no eligen un ancla cambiaria como variable principal de política monetaria tienden a tener menos atraso del TCR y por consecuencia, están menos expuestos a shocks especulativos. Al no poseer un compromiso explícito sobre el TCN, las economías que utilizan instrumentos de política monetaria tienen mayor flexibilidad a actuar frente a distintos shocks.

Más allá de los costos y beneficios que infieren escoger un ancla instrumental, en todos los planes de estabilización analizados el TCN funciona como ancla de expectativas de los agentes. Y a pesar de que esta variable no sea el instrumento elegido, este funciona como ancla para el proceso de desinflación, siendo su estabilidad el objetivo por excelencia de la mayoría de los planes exitosos.

h. ¿Estabilizando el tipo de cambio nominal alcanza para detener la inflación?

2 años previo al plan de estabilización exitoso de Israel en 1985 se han llevado a cabo distintas estrategias que buscaban bajar la inflación de la manera más efectiva posible. (Bruno y Piterman, 1987) Los primeros intentos de estabilizar surgieron a través de la intervención del tipo de cambio nominal, disminuyendo el ritmo de devaluación y un congelamiento de precios de algunos productos. Esta medida, al igual que sucedió en América Latina en esta misma década, provocó una apreciación real, aumento del déficit de cuenta corriente y aumentando la presión inflacionaria. Esto último condujo a una necesaria devaluación, que

Pontificia Universidad Católica Argentina
Facultad de Ciencias Económicas
Departamento de Economía

Alumno: Mateo Carrasco

Fecha: 21/05/2024

Tutor: Ernesto O'Connor

al no tener un plan económico que la respalde llevó la tasa de inflación a su máximo histórico de 486,23% anual. (Fischer, 2002)

El plan de estabilización de Israel contempló bajas en el gasto público (principalmente en subsidios) que totalizaron 7 puntos del PIB, devaluación de shock del 19%, se implementó un régimen cambiario fijo contra el dólar estadounidense, suspensión de indexación de contratos y salarios junto con congelamiento de precios (primeros 3 meses). Además, la variable declarada como ancla instrumental fue la cantidad crédito, utilizando a la tasa de interés como instrumento, y su principal target nominal era el tipo de cambio.

El programa de estabilización se basó en compromisos políticos y sociales, quienes consensuaban la necesidad de resolver los problemas inflacionarios de la economía. Esto permitió que los ajustes pudiesen ser lo más grandes posibles, sin recurrir a grandes daños sociales de corto plazo. (Fisher, 1987)

Respondiendo a la pregunta de inicio de esta sección, es notable que todo esfuerzo por mantener el TCN estable, si no es acompañado por medidas que procuren solucionar los problemas de corto plazo y dejando las bases para construir soluciones de largo plazo, no tendrá éxito.

¿Siempre se puede aplicar un régimen cambiario fijo? Es destacable que países que cuentan con bajos niveles de reservas e imposibilidad de acceder a financiamiento externo, escoger al TCN como instrumento principal de política monetaria tiende a ser muy difícil.

Al elegir el ancla cambiaria como instrumento no hay margen de error. La política fiscal debe estar atada a la meta de la política monetaria, ya que bajo este esquema desajustes en la política fiscal provocan desajustes de la política monetaria.

Aquellos países que intentan llevar a cabo un régimen cambiario fijo con malas condiciones macroeconómicas (bajas reservas, déficit fiscal, déficit cuenta corriente insostenible, mercado de deuda cerrado) fallan en el corto plazo, ya que no poseen la capacidad necesaria para responder en el mercado de cambios a hacer frente al compromiso de mantener el tipo de cambio. De esta manera, estos países tomarán estrategias para cerrar la cuenta capital y así evitar la libre movilidad de capitales, evitando la pérdida de reservas.

Alumno: Mateo Carrasco

Fecha: 21/05/2024

Tutor: Ernesto O'Connor

Ventajas según el ancla nominal

Ancla cambiaria	Ancla monetaria
Expansión en el corto plazo, seguido de una recesión.	Recesión en el corto plazo, seguido de una expansión.
Disminuyen la inflación más rápido	Menor apreciación real
Menor tasa de fracaso	Menor probabilidad de crisis de balance de pagos
Oferta de dinero endógena (no es necesaria información sobre la demanda de dinero)	
Los agentes ahorran en moneda extranjera	
Anclaje de expectativas más sencillo para los individuos	

Fuente: Calvo y Vegh (1999), Fisher (2002) y Palazzo, Rapetti y Waldman (2023)

Así, la revisión bibliográfica permite extraer conclusiones y enseñanzas clave para los procesos de estabilización. Aunque, como aclarado al principio del marco teórico, no existe un único paquete de medidas que funcionen de manera universal para todos los casos, las experiencias previas permiten conocer el comportamiento de las variables bajo contextos de inestabilidad y posibles soluciones que direccionen la macroeconomía hacia la normalización.

Alumno: Mateo Carrasco

Fecha: 21/05/2024

Tutor: Ernesto O'Connor

V. Argentina 2024

a. La pesada herencia

La Argentina de noviembre del 2023 sufría grandes desequilibrios en sus variables macroeconómicas. Sólo en ese mes, la inflación mensual alcanzaba las dos cifras y mostraba una rápida aceleración con respecto a meses anteriores. La medición interanual se ubicó en máximos desde mediados de 1991, año golpeado por la hiperinflación de los noventa.

Las autoridades de aquel entonces tomaban medidas meramente heterodoxas, como el congelamiento de precios a través de planes Precios Justos y atrasos tarifarios, los cuales sin un planteo que busque detener la causa del avance de la nominalidad, no sólo no funcionaba para frenar la inflación, sino que generaba un atraso de los precios relativos y alimentaban aún más la nominalidad futura. Para equiparar la evolución de la inflación núcleo desde agosto de 2019, el componente regulado debía experimentar una suba real del 72%.

En agosto del 2023 se llevaron a cabo las elecciones primarias presidenciales. La pérdida del oficialismo provocó que se acentúen aún más los esfuerzos por alivianar en el corto plazo el costo de vida de los argentinos, sin tener en cuenta las repercusiones futuras de medidas expansivas frente a un panorama de alta nominalidad. La búsqueda del apoyo de la sociedad llevó a los gobernantes a ejecutar medidas que enfatizaron la distorsión de precios y la pérdida de ingresos del fisco. La devolución del IVA, la suba del mínimo no imponible de Ganancias, los bonos a jubilados y trabajadores y el refuerzo a las tarjetas Alimentar y Potenciar Trabajo, fueron un paquete de medidas que le costó al fisco el equivalente a 1,5 puntos del PIB (Ministerio de Economía, 2024).

El déficit fiscal y su posterior monetización fue la norma que rigió durante los últimos 15 años. En 2023 el balance primario fue deficitario en 3 puntos del PIB, mientras que el resultado financiero, que contempla el pago de intereses, mostró un rojo de 5 puntos. Desde el 2008 el país mostraba un balance consolidado deficitario, que sólo es compensado con

Pontificia Universidad Católica Argentina
Facultad de Ciencias Económicas
Departamento de Economía

Alumno: Mateo Carrasco

Fecha: 21/05/2024

Tutor: Ernesto O'Connor

años donde los términos de intercambio alivianaron la situación. Es que desde 1961, el 70% de los años el país experimentó déficit primario superior al 2%, cifras insostenibles.

La dominancia fiscal tomó un rol protagónico y la asistencia al Tesoro, a través de compras de títulos públicos en el mercado secundario por parte del BCRA, fue el principal mecanismo para llevarlo a cabo en el último lustro.

El cepo cambiario que regía desde 2019 fue evolucionando y volviendo cada vez más restrictivo el acceso a divisas y la movilidad de capitales. Eligiendo administrar el tipo de cambio, las operaciones de títulos públicos y los adelantos transitorios, los pasivos remunerados pasaron a ser la variable de ajuste. La lógica detrás del mercado de dinero es implacable y obliga a dejar indeterminada al menos una variable para conseguir el equilibrio. Los pasivos remunerados esterilizaban la base monetaria a costas de incrementar los depósitos a plazo, reduciendo la liquidez de los agentes, pero prometiendo altos rendimientos futuros. La tasa de política monetaria era determinada por las Leliqs, las cuales a pesar de crecer a un ritmo menor que la inflación, es decir a tasas reales negativas, permitía que sólo en concepto de intereses se emitiera una nueva base cada 3 meses.

Debido al avance de los precios, para que este instrumento continúe captando pesos, el BCRA llevaba a cabo una política monetaria acomodaticia, que incentivaba la indexación de las carteras. Las tasas eran incrementadas cada vez que el INDEC publicaba la medición de inflación, llegando a subir el costo de la liquidez hasta 133% TNA. Como los bancos descontaban futuras subas de tasas, ya que no había un accionar que influyera positivamente en las expectativas, las posiciones en plazos cortos era el statu quo (28 días el plazo mínimo), para que así sea fácil capturar el rendimiento de una nueva suba de tasas. Así, a noviembre del 2023, el stock de los pasivos remunerados en pesos alcanzaba 10 puntos del PIB, o bien, representaban 3 veces la base monetaria. En simultáneo, los compromisos del Tesoro de un año en vista alcanzaban los \$ 37,6 billones, equivalente a USD 104.100 millones al tipo de cambio oficial. En cuanto composición, el 98% del perfil de vencimientos se encontraba indexado ya sea a la evolución de la inflación o al tipo de cambio A3500.

