

Palabras del Presidente en Jornadas Monetarias y Bancarias 2024 "Déficits fiscales, política monetaria e inflación"

Compartilo en redes :

Post

Martes 15 de octubre de 2024

Palabras del Presidente en Jornadas Monetarias y Bancarias 2024 "Déficits fiscales, política monetaria e inflación"

Javier Milei: Bueno, buenas tardes. En primer lugar, muchas gracias a Vladimir, muchas gracias a Santiago por permitirme ser parte de estas jornadas. Muchas gracias a cada uno de los que están acá y que están interesados en este trabajo enorme que está haciendo el Banco Central, junto a ese coloso que tenemos como ministro de Economía que es Toto Caputo y que los libros de texto lo recordarán como el mejor ministro de economía de la historia argentina.

La presentación que voy a hacer consta de tres partes. En una primera parte voy a estar describiendo la herencia que fue lo que recibimos. En la segunda parte voy a estar discutiendo el diagnóstico y el rol clave, fundamental, que tiene la buena teoría económica para justamente resolver este tipo de problemas. Y en la última parte de la presentación voy a estar discutiendo sobre las políticas implementadas y los resultados que estamos consiguiendo, y qué es lo que estamos esperando hacia adelante.

En ese sentido, respecto a la herencia, una de las cosas que nos rompía los ojos, que era verdaderamente estremecedor, era lo que estaba pasando con la tasa de inflación durante el inicio del mes de diciembre. Cuando mirábamos la inflación de la primera semana, la inflación diaria estaba en el 1%; si ustedes eso lo anualizaban implicaba que la inflación venía viajando al 3700%. Estos números que voy a estar dando parecen exagerados, pero cuando yo les pase los desequilibrios monetarios que hubieran implicado convalidar estas... digamos hubiera habido convalidación monetaria que hubiera permitido que esto se espiralizara y siguiera para adelante. Cuando ustedes tomaban las dos primeras semanas de diciembre, el ritmo ya venía al 1,2% diario, es decir se había acelerado. Y eso en términos anualizados era 7700. Por otra parte, tienen un dato concreto de lo que fue la inflación del mes de diciembre en precios minoristas, o sea en precios al consumidor, que fue del 25,5%. Y eso en términos anualizados está cerca de (no tengo bien calibrado los micrófonos porque me la estoy pegando todo el tiempo, entonces o elijo los anteojos o elijo los micrófonos, así que si escuchan cosas raras es porque me chocó con los micrófonos) era una inflación que venía viajando al 1500%. Pero si ustedes lo toman en mayoristas ese 54% anualizado da \$17,000%. Es decir que estábamos al borde de un colapso macroeconómico.

Además, no era solamente lo que uno estaba viendo digamos como como síntoma este problema de la tasa inflación que se iba acelerando, sino que también estaba lo que eran los desequilibrios de inicio, que podían dar la convalidación monetaria que convalidara la inflación precisamente.

Básicamente combinábamos los desequilibrios de las tres peores grandes crisis de la historia argentina: por un lado, teníamos un sobrante monetario el famoso Manny overhang, que era el doble del que teníamos en la previa del Rodrigazo. De hecho, estamos publicando una nota en The Economist y justamente la gente

de The Economist nos pidió esta estimación y por suerte el equipo de Federico se tomó, de ese coloso que también tengo como ministro de Desregulación, ese lujo que es el doctor Federico Sturzenegger, con su equipo, hicieron la reestimación del money overhang y justamente era el doble del que teníamos en el 75, es decir en lo que era la previa al Rodrigazo.

¿Por qué es importante esto? Porque la inflación en la previa del Rodrigazo era del 30%, y cuando estalla el Rodrigazo, salta al 180%; es decir, se multiplicó por seis la tasa de inflación. Si nosotros veníamos con una inflación del orden del 200%, claramente multiplicar por seis iba a implicar saltar a niveles del 1200%. Pero si el desequilibrio era el doble, implicaba por lo menos estar saltando al 2400%. Por otro lado, teníamos un problema adicional, que era la situación del Banco Central en términos de pasivos remunerados. La relación pasivo remunerado sobre base monetaria estaba en torno a cuatro veces. Es decir, esa situación es aún peor que la que tuvimos en la previa de la hiperinflación del '89, con niveles de base monetaria en términos de PBI similares a los de ese momento. Por lo cual, la caída de la demanda de dinero hubiera implicado fuertemente, y muy fácilmente, ir a niveles de la hiper. En el pico de la hiper, la base monetaria en términos de PBI cayó al 0,2%.

Y en la híper del 89 nosotros tuvimos una inflación del 5000%. Esto además estaba agravado por el hecho que nosotros teníamos un conjunto de pasivos remunerados que vencían a 30, 60, 90, así hasta 270 días. Y el gobierno anterior de manera intencionada, esto no fue casual, pasó todas esas posiciones a un día; por lo tanto, teníamos esa bomba a punto de explotar a un día. Es decir, podíamos quintuplicar la cantidad de dinero en un día. Básicamente la apuesta del gobierno anterior, es decir en realidad ellos no creían que nosotros éramos liberales libertarios en realidad consideraban que éramos liberales libertarados. Que, de hecho, en el debate público van a encontrar bastantes libertarados, que en nombre de la libertad digamos si hubiéramos hecho eso hubiéramos generado la precipitación de la hiperinflación, el peronismo hubiera sacado todas sus huestes a la calle, nos hubieran saqueado supermercados, esa dinámica que ya la vimos durante el 2001 o 2002 con el golpe de estado que dieron Alfonsín y Duhalde a De la Rúa; golpe que se acabó y los saqueos terminaron digamos cuando llegó Duhalde al poder.

Eso era lo que tenían planeado, por lo tanto, no solo que hubiéramos generado una hiperinflación, hubiéramos llevado la situación si ustedes miran los saltos en pobreza tanto del 2001, 2002 como del 89, 90, el salto en pobreza hubiera implicado ir a niveles de por lo menos 90% de pobres y 50% de indigentes, una verdadera calamidad. Y no solo ese daño, sino que además los populistas hubieran terminado de matar cualquier atisbo de una solución liberal. Porque lo que más le preocupa al partido de la política, que en realidad ahí están todos, está toda la casta política, que es digo el partido del estado, es estar en el poder. Pero si además le hacen pagar el costo a otro, es una fiesta para ellos. Y eso es lo que estaban buscando y que nos reventara todo es muy rápidamente y volver al poder ya para enero, cuando se limpiaba todo el desequilibrio, cargarnos todo esto a nosotros, agarrar la recuperación cíclica y entrar en un ciclo de populismo interminable.

Y además estaba el agravante de que teníamos indicadores sociales que eran peores que los que teníamos en el año 2001. Al mismo tiempo, teníamos desequilibrio de flujos. El déficit fiscal, sumando Nación, o sea, el Tesoro y el Banco Central, alcanzaba 15 puntos del PBI: cinco estaban en el Tesoro y 10 se generaban en el Banco Central, que es el déficit cuasi fiscal. Y, por momentos, la brecha cambiaria estaba en torno al 200%. Por eso me causa gracia el comentario de algunos analistas diciendo "Milei devaluó". Si la brecha era del 200% y las reservas internacionales netas eran negativas en casi 12.000 millones de dólares, yo no devalué. O sea, la devaluación ya estaba ahí; es decir, era solamente una cuestión de sincerar.

