

Política monetaria en Argentina: el efecto del covid-19 bajo un esquema de dominancia fiscal

Monetary policy in Argentina: the effect of covid-19 under a fiscal dominance scheme

Eliana Scialabba¹ y Jeremías Morlandi²

Resumen

Desde el comienzo del aislamiento por la pandemia de covid-19, el Banco Central de la República Argentina ha incrementado la asistencia al Tesoro Nacional a fin de financiar el creciente déficit fiscal. Sin embargo, la dominancia fiscal no es exclusiva de este contexto, y se define como aquella situación en la que el banco central pierde la autonomía de realizar política monetaria para mantener estable el nivel de precios y se convierte en la fuente de financiamiento de los desequilibrios fiscales, es decir que solo recauda impuesto inflacionario. Bajo este esquema, el mercado de dinero es lo que explica la inflación. De acuerdo a la evidencia empírica para Argentina entre 2006 y 2020, existe una relación positiva y estadísticamente significativa entre emisión monetaria e inflación: por cada un 1% que aumentó la base monetaria, el Índice de Precios al Consumidor se incrementó un 1,02%.

Palabras clave: política monetaria; dominancia fiscal; déficit fiscal; inflación; credibilidad

Abstract

Since the beginning of the covid-19 pandemic's isolation, the Central Bank of the Argentinian Republic has increased assistance to the National Treasury in order to finance the growing fiscal deficit. However, fiscal dominance is not exclusive to this context, and is defined as the situation in which the central bank loses autonomy to conduct monetary policy in order to keep the price level stable and becomes the source of financing for fiscal imbalances, i. e., it only collects inflationary tax. Under this scheme, the money market imbalance is what explains inflation. According to empirical evidence for Argentina between 2006 and 2020, there is a positive and statistically significant relationship between monetary issue and inflation: for every 1% increase in the monetary base, the Consumer Price Index increased by 1.02%.

Keywords: monetary policy; fiscal dominance; fiscal deficit; inflation; credibility

Recibido: 1 de julio 2020. **Aceptado:** 1 de agosto 2020

1 Mg. en Economía. Filiación Centro de Estudios Económicos Argentina XXI mail: elianascialabba@gmail.com

2 Esp. en Administración y Gestión. Filiación Centro de Estudios Económicos Argentina XXI. mail: jmorlandi@ceeaxxi.org

INTRODUCCIÓN

Desde marzo de 2020, el Banco Central de la República Argentina (BCRA) ha incrementado la asistencia al Tesoro Nacional a fin de hacer frente al creciente déficit fiscal, profundizado por la pandemia del covid-19.

Sin embargo, la dominancia fiscal no es exclusiva del contexto de pandemia, sino que se viene profundizando desde finales de 2019, por lo que se puede definir como aquella situación en la que el banco central pierde la autonomía de realizar política monetaria para mantener estable el nivel de precios de la economía y se convierte en la fuente de financiamiento de los desequilibrios fiscales, es decir que solo recauda impuesto inflacionario. Argentina, cuenta con varios episodios de inflación elevada e hiperinflación, todos ellos explicados por el incremento de la base monetaria para monetizar el déficit fiscal. Según Edwards (2019), “la mayoría de las experiencias populistas en América Latina, incluidas las más conocidas, Perú (1985-1990), Argentina (2003-17) y Venezuela (2002 al presente), se han caracterizado por la ‘dominancia fiscal’”.

Por otra parte, la pérdida de autonomía del BCRA lleva a una merma en la credibilidad y reputación del ente emisor y, por lo tanto, presiona sobre la pérdida del valor intrínseco de la moneda. El manejo independiente de la política monetaria, en un marco de reglas y credibilidad, tiene estrecha relación con poder afectar las expectativas del mercado (Kydland y Prescott, 1977; Barro y Gordon, 1983).

La transparencia, entonces, se convierte en una valiosa herramienta para la ejecución eficiente de las políticas del banco central. Esta es una tendencia que ha ido en ascenso desde los inicios del nuevo milenio en todo el mundo, y Argentina no fue la excepción. Sin embargo, la escasa y decreciente institucionalidad perjudicó las bases del funcionamiento eficiente del banco central, situación que se profundiza con un BCRA que financia de manera sistemática las necesidades corrientes del Tesoro, lo que Alesina y Perotti (1994) denominan “la economía política de los déficits fiscales”.

En el presente trabajo se presentará el mar-

co teórico para analizar la política monetaria en un esquema de dominancia fiscal, ligada a la insolvencia del sector público; luego se analizará la dinámica de estos indicadores monetarios que contextualizan la situación argentina previa al covid-19 y durante las restricciones impuestas por la pandemia; a continuación se expondrá la metodología de estimación del modelo y los resultados que permitirán explicar o no la existencia de una relación entre la emisión monetaria y la inflación, y por último se presentarán las conclusiones del trabajo.

MARCO TEÓRICO

En un escenario de dominancia fiscal, la política monetaria se encuentra dominada por lo fiscal y el ente emisor financia, vía emisión de moneda, aumentos importantes del gasto público. El banco central adquiere deuda nacional y subnacional (municipios y provincias) y otorga préstamos a empresas estatales. De esta forma, financia grandes transferencias a las clases media y baja, proporciona fondos para grandes proyectos de inversión pública y ayuda a pagar la nacionalización de grandes empresas, y ha estado detrás de la explosión de la inflación en la gran mayoría de los casos.

