

2810

48593

SANTA FE

CFI

**LOS PROGRAMAS MACROECONÓMICOS Y LA POLÍTICA
ECONÓMICA DE LOS ESPACIOS SUBNACIONALES**

FEBRERO 2011

FUNDACIÓN APERTURA

EXTRACTO

En este trabajo se presentan los lineamientos de un programa macroeconómico que cumpla con los objetivos de alcanzar el crecimiento sostenido, con generación de empleo e inflación reducida, que contribuya a la mejora en la distribución del ingreso y reducción de la pobreza. Entre estos objetivos usuales se intenta presentar una propuesta macroeconómica que priorice relativamente la reducción de la pobreza. Teniendo en cuenta el estado de situación de la economía argentina y las principales fuentes de volatilidad macroeconómica, externas y domésticas, que restringen el alcance de los objetivos enunciados, la propuesta macro se resume en: 1) el establecimiento de un esquema metas de inflación que actúe como un ancla de las expectativas inflacionarias, 2) intervenciones cambiarias con un objetivo para el sendero del tipo de cambio que garantice la sustentabilidad externa e impulse la generación de empleo. 3) una regla fiscal que garantice la sustentabilidad de la deuda a la vez que constituya un apoyo para la política monetaria y cambiaria. El diseño de la regla fiscal debe permitir que la misma opere como herramienta contra-cíclica. Adicionalmente se evalúa la interrelación entre la política macroeconómica y los espacios subnacionales. Motivos políticamente extremadamente cortoplacistas explican las disparidades que surgen de la política de transferencias de la Nación a provincias y municipios, y requieren, en el marco de la propuesta macro presentada, la imperiosa necesidad de revertir la discrecionalidad que caracteriza a la relación.

INDICE TEMÁTICO

RESUMEN EJECUTIVO PAGINA 4

1. INTRODUCCIÓN PAGINA 9
2. OBJETIVOS PARA UNA ESTRATEGIA DE DESARROLLO: UNA APROXIMACIÓN SOBRE SU CUANTIFICACIÓN E INTERRELACIONES PAGINA 13
3. DIAGNOSTICO: VOLATILIDAD MACROECONÓMICA, SOLUCIONES PAGINA 25
4. ESTRATEGIA PAGINA 66
5. LAS POLÍTICAS PAGINA 74
6. LA POLÍTICA MACRO Y LOS ESPACIOS SUBNACIONALES PAGINA 111
7. CONSIDERACIONES FINALES: ESTADO DE SITUACIÓN PAGINA 118

NOTA TÉCNICA N°1: LA RELACIÓN ENTRE INFLACIÓN Y CRECIMIENTO:
ESTIMACIÓN DE UMBRAL DE INFLACIÓN PARA ARGENTINA
PAGINA 129

NOTA TÉCNICA N°2: EL PRODUCTO POTENCIAL DE LA ARGENTINA
PAGINA 140

NOTA TÉCNICA N°3: ESTIMACIÓN DEL TIPO DE CAMBIO REAL DE
"EQUILIBRIO" EN ARGENTINA PAGINA 143

RESUMEN EJECUTIVO

Luego de la recesión primordialmente provocada por los coletazos de la crisis financiera internacional originada en los Estados Unidos, la economía argentina se recupera impulsada por los elevados precios internacionales de los granos y el vigoroso crecimiento de las economías emergentes, particularmente de la región (Brasil). Todo esto sucede en el marco de políticas macroeconómicas domésticas que buscan permanentemente “foguear” el crecimiento con una batería de políticas monetarias, cambiarias, fiscales, de precios e ingresos que apuntan todas en la misma dirección. Lejos de las pretendidas tasas chinas e incluso de las publicadas oficialmente la economía se recuperó y crece a buen ritmo, particularmente aquellos sectores más beneficiados por los factores mencionados. Pero esta percepción de relativo bienestar convive con la acumulación de desequilibrios macroeconómicos crecientes que intentan disimularse, amparados en una visión extremadamente cortoplacista de las cuestiones económicas y de la política en general.