Pontificia Universidad Católica Argentina
Facultad de Ciencias Económicas
Departamento de Economía

Alumno: Mateo Carrasco

Fecha: 21/05/2024

Tutor: Ernesto O'Connor

El frente de los pesos no era la única problemática que enfrentaba la autoridad monetaria. Las reservas internacionales brutas alcanzaban los USD 21.200 millones, aunque este monto no era representativo de la delicada situación que padecía el Banco Central. Tal como calcula el Fondo Monetario Internacional, descontando las deudas en dólares con vencimiento menor a 12 meses, los DEGs otorgados por el FMI, el swap con China y los encajes por los depósitos privados, las reservas netas eran negativas por USD -11.200 millones. Ante la imposibilidad de hacer frente a los pagos de deudas, el FMI había acordado realizar desembolsos por el equivalente a cada vencimiento con la condición de cumplir metas fiscales, monetarias y cambiarias. En la práctica, se trataba de una condonación de deuda con el organismo a expensas de seguir el plan económico que determinaba. A pesar de la flexibilidad del programa (FMI, 2024), para fines del 2023 las metas no se habían cumplido, por lo que el País enfrentaba vencimientos a diciembre por USD 900 millones.

Pero eso no es todo, con el fin de menguar la demanda de dólares de los privados, el BCRA obligó a los importadores a financiarse con proveedores del extranjero a plazo. La diferencia entre las importaciones devengadas y pagadas comenzó a crecer a velocidad inéditas y la denominada deuda con importadores alcanzó los USD 13.600 millones, monto que el BCRA adeudaba con los compradores de bienes extranjeros. En términos de magnitudes, la deuda era comparable con el máximo de USD 5.000 millones que había alcanzado en diciembre del 2015. Además, los exportadores, obligados a liquidar sus divisas en menos de una semana tras haberlas recibidos, poseían las Ledivs, un instrumento dollar linked que funcionaba como cobertura frente a variaciones del tipo de cambio. Estas últimas representaban otro pasivo en dólares por más de USD 5.100 millones.

Con un panorama temeroso, los inversores ponían en precios un default técnico para los bonos soberanos en dólares. La brecha entre el dólar Contado con Liquidación y el A3500 superaba el 181%. En otras palabras, el valor del dólar parcialmente libre se encontraba 2,8 veces por encima de su valor oficial. La necesidad de cobertura frente a escenarios adversos provocaba la demanda de activos indexados, resultando en rendimientos negativos. Por ejemplo, la curva de bonos con devengamiento de capital atado a la evolución del CER,

Alumno: Mateo Carrasco

Fecha: 21/05/2024

Tutor: Ernesto O'Connor

componente diario que sigue la inflación publicada por el INDEC, poseía rendimiento por debajo de CER-70%. Es decir, pagaba la inflación del periodo menos el 70%. Esta misma dinámica ocurría con bonos dollar linked, mientras que los instrumentos a tasa fija eran esquivados por los inversores.

En el contexto mencionado previamente, la sociedad argentina fue a las urnas. El partido de Javier Milei, La Libertad Avanza, se vio victorioso derrotando en un ballottage al oficialismo. Durante la campaña el libertario prometió llevar a cabo una desregulación total de la economía. El equilibrio de las cuentas del estado y el cierre del BCRA eran los slogans de campaña. Una dolarización, aunque técnicamente llegado al poder aclaró que se trataría de una libre competencia de monedas, donde el peso compitiera frente al dólar estadounidense, fue la propuesta en el plano monetario.

De esta manera, resolver los desequilibrios macroeconómicos presentaba un gran desafío que sólo un plan de estabilización podría conducir hacia una normalización.

b. Un cambio de rumbo

Los primeros días de cualquier gestión son claves para el éxito y la formación de expectativas. Más aún si la sociedad aguarda un cambio de rumbo de la política económica. El nuevo presidente asumió el 11 de diciembre del 2023 y al día siguiente, el ministro de Economía anunció un paquete de medidas fiscales y también anticipó decisiones del frente cambiario y monetario.

En el discurso enfatizó en que la raíz de los mayores problemas tiene su origen en la persistencia del déficit fiscal. Así, y con el objetivo de alcanzar el equilibrio financiero en 2024, anunció una batería de medidas con un norte claro: que el fisco no gaste más de lo que le ingresa. Este objetivo significaba realizar un ajuste del gasto de 5 puntos porcentuales del PIB, algo casi no visto en la historia del país (Gerchunoff y Llach, 2018).

El paquete implicaba un recorte drástico de la presencia del estado en la economía, junto con un aumento y reformas de impuestos, sujeto a aprobación del Congreso.

Pontificia Universidad Católica Argentina
Facultad de Ciencias Económicas
Departamento de Economía

Alumno: Mateo Carrasco

Fecha: 21/05/2024

Tutor: Ernesto O'Connor

PROGRAMA DEL GOBIERNO PARA LLEGAR A EQUILIBRO FISCAL

	Como % del PIB
Resultado Primario 2023	-3,0%
Reforma Ganancias	-0,4%
Retenciones DGA	-0,3%
Normalización cosecha	0,7%
Inercia Resultado Primario 2024	-3,0%
Intereses	2,2%
Inercia Resultado Financiero 2024	-5,2%
Mejora Ingresos 2024	2,2%
Impuesto PAIS (17,5%, 12 meses)	0,8%
Retenciones adicional (15%)	0,5%
Revisión Reforma Ganancias	0,4%
BB.PP. + Moratoria + Blanqueo	0,5%
Reducción Gastos 2024	2,9%
Jubilaciones y Pensiones	0,4%
Transferencias discrecionales a provincias	0,5%
Subsidios económicos	0,7%
Gastos de Capital	0,7%
Programas Sociales con intermediarios	0,4%
Gastos de Funcionamiento y otros	0,5%
Programas Sociales sin intermediarios	-0,3%
RESULTADO FINANCIERO PROYECTADO 2024	0,0%

Fuente: Ministerio de Economía

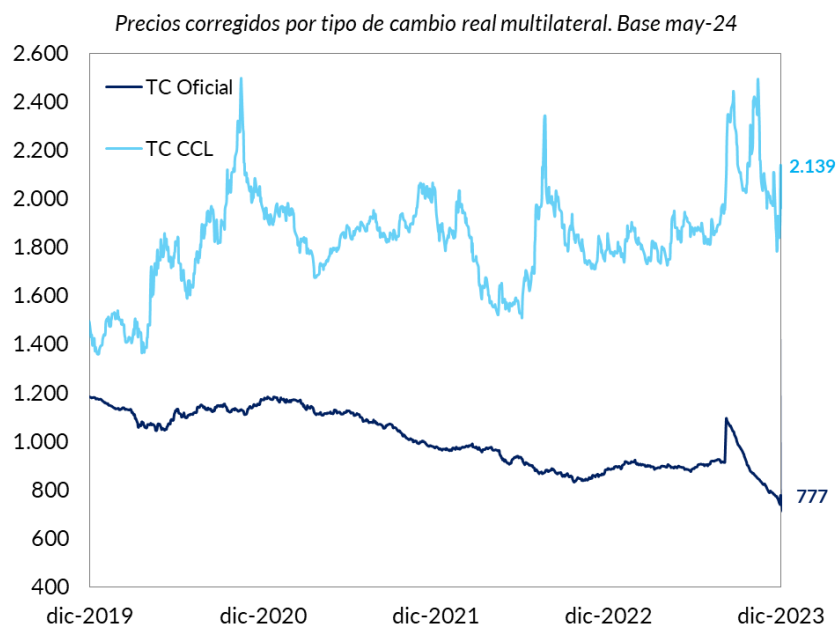
En la misma sintonía, el Banco Central publicó durante la noche del martes 12 de diciembre un comunicado detallando las decisiones que competen a la autoridad monetaria. La entidad decidió aplicar un salto discreto de 118% del tipo de cambio, llevando el valor de la divisa norteamericana de \$ 366,5 a \$ 800. De esta forma, el tipo de cambio real alcanzó su valor más alto de los últimos 17 años. Naturalmente, el nivel anterior era insostenible e inaccesible en los hechos. El limitado stock de reservas netas y los niveles exorbitantes de spread cambiario fueron reflejo de esto último. Sin embargo, a pesar del salto inicial, para mediados de mayo el tipo de cambio real ya habría alcanzado valores previos a la salida del cepo del 2015, fenómeno ampliado más adelante en este trabajo.

Alumno: Mateo Carrasco

Fecha: 21/05/2024

Tutor: Ernesto O'Connor

DÓLAR HISTÓRICO A PRECIOS DE HOY



Fuente: BCRA y Bloomberg

Junto con la novedad del nuevo tipo de cambio, el BCRA decidió diferir las cotizaciones de los dólares comerciales. Para las compras al exterior se aplicó una alícuota de 17,5% correspondiente al Impuesto PAIS, que estaría vigente por un año e implicaba un dólar efectivo de \$ 941. Por su parte, los exportadores debían liquidar el 20% al Contado con Liqui, mientras que el 80% restante al valor del MULC. De esta forma, el tipo de cambio efectivo para ventas al exterior, sin contar retenciones, alcanzó los \$ 843.

Sin credibilidad, la formación de expectativas y la elección de un ancla eran las prioridades del plan económico. Así, el Central definió un esquema de tipo de cambio fijo con un crawling peg del 2% mensual. Aunque el ritmo de devaluación preocupaba a los analistas sobre la apreciación del tipo de cambio real, fenómeno inevitable en todas las estabilizaciones, el esquema cambiario-fiscal fue celebrado por los inversores y la brecha se redujo por debajo del 25%.