De acuerdo con Edwards (2019), Perú durante la presidencia de Alan García alcanzó una hiperinflación del 7.000% en 1990, y Venezuela está por alcanzar el 1.000.000%. Argentina, si bien en la presidencia de Néstor Kirchner se evitó la hiperinflación, durante el último año de la presidencia de Cristina Fernández de Kirchner, el índice de precios al consumidor (IPC) aumentó a una tasa anual del 41%, tendencia que continúa en alza.

Por lo tanto, la raíz fiscal de la inflación se origina en que la capacidad de endeudamiento con la que se cuenta es limitada, y lo mismo ocurre con el Estado, con la diferencia que este último, en lugar de quebrar como lo hacen las personas físicas o jurídicas, entra en cesación de pagos o default.

La capacidad del Estado de generar recursos proviene de dos fuentes:

- Crecimiento: afecta a la recaudación tributaria (aumenta la base imponible

por mayor cantidad de transacciones) y al gasto público.

- Inflación: afecta el valor nominal del superávit fiscal real y a la demanda de dinero (incremento del impuesto inflacionario).

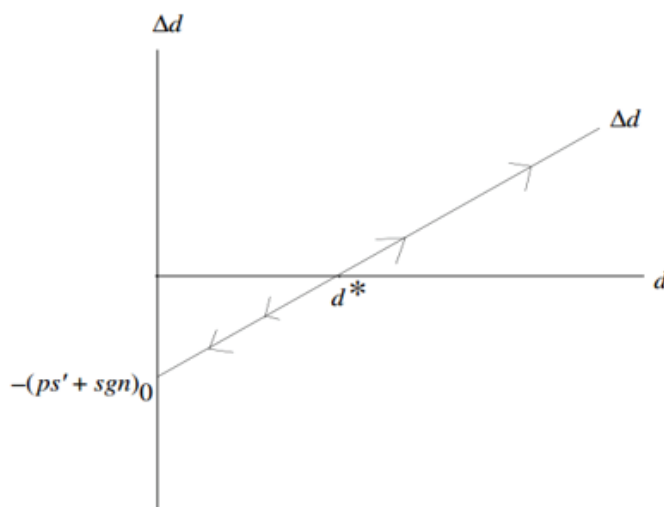
Entonces, la economía solo será solvente cuando la tasa de crecimiento más la inflación sean mayores o iguales a la tasa de crecimiento descontada la tasa de interés real, multiplicada por el stock de deuda, tal como se presenta en la siguiente ecuación:

$$ps' + sgn = (r-g) * d(0)$$

Donde ps' es el superávit primario, sgn es el señoreaje, r es la tasa de interés real, g es la tasa de crecimiento de la economía, y d , el stock de deuda.

Si observamos el gráfico 1, se relaciona el stock de deuda d con la variación de esta, es decir, el nivel de endeudamiento Δd . La ordenada al origen de la recta es el lado izquierdo de la ecuación (con signo negativo) y la pendiente ($r-g$) que muestra la capacidad de repago de la deuda con crecimiento neta de la tasa de interés real. Esto muestra que existe un nivel óptimo en el que la $\Delta d=0$, y se encuentra representada en el punto d^* . Por debajo de ese punto, la economía será solvente; por encima, insolvente, y en este caso se cortará el flujo de fondos a la economía.

Gráfico 1. Restricción intertemporal el sector público



Fuente: en base a Agénor y Montiel (2000)

¿Qué ocurre cuando el gobierno continúa aumentando el gasto público con una caída de ingresos tributarios como la actual? De acuerdo con Agénor y Montiel (2000), se reduce de manera permanente el resultado fiscal, lo que empeora las condiciones financieras del Tesoro debido a que, si bien la recaudación puede comenzar a recuperarse pospandemia, con la recuperación del nivel de actividad, el aumento del gasto público será permanente y por encima de las posibilidades impuestas por la restricción presupuestaria, por lo que debe recurrir a:

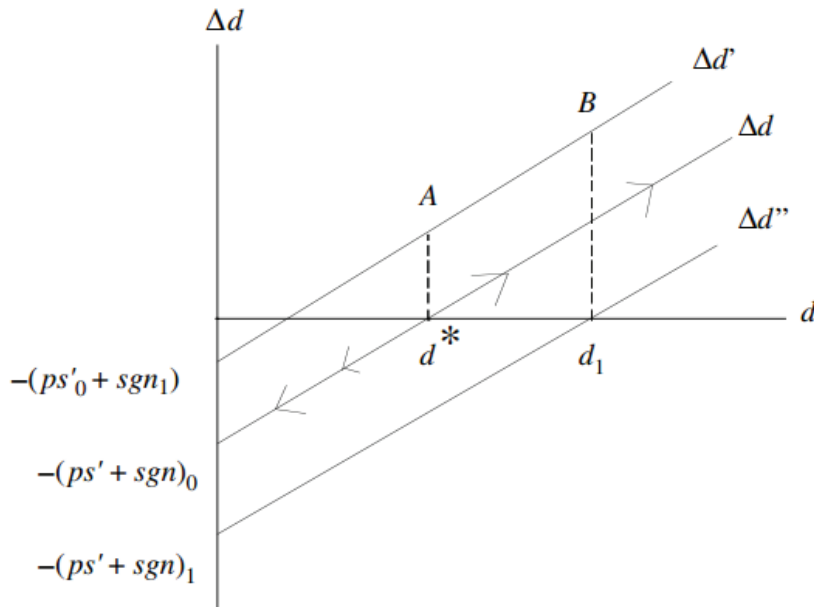
- Pedir prestado para financiar el mayor déficit, si es solvente en la situación inicial, aunque no podrá financiar permanentemente este déficit de esta manera, dado que, si intentara hacerlo, el ratio deuda/PBI crecería de manera constante.
- Imprimir dinero para financiar el déficit.

