

DE
PUÑO
Y LETRA



PABLO GARCÍA

Docente e investigador
de la Universidad
Adolfo Ibáñez

La Argentina en su trilema

En Argentina, correctamente, el foco de atención está en resolver las urgencias inmediatas, como control fiscal y reducción de la inflación, sin lo cual no es viable pensar en una estabilización duradera que fomente el crecimiento y el empleo. Esta tarea sin embargo se ve complicada por incertidumbres respecto del marco monetario y financiero que prevalecerá en el futuro.

En efecto, son tres las estrategias en ese ámbito que países pequeños habitualmente quieren lograr. Estabilidad cambiaria, que dé certezas de precios relativos para la asignación de recursos, los planes de inversión y la inflación. Integración financiera, para aprovechar oportunidades de diversificación en el ahorro y el financiamiento. Una política monetaria autónoma nacional, acorde con las necesidades internas del país y no con los vaivenes de los principales bancos centrales. Pero son también tres estrategias que la porfiada macroeconomía nos dice no son implementables al mismo tiempo.

¿Por qué esta mala noticia? Si una economía pequeña está integrada con el mundo, tendrá

que elegir entre fijar el valor de su moneda o decidir de manera independiente su tasa de interés de corto plazo. Esto, porque el fijar el tipo de cambio al mismo tiempo que la tasa de interés es intentar incidir de dos maneras distintas en el precio de los bonos en moneda local. Lo que los mercados rápidamente arbitrarán. Por otro lado, si una economía pequeña decide fijar el valor de su moneda, por ejemplo con respecto al dólar, tendrá que optar entre mantener su autonomía monetaria cerrándose al mundo, o aceptar como suya la política monetaria de la Reserva Federal de EE.UU. Finalmente, si una economía pequeña quiere mantener su autonomía para fijar la tasa de interés, tendrá que decidir si cerrarse a los flujos de capitales para mantener una moneda estable u optar por flexibilidad cambiaria junto con integración financiera.

Desde el año 2015 la discusión y práctica de la política monetaria y financiera en el vecino país ha oscilado, indecisa, entre estas tres opciones. Al dismantelar Mauricio Macri el cepo cambiario en su primer gobierno, solucionando temas pendientes con inversionistas internacio-

nales y optando por la tasa de interés como principal instrumento monetario, parecía que se iba por el camino de integración financiera, flexibilidad cambiaria y metas de inflación. El gobierno de Cristina Kirchner volvió a la autarquía financiera, tipo de cambio manejado y política monetaria supeditada al financiamiento fiscal. Finalmente, los flirteos explícitos de Javier Milei con la dolarización sugieren una opción de integración financiera y delegación de la gestión monetaria a la Reserva Federal de EE.UU. Tres estrategias inconsistentes entre sí. Menudo trilema.

La incertidumbre respecto de la estrategia escogida en este trilema dificulta los esfuerzos de estabilización de corto plazo. La escasez de dólares hace que el fantasma de la dolarización mantenga presión sobre la paridad, desafiando la lucha contra la inflación. Optar por flexibilidad cambiaria requiere política monetaria creíble desde ya, determinada por un banco central autónomo que tome decisiones, por impopulares que sean, para bajar la inflación. Mantener la represión financiera y el financiamiento monetario del fisco seguirá imponiendo graves costos

a la economía y sociedad argentina. Es difícil sacar la inercia inflacionaria si no se conoce cuál será el ancla nominal futura de la economía

La experiencia internacional muestra que la indecisión en este trilema termina trayendo malas consecuencias. La crisis de economías emergentes, incluyendo Chile, de fines de los noventa fue en parte por rigideces cambiarias chocando con creciente integración financiera. La crisis del euro de hace algo más de una década reveló que la unión monetaria requiere grados importantes de flexibilidad fiscal y en distintos mercados.

Solo economías que tienen una combinación de gran tamaño, niveles de ahorro nacional significativo, o institucionalidad económica sólida, han podido mantener temporalmente algún grado de ambigüedad en este trilema. Economías pequeñas, con bajos niveles de ahorro e instituciones económicas de país emergente, no se pueden dar ese lujo. Tener claridad respecto de qué estrategia financiera y monetaria se tomará finalmente es un paso esencial para hacer creíbles los esfuerzos de estabilización de corto plazo en Argentina.