

*Disertación del Presidente del Banco Central de la República Argentina, Dr. Federico Sturzenegger, como expositor invitado a la sesión ordinaria de la Academia Nacional de Ciencias Económicas.*

## ***El uso del concepto de equilibrio general en su aplicación a la política monetaria***

Antes que nada quiero agradecer a Juan Carlos de Pablo, y a la Academia por su invitación a dar esta presentación hoy ante ustedes.

No puedo resistir la tentación de comenzar citando aquel famoso trabajo de Juan Carlos “Las desventuras de Julián Falacia”, un personaje que entendía mal la economía y siempre terminaba patas para arriba. Es inolvidable su primer capítulo, cuando Julián se convence que el problema de la economía del país era la intermediación parasitaria. Comienza así una campaña, muy exitosa, donde a la postre se eliminaban los supermercados, el transporte, la logística y el envasado. Claro, el problema ocurrió cuando de repente se le ocurrió a Julián comprar un pedazo de queso. En el cuento, Julián termina caminando durante días las pampas (se habían eliminado comercios, transporte, el marketing), buscando un productor que le vendiera, no un pedazo, sino una horma entera de queso (también se había eliminado el envasado). ¡Pobre Julián! (así, de hecho terminaban todos los cuentos).

Pero esta referencia no es ociosa ni tan solo un tributo a la chispa de Juan Carlos, chispa que por si sola merecería un reconocimiento, sino que es mucho mas profundo, y tiene que ver con la tendencia que tenemos a pensar en los problemas como problemas parciales, a pensarlos en si mismos sin considerar todas las implicancias y efectos colaterales que podrían tener. A mi me gustaría distinguir estas dos maneras de pensar los problemas económicos como razonamientos “de equilibrio parcial” y razonamientos de “equilibrio general”. Y mas que en ningún lado este problema surge con mas relevancia en el campo de la macroeconomía y en particular la teoría monetaria.

Vamos a calentar el ambiente con algunos ejemplos, como para entender de qué estamos hablando. Imaginemos que un precio se eleva. Digamos por ejemplo las tarifas de energía aumentan en un mes en particular. Ante este evento, es muy plausible que escuchemos a economistas, hacer un cálculo del siguiente estilo. Si la ponderación en el IPC de esas tarifas, es, digamos, y estoy inventando el numero, un 5%, y el aumento, digamos, también inventando, es del 100%, uno concluiría que el IPC tendría un aumento del 5% en ese mes. El razonamiento parece impecable. Esa es la ponderación en el índice y ese es el aumento. La cuenta da ese resultado. Este razonamiento yo lo circunscribiría al campo del equilibrio parcial. Y allí terminaría la conclusión. Se hace el cómputo y se obtiene una conclusión. Hasta arriesgo que un consultor que hace este calculo, pueda llegar incluso a cobrar una tarifa por presentar este calculo.

Llevemos este evento al plano del equilibrio general. Allí el análisis requiere preguntarse algo más. En el ejercicio mental que proponemos, hay un precio que sube. Pero por otro lado incorporamos al análisis la restricción presupuestaria que enfrenta la familia. Esa restricción presupuestaria se basa en que las familias tienen un cierto ingreso nominal, que no cambiamos, (tampoco se cambió en el análisis de equilibrio parcial), y ese es el ingreso que las familias tienen para gastar en todos los bienes. Entonces cuando un precio sube, es claro que la restricción presupuestaria implica que se puede gastar menos en los otros bienes, y que el precio de estos bienes debería bajar. El resultado final, si asumimos que la demanda por saldos reales no cambia, es que los precios finales, en promedio quedan constantes. En este caso, contestaría, el economista que piensa en equilibrio general, los efectos de las tarifas sobre los precios sería nulo.

¿Cuál fue la diferencia, entre un razonamiento y el otro? Simplemente que en uno se toma en cuenta el efecto del mayor gasto en el bien que sube de precio, en la capacidad de gastar en otros bienes, y el límite que impone sobre la restricción presupuestaria.

En algún sentido, el razonamiento de equilibrio parcial, asumiendo un efecto inflacionario, pone a las familias por encima de su restricción presupuestaria. El resultado podría rescatarse en su lógica asumiendo que el aumento de las tarifas, aumenta la velocidad de circulación del dinero, es decir que al mismo tiempo generan una menor demanda por saldos reales que permiten sostener un mayor nivel de precios. Pero rara vez es esta la relación que se hace. O quizás el resultado es que cae el nivel de actividad. Este argumento se usa un poco más.