Entonces, dado que el incremento en el déficit fiscal es permanente, tal como el que se verifica de manera histórica en la economía ar-

gentina, el gobierno no tendrá otra alternativa que imprimir dinero; y una vez que la deuda se empieza a acumular, el endeudamiento debe ser mayor que le inicial. Esta dinámica explica

por qué en Argentina la inflación es un fenómeno monetario, con raíces en el desequilibrio fiscal, tal como se observa en el gráfico 2.

Gráfico 2. Estabilización monetaria y ajuste fiscal



Fuente: en base a Agénor y Montiel (2000)

Si el gobierno desea reducir la inflación sin corregir el desajuste fiscal, deberá aumentar el *stock* de deuda para evitar el efecto inflacionario de la emisión monetaria. No obstante, la dinámica implica la “aritmética desagradable” de Sargent y Wallace (1981), en la que plantean que, sin un ajuste fiscal, una menor inflación en este período se traduce en mayor inflación en el siguiente.

Esto implicaría pasar de Δd con d^* a $\Delta d'$ con A , debido a la caída del señoreaje por la menor emisión, pero esta a su vez, no se encontraría en equilibrio y se desplazaría a B . La dinámica del período siguiente es reducir el endeudamiento a $\Delta d''$ incrementando la emisión monetaria, esto es, aumentando el señoreaje, y la economía se ubicaría en d_1 , con mayor *stock* de deuda, mayor nivel de oferta monetaria e inflación.

En función a lo planteado precedentemente, para controlar la inflación de manera perma-

nente, es necesario reducir la emisión monetaria, haciendo un ajuste fiscal. En esa línea, Friedman (1968) argumentó que la política monetaria no podía influir permanentemente en los niveles de producción real, desempleo o tasas reales de rendimiento de los valores, pero sin embargo la autoridad monetaria puede ejercer un control sustancial sobre la tasa de inflación, especialmente a largo plazo.

En un esquema donde la autoridad monetaria enfrenta las restricciones impuestas por la demanda de bonos del gobierno, la forma de esta demanda es importante para determinar si el banco central puede o no controlar la inflación de manera permanente. En particular, si la demanda de bonos del Tesoro implica una tasa de interés sobre los bonos superior a la tasa de crecimiento de la economía, entonces, si el resultado fiscal es deficitario, la autoridad monetaria sería incapaz de controlar la tasa de crecimiento de la base monetaria o la inflación para siempre. El supuesto se basa en que hay

una relación directa entre la tasa de emisión y la inflación.

En cuanto al mecanismo de transmisión de los cambios de la oferta monetaria exógena a los cambios endógenos de la demanda agregada y los precios, Fisher (1911) sostiene que un incremento de la oferta monetaria lleva a los tenedores de dinero a aumentar sus gastos en productos básicos.

El autor asume que si las tenencias de dinero de un individuo se duplican debido al incremento de la oferta monetaria, y si los precios no cambiaron, entonces el agente tendrá el doble de dinero y depósitos, debido a su preferencia por la liquidez. De este modo, todos los agentes querrán desprenderse de este dinero y desearán cambiarlo por bienes, lo que impacta en la suba del valor del mismo. Este proceso continuará hasta que los precios se dupliquen y se restablezca el equilibrio en los niveles de producción y velocidad de circulación del dinero iniciales.

Siguiendo con la línea de Fisher y Friedman (1968), explicaron que este intento de deshacerse del exceso de dinero tiene importantes efectos en dos situaciones distintas: si los precios son libres, es decir que se determinan a través de la interacción de la oferta y la demanda, el proceso colectivo lleva a un alza de precios; mientras que si están controlados o fijados por el gobierno, esto provoca desabastecimiento o largas filas para adquirir los productos, lo cual repercute en un aumento de los precios efectivos, ocasionando que los precios controlados deban ajustarse a las condiciones del mercado.

Sturzenegger (2019) analizó la situación argentina durante la gestión de Mauricio Macri y su presidencia en el BCRA, sostiene que si bien inicialmente tuvo éxito en su programa, este fue descontinuado debido a una forma distinta de dominancia fiscal: como las pensiones se encontraban indexadas con un retraso y representaban gran parte del gasto, las desinflaciones rápidas pusieron en peligro la consolidación fiscal. La falta de progreso en el frente fiscal durante los tres primeros años de su

gobierno provocó que estos retrocesos fueran inevitables.

Por último, Fernández (2020) analiza la dinámica macroeconómica en un esquema de dominancia fiscal y concluye que esta produce que los objetivos nominales, es decir, los ligados a la política monetaria, sean incompatibles con el impuesto inflacionario necesario para cumplir con la restricción presupuestaria intertemporal del gobierno.

Pero ¿a qué se denomina estrictamente *impuesto inflacionario*? La emisión monetaria tiene su origen tanto en el crecimiento real de la economía, y, por lo tanto, de la demanda de dinero (señoreaje), como en la inflación (impuesto inflacionario). Entonces, este último constituye un aumento de la demanda nominal de dinero en búsqueda de compensar la pérdida del poder adquisitivo del dinero, y la utilizan los gobiernos para recaudar recursos fuera de los requerimientos legales que implica aumentar los ingresos vía cambios en los impuestos.