Pontificia Universidad Católica Argentina
Facultad de Ciencias Económicas
Departamento de Economía

Alumno: Mateo Carrasco

Fecha: 21/05/2024

Tutor: Ernesto O'Connor

En palabras del propio BCRA: “El equilibrio monetario requiere atender simultáneamente las dos fuentes principales de emisión monetaria: el financiamiento directo e indirecto del déficit fiscal y el déficit cuasifiscal del propio BCRA”. (BCRA, 2024)

En este sentido, la entidad decidió dejar de renovar las Leliqs y redujo la tasa de pasés a 100% TNA. La estrategia era clara: sanear la hoja del balance del Banco Central, licuando los pasivos monetarios y comprando reservas en el MULC. Sólo cumpliendo estas metas, según las autoridades económicas, el país estaría listo para flexibilizar las restricciones cambiarias.

Con respecto a la deuda comercial, las autoridades diseñaron un esquema de normalización del flujo de pagos, ofreciendo el Bopreal. Este instrumento se trató de tres series de bonos a suscribir en pesos al tipo de cambio oficial, a pagar en dólares, con plazo hasta el 31 de octubre de 2027. Aquellos importadores que poseían deuda con proveedores extranjero previo al 13 de diciembre podían acceder a este bono. De esta manera, la entidad resolvía tres problemáticas en simultáneo. En primer lugar, daba certidumbre al flujo de pagos de los importadores, dinámica que si no se estabilizaba podría haber desencadenado una crisis en la cadena de pagos. Segundo, esterilizaba pesos de la economía, ya que la suscripción era en pesos. Y por último, descomprimía la potencial demanda de dólares frente a un Banco Central sin reservas.

El pedido de la sociedad por un cambio de rumbo de la macroeconomía era tan evidente como las necesidades descomprimir la economía del hogar. La presión ahogaba a las empresas y ahorristas, obligando a la naturalización del mercado informal tanto laboral como comercial. Para resolver esto, el oficialismo envió un proyecto de ley al Congreso denominado Ley de Bases para la Reconstrucción de una Argentina Libre. En ella se plasmaba las mejoras microeconómicas buscadas por el Gobierno, con una visión promercado. La desregulación del mercado laboral, cambios en la política tributaria como el impuesto a las Ganancias, un blanqueo de capitales y reformas fiscales eran sólo algunos de los más de 1.000 artículos que contenía el proyecto. En simultáneo, al igual que en la convertibilidad, el Poder Ejecutivo dictó un Decreto de Necesidad y Urgencia con otras

Pontificia Universidad Católica Argentina
Facultad de Ciencias Económicas
Departamento de Economía

Alumno: Mateo Carrasco

Fecha: 21/05/2024

Tutor: Ernesto O'Connor

desregulaciones no ligadas al ámbito tributarios, es que sólo el Congreso tiene la potestad de realizar modificaciones en los impuestos. Aunque la teoría económica respalda este accionar, en la práctica es mucho más complejo. Con minoría en Diputados, y mucha menor representatividad en el Senado, el oficialismo debía mostrar una gran cintura política para aprobar las reformas.

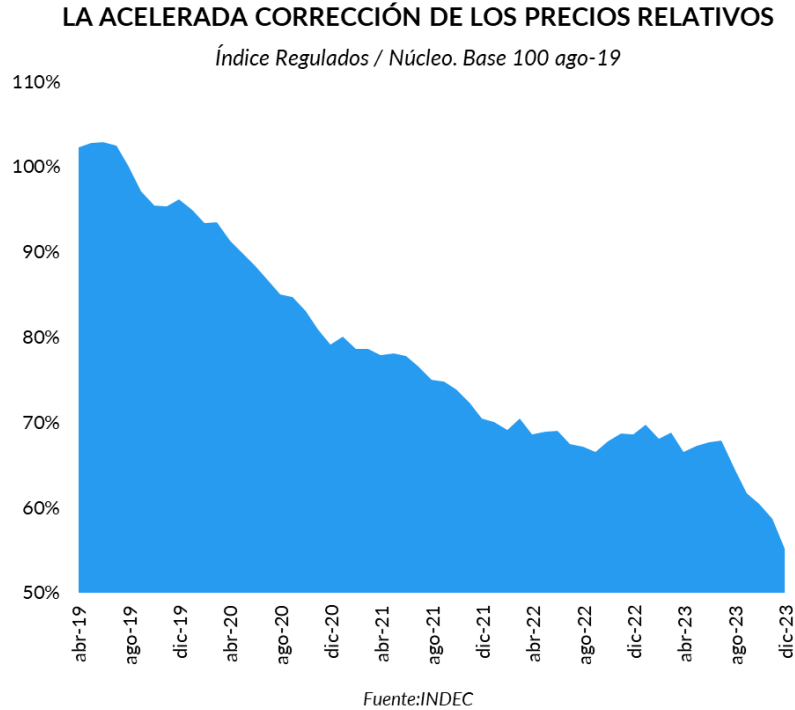
La evolución del Índice de Precios al Consumidor despertaba alertas entre los agentes. La normalización del componente Regulado, junto con la devaluación y el pass through, prometían una alta nominalidad no vista en más de 30 años. En este contexto, sin la posibilidad de tomar como referencia el Relevamiento de Expectativas del Mercado de ese mes, pues había sido publicado antes de conocerse las medidas, JP Morgan proyectaba una inflación acumulada de 60% en el bimestre diciembre-enero, es decir una media compuesta de 26,5% mensual.

Los precios en diciembre escalaron 25,5%, por debajo de las mediciones privadas y las tasas break even implícitas en el mercado. Sin embargo, se trató del dato mensual más alto desde febrero 1991. A pesar de la alta nominalidad de diciembre, los encuestados del REM esperaban que en enero la inflación supere el 22%. Es que el sinceramiento de los precios relativos no estaba ni cerca de haberse normalizado. Tomando como proxy el nivel de precios de agosto del 2019, época donde los gobernantes no realizaban intervenciones en los precios, tal era la magnitud del atraso de los Regulados que dicho componente debía experimentar una suba del 72% para equiparar la evolución de la inflación núcleo en ese mismo periodo. A pesar de las altas cifras, el mercado veía con buenos ojos las medidas. Así, La inflación esperada fue de 25% en enero, 18,2% en febrero, 15% en marzo, 12% en abril, 10% en mayo. La variación mensual de un dígito volvería recién en junio, con una proyección de 8,3%.

Alumno: Mateo Carrasco

Fecha: 21/05/2024

Tutor: Ernesto O'Connor



Por su parte, el BCRA aprovechó el aumento de la oferta de dólares de los exportadores, gracias al tipo de cambio más competitivo, y la caída de la demanda privada de divisas por parte de los importadores, producto de un cambio de régimen en el cronograma de acceso al MULC. Así, en los primeros 50 días de gestión la entidad logró acumular compras netas por USD 6.220 millones, monto muy superior al promedio histórico acumulado en ese periodo.

La estrategia conjunta con el Tesoro de migrar pasivos de una entidad a otra fue un pilar fundamental para sanear la hoja del balance, objetivo explícito en los lineamientos de política monetaria. Con disminuciones en las tasas a las que remuneran los pasivos, los bancos debieron buscar cobertura en instrumentos ofrecidos por el Mecon. De esta manera, en la primera subasta, el Tesoro logró captar casi \$ 4 billones del mercado a través de instrumentos indexados, muy por encima de los vencimientos. Con la idea de que no haya una expansión monetaria adicional por aumento de crédito al sector público, el

Pontificia Universidad Católica Argentina
Facultad de Ciencias Económicas
Departamento de Economía

Alumno: Mateo Carrasco

Fecha: 21/05/2024

Tutor: Ernesto O'Connor

financiamiento neto fue utilizado para realizar programas de recompra de títulos públicos en cartera del BCRA.

Con los avances logrados en materia económica, el Directorio del FMI aprobó la séptima revisión de programa, junto al cambio de los objetivos cuantitativos. Así, los vencimientos en dólares del país se despejaron hasta abril, logrando compensar pagos con desembolsos. Pero esto no fue lo novedoso del acuerdo, sino más bien, las nuevas metas cuantitativas que impuso el Fondo. (FMI, 2024)

Planteó la necesidad de continuar con el ritmo de acumulación de reservas. El objetivo se ubicó en sumar USD 10.000 millones en reservas netas para el primer año de Milei que, si se considera el nivel inicial, significaría un stock de reservas netas casi en equilibrio. En este sentido, el Organismo alertó sobre los riesgos de mantener el crawl del 2%, ya que la alta inflación apreciaría rápidamente el tipo de cambio y se habría perdido la competitividad producto de la devaluación.

El Gobierno se comprometió a desarrollar una hoja de ruta para eliminar los controles de capitales. Hacia mediados de año se eliminaría el esquema preferencial para las exportaciones y para ese momento el Mecon debería presentar un plan trazado donde se plantee la salida del cepo. El Impuesto PAIS, junto con cualquier otra política de tipos de cambios múltiple, deberá ser dejada atrás para fines de este año.

Por último, advirtió sobre la calidad del ajuste del gasto. A pesar de la indudable necesidad por recortar las erogaciones del Estado, los impactos en términos sociales de esta política de shock llevada al extremo podrían ser difíciles de revertir. En otras palabras, el FMI planteó al equipo económico la necesidad de llevar a cabo una política de ingresos y agregar heterodoxia al plan de gobierno. La Ley de Bases incluiría gran parte de este reclamo.