Quizás podemos mirar lo que pasó el mes pasado para entender como este simple razonamiento nos ayuda a pensar mejor las cosas. En enero la inflación en la ciudad de Buenos Aires fue del 4,1%. En febrero el gobierno implementó una significativa corrección en el precio de la electricidad. Primeros cálculos que vi por ahí aventuraban una incidencia que iba entre 5 y 8 puntos porcentuales, mencionando que ese sería el aumento adicional en la inflación de ese mes. Sin embargo, el índice de precios de febrero fue menor, no mayor al de enero. ¿Donde quedó entonces el impacto de la suba de tarifas? ¿Dónde está? Quedo restringido por, justamente, la restricción presupuestaria.

Y así, en un febrero donde las tarifas subieron significativamente, el resto de los bienes bajó su incremento significativamente.

La inconsistencia del razonamiento de equilibrio parcial se hace aun mas evidente si cambiamos la manera de plantear el problema. Imaginemos que en vez de un aumento de un precio, hablamos del aumento de un impuesto. Rara vez pensamos que los aumentos de impuestos sean inflacionarios, justamente porque cuando pensamos en impuestos pensamos mas en la restricción presupuestaria y menos en precios, pero en la realidad no hay diferencia entre ambos ejercicios. Al único colega que he escuchado hacer este razonamiento, a mi entender correcto, es a Javier Gonzalez Fraga.

Este reconocimiento de la necesidad de tener un equilibrio fue lo que llevó a la revolución de las expectativas racionales. Quizás en su primera versión, ese

enfoque resultó demasiado centrado en enfatizar justamente el concepto de equilibrio general, con mercados que funcionaban perfectamente, pero luego, cuando se quisieron modelar las imperfecciones del mercado, que existen, obviamente, la macroeconomía nunca perdió la rigurosidad que impuso el concepto de equilibrio general. Sobre esta estructura se montaron luego las estructuras nekeynesianas, pero nunca se permitió que los modelos de análisis macroeconómicos no fueran de equilibrio general.

Sin embargo, esta rigurosidad académica se ha perdido en nuestro trabajo práctico de todos los días. Y esta presente en muchas de nuestras discusiones. Tomemos otros ejemplos.

Hace un par de meses en la reunión de Davos, había una fuerte discusión sobre el impacto de la caída del precio del petróleo sobre la economía global. Los que argumentaban que la caída del precio era mala, y no eran neófitos a la tarea de la política económica mundial, argumentaban la pérdida de poder adquisitivo y de la voluntad inversora de los países exportadores. Pero sin ver, a mi entender, el poder expansivo sobre la demanda agregada de los países receptores.

Un ejemplo relacionado que enseñamos en clase todo el tiempo, se remonta a las contribuciones de Jeffrey Sachs por allá por principios de los años 80, cuando descubrió que el aumento del precio del petróleo mejoro la balanza comercial japonesa. Un resultado que se consideraba contraintuitivo en ese momento. Un economista de equilibrio parcial hubiera pensado que el aumento del precio del petróleo para un país importador de petróleo tenía que empeorar su balance comercial, pero para un economista de equilibrio general lo relevante era la restricción presupuestaria intertemporal. En ese contexto, de mayor pobreza para la economía japonesa, porque se encarece un insumo que importan, se entiende que el gasto agregado cae y la balanza comercial debe mejorar.

Mi ejemplo preferido se refiere a todo el conjunto de políticas que se justifican porque generan un efecto sobre la demanda agregada. Veamos tres ejemplos. El primero tiene que ver con la política fiscal. Por ejemplo, se sobreentiende típicamente que una contracción del gasto generara una caída en la demanda agregada, o podría agregar, así pensara seguramente el economista de equilibrio parcial. Pero el economista de equilibrio general, contendrá la conclusión hasta que entienda el impacto del menor gasto sobre el financiamiento. ¿Menor gasto quiere decir menores impuestos? Pues entonces, a la baja del gasto publico, habrá que compensarla con el aumento del gasto privado que genera la baja de impuestos. Como puede verse, el efecto no es tan lineal ni sencillo. ¿Sera que la baja de gasto implica que el gobierno debe dejar de endeudarse en el mercado local? Pues entonces, se liberan recursos para que el sector financiero los canalice al consumo o la producción. En este contexto, bajar el déficit poco tiene que ver con la demanda agregada. Aunque seguramente implicara reasignaciones en que se gasta.