CONTEXTO MACROECONÓMICO ARGENTINO

Como se menciona al inicio del artículo durante el año 2020 se repiten situaciones del pasado: el Tesoro Nacional no cuenta con fuentes de financiamiento, se detecta una fuerte caída en la recaudación tributaria y se incrementa el gasto en el marco de la pandemia de covid-19, por otra parte la deuda pública se encuentra con un reciente acuerdo de canje y el BCRA emite dinero para financiar el creciente desajuste fiscal vía impuesto inflacionario.

Tras el inicio de la cuarentena obligatoria en el marco de la pandemia de covid-19, se observa que la inflación continúa su trayectoria, a pesar de las escasas transacciones que se realizaron. ¿A qué obedece este fenómeno?

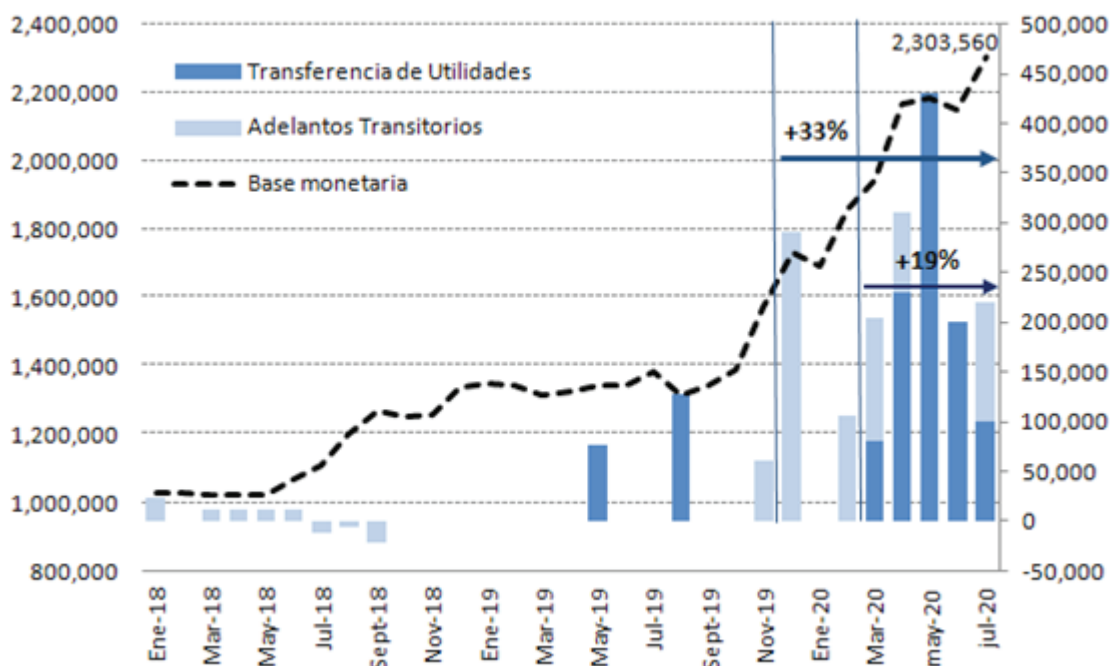
Tal como lo plantea Friedman en su frase "la inflación es siempre y en todas partes un fenómeno monetario" se deberá analizar los datos monetarios.

Desde la asunción a la presidencia de Alberto Fernández, diciembre 2019, no solo se ace-

leró el crecimiento neto de la base monetaria (+33% acumulado desde diciembre, pasando de \$1.734.073 millones a \$2.303.560 millones), sino que casi la totalidad del crecimiento de la expansión monetaria se explica por financiamiento del déficit fiscal (Adelantos Transitorios

y Transferencias de Utilidades). En tanto, desde el comienzo de la pandemia, la suba neta acumulada del pasivo monetario del BCRA fue del 19%, lo que muestra la creciente necesidad de recursos por parte del Tesoro (ver gráfico 3).

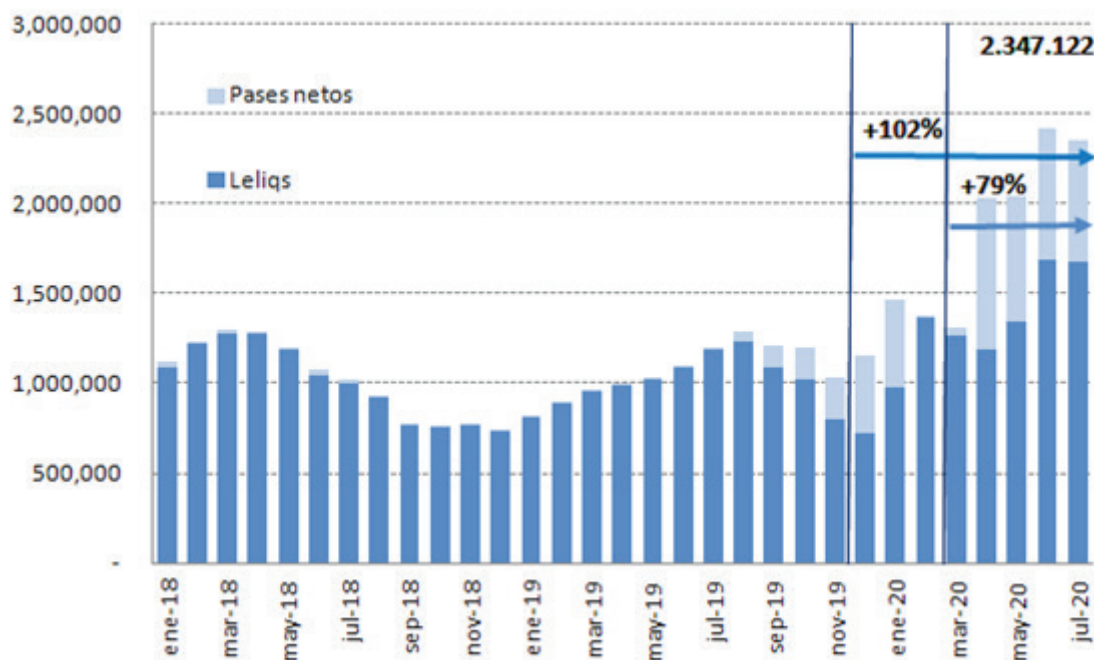
Gráfico 3. Stock de base monetaria y monetización de déficit fiscal