Más allá del marcado estancamiento en la mejora de los indicadores sociales que se observa en los últimos tres años, los costos de estos desequilibrios macroeconómicos no se perciben todavía plenamente. La postura desde las esferas gubernamentales es seguir profundizando el “modelo”, porque cualquier otra cosa es “ajuste”. No obstante, no se explicita muy bien cual es el modelo y, sobretodo, no se toma debida nota de las mutaciones experimentadas que hacen que lo que inicialmente fue ya no lo sea más. Acaso, ¿no vale la pena asegurarse bienestar presente aunque se dude acerca de su permanencia?, ¿no es conveniente continuar impulsando el crecimiento de la actividad, que conlleva mayor empleo, antes que entrar en complejos cálculos sobre los equilibrios macroeconómicos que garanticen la sustentabilidad del crecimiento? Las respuestas de no pocos son afirmativas, aunque las mismas no comulguen con la racionalidad económica. Esos no pocos se escudan en que con las políticas restrictivas nos ha ido muy mal. Y es cierto, particularmente cuando la receta del “ajuste” se aplica en medio de una recesión. Pero eso no justifica que las políticas sean en todo momento expansivas, concretamente cuando la economía está en la fase expansiva del

ciclo. Por eso es que en una visión que no esté cegada por el “cortoplacismo” se hace referencia a la sustentabilidad macroeconómica como base del verdadero crecimiento y del desarrollo. De manera simple hay que guardar en las épocas de bonanza para poder utilizar esas reservas cuando viene la mala. El sesgo de los gobiernos hacia políticas en extremo expansivas se da quizás en todas partes pero encuentra un campo más propicio cuanto mayor sea la debilidad institucional del país. La experiencia, muy particularmente en países como el nuestro, indica que este tipo de conductas provoca una elevada volatilidad en las principales variables económicas. El producto, el empleo, los ingresos crecen pronunciadamente cuando el viento viene de cola y se acompaña de políticas ultra expansivas, pero se cae del mismo modo, aunque en ocasiones estrepitosamente, cuando sobrevienen los malos tiempos. La evidencia empírica muestra que el crecimiento promedio de las economías con elevada volatilidad, particularmente la volatilidad “extrema” que provocan las crisis, es significativamente inferior al crecimiento promedio de las economías más estables. Los avances en el bienestar de los países no se pueden medir en un par de años, ni siquiera en 7 u 8 años, sino en décadas. La volatilidad de las variables macroeconómicas afecta esa tendencia económica de mediano y largo plazo, y es por eso que identificar sus causas constituye una parte sustancial de un buen diagnóstico en la elaboración de cualquier programa. La elevada volatilidad de la economía Argentina se debe a causas tanto exógenas como endógenas. La variabilidad de los términos de intercambio, esto es la relación entre los precios de exportaciones e importaciones, así como los pronunciados vaivenes de los flujos internacionales de capitales son motivos externos, que no están, en principio, determinados por factores domésticos sino que dependen básicamente de políticas implementadas por países avanzados o de cambios estructurales a nivel mundial que no están bajo el control de las autoridades locales.

La elevada inflación es como la fiebre al cuerpo humano, en raras ocasiones mata pero va debilitando el cuerpo y sobretodo es una señal que hay una enfermedad detrás que avanza y requiere ser atacada en sus causas profundas. Y debe quedar algo en claro, la inflación elevada como la actual resulta incompatible con el crecimiento sostenido y por lo tanto impide el