Pero no solo teníamos el problema de estos desequilibrios de flujo, también teníamos desequilibrios de stock. Tal como les mencioné, teníamos reservas internacionales negativas por cerca de 12 mil millones de dólares. Teníamos deudas en el Central con, entre la SIRA y los dividendos atrapados, cerca de 50.000 millones de dólares. Teníamos deuda en pesos de pronto vencimiento por el equivalente a 90 mil millones de dólares.

Teníamos deuda en moneda extranjera venciendo por 25.000 millones de dólares, gran parte de esa deuda era con el Fondo Monetario Internacional, pero teníamos el programa caído. Y es interesante esto también porque, en general, cuando uno tiene una situación de incumplimientos recurrentes, recomponer esa situación con el Fondo puede llevar entre 3 y 6 meses. Y la realidad es que el

programa económico era tan sólido que, en un fin de semana, el Fondo Monetario Internacional nos dio la oportunidad de seguir adelante.

Obviamente lo hizo con reparos, reparos que muchos hicieron sobre, por ejemplo, que era imposible alcanzar el déficit cero. Nosotros nos proponíamos alcanzar el déficit cero en el 2024, es decir, cuando terminara el 2024. Yo recuerdo que muchos economistas domésticos decían que era imposible hacer un ajuste de más de un punto del PBI, que era una locura, y todos los epítetos asociados a eso sobre mi persona y, sobre todo, sobre el hecho de andar con una motosierra.

Pero le mostramos al Fondo, le probamos la consistencia a nuestro programa y la verdad es que las metas eran mucho más ambiciosas que las que proponía el Fondo Monetario Internacional, por lo tanto, salió muy rápido. Y la realidad es que esto que parecía imposible lograrlo a lo largo de un año, nosotros lo logramos en un mes. Es decir, Argentina, que de los últimos 123 años tuvo déficit durante 113 y los diez que no los tuvo fue porque estaba en default, en el primer mes de gestión se logró el déficit cero, logro que no hemos abandonado hasta el día de hoy y que no vamos a abandonar este año. Y que la ley que mandamos para el presupuesto parte de la base de déficit cero por primera vez en la historia argentina. Y lo vamos a cumplir a rajatabla y vamos a resistir todo lo que haya que resistir. Porque cuando hubo que poner lo que hubo que poner sobre la mesa, jugándosela por el equilibrio fiscal frente a causas sensibles y donde los populistas nos querían romper el equilibrio en las cuentas públicas, hicimos lo que teníamos que hacer independientemente del impacto que eso podría tener en mi imagen. Porque yo no vine acá para que digamos cuidar mi imagen y hacer vida política; yo vine a arreglar los problemas de la Argentina y estoy dispuesto a pagar todos los costos que tenga que pagar. Y si les tengo que vetar a los jubilados y les tengo que vetar digamos a los farsantes que defienden sus curros a través de la figura de las universidades, con grandes mentiras, lo voy a hacer, porque mi compromiso con el equilibrio fiscal es incaudicable y así lo hice.

Naturalmente, dentro de todos los problemas de stock que teníamos, también estaba el problema de los puts. Ya recordarán lo que ha sido esa parte de la discusión. Por lo tanto, eso era lo que nos encontrábamos, y estábamos frente a una catástrofe. Se necesitaba reaccionar fuerte y rápido. Afortunadamente,

nosotros veníamos trabajando en un programa económico para tener una relación de consistencia muy fuerte y, bueno, estamos domando a este toro salvaje. Entonces, ahora la segunda parte de esta presentación tiene que ver con el diagnóstico, y acá juega un rol muy importante lo que uno cree en términos de teoría económica y las consecuencias en términos de política económica. Yo sé que algunas partes son como muy básicas para gran parte de las eminencias que están sentadas aquí, y que les pido perdón de tener que escuchar cosas simples en algunas cosas, pero también hay un auditorio más amplio y hay estudiantes, y creo que vale la pena algunos conceptos refrescarlos o tenerlos en cuenta. Y algunas cosas también debería ser bueno que las tengamos presentes, aun siendo profesionales y muy prestigiosos, porque es la base sobre la cual nosotros pensamos este problema.

Nosotros estamos convencidos de la naturaleza monetaria de la inflación. Es decir, la inflación, para nosotros, es siempre y en todo lugar un fenómeno monetario generado por un exceso de oferta de dinero, ya sea porque sube la oferta o porque cae la demanda, o porque ocurren las dos cosas a la vez, y eso genera una pérdida del poder adquisitivo del dinero. Como todos los precios se expresan en unidades monetarias, suben. Ese es nuestro diagnóstico. Ahora, eso, además, dado toda esta discusión, porque, así como estamos nosotros proponiendo esto, hay otros profesionales que consideran que la inflación es multicausal y todo ese tipo de cosas. La verdad es que son hipótesis a las cuales yo no adhiero, pero eso es parte de otra discusión. Yo les vengo a contar cómo la vemos nosotros, qué es lo que estamos haciendo, y después los que entienden de verdad terminarán escribiendo la historia como corresponde.

Entonces la pregunta es: bueno, ¿de dónde sale esta hipótesis? Es decir ¿cómo nosotros miramos este problema? Entonces, desde mi punto de vista lo primero que hay que hacer, porque de hecho no es lo mismo definir la inflación como la suba generalizada de precios respecto a la pérdida del poder adquisitivo del dinero. Porque si el problema es la suba generalizada de precios, aparecen los cavernícolas de siempre, que hace más de 4000 años que fallan, tratando de controlar precios. Al margen que eso tiene asociado un problema de teoría del valor, de creer que los precios son un margen sobre los costos, es decir un problema de teoría objetiva del valor. Teoría que fue derrotada, digo ya en 1871 con la aparición de Menger, digamos cuando escribió sus principios de

economía y política y que además lo hizo en paralelo con William Stanley Jevons y con León Walras. Yo quería mencionar a Walras, ¿se imaginan por qué?

Al margen de eso, uno debería pensar: ¿cómo sería el mundo sin dinero? Bueno, el mundo sin dinero lo estudiamos, se suele estudiar en la última parte de los modelos de los cursos de microeconomía, en la parte de equilibrio general, que son los modelos de trueque.

Ahora, el problema es que, en una economía de trueque, se encuentran con dos grandes cuestiones no menores. Una es el problema de la doble coincidencia, es decir, que ustedes se encuentren con alguien que quiera lo que ustedes tienen para vender, en simultáneo que esa persona tenga lo que ustedes quieren. Eso es un problema no menor. Pero, aun cuando ustedes encontraran a esa contraparte, hay un problema también de indivisibilidad. Es decir, a mí me gusta el pan, como pan, y me encuentro con un panadero, pero probablemente no estoy dispuesto a darle una conferencia por un kilo de pan. Y la cantidad de kilos de pan que implicaría una conferencia mía, al menos ahora... y espero hacer las cosas bien para poder vivir de esto cuando termine mi carrera política, dado que he renunciado a mi jubilación de privilegio, el primero en la historia.