Un primer traspie legislativo con respecto a la aprobación en Diputados de los proyectos de Ley demostraría el difícil camino a recorrer en el espectro político. El ministro de Economía, conociendo la importancia de la formación de expectativas para el éxito de un plan de estabilización, salió rápidamente a aclarar que el rechazo de la Ley no impactaría en

Alumno: Mateo Carrasco

Fecha: 21/05/2024

Tutor: Ernesto O'Connor

los resultados del fisco. Recalcó que los objetivos de la Ley apuntan a reformas más de mediano plazo, eficientizar procesos y dinamizar la economía.

Con la idea de traer calma al nerviosismo de los inversores sobre el delivery fiscal, también anticipó que en enero el Tesoro habría registrado superávit financiero, pese al pago de intereses en concepto de Bonares y Globales por más de USD 1.500 millones.

El superávit financiero de enero fue \$ 518.408 millones. Por primera vez desde agosto de 2012, los ingresos superaron a los gastos e intereses. Por su parte, el resultado primario fue \$ 2,01 billones. Por parte de las erogaciones, la inflación hizo gran parte del trabajo sucio y permitió licuar el gasto primario en términos reales un 39,4% interanual. Los gastos corrientes primarios disminuyeron 35,3%, mientras que los gastos de capital, como la obra pública, se desplomaron 86%, demostrando así la disposición por eliminar la mayor cantidad de cuentas deficitarias del balance. Por su parte, los ingresos aumentaron 0,7% real interanual traccionados principalmente por el incremento de la recaudación de los derechos de exportación y el Impuesto PAIS. La ponderación de este último sobre la recaudación total se volvería un problema a futuro.

Después del incremento de 25,5% de diciembre, en el primer mes del año los precios no solo desaceleraron, sino que crecieron menos de lo esperado. El IPC aumentó 20,6% mensual, 1,3 p.p. por debajo de lo previsto. Los Regulados crecieron 26,6% mensual, por encima de la medición núcleo, lo que demuestra dos realidades: En primer lugar, el saneamiento de los precios relativos tras la desregulación comenzaba a materializarse, y por otro lado, el IPC era traccionado no por nueva emisión, sino por el acomodamiento de los precios.

A pesar de los costos sobre el bolsillo, la licuación del salario real junto con la caída del consumo, y transitivamente la actividad, ayudaron a descomprimir las presiones inflacionarias. Cualquier aumento de los ingresos nominales por encima de la inflación, sin mejoras en la productividad ni apertura del cepo, estimularía la nominalidad en el corto plazo. La variable de ajuste, en este caso, sería el termómetro de tolerancia social. El Índice de Confianza en el Gobierno desarrollado por la UTDT permite observar cómo, a pesar de las

Pontificia Universidad Católica Argentina
Facultad de Ciencias Económicas
Departamento de Economía

Alumno: Mateo Carrasco

Fecha: 21/05/2024

Tutor: Ernesto O'Connor

decisiones tomadas en política económica con altos costos sociales, las personas convalidaban el plan de gobierno. Este índice correlaciona muy bien con los votos del oficialismo en las urnas, por lo que se trata de un proxy de la aprobación de las medidas. Al menos en los primeros cinco meses, la reputación del oficialismo se mantenía por encima del 49%, sugiriendo que el clima social se mantenía alto.

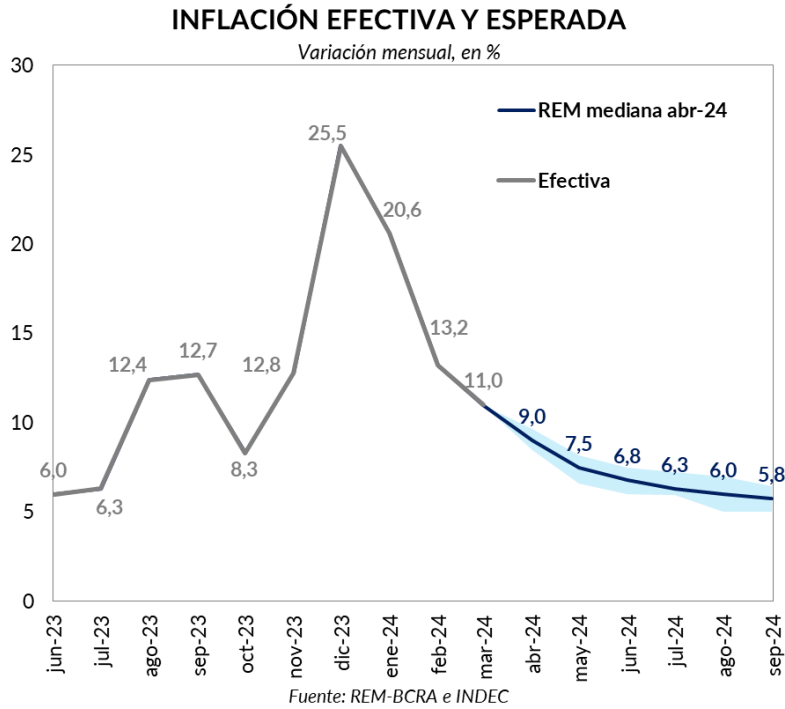
El EMAE de enero y febrero mostraron una indeseada realidad. La actividad en los primeros meses se desplomó 0,8% y 0,2% respectivamente en términos mensuales desestacionalizados. A pesar de que algunas mediciones tempranas de actividad mostraban caídas menos aceleradas para el trimestre marzo-mayo, los números oficiales de INDEC sugerían que el optimismo no era tal. La aclamada recuperación en “V” que anticipaba Milei, no se estaría materializando.

Apoyado sobre la recesión, la licuación de los pasivos monetarios, el ancla cambiaria y el ordenamiento de las cuentas fiscales, la aceleración de la nominalidad fue disminuyendo mes a mes. Febrero anotó una suba del Índice de Precios al Consumidor del 13,2%, comparable con el 15,8% esperado por el REM. El mes siguiente los precios incrementaron 11%, versus el 12,5% relevado por los encuestados. Así, el delivery del plan económico fue generando expectativas de baja de la inflación.

Alumno: Mateo Carrasco

Fecha: 21/05/2024

Tutor: Ernesto O'Connor

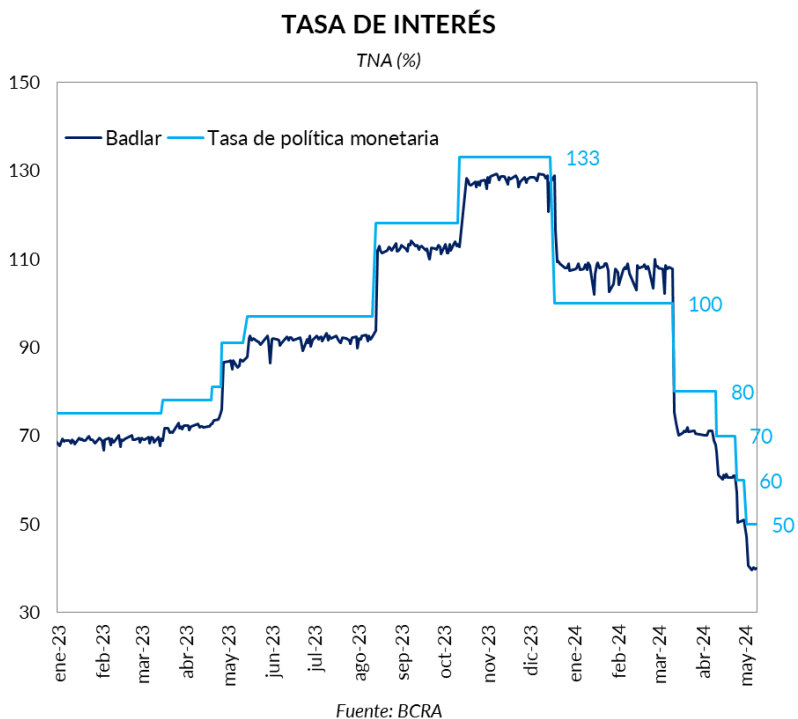


Con un nuevo camino descendente de la variación de precios, el BCRA comenzó un ciclo de baja de tasas. Aunque normalmente una flexibilización del costo de la liquidez es visto como una política monetaria expansiva, los altos stocks de pasivos remunerados daban vuelta esta lógica. Si hubiesen subido la tasa, la remuneración de los pasivos habría sido mayor, generando una emisión futura. Así, el proceso de bajas fue acompañado con la desregulación de las tasas pasivas de plazos fijos.

Alumno: Mateo Carrasco

Fecha: 21/05/2024

Tutor: Ernesto O'Connor



Al momento de escribir este trabajo final de licenciatura, los pases, instrumento utilizado por la entidad monetaria para esterilizar pesos, ya rinden 50% TNA. En tan sólo dos semanas, el BCRA recortó 20 puntos porcentuales la tasa de política monetaria. A este ritmo, desde el inicio de gestión de Bausili, el costo de los pasivos remunerados se desplomó 73 p.p.