Fuente: CEEAXXI en base a BCRA

En este escenario surge la pregunta: ¿hay posibilidades de que Argentina enfrente una inflación elevada o hiperinflación? Si se analiza con detenimiento el pasivo del BCRA (gráfico 4), se puede observar que el pasivo no monetario, es decir, remunerado (Leliqs + Pases Netos) se incrementó un 102% desde diciembre de 2019 y acumula una suba del 79% desde el inicio de la pandemia, pasando de \$1.160.412 millones a \$2.347.123 millones, lo que llevaría a estimar un contexto complejo para los próximos meses.

¿Qué posibilidades se vislumbran? Analizando la dinámica de los pasivos remunerados del BCRA, se podría inferir que la expansión de estos aumenta la probabilidad de una aceleración inflacionaria a niveles elevados y estacionarios que conlleven a un episodio hiperinflacionario, dichos fenómenos deben combinarse con varios otros factores que a continuación se analizan.

Gráfica 4. Instrumentos de esterilización monetaria

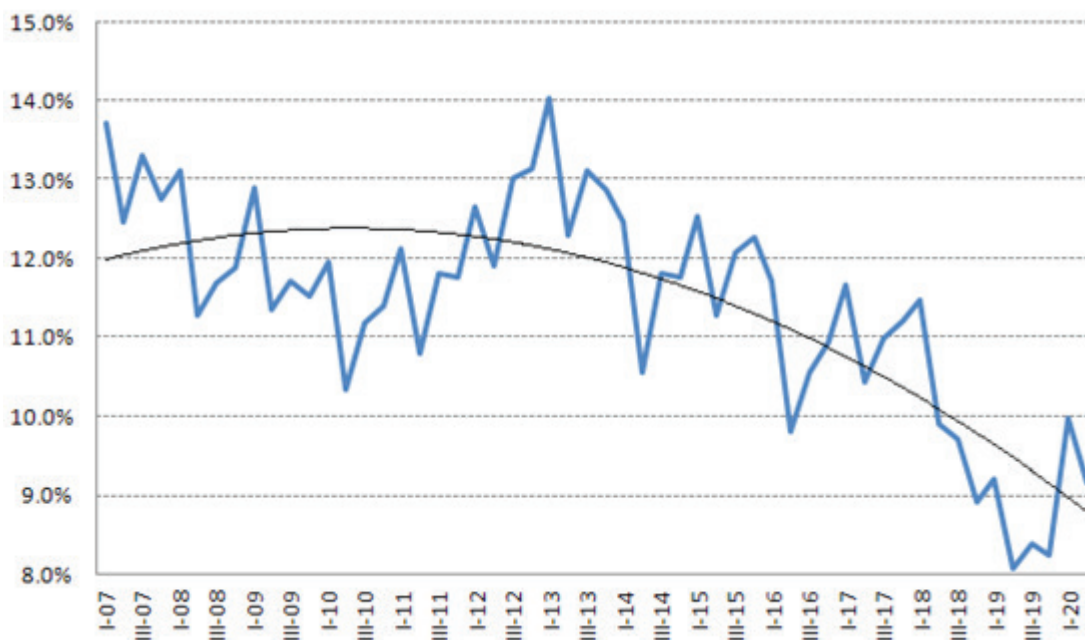
Fuente: CEEAXXI en base a BCRA

Por otra parte, el Aislamiento Social, Preventivo y Obligatorio (ASPO) tuvo un impacto negativo en la economía del país. La actividad económica se contrajo un 21% interanual en el mes de mayo de 2020, y estimaciones privadas y de organismos internacionales ubican entre el 10% y el 15% de caída del PIB para 2020, mientras que la pérdida de empleo supera los 300 mil puestos de trabajo en lo que va del año.

Debido a que todos los mercados se componen de una parte que ofrece y otra que demanda, se debe observar la dinámica de la demanda de dinero en el actual contexto (gráfica 5), que se encuentra en mínimos (M2 privado / PBI es del 9%, cuando ha llegado a estar 5

puntos por encima y el promedio de los últimos 15 años es de 12%).