Nosotros estamos convencidos de la naturaleza monetaria de la inflación. Es decir, la inflación, para nosotros, es siempre y en todo lugar un fenómeno monetario generado por un exceso de oferta de dinero, ya sea porque sube la oferta o porque cae la demanda, o porque ocurren las dos cosas a la vez, y eso genera una pérdida del poder adquisitivo del dinero. Como todos los precios se expresan en unidades monetarias, suben. Ese es nuestro diagnóstico. Ahora, eso, además, dado toda esta discusión, porque, así como estamos nosotros proponiendo esto, hay otros profesionales que consideran que la inflación es multicausal y todo ese tipo de cosas. La verdad es que son hipótesis a las cuales yo no adhiero, pero eso es parte de otra discusión. Yo les vengo a contar cómo la vemos nosotros, qué es lo que estamos haciendo, y después los que entienden de verdad terminarán escribiendo la historia como corresponde.

Entonces la pregunta es: bueno, ¿de dónde sale esta hipótesis? Es decir ¿cómo nosotros miramos este problema? Entonces, desde mi punto de vista lo primero que hay que hacer, porque de hecho no es lo mismo definir la inflación como la suba generalizada de precios respecto a la pérdida del poder adquisitivo del dinero. Porque si el problema es la suba generalizada de precios, aparecen los cavernícolas de siempre, que hace más de 4000 años que fallan, tratando de controlar precios. Al margen que eso tiene asociado un problema de teoría del valor, de creer que los precios son un margen sobre los costos, es decir un problema de teoría objetiva del valor. Teoría que fue derrotada, digo ya en 1871 con la aparición de Menger, digamos cuando escribió sus principios de economía y política y que además lo hizo en paralelo con William Stanley Jevons y con León Walras. Yo quería mencionar a Walras, ¿se imaginan por qué?

Al margen de eso, uno debería pensar: ¿cómo sería el mundo sin dinero? Bueno, el mundo sin dinero lo estudiamos, se suele estudiar en la última parte de los modelos de los cursos de microeconomía, en la parte de equilibrio general, que son los modelos de trueque.

Ahora, el problema es que, en una economía de trueque, se encuentran con dos grandes cuestiones no menores. Una es el problema de la doble coincidencia, es decir, que ustedes se encuentren con alguien que quiera lo que ustedes tienen para vender, en simultáneo que esa persona tenga lo que ustedes quieren. Eso es un problema no menor. Pero, aun cuando ustedes encontraran a esa contraparte, hay un problema también de indivisibilidad. Es decir, a mí me gusta el pan, como pan, y me encuentro con un panadero, pero probablemente no estoy dispuesto a darle una conferencia por un kilo de pan. Y la cantidad de kilos de pan que implicaría una conferencia mía, al menos ahora... y espero hacer las cosas bien para poder vivir de esto cuando termine mi carrera política, dado que he renunciado a mi jubilación de privilegio, el primero en la historia.

La verdad es que tanto pan no me hace falta. Entonces, digo todo esto porque, si uno verdaderamente se lo tomara en serio, esto llevaría a una cantidad de pérdida de transacciones enormes, y, por lo tanto, tendríamos una caída del bienestar verdaderamente abrupta y violenta. Por lo tanto, fíjense, no van a creer de dónde voy a sacar esta referencia, pero esta referencia es de Joan

Robinson. Decía que, cuando se analizaban los temas de la neutralidad del dinero, no estaban bien pensados, porque no es lo mismo la economía de trueque que la economía monetaria, y eso es un tema no menor. Ahora, frente a esa situación, uno tiene que entender cómo aparece el dinero. Y, en realidad, no es que los individuos se pusieron a llorar porque no podían hacer transacciones y andaban penando por la vida. Le trataron de buscar una solución, y una de las cosas que descubrieron fue que había algunos bienes que se intercambiaban más que otros. Entonces, una de las cosas que descubrieron es que, si iban y compraban ese bien que se intercambiaba más, les servía de manera indirecta para comprar lo que querían definitivamente. Es decir, en realidad, el dinero es un bien de intercambio indirecto que se utiliza para hacer transacciones. Por ejemplo, cuando el hombre era nómada, lo más importante, durante gran parte de la historia de la humanidad, era comer. Entonces, las cosas vinculadas a la alimentación eran importantes. Los hombres nómadas hacían trueque y tenían un "dinero", si ustedes quieren, como bien de intercambio indirecto, y era justamente el ganado.

Utilizaban el ganado como bien de intercambio indirecto.

Ahora después el hombre se hizo sedentario y una de las cosas que comía mucho era pan y el pan se hace con trigo. Entonces empezaron a hacer transacciones en trigo, no porque querían tener trigo, no porque querían acumular trigo, no porque desean tener un montón de trigo, sino que en realidad lo querían utilizar como bien de intercambio indirecto. En ese sentido ustedes tienen distintas monedas como el trigo, como el lino como el café, como el tabaco. Siempre me resulta muy divertida una conferencia de Milton Friedman que habla de la hiperinflación de Alemania y dice, se usaban clavos y en un momento dice se usaba cognac. Y dice: fue la definición de dinero más líquida que encontré en mi vida. Entonces, si ustedes se fijan todos estos bienes cumplían dos de los roles que debe cumplir el dinero que es ser unidad de cuenta y ser de medio de pago generalizado. Pero el problema con estos bienes es que es como un helado, ¿no? No tan violento, pero es como el helado, no tiene tasa de interés negativa, o sea ustedes el helado si no lo comen ahora, se les derrite, con lo cual se quedaron sin nada. Estos bienes también, ya sea por el paso al tiempo, lo que fuera digamos, iban perdiendo valor. Y consecuentemente no servían como reserva de valor. Y a partir de ese problema es que aparecen las monedas metálicas ya sea el oro, la plata y el cobre.

Pero más, y ahí ya tienen las tres funciones del dinero. No, no voy a ir a toda la discusión de cuando aparece el dinero papel y todas esas cosas porque me voy a poner denso. Pero lo que a mí me interesa notar en esto, lo más importante desde mi punto de vista, es que la demanda de dinero es una demanda derivada. Es decir, nadie demanda dinero porque sí, nadie está planeando llevarse ni peso, ni dólar, ni la moneda que se les ocurra, al traje de madera. Nadie está pensando en eso. Además, de hecho, la herencia es un error de cálculo.

Entonces, dicho de otra manera, la demanda de dinero es una demanda derivada, es una demanda espejo de lo que está pasando en el lado real. Ahora fíjense que, si lo pongo en estos términos, la demanda de dinero en cada momento del tiempo es función del consumo. Es decir, nada de estar poniendo el ingreso y la tasa de interés, lo cual es una aberración y lo voy a explicar también ahora. Porque si yo pongo todo el sendero de consumo, eso me va a estar dando la demanda de dinero en cada periodo de tiempo, y yo trabajo en un modelo de equilibrio general, en este momento estoy trabajando en condiciones normales de presión y temperatura, para poder ver, digamos, ¿cómo hacen para matar un elefante?

De a poquito.