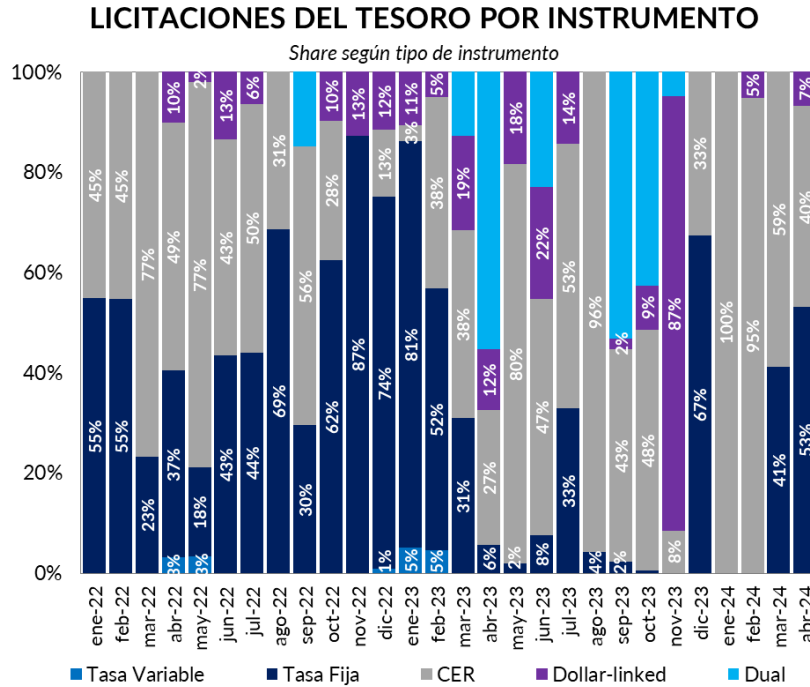
Los recortes de tasas seguían varios objetivos: En primer lugar, con menores expectativas de inflación la tasa real pasaría a ser positiva, por lo que aprovechando la vigencia del cepo, no tendría sentido que así sea e iría en contra del objetivo de licuar los pasivos monetarios. Seguido a esto, las menores remuneraciones sobre los pases incentivaban la rotación de las posiciones de los bancos desde pasivos contra el BCRA hacia títulos del Tesoro. En tercer lugar, con financiamiento más bajo por parte del Tesoro y las menores expectativas de inflación y devaluación, el Mecon comenzó a ofrecer títulos a tasa fija, desindexando gran parte de la deuda pública. Descontando menor nominalidad y reducciones

Alumno: Mateo Carrasco

Fecha: 21/05/2024

Tutor: Ernesto O'Connor

futuras de tasas, los inversores preferían fijar tasas en pesos en el mediano plazo, comportamiento opuesto al del mercado al comienzo de la gestión.

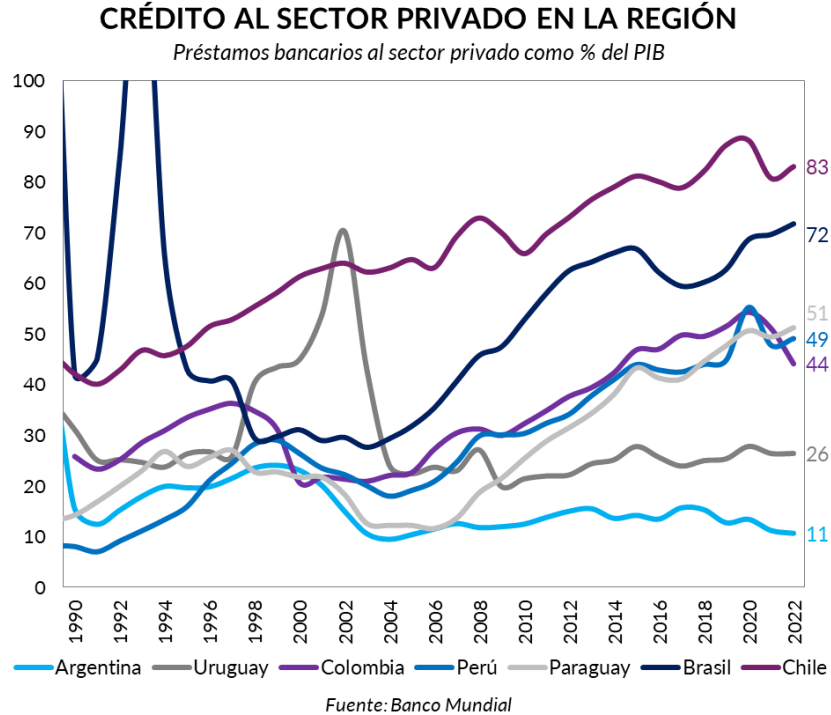


Por último, sin instrumentos que aseguren cobertura, los bancos eran impulsados a reactivar los créditos hacia el sector privado. Esta consideración es de suma importancia, ya que el equipo económico apostaba a que parte de la recuperación de la actividad sea traccionada por el rol del crédito e inversión privada.

Alumno: Mateo Carrasco

Fecha: 21/05/2024

Tutor: Ernesto O'Connor



Mientras que los préstamos al sector privado argentino apenas alcanzan el 11% del PIB, otros países de la región superan con creces este ratio. La relación local es menos de la mitad de la de Uruguay, un cuarto respecto de la de Colombia y una quinta parte de la de Paraguay.

Con una economía mucho más desarrollada, el crédito privado de Brasil, nuestro principal socio comercial, se acerca a los 72 puntos del producto. Por su parte, con niveles de apertura comercial de ensueño, años de estabilidad macroeconómica y alta seguridad institucional, Chile encabeza el ranking de la región luciendo más de 82 puntos del producto en crédito bancario al sector privado.

¿Las razones de la falta de crédito? La inestabilidad macroeconómica de las últimas décadas provocó que las empresas e individuos debieran concentrarse en el corto plazo, dañando directamente la capacidad de planeamiento e inversión por la alta incertidumbre. Aunque es imposible ganar de la noche a la mañana la credibilidad que a otros países les

Pontificia Universidad Católica Argentina
Facultad de Ciencias Económicas
Departamento de Economía

Alumno: Mateo Carrasco

Fecha: 21/05/2024

Tutor: Ernesto O'Connor

costó capitalizar en décadas de estabilidad, esta gestión empezó sentando las bases para parecerse a los países de la región.

Mientras que la dolarización pareciera haber sido un slogan de campaña, el objetivo de mediano plazo para el frente monetario pasó a ser la libre competencia de monedas. Según palabras del presidente (Milei, 2024), el stock de pesos se mantendrá sin cambios, por lo que la monetización en dólares de la economía se dará a través de el uso de dólares informales. Para traccionar esto último, la Ley de Bases contempla en su capítulo fiscal un blanqueo de capitales. Así, los gastos corrientes y compra de activos de los agentes podrán ser realizados con divisas atesoradas por los argentinos en tiempos de crisis.

Con una baja de tasas, la expansión de la liquidez de la economía es un hecho. Para contrarrestar esta expansión el superávit financiero fue la clave. La recompra de títulos públicos por parte del Tesoro, junto con la compra de dólares para asegurar los pagos en moneda dura, gracias al rollover de los vencimientos conseguidos en las licitaciones primarias, permitieron que el financiamiento público no sea expansivo. La colocación de Bopreal, aspiró gran parte de la base monetaria, cambiando deuda en pesos por un cronograma de pagos en dólares. Mientras tanto, el principal motor de emisión pasó a ser la compra de dólares al sector privado a través del MULC y el pago de intereses.