La falacia del equilibrio parcial, también se manifiesta en argumentos como, el gasto público es expansivo cuando transfiere recursos de segmentos de altos ingresos a segmentos de bajos ingresos con una mayor propensión a consumir. Es un razonamiento que escuchamos todos los días. Viene muy bien para un

programa de televisión, donde el argumento luce a la vez correcto y sofisticado. Pero, un momento, diría el economista de equilibrio general. ¿Que pasa con los recursos que una persona ahorra? Imaginemos que por un momento, esa persona los depositaba en un banco. Pues ese banco seguramente la prestaría, expandiendo la demanda agregada por otro lado. ¿Inversión quizás? Los países que ahorran mucho no son países con falta de demanda crónica, sino con altas tasas de inversión. Si fuera cierto que el ahorro no genera demanda agregada, China debería ser el país mas recesivo del mundo.

Claro, si el ahorro, se guarda en una lata, entonces si, esa demanda se ve afectada. Pero solo en ese caso. Y fijémonos que interesantes conclusiones nos permite este razonamiento. En el año 2015, previo a la liberación del cepo los argentinos intentaron desesperadamente acumular activos externos. En castellano, comprar dólares. Tanto es así, que los aumentos salariales de las paritarias fueron depresivos sobre la demanda agregada. Claro, un aumento salarial no aumenta la demanda agregada, solo la redistribuye entre empresas y trabajadores. Como en el año 2015 es muy probable que los trabajadores tuvieran un mayor incentivo a comprar dólares y guardarlos que las empresas, deberíamos concluir que el aumento salarial, fue en ese año depresivo sobre la demanda agregada. Pero que yo recuerde nadie hizo este razonamiento en aquel tiempo.

Otro ejemplo muy común, tiene que ver con el plan Procrear. Según sus impulsores son programas que generan una gran expansión en la demanda agregada, pero lo que nunca se toma en cuenta es que la utilización de los recursos para ese fin los detrae de otro lado. ¿Cuál es el efecto sobre la demanda agregada, y cuáles los efectos multiplicadores de ese gasto que dejará de producirse? Durante años el gobierno anterior, apostó al efecto expansivo de la demanda agregada del Procrear (que además esta en una industria que tiene muchas ramificaciones), pero el crecimiento de la demanda se hizo esperar y nunca llegó. Es que lo que se aumenta por un lado se saca por otro.

Así, al economista del equilibrio general no le sorprende que años de mejora fiscal sean años de expansión económica, que años de crecientes déficits fiscales sean años sin efectos expansivos en la demanda, o que con políticas monetarias contractivas el “passthrough” no fuera lo que se suponía que debía ser. Que un aumento en algunos bienes puntuales no generen el efecto inflacionario anticipado, y así sucesivamente.

Una de las áreas donde resulta más sorprendente la utilización del concepto de equilibrio parcial es en el campo de la teoría monetaria y las predicciones de inflación.

Conviven, muchas veces en un mismo informe, las siguientes conclusiones. Por ejemplo ésta, correcta: que los controles de precios no sirven para controlar la inflación. Claro, porque en tanto haya una cantidad de dinero para gastar, y más aún si esa cantidad sube, puede el gobierno controlar algún precio puntual, pero esa capacidad de gasto se expresará en la compra de bienes y, si algún bien tiene un precio controlado, solo implicará que habrá más capacidad de gasto en los otros bienes y que por ende sus precios se elevarán mas rápido, por lo que la inflación seguirá su curso a pesar de los controles. Pero como decía, este tipo de

razonamientos convive con otros incorrectos como el que habla de inflación reprimida por algunos precios controlados. Creer que hay una inflación contenida por algunos precios, es creer que los controles sirven para controlar la inflación.

En general he encontrado que es muy común que se hable de la inflación sin hacer referencia al equilibrio del mercado monetario. Como si algunos precios suben entonces se da por sentado que el nivel general de precios vaya a subir. Pero el nivel de precios esta determinado en un mercado monetario, que tiene una demanda de dinero y una oferta de dinero, y ese equilibrio va a darse de una manera u otra.

La manera natural que se dé es con cambios en el nivel de precios, pero asumamos por un momento que la demanda por dinero sube por encima de la oferta, digamos porque las autoridades monetarias bajan los agregados monetarios y por diferentes motivos el precio de los bienes no baja. Es decir, incorporemos una rigidez en el mercado de bienes, que sabemos que existen muchos motivos por la cual se produce.

En este caso para que se dé el equilibrio monetario o deberán subir las tasas de interés o deberá caer el producto o deberá aumentar la cantidad de dinero. Este ultimo caso es el mas fácil de analizar y se conoce como el caso de dinero pasivo, los precios aumentan por el motivo que sea y el hacedor de política luego los convalida con emisión. Este sería el modelo de Barro Gordon: si las expectativas suben, entonces el banquero central las convalida para evitar una recesión.