En ese sentido, si miran un modelo de equilibrio general, las funciones de exceso de demanda ¿de qué dependen en la instancia final? De lo que Robert Lucas Jr. -que en paz descansa- llamaba parámetros profundos. Es decir, dependía de las preferencias, de la tecnología y de las dotaciones. Si ustedes quieren, pueden poner como un elemento adicional, honrando a los premios Nobel que se conocieron recientemente, el sistema de propiedad para incluir las instituciones. Dicho esto, ese vector es constante. Y si ese vector es constante, la consecuencia es que el sendero de consumo es granítico. O sea, ustedes agarran, si quieren lo resuelven aplicando el principio al máximo de Pontriaguin, si lo quieren resolver. Y lo pueden hacer en discreto o en continuo, aplicando como se les dé la gana. O lo resuelven con Bellman, o lo que se les ocurra. O lo hacen con el método de Lagrange, no sé, lo que quieran. Pero, ese sendero es una roca. Y, por ende, la demanda de dinero es granítica, porque es un espejo de eso. Es decir, ustedes lo necesitan justamente para poder hacer las transacciones. Por lo tanto, en condiciones normales, la demanda de dinero debería ser algo

granítico. Fíjense que, entonces, tan tontos los clásicos no eran cuando elaboran las primeras versiones rudimentarias de la teoría cuantitativa, donde decían que la demanda de dinero es una proporción constante del ingreso. No estaban tan alocados. De hecho, el problema es que esa función de demanda de dinero es inconsistente con un modelo de equilibrio general, porque los precios en el modelo de equilibrio general son homogéneos de grado cero, y esto sería homogéneo de grado uno. Eso plantea algunas inconsistencias en el funcionamiento del sistema. Pero, tan locos o tan tontos no eran.

Entonces en condiciones normales de presión y temperatura, así como el pass de consumo, el sendero de consumo está fijo, también debería estar fija; entonces la demanda de dinero, la demanda real de dinero y eso tiene que ser igual a los saldos reales, es la cantidad nominal dividido el nivel de precios. Por lo tanto, vean que el nivel de precios viene determinado por el cociente entre la oferta de dinero y la demanda real de dinero. Y donde lo único que puede hacer el Banco Central cuando incluye el dinero es determinar la escala nominal de la economía. Y ahí también la cuestión del ancla nominal, es decir la cantidad de dinero es lo que termina generando la idea del ancla nominal, que es determinar el nivel de precios. Y obviamente que, si la demanda de dinero está dada, si yo aumento la oferta de dinero la consecuencia es que el poder adquisitivo de la moneda tiene que caer. Es decir, suben los precios, es decir esta situación donde la inflación es siempre y en todo lugar un fenómeno monetario generado por un exceso de oferta de dinero, ya sea porque sube la oferta o porque cae la demanda. En este caso no cambiaron los parámetros profundos, no tendría por qué cambiar y consecuentemente eso lleva una pérdida del poder adquisitivo del dinero y todos que sean unidades monetarias suben. Básicamente esa la tesis central y de dónde viene.

Naturalmente, si uno piensa en estos términos, porque digo para estar pensando esto digamos no vamos a estar haciendo seminarios, ni nada por el estilo. En especial digamos porque nosotros podemos estar haciendo todas las cuentas lindas y después están los orcos. Los orcos vienen y les hablan de la cuadratura del círculo, de la meretriz virgen y todas esas cosas.

Entonces la consecuencia es: bueno, ¿qué pensamos en términos de política monetaria? Ustedes tienen dos formas de plantear el problema: una, con dinero exógeno, y otra, con dinero endógeno. Una forma de pensar este problema en el dinero exógeno implica fijar la cantidad de dinero, por lo tanto, cuando ustedes fijan la cantidad de dinero, automáticamente lo que están fijando, en algún sentido, es el nivel de precios. Es decir, se acomoda a las condiciones del sistema de equilibrio general del lado real y queda determinado el nivel de precios. Obviamente, estoy trabajando con funciones que son homogéneas de grado cero, no de grado uno, o sea, no es estrictamente como la vieja teoría cuantitativa. En ese sentido, ¿qué es lo que ocurre? Si fijo la cantidad de dinero, la consecuencia natural es que, si a ese vector de preferencias, dotaciones, tecnología y propiedad le permiten progreso tecnológico- supongamos que un progreso tecnológico lo pudieran describir, de vuelta, exógenamente, la vida real es más complicada- la consecuencia sería que tendrían una economía que se expande, que crece, y, por ende, esa economía generaría deflación.

Es decir, sería una economía donde, si la cantidad de dinero está constante y ustedes tienen cada vez más transacciones y más demanda de dinero, la contracara de eso, si M está fijo, ustedes deberían tener una deflación. Les aviso que el problema de la deflación es un problema de la literatura moderna. Si van a la literatura previa al siglo XX, o sea, en el siglo XIX y más atrás también, esto no era algo que se discutiera. Hay un libro maravilloso al respecto, de Philipp Bagus, que se llama Defendiendo la deflación, y no era un problema. Es un problema moderno porque estamos acostumbrados a vivir con inflación. Además, quien plantea que es un problema lo que está haciendo es insultar al sector privado. Yo no tengo la culpa de que un policymaker sea tan estúpido que no entienda que puedo hacer contratos en términos reales y neutralizarlos en términos de inflación. De hecho, una de las cosas que hicimos con el déficit cero fue que, justamente, la política fiscal se moviera acorde a los ingresos y, por ende, acorde a la inflación y a lo que pase con el nivel de actividad. La otra opción es una regla monetaria.

Fijar una forma en la cual crece la cantidad de dinero para que no haya deflación, porque, básicamente, en el caso anterior va a haber deflación, dado que no crece la cantidad de dinero, y la economía crece. La deflación va a estar en línea con ese crecimiento de la economía. La otra opción es poner un

crecimiento de la tasa de la cantidad de dinero y, en diferencia con lo que pasa con la tasa de crecimiento, eso va a terminar determinando la tasa de inflación. Esto, de vuelta, en modo de presión y temperatura. Cuando empezamos a meter cosas, empieza a moverse bastante más. Pero lo interesante es que ahí tendrían otro patrón de movimiento. La realidad es: ¿quién fija esa tasa y por qué? De vuelta, nos encontramos con el tema de la fatal arrogancia. La primera pregunta es: ¿por qué es malo que haya deflación si la deflación es una forma de devolución de ingresos al resto de la población? Sí, obvio, en contra del Estado. Eso está muy bien.

No solo eso, sino que además si yo voy a fijar, ¿por qué lo voy a fijar? ¿En base a qué, por qué lo voy a fijar? Porque la realidad es que, si yo fijo la cantidad de dinero, entonces ustedes me dicen no, pero yo tengo unos tipos que son tan geniales que van a fijar la cantidad de dinero acorde a lo que la gente que quiere. ¿Y si lo puede hacer la gente para qué necesito un tercero? Que la gente elija su propio dinero y que determine la cantidad de dinero en función de lo que quiere y listo. Entonces, si el Banco Central se expande causa daño, si contrae causa daño. Y si deja la cantidad constante también causa daño, siempre causa daño. El tema es cuánto daño causa, la forma en que menos daño causa es si no mueve la cantidad de dinero, pero eso es parte de otra discusión.