desarrollo. La inflación es el resultado lógico y natural de haber persistido en combinar políticas que todas expanden el gasto agregado por encima de la oferta agregada. Vale aclarar que más allá del origen, real o monetario, esos excesos de demanda agregada deben ser convalidados monetariamente para que exista inflación. También debe quedar claro que el responsable primario de esos desequilibrios macro que originan la inflación es el gobierno, quien es el responsable de la aplicación de las políticas macroeconómicas. Es cierto que la inflación es un fenómeno con una dinámica compleja, por eso se puede entender cierta confusión al culpar a empresarios y comerciantes que son los eslabones más visibles para los consumidores de la cadena de producción. Para el grueso de la profesión económica la hipótesis que los empresarios y comerciantes “inescrupulosos” originan la inflación no resiste análisis porque es claro que es el ambiente inflacionario que edifica la propia política macroeconómica lo que causa la inflación, más allá de que efectivamente existan mercados imperfectos o no competitivos. Tan solo vale con constatar que los monopolios y oligopolios también existen en países vecinos y no vecinos que tienen tasas de inflación varias veces más reducidas y que crecen incluso más que la Argentina, o que los monopolios y oligopolios ya existían en el país en épocas no inflacionarias y de crecimiento del PIB. La dinámica inflacionaria es también compleja porque las expectativas juegan un papel crucial en la retroalimentación de la inflación una vez instalada a partir de los desequilibrios macroeconómicos. Pero en buena medida las expectativas, sean hacia atrás (hay inflación porque hay cierta inercialidad, formalizada o no en los contratos) o hacia delante (hay inflación porque se espera que los desequilibrios macroeconómicos no serán revertidos), deben ser “controladas” por las autoridades, fundamentalmente monetarias, que deben ser creíbles, y con reputación, como para asumir el compromiso de hacer lo necesario a través de las herramientas de política disponibles para reducir la inflación.

La inflación elevada no es neutral, particularmente tiene efectos sobre la distribución del ingreso y la pobreza, paulatinos aunque crecientes, por mas que se pretenda disimularlos, ocultarlos y en ocasiones negarlos. Pero el atractivo político resulta muy poderoso porque los efectos positivos para el gobierno se perciben casi de inmediato. La inflación no provoca una crisis

inmediata sino que va debilitando el tejido social de manera progresiva pero implacable. Esto calza perfectamente en un gobierno que privilegia el “cortoplacismo” por sobre las construcciones de largo plazo, en definitiva que descrea de la institucionalidad como la base del crecimiento sostenido. El “modelo” actual es inexorablemente divergente al ser dependiente de una inflación creciente que se requiere como financiamiento de un gasto creciente a su vez necesario como mecanismo de “control” inflacionarios y expansión de la actividad.

Es cierto que las sorprendidas mejoras en el ambiente externo (altísimos precios de los granos y dólar mundialmente devaluado) contribuyen para prolongar la “vida” del modelo actual pero difícilmente puedan romper el círculo vicioso que propaga el financiamiento inflacionario del gasto creciente. Por un lado ese mismo contexto externo favorable brinda al país una oportunidad histórica pero al mismo tiempo implica el riesgo de profundizar desequilibrios macroeconómicos subyacentes. Es que los excepcionales términos de intercambio provocan lo que se conoce como enfermedad holandesa: hacen que el país sea más rico, o al menos sus habitantes se sientan más ricos, y la respuesta sea un aumento del gasto agregado y con una suba de los precios domésticos. Se produce una apreciación del tipo de cambio real, esto es un cambio de precios relativos en favor de los bienes domésticos o no transables (servicios) que va a atraer más recursos productivos, y en contra del resto de los transables (la industria) que va a tender a expulsar recursos. Seguir las señales de los precios no está mal si hay factores estructurales que lo justifican (irrupción de China e India en los mercados mundiales de alimentos), pero nunca se está seguro acerca de la permanencia de dichos cambios y menos aún con la volatilidad que caracteriza a los términos de intercambio. Ello sugiere que este efecto “riqueza” debe ser bien “administrado” para evitar una probable desindustrialización, y en el marco de una estrategia que se extienda más allá de cualquier período electoral, y que considere los riesgos, particularmente si ocurre una reversión de los precios, que acreciente los conflictos y termine abortando el crecimiento y la generación de empleo.