Pero descartemos por el momento este equilibrio y veamos qué pasa en un contexto donde la cantidad de dinero también es exógena. Este es un banquero central más cabeza dura. Se producen entonces dos posibilidades: o aumenta la tasa de interés, o cae el nivel de producto, o una combinación de ambos.

La caída en el nivel de producto se produce porque “no hay billetes” para comprar los bienes al precio que tienen los bienes, y el aumento de la tasa de interés se produce porque la demanda de dinero presiona al mercado monetario generando una astringencia que las incrementa. Son estas presiones las que bajan la inflación haciéndolas compatibles con el equilibrio monetario.

Pero muchas veces se analizan las dinámicas como si las de los precios fueran por su propio camino con una vida independiente del de los mercados que los definen.

La misma inquietud se da en el debate sobre lo que se conoce como passthrough. Allí muchos economistas dan por sentado que hay una transmisión directa de cambios en el precio de la divisa extranjera a los precios locales. Y obviamente hay una correlación. Pero esta correlación se analiza sin pensar en la restricción presupuestaria o analizar la causalidad. Por eso a muchos les ha resultado sorprendente el bajo passthrough de la reciente unificación cambiaria. Pero a mi no me resulta sorprendente cuando incorporo en la ecuación una política monetaria muy restrictiva (gracias al Ministro de Hacienda que lleva hecho un trabajo superlativo y en los primeros tres meses de gestión ha reducido los pedidos de asistencia financiera del BCRA

prácticamente a cero), que impone una mayor disciplina a los precios. ¿Se puede hablar del passthrough, sin condicionarlo a la política monetaria? Yo creo que no. Pero en Argentina se habla como que si.

De hecho déjenme terminar con par de análisis de la situación actual en términos de precios y tasas.

Obviamente hay una visión de que la inflación esta alta y ciertamente lo esta. Ésta sería una primera lectura posible. Pero déjenme verlo desde otra óptica. Partimos de un estado estacionario el año pasado con una inflación del 2%. Seguramente en los primeros cuatro primeros meses del nuevo gobierno, se sumaran en total unos 8 puntos mas de inflación a esta tendencia que ya tenían los precios. Entonces permítanme una segunda lectura. La que enfatiza que en estos meses se han reacomodado muchos precios, incluyendo un movimiento del tipo de cambio que llego a ser de casi el 60% (ahora un poco menos) y donde se redujeron impuestos (léase retenciones) y restricciones al comercio que han impactado en el precio de muchos transables, y se acomodaron tarifas de manera significativa revirtiendo años de atraso en los precios y en la inversión. Que todo ello se haya dado con el costo de sólo 8 puntos de inflación amerita una lectura positiva de la situación. No una lectura condescendiente, pero si una lectura positiva.

¿Cómo se logró este resultado? A partir de una política monetaria muy prudente que implementamos a partir del 10 diciembre. Podemos darle muchas vueltas pero el equilibrio monetario es lo que determinará la inflación.

Recientemente en una conferencia del BIS escuche a Mario Draghi recordar la siguiente cita: *“Similarly, Fed Chairman William Miller observed in his first FOMC meeting in March 1978 that, ‘inflation is going to be left to the Federal Reserve and that’s going to be bad news. An effective program to reduce the rate of inflation has to extend beyond monetary policy and needs to be complemented by programs designed to enhance competition and to correct structural problems’. It was only when Paul Volcker arrived as Chairman in 1979 and shortened the policy horizon that the Fed took ownership for controlling inflation. Inflation, which peaked at around 15% in March 1980, fell below 3% by 1983.”*

Nuestros modelos nos indican que la política monetaria tiene rezagos de unos seis meses, con lo cual la inflación que vemos es producto de una fuertísima expansión en los agregados que vivimos en la segunda mitad del año 2015 y que tendrá efectos que se expandirán durante el primer semestre. A eso se sumó el pasivo que generó la irresponsable venta de dólares a futuro durante ese breve periodo y que fue esterilizado durante nuestra gestión, a costa de un aumento del déficit cuasi fiscal, que, aunque manejable, no deja de dejarnos un costo a todos los argentinos.

Para cerrar vuelvo al comienzo: el pensar la economía desde la óptica del equilibrio general tiene grandes ventajas y es un gran orientador de la política económica.

Nunca salgan de casa sin tener en cuenta plenamente ese marco.

Muchas gracias.

*Buenos Aires, 16 de marzo de 2016*