Eso es un esquema de política monetaria; el otro esquema de política monetaria es los modelos de dinero endógeno. Sin lugar a dudas el más conocido, el más popular es en el cual se fija el tipo de cambio. En lo que sería la terminología de Julio Hipólito Guillermo Olivera, en sus trabajos sobre *On passive money*- creo que la traducción es sobre el dinero pasivo-, ahí habla de lo que se llama el patrón externo, que es cuando ustedes fijan el tipo de cambio.

Ahora, cuando ustedes van al caso una economía abierta, de vuelta en un modelo muy simplificado, ustedes tienen la paridad del poder de compra, que los precios locales son iguales al tipo de cambio por los precios internacionales. Ahora si yo estoy fijando el tipo de cambio y soy una economía pequeña, eso quiere decir que los precios locales me están determinados. Entonces si yo tengo determinados y si a mí mi relación de la cantidad real de dinero - o sea M sobre P es igual a L , que es fija - y ahora tengo por afuera P , entonces lo que queda determinado de manera endógena es M . Es decir, la cantidad de dinero

dentro de la economía viene determinado de manera endógena, en función de lo que esté pasando en materia inflacionaria afuera o lo que esté pasando con la demanda de dinero. Es decir, si a mí me aumenta la demanda de dinero, por ejemplo, yo voy a terminar expandiendo la cantidad de dinero.

Esto no es menor, porque yo podría decir que entonces la base monetaria es igual a las reservas más el crédito doméstico. Y cuando fijo el tipo de cambio, entonces, si aumento el crédito doméstico, pierdo reservas. Digo, esto que parece una cosa bastante tonta, el kirchnerismo no lo aprendió... Como consecuencia de ello, después, cuando empiezan a perder reservas, entonces empiezan a poner controles de capitales. Pero lo importante es ver que el dinero ahora queda determinado endógenamente, porque dado "P", que viene dado por la "PPP" y dado "L", que viene dado por la demanda espejo asociada al sendero intertemporal de consumo, ahí es donde me sale la cantidad de dinero para que justamente esto pueda mapear. Naturalmente hay otros mecanismos para pensar este problema, este es uno de los tantos. Uno es el patrón mercancía. Fíjense que el patrón mercancía, en algún sentido, tiene cierto parecido con esto, pero el patrón mercancía tiene una subversión o, una versión también ligada que es lo que se llama el "patrón salario". Menciono este caso porque se suele hablar mucho de los modelos de puja distributiva. Entonces, ustedes ahora el nivel de precios lo determinan como un markup sobre el costo laboral, neteado de productividad. De esa manera, determinan los precios y la cantidad de dinero debería acomodarse a eso. Entonces, cuando aparece la puja distributiva, el problema radica en que esa puja distributiva se manifiesta en, de repente, un nivel de precios más alto. Y ese nivel de precios más alto requiere que haya convalidación monetaria para no pagarlo en términos de actividad. Básicamente, el problema de ese modelo –que, de repente, otros no necesariamente lo tienen que tener– es el hecho de que tiene un problema de teoría del valor. Porque, de vuelta, estoy diciendo que los precios son un markup sobre los costos. O puedo decir que es el costo laboral para plantear la puja distributiva.

El problema con eso es que ahora estoy trabajando con una teoría objetiva del valor, y ya sabemos que la teoría objetiva del valor fue aniquilada. Por lo tanto, cada cosa que tiene que ver con... actos de brutalidad, como lo que hacía el engendro soviético que tenía gente controlando precios, entonces creía que,

sumando los costos de ahí, digamos, sacaba el nivel de precios. Entonces andaban determinando quiénes eran los malos... ¿Se acuerdan del expresidente diciendo "hay diablos"? Bueno, las fuerzas del cielo los mataron.

Y después, gracias, Darío. El otro modelo de dinero endógeno es lo que Olivera llamaba el patrón crédito, que era el hecho de fijar la tasa de interés. Básicamente, ahí hay un problema, porque ahora ustedes no están determinando la cantidad de dinero ni el nivel de precios; o sea, tienen el problema de lo que se llama el ancla nominal. Es decir, al no estar fija la M , no pueden determinar la P . Consecuentemente, el sistema queda a la deriva, y por eso es tan importante las expectativas de inflación. ¿Por qué? Porque eso les permite ligar los precios futuros con los precios presentes, les permite determinar P , y a partir de ahí, determinar M y a partir de ahí, resolver el modelo. La verdad es que, a mí esto de controlar la tasa de interés me parece una aberración. Recuerdo, todo el mundo sabe de mi admiración, afecto, cariño y todas las definiciones que puedan tener, pero como somos amigos, puedo contar la anécdota con Federico Sturzenegger cuando decidió pasar al inflation targeting. Yo le pregunté qué opinaba de Moreno, y me dijo un "Cavernícola". Si, si lo quieren silbar, silben tranquilos, no hay ningún problema. Digo, total está todo el tiempo haciendo campaña de que hay que destituirme. Así que, si quieren decir lo que quieran, no se los voy a negar.

Dicho esto, obviamente, que todos tenemos una opinión bastante mala de Moreno, sobre todo porque tiene una mala teoría del valor. Él cree que los precios son determinados por los costos. Esto es muy importante, na de las cosas que plantea Menger en sus Principios de economía política de 1871, y que después Von Wieser lo reescribe, es lo que se llama el principio de imputación, donde son los precios los que determinan los costos, y no los costos lo que determinan los precios. Es tan ridículo creer que los costos determinan los precios que, si esto fuera así, no habría quiebras. No habría sentido tampoco para ser eficiente, si total, voy a poder trasladar el costo. Es algo que realmente no tiene ningún tipo de sentido. Pero si quieren, vean toda la discusión sobre la teoría del valor-trabajo y la teoría subjetiva del valor, así no los atosigo con este tipo de cosas.

¿Y por qué es aberrante controlar la tasa de interés? Porque controlar la tasa de interés es equivalente a los controles que hacía Moreno, pero intertemporalmente además. Porque en el fondo ¿qué es la tasa de interés? La tasa de interés no es que existe porque existe el dinero. Esto es un exocet al señor John Maynard Keynes en la teoría general. En rigor la tasa de interés no existe porque existe el dinero; la tasa de interés existe porque existe el tiempo. La tasa de interés tiene que ver con la tasa de preferencia intertemporal, digo que es un parámetro profundo también, adentro de las preferencias. Por lo tanto, en realidad la tasa de interés es el precio relativo de los bienes futuros respecto de los bienes presentes.

¿O por qué creen que cuando sube la tasa de interés el ahorro sube? Porque ¿qué es el ahorro? El ahorro es el consumo futuro; entonces si yo estoy subiendo la tasa de interés, está subiendo el precio presente; si sube el precio presente yo sustituyo consumo presente por consumo futuro. Por eso ven que cuando sube la tasa de interés, sube el ahorro, pero en realidad... Digo, vayan...

Microeconomía intermedia, el capítulo intertemporal y les muestra justamente este problema de los precios relativos, la tasa de interés. O sea, digo tampoco hay que ser muy sofisticado.