En esta línea, se estima que el levantamiento del ASPO tendrá un efecto negativo sobre el nivel general de precios. Y como se mencionó en párrafos precedentes, la combinación de la dinámica del BCRA emitiendo en un esquema de dominancia fiscal y una demanda de dinero en sus menores niveles podrán dar lugar a una inflación que se ubicará en niveles elevados y estacionarios por la caída del nivel de actividad y de la velocidad de circulación del dinero, o, en el peor escenario, esta podría convertirse en hiperinflación si los argentinos ávidos de gastar, incrementan de manera acelerada la demanda de dinero.

Gráfica 5. Demanda de dinero - M2 privado / PBI

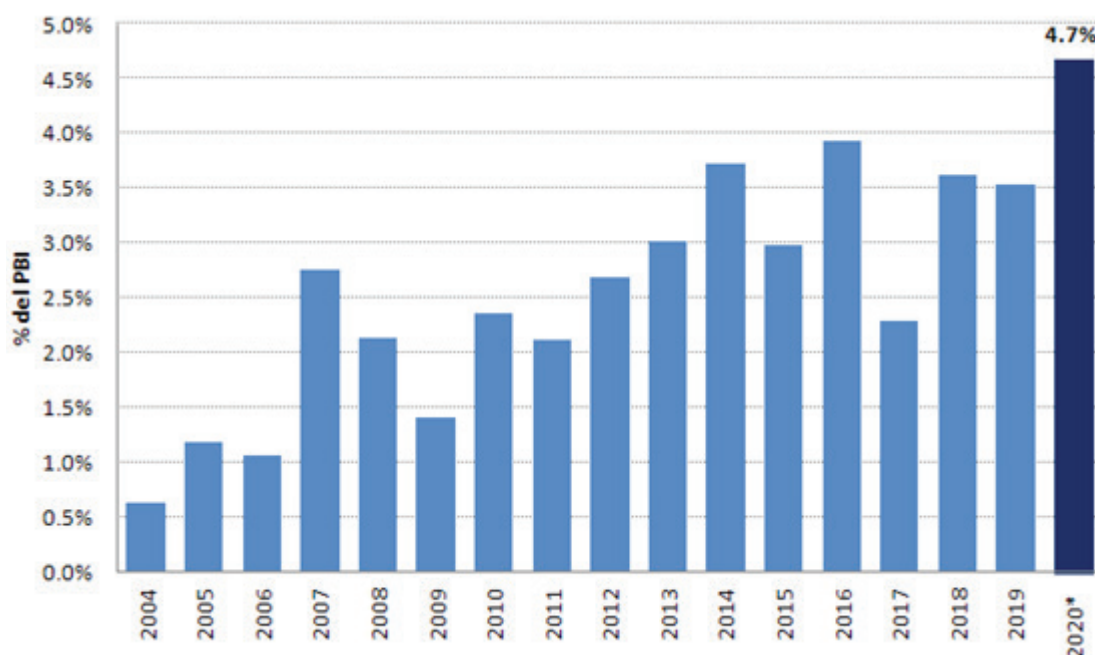
Fuente: CEEAXXI en base a BCRA

A modo de síntesis, Handa (2009), explica que “el mecanismo de transmisión directa continúa siendo relevante para los pobres cuyos gastos se cierran a sus ingresos, y especialmente en las economías en las que el aumento de la oferta monetaria se utiliza para financiar déficit fiscal”. Este es precisamente el caso de Argentina, donde el BCRA financia con emisión monetaria el déficit fiscal del Tesoro, cuya cuarentena impuesta por el covid-19, a su vez, redujo la velocidad de circulación de dinero.

De este modo, se podría pensar que una vez levantado el aislamiento, aumentará la circulación de dinero, efecto que será percibido en la cantidad de personas que querrán deshacerse de su exceso de dinero comprando bienes. Sin embargo, la economía se encuentra en una situación en donde disminuyó la cantidad de bienes y eso podría acelerar más el proceso de aumento de precios o de desabastecimiento.

Entonces, bajo este esquema la emisión monetaria ya no solo se encuentra ligada al señoreaje (crecimiento) sino al impuesto inflacionario (inflación). Si se analiza el impuesto inflacionario desde el año 2015 a la fecha, se verifica un creciente incremento en términos nominales, y se estima un alza del 91% entre 2019 y 2020, considerando una inflación del 45% (Scialabba, 2020).

Dichos valores se encuentran muy por encima de la inflación, dado que se potencian con la recesión y la acelerada emisión monetaria que se observa en la gráfica 6, sumado a la creciente caída de la demanda de dinero y el incremento en la compra de dólares, a pesar de las restricciones que operan por la cuarentena obligatoria y otros mecanismos de control sobre el mercado cambiario.

Gráfica 6. Impuesto inflacionario

Fuente: CEEAXXI en base a BCRA, INDEC y REM-BCRA

En tanto, cuando se analiza como porcentaje del PBI, se observa que aun considerando la inflación actual (del 45%), el impuesto inflacionario alcanzará su máximo: por un lado, por la suba de la emisión monetaria y la inflación, mientras que por otra parte la recesión reduce parcialmente el PBI nominal.

Entonces, si para finales de 2020 la inflación se ubica en torno al 45%, los ingresos generados por el Estado en concepto de impuesto inflacionario serán equivalentes al 4,7% del PBI (\$ 1.474.215 millones), tal como se muestra en la Gráfica 6.

