

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

1. En general coincido con que un tratamiento más refinado de las expectativas sería deseable. No creo, sin embargo, que el supuesto de que los agentes nunca yerran el pronóstico sea mejor que cualquier otro. Creo que a veces aciertan y a veces no, que a veces la información sobre los planes del gobierno se filtran y a veces no. Por ello, formas sencillas de tratar las expectativas del futuro, como suponer que los agentes creen que el futuro va a ser similar al presente son aún útiles.
2. El modelo demuestra que es factible encontrar situaciones en las que la hiperinflación surja justamente porque los tenedores de dinero están dispuestos a perder riqueza financiera en la forma de impuesto inflacionario, o sea, porque no huyen del dinero lo suficientemente rápido como para eludir ese impuesto. Es cuando el impuesto inflacionario supera al señorazgo, que surge del proceso hiperinflacionario. Sin

embargo, puede demostrarse que ese hecho depende críticamente de dos de los supuestos del modelo: 1) ajuste relativamente rápido de las expectativas (adaptativas), 2) ajuste instantáneo de carteras. Puede demostrarse que si las expectativas son adaptativas y lentas en ajustarse se tiene el efecto normal que menciona Santángelo: la hiperinflación es posible cuando los tenedores de dinero se desprenden rápidamente de él, al acelerarse la inflación. En ese caso, la única forma en que el gobierno puede apropiarse de un señorazgo real deseado, es mediante una continua aceleración de la inflación. Sin embargo, cuando las expectativas se ajustan rápidamente, esto se invierte y resulta que la hiperinflación se hace posible cuando los tenedores de dinero no se desprenden del dinero en forma veloz al subir la tasa de inflación.

Es cierto que pm está mal llamado "impuesto inflacionario". Pero no es cierto que represente una pérdida neta para la sociedad. En un equilibrio estacionario con inflación estable, el gobierno se estará apropiando exactamente ese monto pues el gobierno se apropia del señorazgo real y en un estado estacionario, éste es igual al llamado impuesto inflacionario. Esa es la esencia de la inflación. La pérdida neta para la sociedad surge cuando el "impuesto inflacionario" excede el señorazgo. En nuestro modelo, esa es la situación en la que la tasa de inflación se está acelerando. Y es ésta una propiedad razonable del modelo que, en verdad, explica la propiedad paradójica ya señalada de que la hiperinflación sea posible cuando la demanda de dinero no caiga lo suficientemente rápido al aumentar la tasa de inflación. Pues en ese caso el impuesto inflacionario será creciente y habrá una continua pérdida neta para la sociedad porque habrá una auténtica destrucción de riqueza: el excedente del impuesto inflacionario sobre el señorazgo.

3. Puede caer la demanda de riqueza financiera.

Como nosotros supusimos que el bono es indexado, es razonable que los tomadores de decisiones de cartera cambien dinero por bonos. Si tienen en cuenta además, el riesgo político, preferirán bienes durables o activos externos. Pero ello es totalmente compatible con el modelo si suponemos que tanto los bienes como los activos externos aumentan en su valor de acuerdo con el nivel general de precios. La única diferencia va a radicar en que el gobierno no va a poder mantener fija la proporción en que monetiza el déficit. Quizás se vea obligado a monetizar todo el déficit. Pero nuevamente, el modelo admite la interpretación de que  $d = 1$  y B es el valor de los bienes durables que los agentes estoquean o bien las divisas que mantienen en su poder.

4. "La sociedad no está dispuesta a financiar el nivel del gasto público".

En el contexto del modelo presentado, el nivel del déficit puede deberse en parte a que los agentes económicos evaden impuestos porque no están dispuestos a financiar G. También es posible que la recaudación impositiva real disminuya con la inflación porque ellos tomen a la tasa de inflación como índice de la desorganización de las finanzas públicas. Si aumenta la inflación y cae la recaudación real, aumenta el déficit y el gobierno debe emitir más. Sin embargo, aunque parezca paradójico, este hecho es estabilizante pues torna al señorazgo una función creciente de la tasa de inflación. En ese caso, resulta más difícil que surja un proceso hiperinflacionario pues será más difícil que el impuesto inflacionario exceda al señorazgo en forma permanente para niveles cada vez más elevados de inflación, dada la función de demanda de dinero. En definitiva, la endogeneidad de la re-

caudación tributaria constituye un estabilizador automático en el presente modelo. Es muy posible que si hay expectativas adaptativas lentas también se invierta esta conclusión y en ese caso la endogeneidad de  $T$  sea desestabilizante.

#### 5. Reglas vs. discrecionalidad

En general estoy a favor de las reglas claras y sencillas que permitan orientar las expectativas de los agentes y hacer que no se vean defraudados, e.g. tipo de cambio reptante con mantenimiento de la paridad de poder adquisitivo una vez que se tiene un tipo de cambio real que se considera apropiado, tarifas públicas no deficitarias que permitan el crecimiento deseado de las empresas públicas, etc.

Pero es cierto que en situaciones altamente inestables es difícil y a veces indeseable adherirse en forma estricta a una regla. Esto se ve mejor cuando se trata de una "regla mala", e.g. la tablita cambiaría durante el período de Martínez de Hoz. Las reglas son convenciones prácticas. Pero no deben ser dogma. El seguimiento día a día de la economía debe señalar cuándo ciertas reglas deben ser modificadas. El Plan Austral es otro ejemplo valedero. Es posible que gran parte de su éxito se deba al cumplimiento de ciertas promesas o reglas. Soy un gran admirador de sus logros antiinflacionarios. Sin embargo, espero sinceramente que no se conviertan las reglas en dogmas pues en ese caso se convertiría en una nueva amenaza para la economía. En definitiva, mi mensaje es que hay que saber cuándo poner las reglas y qué reglas poner. Pero eso implica saber cuándo hay que suprimirlas y cambiarlas por otras.