O resuelvan el problema de optimización dinámica, y cuando vean el cociente de utilidades y la tasa de interés, obviamente aparece la tasa de preferencia temporal, van encontrar que justamente esas mismas condiciones son las mismas que si ustedes hubieran puesto precios. Dicho esto, entonces, es una aberración querer controlar la tasa de interés porque implica ser tan arrogante de no solo querer controlar los precios presentes, sino también los futuros. O sea, con lo cual, es como ser un Moreno reloaded. Es la versión increíble Hulk de Moreno. Por lo tanto, yo no soy partidario de controlar la tasa de interés. Digo, dado que tenemos Banco Central, por ahora, controlaremos la cantidad de dinero. No importa porque, como Santiago y Vladimir son tipos brillantes, conseguirán trabajo de otra cosa, pero habrán hecho un servicio enorme a la patria el día que nos vayamos de este trabajo y terminemos con esta peripecia inmundada que se llama Banco Central. Es como la rana y el escorpión: no le pidan que cambie. Entonces, dicho esto, nosotros teníamos, dada esta discusión teórica, que enfrentar el problema de que había que parar la híper.

Entonces, teníamos tres factores de expansión de la base. Uno es lo que se llama por sector público, que es financiar el déficit fiscal; otro es por sector financiero, y otro es por sector externo. Cuando nosotros decidimos hacer déficit cero, básicamente era una forma de cortar con la emisión monetaria para financiar el fisco. Si ustedes toman la metodología Cerro- Meloni, desde el año 1901 hasta hoy, Argentina tuvo 23 crisis, de esas 23 crisis, 21 tienen origen fiscal, donde el déficit fiscal puede ser grande o extravagantemente grande. Los casos extravagantemente grandes son el caso, por ejemplo, del Rodrigazo, con 14 puntos del PBI en 1975; la tablita cambiaria en 1982, con 11 puntos del PBI; la hiperinflación de Alfonsín, con 8% en 1989; la convertibilidad en 2001, con 7. Bueno, nosotros, en el consolidado, teníamos 15. Para tener un orden de magnitudes.

En ese sentido, era fundamental cortar el déficit fiscal y, de ahí, el déficit cero, para terminar con la emisión de tipo fiscal. Ahora, en lo que tenía que ver con el cuasifiscal, nosotros teníamos dos fuentes, y eso lo logramos en el primer mes, cerrar el grifo fiscal. Había que terminar con los pasivos remunerados, porque el problema de los pasivos remunerados era un tema no menor, porque lo que nos generaba era más déficit cuasi fiscal y mayores, incrementaba cantidad de dinero futura. Porque en el fondo, todos esos pasivos remunerados eran emisión futura, por lo tanto, eran inflación futura. Entonces, básicamente, había que cortar esa forma de que se espiralizaran y que crecieran esos pasivos remunerados, que nos estaban generando déficit fiscal por 10 puntos del PBI, y hacía que la economía fuera verdaderamente tembladeral.

Y acá es importante tener esta discusión, porque muchos economistas sugerían que esto se frenaba subiendo la tasa de interés. Y si nosotros hubiéramos subido la tasa de interés, hoy no estaríamos hablando de como estabilizamos, sino que hubiéramos estado hablando en el último tiempo del carry trade, hubiéramos estado hablando de la relación, hoy los pasivos remunerados probablemente serían de diez a uno con la base monetaria, estaríamos discutiendo cuando es la hiperinflación o cuando se iba a expropiar esa posición de título. Por lo tanto, si alguien está partidario de la tasa de interés, quiero decirle que le propinamos una derrota, que nosotros lo hicimos no usando la tasa de interés

como mecanismo. Porque si hubiéramos utilizado la tasa de interés, si hubiéramos hecho lo que decía el Fondo Monetario Internacional y lo que decían muchos economistas locales, hoy estábamos en una hiperinflación.

Nosotros lo que hicimos fue otra cosa: básicamente frente al desequilibrio cambiario, hicimos una corrección, donde el tipo de cambio se aproximara al del mercado. ¿Esto por qué es muy importante? Porque eso lo que bajó fue el exceso de oferta de dinero. ¿Cómo se genera el money overhang? El money overhang lo generan porque ustedes tienen el tipo de cambio fijo, están emitiendo dinero, empiezan a perder reservas, ponen los controles, y eso lo que hace es aumentar artificialmente la demanda de dinero para cobrarles impuesto inflacionario. No solo que es violento y que es la mentira de la inflación, que es un impuesto no legislado, sino que además los están obligando a demandar más pesos por la fuerza para cobrar más impuesto inflacionario. Una inmoralidad total.

Pero, al margen de eso, ¿qué es lo más interesante de esta situación?: que, si nosotros hubiéramos hecho lo que decían, primero estaríamos en un disparate inflacionario, pero no solo eso. Nosotros al llevar el tipo de cambio parecido al del mercado, cuando corregían por impuesto país, lo que hicimos fue achicar el exceso de demanda del mercado de divisas, entonces achicamos el exceso de demanda del mercado de divisas. Entonces, achicamos el exceso de oferta en el resto de la economía. Achicar el exceso de oferta en el mercado de bonos implicó que la tasa de interés cayera, por ende, cayó el riesgo país. Achicar el exceso de oferta en el mercado de bienes, significó que la caída de la actividad no fue tanto. Y por ende no cayó tanto el nivel de empleo y por tanto no explotó el desempleo. Por eso hicimos ajuste fiscal más grandes de la historia de la humanidad - si tomo Nación y Banco Central - y sin embargo no hubo ningún problema social. Digo, hay una parte del programa que tiene que ver con la política social hecha desde Capital Humano, pero sería una hora extra y no los quiero fastidiar con mi exposición.

Entonces, en ese sentido, vean que interesante, porque el otro día Jose Luis Daza explicaba: la característica de este programa es que mientras que todos los otros experimentos de características similares implicaron caídas del PBI en torno al 10%, si hoy ustedes miran el dato de julio del EMAE desestacionalizado

Comparado contra diciembre, la caída es 0,6. si miran producción industrial está en los mismos niveles que noviembre. Si ustedes miran lo que hicimos por ejemplo en el año 2002 el PBI cayó 11, 10,9%, pero en el segundo trimestre que es cuando ocurre el ajuste cayó 16%. Miren si no es un gigante el ministro de economía que tengo. Pero con las consecuencias sociales que eso tiene. Es decir, haber pensado ese problema de dónde poníamos el tipo de cambio, porque no podíamos abrir bajo la lógica libertarada, implicaba justamente buscar una proxy de mercado que achicara al máximo ese exceso de demanda.

Al mismo tiempo, una de las cosas que fue ocurriendo es que yo recuerdo que cuando logramos el superávit en el mes de enero nos dijeron que fue casualidad, la segunda vez fue de casualidad, bueno llegó un momento que se dieron cuenta que el compromiso fiscal era verdadero. Piensen que, de tener 18 ministerios, lo llevamos a 8; hicimos un montón de cortes de empleados públicos; eliminamos de cuajo la obra pública, eliminamos de cuajo las transferencias discrecionales a provincias. Y obviamente que también hubo partidas que tenían un mecanismo de ajuste que se licuaron, pero que después se recomponieron (sic) y sin embargo los números fiscales acá están. Entonces eso permitió mostrar que la política del déficit cero trabajaba y que estaba trabajando en serio. Y déficit cero implica que yo no estoy tomando nueva deuda, es decir puedo estar rolleando la deuda, pero no estoy tomando nueva deuda. De hecho, les comento que en los últimos 40 años un solo gobierno bajó la deuda de manera de mercado, no compulsiva, no con quitas en las renegociaciones. Nosotros, 20.000 millones de dólares.