METODOLOGÍA

Si bien se ha analizado gran cantidad de literatura, que provee al trabajo de un marco teórico sólido, los datos y estadísticas obtenidas del BCRA, INDEC y REM-BCRA permitie-

ron analizar la relación entre emisión monetaria e inflación. Asimismo, en este apartado se presenta la metodología de estimación del modelo que se utilizará a fin de demostrar de manera robusta la existencia de una relación entre la inflación y el aumento de la cantidad de dinero en la economía y cuantificar el efecto del incremento monetario sobre el nivel general de precios de la economía.

Con el objeto de mostrar la presencia de la relación entre ambas variables, se construyó una base de datos mensual desde enero de 2006 hasta julio de 2020, considerando los valores de la base monetaria (en millones de pesos) y el IPC (base 2006=100). Las fuentes de información son BCRA e INDEC³, respectivamente.

3 Para el período 2007-2015 se consideró un IPC alternativo compuesto del IPC Congreso, San Luis y CABA, debido a la intervención del organismo oficial de estadísticas.

Debido a que ambas variables se encuentran expresadas en distintas unidades de medida, se considera el logaritmo natural de cada una de ellas y se las regresa de acuerdo con el siguiente modelo log-log, a fin de estimar su elasticidad:

$$\ln_ipc_i = \alpha + \beta * \ln_bm_i + u_i$$

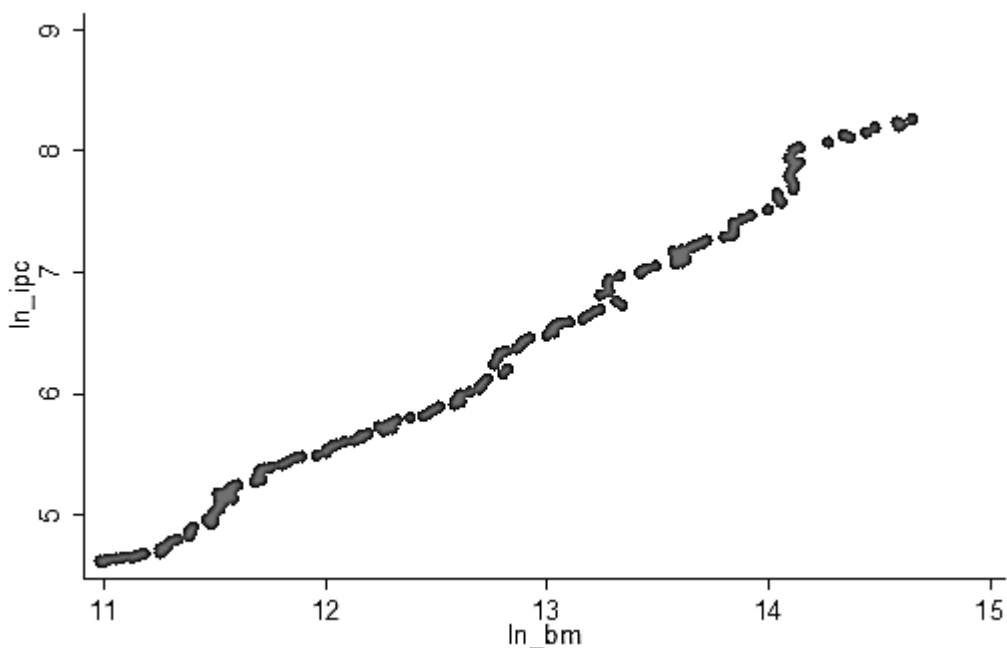
Donde \ln_ipc_i es el logaritmo natural del IPC para cada observación y constituye la variable dependiente; α es la constante; β es la pendiente y muestra cuánto varía porcentualmente

el IPC ante un cambio porcentual de la base monetaria, \ln_bm_i es el logaritmo natural de la base monetaria para cada observación y u_i es el término aleatorio, $u_i \sim N(0, \sigma)$.

RESULTADOS

Antes de regresar las variables de acuerdo con el modelo especificado en la sección anterior, se presenta el diagrama de dispersión entre el logaritmo natural de la base monetaria y la inflación, lo que permite ver la relación entre ambas.

Gráfica 7. Emisión monetaria e inflación



Fuente: CEEAXXI en base a BCRA e INDEC

Luego, se estima el modelo especificado en la metodología, contando con 175 observaciones de carácter mensual, el cual da como resultado la siguiente salida de Stata⁴.

En términos de ecuación la misma puede ser planteada como:

$$\ln_ipc_i = -6,758189 + 1,02365 * \ln_bm_i$$

4 El programa Stata se utiliza para el análisis econométrico de variables económicas.

Los valores relevantes de la ecuación son el α y el β estimados, los cuales ambos son estadísticamente significativos con un nivel de confianza del 95% ($P > |t| = 0,00000$).

El resultado no solo es significativo, sino que muestra que cada un 1% que se incrementa la base monetaria, el IPC aumenta un 1,02365%. Esto implica que la inflación aumenta marginalmente por encima de la expansión de la base monetaria.

Asimismo, el $R^2 = 0,9905$ y el R^2 ajustado por grados de libertad = $0,9904$, lo que implica que la relación entre ambas variables es del 99,05%. De esta forma, se muestra la relación

positiva entre el aumento (contracción) de base monetaria e IPC (como variable *proxy* de la inflación).