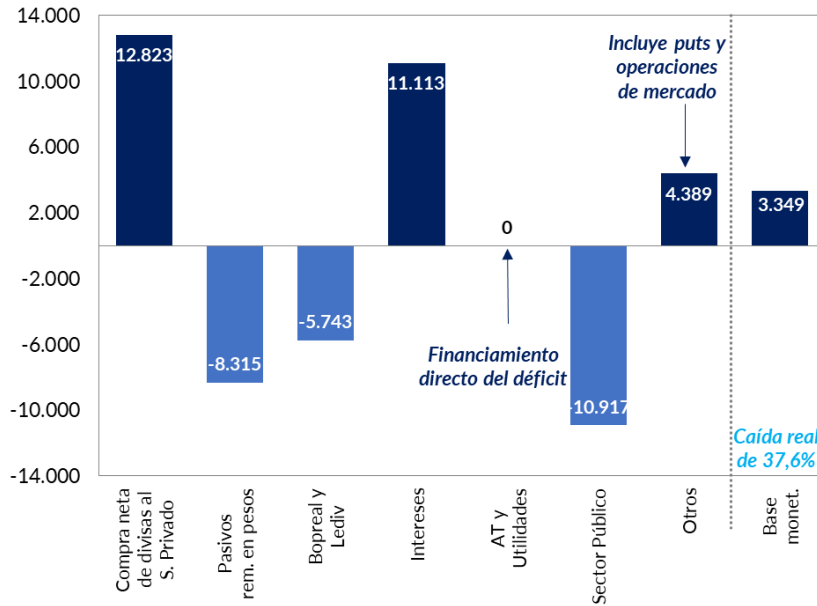
Alumno: Mateo Carrasco

Fecha: 21/05/2024

Tutor: Ernesto O'Connor

FACTORES DE EXPLICACIÓN DE LA BASE MONETARIA

Miles de millones de pesos. Variación acumulada entre 7-dic-2023 y 07-may-24



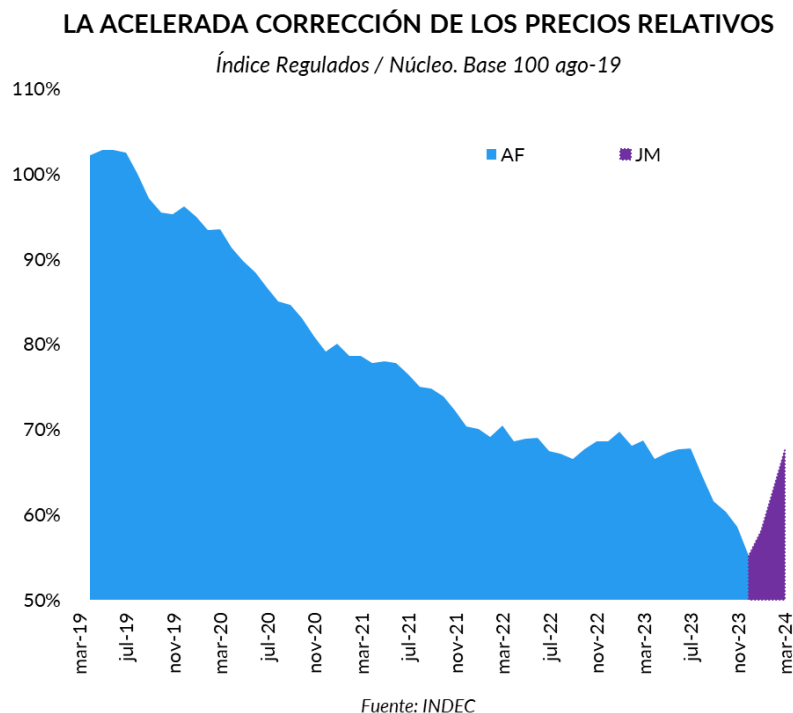
Fuente: BCRA

Aceptando las críticas del FMI, las autoridades mostraron la capacidad de utilizar en simultáneo medidas heterodoxas. Así, el gobierno negoció directamente con empresas de salud los aumentos de precios, para que éstas moderen las subas. El atraso tarifario, y de precios regulados, que en los primero 4 meses ya mostraba mejoras, fue desacelerado para no promover la inercia de los precios. Habiendo reducido la nominalidad desde cifras de dos dígitos se trata de un gran logro del plan económico. Ahora bien, con seis meses de gobierno, el desafío estará en romper con la tendencia núcleo del IPC.

Alumno: Mateo Carrasco

Fecha: 21/05/2024

Tutor: Ernesto O'Connor



c. ¿Se trata de un plan de estabilización?

El debate entre los analistas acerca de si el paquete de medidas en su conjunto puede ser considerados un plan de estabilización no tardaron en llegar. Los que se oponen a la idea argumentan que las medidas económicas todavía no son lo suficientemente contundentes, y que es necesaria una integridad mayor en el plan.

Por el otro lado, los que se encuentran a favor demuestran que los datos de desaceleración de la inflación y la mejora de las expectativas son suficientes para argumentar la idea. Además, las autoridades han intentado aplicar un paquete de reformas microeconómicas, como las que son exigidas en todos los planes, pero la mayoría de la oposición en el Congreso, hasta el momento de escribir este trabajo, ha primado.

Alumno: Mateo Carrasco

Fecha: 21/05/2024

Tutor: Ernesto O'Connor

Los mismos policymakers han despejado estas dudas, detallando un informe con las características del plan. A fines de diciembre el BCRA publicó una presentación del vicepresidente y director de la institución, Vladimir Werning, donde detalla los logros y metas de mediano plazo (BCRA, 2024). Este análisis fue planteado en el marco de la Reunión de Primavera organizada anualmente por el FMI.

En ella se destacan 8 puntos de partida iniciales, con el título de “Argentina’s Stabilization program: Progress and Prospects” y repasa las aristas mencionadas en la sección “la pesada herencia” de este trabajo. Lo novedoso es que adelanta dos puntos centrales aún no ejecutados del plan. (BCRA, 2024)

En primer lugar, denominado como “tarea pendiente” es la necesidad de desenredar progresivamente los controles del tipo de cambio y quitar las restricciones monetarias que provocan distorsiones. (BCRA, 2024)

En segundo lugar, anunciaron que la meta final para el tipo de cambio es plantear un régimen cambiario flexible, que luego el Ministro de Economía aclaró se trataría de una flotación sucia o administrada, con libre competencia de monedas. Esto último refiere a la posibilidad de adoptar al dólar, o cualquiera otra divisa, libremente en el mercado, pero sin la eliminación del peso, como el presidente habría planteado en campaña. (BCRA, 2024)

Avanzada la normalización, los hechos dejaron entrever la dinámica de las políticas económicas que comenzaron en 2024. El equipo económico está ejecutando un paquete de medidas que busca detener rápidamente la nominalidad, sincerando de shock los precios relativos, para luego atender la inercia. Para ello, el equilibrio fiscal, el cambio de manos de pasivos remunerados hacia bonos del Tesoro y la licuación de los saldos monetarios en términos reales, fue la norma de los primeros meses de gestión. ¿Los costos? Para llegar rápido a estos objetivos la actividad sufrió grandes contracciones, los salarios reales alcanzaron mínimos desde la crisis del 2002 y el fenómeno de la apreciación real fueron los protagonistas.

La respuesta a la pregunta de esta sección no es sencilla. A pesar de los logros hasta el momento conseguidos, la realidad es que los desafíos que quedan por delante no son

Alumno: Mateo Carrasco

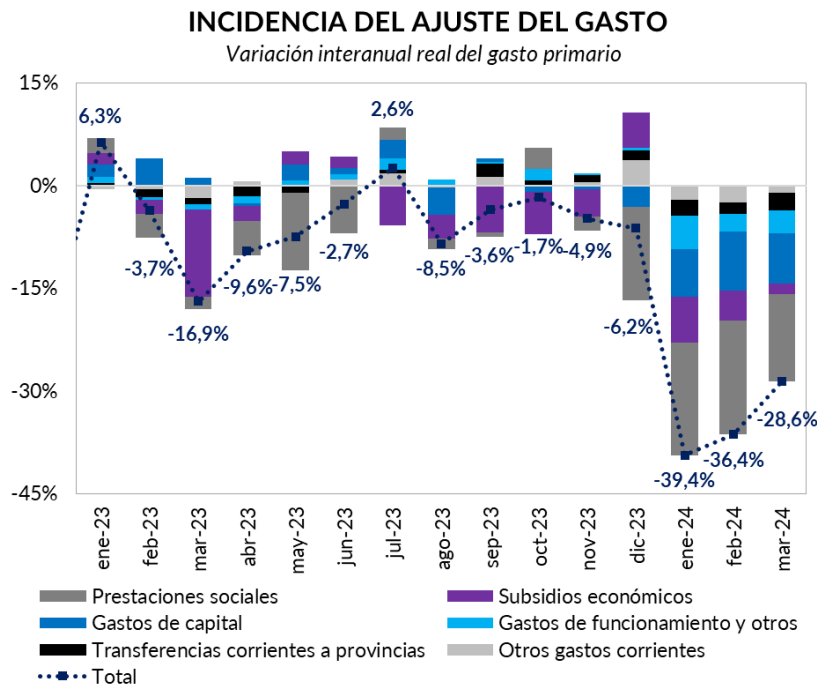
Fecha: 21/05/2024

Tutor: Ernesto O'Connor

menospreciables y es necesario abarcarlos con rapidez, pero simultáneamente con prudencia. Si se logra avanzar en las cuestiones detalladas posteriormente, no habría duda de que las medidas actuales serán estudiadas como un plan de estabilización.

d. Los desafíos por delante

En primer lugar, las dudas sobre la sostenibilidad de las anclas comenzaron a entrar en juego. Por la parte del equilibrio fiscal, el primer trimestre del año mostró un superávit de \$ 1,13 billones, que en términos reales implicó un saldo de \$ 1,3 billones. La licuación de las Prestaciones sociales fueron el motor del ajuste, acompañado con recortes sustanciales por la detención de la obra pública, disminución de los subsidios económicos y desplomes en los Gastos de funcionamiento.



Fuente: Ministerio de Economía e INDEC

Alumno: Mateo Carrasco

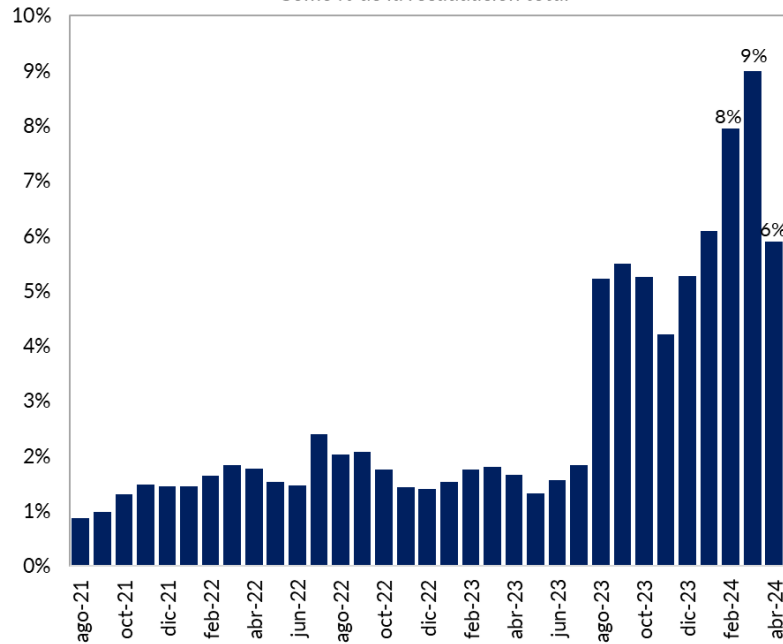
Fecha: 21/05/2024

Tutor: Ernesto O'Connor

Por parte de los ingresos, estos sufrieron una desintegración producto de la inflación y recesión. Los impuestos ligados a la actividad, como los Créditos y débitos y el IVA fueron los más dañados, cayendo más de 10% real trimestral. Los únicos tributos que lograron ganarle a la inflación fueron los Impuestos a las exportaciones e importaciones y el Impuesto PAIS, los tres traccionados por la devaluación del 13 de diciembre. La dependencia del equilibrio fiscal hacia el Impuesto PAIS es una de las principales preocupaciones, ya que dilata los incentivos de destrabar el mercado de cambios.