Y conforme esto iba ocurriendo, ¿qué es lo que significa?, significa que ustedes, la relación deuda producto no es creciente; por ende, quiere decir que son solventes inter temporalmente, consecuentemente, eso digamos también explica la caída del riesgo país, hoy el riesgo país terminó en 1047, es el nivel más bajo de los últimos 5 años.

Es más, cuando estábamos con la discusión del tema de universidades, porque más que nada por lo que implica en términos de señal entregar el déficit fiscal, una de las cosas que hicimos con Federico fue, le pedí que su equipo me estimara el impacto del riesgo país sobre el PBI en dólares y si nosotros, digamos, con este nivel de riesgo país digamos estamos en un PBI de 600

billones, no, sea de 600 mil millones de dólares, si volvemos a las andadas y con un riesgo país de 3000, digamos, el PBI se va a 400. 000 millones de dólares, con lo cual se perdería un tercio del PBI o ganamos digamos, tener un 50% más de PBI frente al caso de los 3000 puntos básicos, es decir, no es un tema menor en términos de PBI per cápita.

No es un tema menor en términos de la discusión de las universidades, donde en ningún momento se puso en duda la universidad pública, en ningún momento se puso en duda el no arancelamiento, porque gratis no hay nada, no hay tal cosa como un almuerzo gratis. Pero, qué es lo que ocurre: si nosotros volvíamos a las andadas y nos íbamos a 3000 de riesgo país, porque empezamos a ceder, les recomiendo el libro de "Historias del quinto piso", como digamos el gobierno de Alfonsín empieza a ceder a las presiones y termina en la híper. Entonces, en ese contexto, nosotros no negociamos; es más, si ustedes van al equilibrio donde el riesgo país se va a 3000 la cantidad de dólares que van a la universidad son los mismos pero la diferencia es que tengo un PBI per cápita más bajo, un tercio más bajo.

Y además como esa caída del PBI un tercio va en actividad, pero dos tercios es por salto en el tipo de cambio real, eso implica que además me aumenta la cantidad de pobres e indigentes. Y nosotros no vamos a tolerar ni que nos quiebre en el brazo respecto al equilibrio fiscal y tampoco vamos a tolerar ese semejante daño sobre los argentinos, digo por un conjunto de delincuentes que no quieren ser auditados. Afortunadamente, hoy salió el dictamen y los vamos a poder auditar, los chorros están en peligro.

Y conforme avanzábamos en el equilibrio fiscal, ahí es donde entró este gigante que está acá que es el doctor Pablo Quirno y empezó a poner la deuda en el lugar que siempre tuvo que estar. Esa deuda era deuda del Estado nacional, era deuda del tesoro. Es decir, qué era lo que pasaba, se generaba déficit fiscal, buscaban algún artilugio para que se emitiera dinero, ese dinero entraba a la calle y después lo querían esterilizar por otro lado pagando tasa. Pero ese problema que estaba en el déficit del cuasi fiscal en realidad era no haber sincerado lo que estaba pasando con las cuentas del tesoro. Y conforme fuimos mostrando nuestro compromiso con el equilibrio fiscal, al margen que el salto devaluatorio implicó que lo que nosotros necesitábamos era arbitrar la tasa en

dólares, eso implicó una tasa de interés real en pesos negativa. Lo cual además nos permitió ir licuando los pasivos remunerados y otra parte llevarla al tesoro. Y lo que de lo que nadie hablaba y de que todo el mundo decía que era imposible de resolver, entre este gigante que es Santiago Bausili y Pablo Quirno lo arreglaron en siete meses, miren si no voy a estar orgulloso de mi equipo.

Naturalmente, después vino la discusión del put, esa discusión la conocen. Nosotros en ese momento habíamos pasado a discutir, es un discurso en el cual estoy en la bolsa de comercio de Buenos Aires y hablo de exceso de oferta cero. Básicamente lo que estaba diciendo ahí era, solamente vamos a emitir por sector externo. Porque si ustedes se fijan cuando estuvimos hablando de dinero endógeno, en el caso de patrón externo ustedes solamente incrementan la cantidad de dinero contra demanda de dinero, ese vendría a ser el argumento. Entonces, ese dinero digamos no genera pérdida del poder adquisitivo del dinero o sea eso no genera inflación. Ahora, nos dimos cuenta que estábamos equivocados, la verdad es esa. ¿Por qué? Porque eso es un sistema libre, pero esto tampoco está en los libros de texto, así que es que digamos. Por ende, esa cuestión autoflagelante que tengo, mi amigo Alejandro Rozitchner, me dijo ¿pero está en los libros de texto? No ¿y entonces de qué te lamentás?

Bueno, pero uno tiene esa cosa del perfeccionismo. Y lo que nos dimos cuenta es que los exportadores vendieran dólares no era exactamente a querer demandar pesos. Porque digamos, en el modelo tradicional ustedes tienen una operación en pesos que quieren hacer, toman sus dólares, con esos dólares compran los pesos y es con esos pesos hace la transacción. Entonces esa demanda de dinero está mapeada contra la demanda transaccional y eso no genera problemas en términos de poder adquisitivo el dinero. Ahora, cuál es el problema, el problema es que cuando yo tengo control de capitales y los estoy obligando a liquidar los dólares, yo estoy comprando pesos, pero todos esos pesos yo no los quiero y la consecuencia es que ahora sí sobran pesos y genera inflación.

Entonces, a partir de ese momento, nosotros decidimos, frente a una situación muy compleja y en la que, digamos, había toda una idea de que el tipo de cambio ya se iba ese lunes a \$2000, nosotros recuerdo que, con Toto estábamos viajando hacia lo que fue mi presentación en Sun Valley. Y ahí, con Toto y con Santiago por videollamada, decidimos cambiar el esquema de política

monetaria e ir directamente a "emisión cero". Sabíamos que corríamos el riesgo de que igual así nos atacaran, pero teníamos la convicción férrea de que, si no modificábamos la cantidad de dinero, tarde o temprano le íbamos a ganar al mercado. Hoy el tipo de cambio está en \$1150, y está lleno de mandriles economistas.

Entonces, el punto es, ¿qué es lo que hemos logrado? Bueno, lo que hemos logrado es que la inflación mayorista sea del 2,1%, es decir, que pasamos de 17.000 a 28%. Si ustedes quieren, la inflación minorista, de 1500 pasamos a 30%. Pero lo más interesante es que, por diseño de política, hay una parte de la inflación que es inflación inducida, que tiene que ver con la tasa de devaluación pactada y la inflación internacional. Yo la voy a redondear en 2,5%, pero ya es un poco menos hoy. Entonces, si mi último dato de IPC es de 3,5%, quiere decir que la inflación verdadera del programa, la verdadera inflación monetaria que está generando el programa, es de un punto. Es decir, si yo sacara el crawling, automáticamente ese 2,5 desaparece, y, por lo tanto, me queda solamente un punto de inflación. Quiere decir que la inflación del programa hoy viene viajando al 13% anual, con lo cual, si lo toman en términos de IPC o de IPM, si corrigen por la pauta cambiaria, ustedes van a tener que estamos hablando de niveles de inflación que oscilan entre el 13% y el 25%.