Source	SS	df	MS			
Model	195.839624	1	195.839624	Number of obs =	175	
Residual	1.87825488	173	.010856965	F(1, 173) =	18038.16	
Total	197.717879	174	1.13630965	Prob > F =	0.0000	
				R-squared =	0.9905	
				Adj R-squared =	0.9904	
				Root MSE =	.1042	

ln_ipc	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
ln_bm	1.02365	.0076218	134.31	0.000	1.008606	1.038694
_cons	-6.758189	.0964939	-70.04	0.000	-6.948646	-6.567733

CONCLUSIONES

En el contexto económico y político analizado, no debe sorprendernos convivir con la inflación. Muchos países no logran comprender el fenómeno inflacionario de Argentina dado que para estos es un tema resuelto o por lo menos controlado. Dicha situación podría mejorarse evitando la emisión de dinero sin contrapartida de demanda. Tal como plantea Watkins (2016), tener bancos centrales realmente independientes es difícil, pero vital.

Una primera implicancia de la inflación es que esta genera una pérdida en términos de bienestar, ya que se reduce la liquidez real. Adicionalmente, si el gobierno decide llevar a cabo una política de emisión monetaria (con el consabido efecto que esta tiene sobre el nivel general de precios), lo que está haciendo es desviando recursos del sector privado hacia el sector público, lo que implica una carga extra para estos últimos.

Asimismo, distorsiona los precios relativos de bienes y servicios (más en nuestro caso en el que la divisa estadounidense se encuentra virtualmente anclada, con control de precios sobre una gran variedad de productos y con tarifas de servicios públicos congeladas) y genera una mayor volatilidad de la tasa de interés real, lo que desincentiva el ahorro y la inver-

sión, vitales para que la economía crezca en el largo plazo.

Si aún no hemos observado el escenario de aceleración inflacionaria es por el rezago de la política monetaria respecto a la inflación, el escenario de estancamiento (y por lo tanto de escasa demanda de dinero), estabilidad (forzada) cambiaria, entre otros factores.

Entonces, el resultado final dependerá de varios factores: en primer lugar, una parte que no depende estrictamente de las decisiones del gobierno, que es la dinámica de recuperación de la demanda de dinero, la cual se mantendrá en mínimos, dado que las personas están dispuestas a quedarse en cualquier activo (financiero o bienes) distinto al peso; por otra parte, del comportamiento del BCRA y la composición del pasivo, ya que más pasivo monetario nos ubicaría en una alta inflación, mientras que un crecimiento de la proporción remunerada podría incentivar una hiperinflación.

Lo que si podemos dar por sentado, es que una vez levantada la cuarentena la inflación reprimida comenzará a convalidarse, y el resultado final dependerá de la interacción entre la estrategia que decida adoptar el BCRA.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Agénor, R., & Montiel, P., (2000). *La macroeconomía del desarrollo*. 2a ed. México, D.F.: Fondo de Cultura Económica. 941 p. ISBN: 97-8968165-474-0.
- Alesina, A., & Perotti, R., (1994). The Political Economy of Budget Deficits. NBER Working Paper No.4637. National Bureau of Economic Research.
- Barro, R., & Gordon, D., (1983). Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy. *Journal of monetary economics*, 12(1), 101-121.
- Bruno, M., & Fischer, S., (1990). Seigniorage, Operating Rules, and the High Inflation Trap. *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 105, No. 2. (May, 1990), pp. 353-374.
- Edwards, S., (2019). Monetary Policy, Fiscal Dominance, Contracts, and Populism, *Cato Journal*, Winter 2019. Recuperado de <https://www.cato.org/cato-journal/winter-2019/monetary-policy-fiscal-dominance-contracts-populism>
- Fernández, R., (2020). Comparative Dynamics with Fiscal Dominance. Empirical Evidence From Argentina 2016-2019, *Documentos de Trabajo, UCEMA*. Abril 2020 Nro. 723
- Fisher, I., (1911). *The Purchasing Power of Money, its Determination and Relation to Credit, Interest and Crises*, New York: Macmillan, New and Revised Edition.1922.
- Friedman, M. (1968). The role of monetary policy, *American Economic Review*. New York, 58.
- Friedman, M. (1970): *The Counter Revolution in Monetary Theory*, Wincott Foundation Lecture, London: IEA.
- Handa, J. (2009). *Monetary Economics*, by Routledge.
- Kydland, F., & Prescott, E., (1977). Rules rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans. *Journal of Political Economy*, Vol. 85, (3), 473-491.
- Sargent, T., & Wallace, N., (1981). Some Unpleasant Monetarist Arithmetic. *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*.
- Scialabba, E., (2020). “El ‘negocio político’ de la inflación”, *Centro de Estudios Económicos Argentina XXI*. Abril de 2020. Disponible online: <https://www.ceeaxxi.org/post/el-negocio-pol%C3%ADtico-de-la-inflaci%C3%B3n>
- Sturzenegger, F., (2019). Macri’s Macro: The meandering road to stability and growth, *Brooking Papers on Economic Activity*, BPEA Conference, September 5-6, 2019.
- Watkins, B., (2016). An End to Fiscal Dominance: We need to find a way to separate our fiscal and monetary policies, *City Journal*. Recuperado de <https://www.city-journal.org/html/end-fiscal-dominance-14582.html>

Este documento se encuentra disponible en línea para su descarga en: <http://ppct.caicyt.gov.ar/rain/article/view/v7n1a03>

ISSN 2422-7609 eISSN 2422-5282 – Escuela Argentina de Negocios. Este es un artículo de Acceso Abierto bajo la licencia CC BY-NC-SA (<http://creativecommons.org/licenses/by-nc-sa/4.0/>)