PARTICIPACIÓN DEL IMPUESTO PAIS

Como % de la recaudación total



Fuente: Ministerio de Economía

En simultáneo, La Asociación de Generadores de Energía Eléctrica de la República Argentina relevaron una queja al Gobierno Nacional. Es que parte del superávit financiero habría sido logrado a través de la postergación del pago a estas compañías. Ante la

Pontificia Universidad Católica Argentina
Facultad de Ciencias Económicas
Departamento de Economía

Alumno: Mateo Carrasco

Fecha: 21/05/2024

Tutor: Ernesto O'Connor

problemática, desde Economía presentaron un esquema de desembolsos y una entrega de bonos en dólares como compensación.

El FMI ya habría mostrado preocupación por la calidad del ajuste. Para ello, Organismos Internacionales, como el BID y la CAF, para dar asistencia al Ministerio de Capital Humano.

En el plano cambiario, la evolución de la cotización del dólar oficial daría de qué hablar. A pesar de haber sido un ancla más que exitosa en detener el avance de la nominalidad, y que gracias al orden fiscal la devaluación inicial no infirió sustancialmente sobre los precios, el nivel del tipo de cambio despertó polémicas. Como se encuentra detallado en el marco teórico, los planes de estabilización poseen la característica de enfrentarse al fenómeno de la apreciación cambiaria. Desde la devaluación inicial hasta mayo, el tipo de cambio se apreció más de un 40%. Así, al 10 de mayo el tipo de cambio real multilateral se encontraba por debajo de los niveles de la salida del cepo de diciembre del 2015.

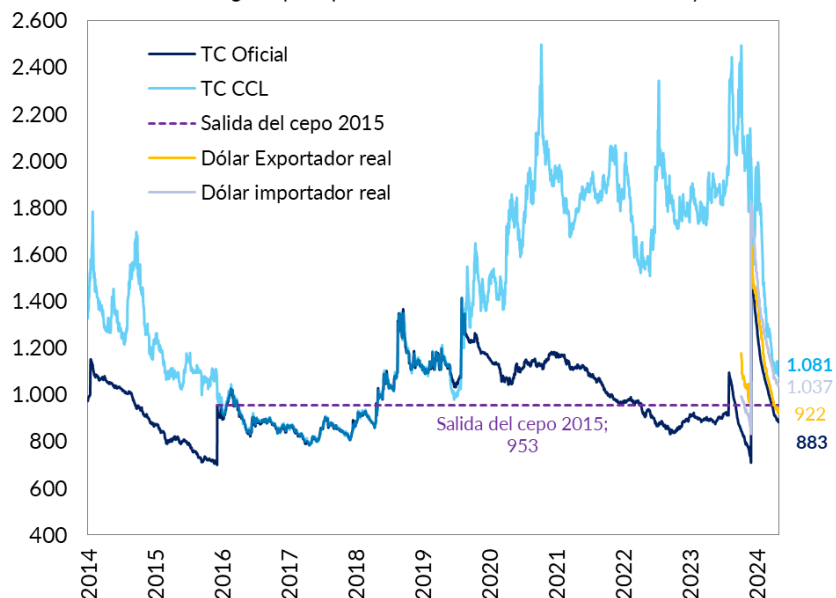
Alumno: Mateo Carrasco

Fecha: 21/05/2024

Tutor: Ernesto O'Connor

DÓLAR HISTÓRICO A PRECIOS DE HOY

Precios corregidos por tipo de cambio real multilateral. Base may-24



Fuente: BCRA y Bloomberg

A diferencia de aquel entonces, cuando los productores se habrían comprometido a liquidar USD 400 millones diarios para ayudar a recomponer el stock de reservas (Prat Gay, 2015), el volumen de ventas al exterior en el último mes pareciera estar desacelerándose, y aquí aparece el segundo desafío.

En términos de estacionalidad el trimestre abril-junio es el que más liquidaciones del agro experimenta (CIARA, 2023), por lo que la ausencia de la presencia de la cosecha en el MULC preocupa a los analistas. Las proyecciones de inicios de año habrían sido optimistas para el rinde de la cosecha gruesa, ya que un factor exógeno entró en juego. Con condiciones climáticas ideales, las plagas de la Chicharrita afectaron directamente la producción del maíz, mientras que las lluvias en las zonas núcleo impedirían el correcto avance del levantamiento de los cultivos.

Alumno: Mateo Carrasco

Fecha: 21/05/2024

Tutor: Ernesto O'Connor

Con menos ingresos de los esperados, una alternativa sería acelerar el ritmo del crawl, como sugieren las tasas forwards implícitas en los futuros, pero el Gobierno se ha negado a este accionar ya que podría devolver la inercia de la nominalidad.

La crítica del Gobierno para los economistas que hablan de atraso cambiario en este contexto comenzó a materializarse. El argumento del equipo económico es que es imposible conocer el verdadero valor de equilibrio del tipo de cambio y que, en periodos con estabilidad y superávit financiero, tendió a ser más bajo. (Milei, 2024)

Las empresas productivas comienzan a perder competitividad, por la disminución real del tipo de cambio, por lo que las mejoras en los costos pueden venir de la mano de una flexibilización tributaria y del mercado laboral. En este sentido, crece la necesidad de que se aprueben las leyes enviadas en el Congreso. Sin reformas microeconómicas que ayuden a capitalizar las ganancias de la estabilidad macroeconómica hacia la economía del hogar, la reactivación tardará en ejecutarse. A pesar de que el canal del crédito podría ayudar, este último es condición necesaria, pero no suficiente. El crecimiento genuino se dará a través del repunte de la economía real y las compañías exportadoras de bienes y servicios.

En simultáneo, el perfil de vencimientos de deuda en dólares para el año siguiente, entre pagos de Bonares, Globales y deuda con Organismos Multilaterales, supera los USD 15.000 millones para el año siguiente. Aunque en magnitudes macroeconómicas no alcanza el 5% del producto, los países tienden a renovar el capital y pagar sólo los vencimientos. Sin embargo, Argentina permanece con los mercados internacionales cerrados por sus frecuentes crisis de deuda y severas restricciones a la movilidad de capitales.

Todas estas dificultades apuntan a que resolver la salida del cepo deberá ser la prioridad en el corto plazo.

VI. Conclusiones

Las enseñanzas de planes de estabilización anteriores demuestran la importancia de implementar un ajuste fiscal que logre detener la monetización del déficit. Aunque en el

Alumno: Mateo Carrasco

Fecha: 21/05/2024

Tutor: Ernesto O'Connor

periodo actual esta afirmación no pareciera ser puesta en duda, la sostenibilidad del ajuste y el compromiso fiscal son objetivos que deberán perpetuarse para determinar una parte sustancial del éxito de la normalización. A pesar de ser una condición necesaria, el equilibrio de las cuentas del estado no es una condición suficiente para triunfar en la moderación del avance de los precios. El rol de las anclas nominales será fundamental para ayudar a desinflar la economía. Considerando los impactos de corto y mediano plazo de elegir una u otra variable en la actividad, tanto los planes con ancla cambiaria como monetaria experimentarán, aunque en diferente medida, dos fenómenos inevitables: Recesión, precedido o sucedido de una expansión, y la apreciación real del tipo de cambio.

El proceso de normalización de las variables macroeconómicas podrá ser denominado plan de estabilización una vez que las autoridades económicas anuncien las medidas para hacer frente a los últimos desafíos previamente mencionados. Para que la tasa mensual de inflación rompa con su componente inercial, la actividad repunte y crezca traccionada por las empresas productivas, el país logre renovar el stock de deuda soberana, y los mercados tengan incentivos a invertir en Argentina, las reformas estructurales deberán ser aprobadas en el Congreso, mientras que las restricciones cambiarias deberán flexibilizarse.

