

## COMENTARIO DE RODOLFO A. SANTANGELO AL TRABAJO DE GUILLERMO ESCUDE

Estoy básicamente de acuerdo con el enfoque general que el autor le ha dado al trabajo. Quisiera sólo presentar algunas reflexiones e interrogantes al respecto.

1. La ley de formación de expectativas adoptadas es la llamada expectativas racionales miopes que es básicamente el caso más rápido de adaptativas. Empero debe quedar claro que dicha ley supone que los agentes económicos miran el presente y no el futuro. En los casos estables estacionarios dicha diferencia no es relevante pues la tasa contemporánea de inflación es igual a la futura. Pero no ocurre lo mismo cuando hay inflación creciente; en estos casos los agentes sistemáticamente yerran el pronóstico.
2. Coincido con que la mejor definición de hiperinflación es la de inflación que se auto acelera. Pero entiendo que ello sólo puede ocurrir cuando el gobierno está queriendo monetizar un déficit mayor al que la demanda de dinero le permite. El autor distingue, como es

habitual en la literatura, entre señoreaje e impuesto inflacionario. Debe quedar claro que el concepto relevante desde el punto de vista de la restricción presupuestaria del gobierno es el señoreaje que en épocas de aceleración inflacionaria y desmonetización es inferior al "impuesto inflacionario".

En rigor de verdad, el producto  $m \cdot \pi$  no debería ser impuesto pues no da poder de compra al gobierno sino que es resultado de la destrucción de saldos monetarios reales. Esta destrucción no es apropiada por nadie, sino que es pérdida neta para la sociedad pues el dinero fiduciario no es exigible de ser convertido en bienes físicos o externos (salvo que el gobierno sea "honesto" en los términos de Auernheimer).

3. El autor supone que en un momento del tiempo el stock de riqueza financiera se divide entre dinero y bonos. Y que para un nivel dado de aquélla, aumentos en la demanda de bonos implica necesariamente un menor deseo de mantener dinero. Empero, en situaciones de creciente déficit e inflación, donde el público huye del dinero es posible que lo que ocurra sea que la demanda por riqueza financiera esté cayendo.

La destrucción de saldos monetarios reales destruye riqueza financiera real, destrucción que no es apropiada por nadie sino que es pérdida neta de la sociedad. El autor menciona este hecho cuando señala que, ante déficit crecientes, la gente puede no sólo huir del dinero sino aún de los bonos indexados y demandar, por ejemplo, moneda extranjera. El razonamiento de que la demanda por bonos públicos es infinitamente elástica puede ser también causa de situaciones explosivas pues olvida que no es posible financiar cualquier magnitud de déficit incluso con bonos.

4. Una duda tengo con lo señalado en página 59 donde di-

ce que cuando  $p=0$ ,  $T=G$ . Entiendo que lo que debe ser cero es de -la parte del déficit que se monetiza- mientras que  $G$  puede exceder a  $T$  en el monto de deuda que se suscribe. Mayor es mi duda cuando se expresa en págs. 62, 64 y 65 que la condición suficiente para que haya equilibrio estacionario con inflación positiva es que haya superávit fiscal. El modelo presenta algunas conclusiones sorprendentes como que disminución en el gasto público pueden llevar a un aumento de la tasa de inflación (¿Argentina 1984?) o que la hiperinflación "requiere" que no haya huida del dinero.

5. Un comentario al tema del rezago fiscal que fue puesto últimamente de moda en la Argentina. Creo que algunos hablan de la ganancia de tesorería por la menor inflación -efecto Tanzi- como si fuera un maná del cielo. Olvidan que esa era ganancia del sector privado que pagaba menos impuestos. Y así como con alta inflación la gente no paga el impuesto inflacionario eludiéndolo (huyendo del dinero) los que ahora sufren los mayores impuestos tratarán de eludirlo. Algunos cambiarán de rubro, otros quebrarán y otros invertirán recursos para tratar no sólo de eludir sino de evadir. Ello reducirá ineludiblemente la recaudación tributaria y obligará a mayores tasas de impuestos para recaudar lo mismo. Igual que el proceso inflacionario que requería mayores tasas de inflación para financiar un mismo "déficit". Entonces quizás se vea que el problema es que la sociedad no está dispuesta voluntariamente a financiar el nivel del gasto público. El autor sostiene un argumento parecido cuando escribe: "es deseable que exista un mínimo de consenso entre el sector público y el sector privado sobre la participación que cada uno ha de tener en la economía" (pág. 77).
6. No coincido con la conclusión de que "...se pone de manifiesto que el mecanismo macroeconómico puede resultar muy complicado para controlar (o estabilizar)

con recetas inamovibles. Parecería que las situaciones de gran inestabilidad exigen una gran dosis de discrecionalidad en el manejo de las variables agregadas. Adherencia estricta a un preconcepto puede ser la mejor manera de marchar a la catástrofe". Ello no surge de este trabajo ni de otros. Por el contrario existen algunos argumentos teóricos en favor de las reglas y no de la discrecionalidad. Y en el caso concreto de estabilización intuyo que gran parte del éxito del Plan Austral está basado en un estricto cumplimiento de la promesa de no emitir.