¿Y por qué esto es importante? Porque este milagro en términos de baja de inflación lo logramos sin que haya una hiperinflación. En general, digamos, es más: los dos programas exitosos previos justamente hubo un fuerte proceso inflacionario antes, que implicó una fuerte licuación de los saldos reales y, consecuentemente, no había mucho más para que caiga la demanda de dinero y por lo tanto, era mucho más fácil estabilizar. Lo hicimos sin expropiación, por eso, a mí muchas veces me causa gracia cuando nos decían: "No, bueno, ¿qué día vas a hacer esta cosa?". Digo, no entienden, no soy comunista, no soy un dirigista, yo no creo en eso de estar fijando precios, fijar salarios, fijar tasas de interés, políticas sectoriales. No, no, yo soy liberal, y lo único que puedo hacer como liberal es que mi programa económico tiene una política fiscal, déficit cero, una política monetaria, emisión cero y un tipo de cambio que todavía no es libre hasta que no termine de corregir los desequilibrios de stocks.

Y esto también es importante. Además, no controlamos precios, no controlamos el tipo de cambio, y además hicimos una recomposición de precios relativos. Hoy, los precios de los regulados ya cubren el 80% del costo, algo que parece un tema menor, pero no lo es.

Entonces, con todo eso, logramos bajar la inflación y está en un rango, si ustedes quieren, del 13% al 25%. Entonces, ¿cómo sigue esto? O sea, ¿cuándo salgo del cepo? Bueno, mire, el tiempo es de Dios. Yo no sé cuándo es el tiempo. Pero todas estas operaciones que nosotros fuimos haciendo fueron hechas a mercado, y al ser hechas a mercado significa que va a depender de la decisión de los agentes.

Ahora, lo más interesante es que cuando la inflación observada va tendiendo a la inflación inducida, ¿qué es lo que pasa? va desapareciendo la inflación. Y si va desapareciendo la inflación, quiere decir que el money overhang va desapareciendo. Conforme va desapareciendo el money overhang, la inflación se va a parecer a la inflación inducida, convergen los tipos de cambio, convergen la tasa inflación y, conforme voy resolviendo el problema de stocks, cuando se hace cero, se eliminó el money overhang. Y cuando se eliminó el money overhang, no hay exceso de oferta de pesos. Y si no hay exceso de oferta de pesos, puedo abrir el cepo aun cuando no tenga dólares, porque voy a un sistema de tipo de cambio flexible.

Obviamente, ¿de qué va a depender? Digo, de cómo los agentes van manejando esta dinámica hasta que desaparezca la inflación del programa. Es decir, solo queda la inducida. Levantamos los controles. Obviamente, mientras eso ocurre, vamos a terminar de resolver los problemas de los stocks, porque esa dinámica no ocurre de manera independiente de lo que está pasando con el resto de los stocks. Y ese día, abrimos el cepo. ¿Cuándo? No lo sé, pero va a pasar cuando se den todo ese conjunto de condiciones.

Dicho esto, el punto es cómo sigue esto para adelante, porque la cuestión es, ok, nosotros hemos fijado la base monetaria amplia y la base monetaria observada, digamos la tradicional, el formato tradicional va creciendo. Pero ¿eso va creciendo conforme a qué?

Por ejemplo, cómo se da el desarmado de Lefis y demás. Supongan que ustedes tienen una empresa y ven que se les está recuperando la demanda, cuando ven

que se les recupera la demanda ¿qué van a hacer? ¿van a perder posición de mercado o van a salir del money market? Van a salir del money market, cuando salen del money market, el banco les tiene que entregar el dinero. Cuando les tiene que entregar el dinero, se da vuelta, y le pide al Estado que le pague la Lefi. Entonces, ahí ustedes tienen una expansión endógena de la cantidad de dinero. ¿Para qué? Para financiar el movimiento de la actividad. En paralelo, lo que va a pasar es que, cuando el money overhang desaparezca, también va a terminar desapareciendo ¿qué es? La diferencia entre la base monetaria observada, la tradicional y la amplia. A partir de ese momento, la cantidad de dinero queda fija.

Entonces, la pregunta es: "Bueno, Okay, una vez que llegamos a eso, digamos, eliminó el money overhang, las definiciones de base mapean, me convergieron los tipos de cambio, me convergieron las tasas de interés. Entonces, ahora abrí, ¿cómo sigue?". Bueno, asumiendo que la economía va a crecer y tengo serios argumentos para creer que va a crecer, digo, ya sea por las reformas estructurales que implican un salto en los índices de libertad económica de 90 puestos. Y hoy tenemos instituciones que empiezan a parecerse, a pesar de los degenerados fiscales, se empiezan a parecer más a las de Alemania, Francia, Italia. Igual, a mí eso no me contenta, les aviso, yo quiero que Argentina sea el país más libre del mundo. Por lo tanto, eso implica que el PBI, digo, de hecho, vi pasar una parte de la presentación de Juan Pablo Nicolini mostrando justamente el tema del crecimiento.

Digo, si no me informaron mal, se duplica el PBI en 10 años, lo cual implica una tasa de crecimiento del PBI per cápita del 7%.

Eso, digamos, por un lado. Por otro lado, muchachos, acabamos de ahorrar y devolverle a la gente 15 puntos del PBI. Le tomamos transitoriamente un poquito con el impuesto PAIS, pero también ya se lo devolvimos. Y, es más, lo sacamos ahora en diciembre, lo sacamos definitivamente, la primera vez que dijimos que se subió un impuesto transitoriamente, cumplimos y lo sacamos y ahora, a fin de año, además, lo eliminamos.

Además, la continua baja del riesgo país va a implicar tasas de descuento más bajas. O sea, fíjense todo lo que subieron los activos financieros argentinos. Bueno, si ustedes piensan en términos de Q de Tobin, el valor de mercado es

muy superior al de reposición. Acá se viene una furia de inversiones. Y ni que hablar con lo que tiene que ver con el RIGI y que hay anunciados más de 50.000 millones de dólares en inversiones. Pero no solo eso, sino también que hay cuestiones que potencian la demanda de corto plazo. Porque fíjense que hoy el dato de capacidad instalada ya subió a 61,3%. Es decir, que hay una recuperación de la demanda. Y eso es porque hace 5 meses seguidos que el salario real y las jubilaciones en términos reales vienen subiendo. Y, además, hubo que revertir el ciclo de stocks, por lo tanto, tenemos elementos coyunturales, ya sea la recomposición de salarios y jubilaciones en términos reales, como la reversión del ciclo de stocks, más factores estructurales que tienen que ver con el RIGI, que tienen que ver con el aumento del ahorro dentro de la economía, con la baja del riesgo país y las reformas estructurales. Por lo tanto, digamos, cuando tomemos conciencia de mantener este rumbo 10, 20, 30 años vista, vamos a estar hablando del milagro argentino.

Muchísimas gracias.

El Presidente Milei participa de las Jornadas Monetarias y ...