Domingo Cavallo planteó una posible solución para una transición desde el esquema actual, hacia una liberalización total del cepo. En principio, la inercia inflacionaria podría ser resuelta a través de un ancla más fuerte en las expectativas. Esto último podría ser logrado con el anuncio formal de un plan de salida del cepo, al igual que planteó el FMI cuando exigió una hoja de ruta en el marco de la Séptima Revisión del Acuerdo de Facilidades Extendidas. (Cavallo, 2024)

La sugerencia del exministro de Economía es que se debería desdoblarse el mercado cambiario, donde por un lado el dólar financiero opere libremente y sin restricciones ni intervenciones del BCRA, mientras que las transacciones comerciales se realizarían a un tipo de cambio inferior. Una vez estabilizada la cotización libre, el tipo de cambio comercial podrá ser aproximado a través de una aceleración del crawl, para finalizar con un único tipo de cambio. (Cavallo, 2024)

Pontificia Universidad Católica Argentina
Facultad de Ciencias Económicas
Departamento de Economía

Alumno: Mateo Carrasco

Fecha: 21/05/2024

Tutor: Ernesto O'Connor

¿Por qué aún no se anunció la salida del cepo? Las enseñanzas de Fear of Floating (Calvo y Reinhart, 2000) demuestran el escepticismo, principalmente de los países de Latinoamérica, por implementar un régimen cambiario libre. Por lo que es esperable que, una vez unificado el tipo de cambio, el BCRA desee intervenir para contener la volatilidad de la cotización en el mercado. Para esto último, la entidad deberá poseer un stock de reservas netas compatibles con dicho esquema. Actualmente, a pesar del exitoso plan de compras netas en el MULC por más de USD 15.500 millones, las reservas netas aún no superan el terreno negativo. Una posible solución a esta problemática sería firmar un nuevo acuerdo con el Fondo Monetario Internacional, y así poder adelantar los tiempos de la salida del cepo.

De esta manera, tomando la transición sugerida por Cavallo, el levantamiento del cepo podría ser asistido por un nuevo acuerdo con el FMI, que permita nutrir las reservas netas actuales.

Volver más sostenible el ajuste fiscal, avanzar con las reformas estructurales plasmadas en los proyectos de ley enviados al Congreso y comenzar con la flexibilización del mercado cambiario serán las claves para que Argentina normalice su economía y retome el sendero de crecimiento perdido hace más de una década.

Alumno: Mateo Carrasco

Fecha: 21/05/2024

Tutor: Ernesto O'Connor

VII. Bibliografía

- Aghion, P., Bacchetta, P. & Banerjee, A. (2000). *A simple model of monetary policy and currency crises*. European Economic Review, Vol. 44, pp. 728-738.
- Banco Central de la República Argentina. (2024). *Informe Monetario Mensual, abril de 2024*. Comunicado oficial del BCRA. <https://www.bcra.gob.ar/Noticias/informe-monetario-mensual-0424.asp>
- Banco Central de la República Argentina. (2024). *Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM), mayo de 2024*. Comunicado oficial del BCRA. <https://www.bcra.gob.ar/Noticias/REM-mayo-24.asp>
- Banco Central de la República Argentina. (2024). *El BCRA ofrecerá bonos que ordenan la deuda de importadores*. Comunicado oficial del BCRA. <https://www.bcra.gob.ar/Noticias/Bonos-deudas-para-importadores.asp>
- Banco Central de la República Argentina. (2024). *Evolución del Mercado de Cambios y Balance Cambiario, marzo de 2024*. Comunicado oficial del BCRA. <https://www.bcra.gob.ar/Noticias/informe-evolucion-mercado-cambios-evolucion-cambiara-0424.asp>
- Banco Central de la República Argentina. (2024). *Nuevo esquema de acceso al MLC para pago de importaciones*. Comunicado oficial del BCRA. <https://www.bcra.gob.ar/Noticias/Nuevas-condiciones-para-acceso-mulc-importadores.asp>
- Banco Central de la República Argentina. (2024). *Nuevo marco de política monetaria y cambiaria*. Comunicado oficial del BCRA. <https://www.bcra.gob.ar/Noticias/Nuevo-marco-de-politica-monetaria-y-cambiaria.asp>
- Banco Central de la República Argentina. (2024). *Objetivos y Planes para el año 2024*. Comunicado oficial del BCRA. <https://www.bcra.gob.ar/Noticias/objetivos-y-planos-2024.asp>
- Bruno, M. & Piterman, S. (1987). *Israel's Stabilization: A Two-Year Review*. National Bureau of Economic Research.
- Bruno, M. (1990). *High inflation and the nominal anchor of an open economy*. Working paper 3518. National Bureau of Economic Research.

Pontificia Universidad Católica Argentina
Facultad de Ciencias Económicas
Departamento de Economía

Alumno: Mateo Carrasco

Fecha: 21/05/2024

Tutor: Ernesto O'Connor

- Calvo, G. & Reinhart, M. (2000). *Fear of Floating*. National Bureau of Economic Research. Working paper No 7993.
- Calvo, G. & Vegh, C. (1999). *Inflation Stabilization and Boop Crises in developing Countries*. National Bureau of Economic Research.
- Calvo, G. & Vegh, C. (1990). *Exchange Rate-Based Stabilization Under Imperfect Credibility*. IMF Working Paper 90/110.
- Cámara de la Industria Aceitera de la República Argentina. (2024) *Monitor agroindustrial abril del 2024*. Reporte mensual. <https://www.ciaracec.com.ar/monitor/8ztg76bl.pdf>
- Cavallo, D. (2024). *La inflación sigue bajando. Para que esta tendencia se consolide se debe clarificar el proceso de salida del Cepo*. Blog personal de Domingo Cavallo. <https://www.cavallo.com.ar/la-inflacion-sigue-bajando-para-que-esta-tendencia-se-consolide-se-debe-clarificar-el-proceso-de-salida-del-cepo/>
- Dassatti, C. & Licandro, G. (2021). *Measuring monetary policy transparency in Uruguay*. Documentos de trabajo 2021003, Banco Central del Uruguay.
- Dincer, N. & Eichengreen, B. (2007). *Central Bank Transparency: Where, Why, and with What Effects?* National Bureau of Economic Research, Working Paper 13003.
- Dornbusch, R. & Simonsen, M. (1987). *ESTABILIZACIÓN DE LA INFLACIÓN CON EL APOYO DE UNA POLÍTICA DE INGRESOS: La experiencia de Argentina, Brasil e Israel*. El Trimestre Económico.
- Esquivel, C., Kehoe, T. & Nicolini, J. (2019). *Lessons from the Monetary and Fiscal History of Latin America*. Federal Reserve Bank of Minneapolis, Working paper No. 2019-47.
- Fisher, S. (1987). *The Israeli Stabilization Program, 1985-86* The American Economic Review, May 1987, Vol. 77, No. 2, Papers and Proceedings of the Ninety-Ninth Annual Meeting of the American Economic Association. pp. 275-278.
- Fondo Monetario Internacional. (2023). *Seventh review under the extended arrangement under the extended fund facility*. IMF Country Report No. 24/37. <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2024/02/01/Argentina-Seventh-Review-under-the-Extended-Arrangement-under-the-Extended-Fund-Facility-544313>
- Friedman, M. (1968). *The role of monetary policy*. American Economic Review 58 (March): 1-17.

Pontificia Universidad Católica Argentina
Facultad de Ciencias Económicas
Departamento de Economía

Alumno: Mateo Carrasco

Fecha: 21/05/2024

Tutor: Ernesto O'Connor

Gerchunoff, P. & Llach, L (2018). *El ciclo de la ilusión y el desencanto*. Cuarta edición. Crítica

Hausmann, R. Rodrik, D. & Velasco, A. (2005). *Growth Diagnostics*. Universidad de Harvard.

Instituto Nacional de Estadísticas y Censos. (2024). Índice de Precios al Consumidor de mayo 2024. Reporte mensual.
https://www.indec.gob.ar/uploads/informesdeprensa/ipc_04_24D278E3E48E.pdf

Kiguel, M. & Liviatan, N. (1990). *The business cycle associated with exchange-rate-based stabilization*. The World Bank Economic Review. Vol. 6, No. 2 (Mayo, 1992), pp. 279-305.

Krugman, P. (1979). *A Model of Balance of Payment Crisis*. Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 11, Number 13, pp. 311-325.

Machinea, L. (2022). *Plan Austral: Una mirada 37 años después*. Fundación CECE.

Mccandless, G. & Weber, W. (1995). *Some Monetary Facts*. Federal Reserve Bank of Minneapolis. Quarterly Review. 19. 2-11. 10.21034/qr.1931.

Milei, J. (2024). *Conferencia del Javier Milei en IEFA LATAM Forum*. IEFA LATAM Forum. <https://www.youtube.com/watch?v=UkhSOoFKkW0>

Ministerio de Hacienda y Finanzas de la República Argentina. (2015). *Conferencia de prensa del Ministro de Hacienda y Finanzas*. Conferencia de Prensa en el Ministerio de Hacienda. <https://www.casarosada.gob.ar/informacion/conferencias/35084-conferencia-de-prensa-del-ministro-de-hacienda-y-finanzas>

Mishkin, F. S. (2000). *Inflation Targeting in Emerging-Market Countries*. The American Economic Review, 90(2), 105–109.

Palazzo, G. Rapetti, M. Waldman, J. (2023). *“Planes de Estabilización: Evidencia de América Latina”* Centro de análisis económico EQUILIBRIA.

Rodríguez, C. (1981). *La estrategia de estabilización con tipo de cambio flexible y política monetaria activa*. CEMA. Buenos Aires.

Sargent, T. & Wallace, N. (1981). *Some unpleasant monetarist arithmetic*. Federal Reserve Bank of Minneapolis. Quarterly review Vol. 5, No. 3.

Vegh, C. (1992). *Stopping High Inflation*. IMF Staff Papers.

Pontificia Universidad Católica Argentina
Facultad de Ciencias Económicas
Departamento de Economía

Alumno: Mateo Carrasco

Fecha: 21/05/2024

Tutor: Ernesto O'Connor

Williamson, J. (1990). *Latin American Adjustment: How Much Has Happened?* Institute for International Economics, Conference Volume. Washington, D.C.