Teniendo en cuenta los aspectos hasta aquí presentados se elaboran los lineamientos macroeconómicos que buscan alcanzar los objetivos de crecimiento sostenido, con generación de empleo e inflación reducida, que contribuya a la mejora en la distribución del ingreso y reducción de la pobreza. Estos son los objetivos usuales de cualquier programa, lo que en todo caso se intenta es la presentación de una propuesta macroeconómico que favorezca relativamente la reducción de la pobreza. En función de las principales fuentes de volatilidad macroeconómica, externas y domésticas, que caracterizan a la economía argentina y restringen los objetivos enunciados, la propuesta macro se resume en: 1) el establecimiento de un esquema de metas de inflación que actúe como un ancla de las expectativas inflacionarias, 2) intervenciones cambiarias con un objetivo para el sendero del tipo de cambio que garantice la sustentabilidad externa e impulse la generación de empleo. 3) una regla fiscal “estructural” que garantice la sustentabilidad de la deuda a la vez que constituya un apoyo para la política monetaria y cambiaria. El diseño de la regla fiscal debe permitir que la misma opere como herramienta contra-cíclica.

Adicionalmente se evalúa la interrelación entre la política macroeconómica y los espacios subnacionales. Se encuentra que si bien la proporción de recursos nacionales coparticipados se reduce sostenidamente, por otro lado aumentan las transferencias, mayormente discrecionales, que la Nación efectúa a provincias y o directamente a municipios. La provincia de Santa Fe es, en términos absolutos, la más perjudicada con este tipo de “políticas”. Se sugiere que motivos políticos, coherentes con una forma de gobernar extremadamente cortoplacistas, explican las disparidades de estas transferencias. Las mismas no responden a criterios objetivos de distribución propios de una construcción federal: las provincias más beneficiadas son aquellas políticamente afines al gobierno central. En consecuencia se requiere, en el marco de la propuesta macro presentada, la imperiosa necesidad de revertir la discrecionalidad que caracteriza a la relación.

1. INTRODUCCIÓN.

La formulación de un plan macroeconómico debe entenderse como un proceso en que se interrelacionan objetivos últimos, un diagnóstico apropiado, y la aplicación de instrumentos de política que conforman una estrategia orientada a alcanzar los objetivos fijados. Se trata de un proceso iterativo que necesariamente debe reformularse a medida que cambian las condiciones iniciales o cualquier circunstancia que altera el diagnóstico realizado.

El principio general de cualquier estrategia es que se requieren tantos instrumentos como objetivos se tengan. No obstante, este principio general encuentra dificultades de implementación cuando se trata de objetivos que suelen estar interrelacionados y cuando los instrumentos no son necesariamente independientes, ni sus valoraciones son constantes y están sujetas a elevada incertidumbre. Es cierto que en macroeconomía se ha producido en las últimas décadas una convergencia en torno a determinados principios y que se ha conformado un consenso que domina el escenario de discusiones. También es cierto que el mencionado consenso ha sido criticado y está siendo revisado a partir de la reciente crisis financiera internacional. Lejos se está de haber confluído a un acuerdo pleno e indiscutible, que deba aplicarse de manera universal, en todo momento y espacio. La incertidumbre en cuanto a la efectividad y la precisión de los instrumentos de política, su interdependencia respecto a la asignación de objetivos particulares, son características que rodean a todo proceso de planificación macroeconómica.

En definitiva, no debe perderse de vista que para el éxito de una estrategia resulta primordial el cumplimiento de las condicionantes que le dan consistencia y sustentabilidad. Importa conocer la distribución de probabilidades de los escenarios bajo los cuales esos condicionantes se cumplen en la práctica. Particularmente interesa evaluar el impacto que resulta de la “cola” negativa de la distribución de riesgos, particularmente las consecuencias que conllevan los episodios de crisis. La ausencia de sustentabilidad y la consecuente volatilidad macroeconómica que caracteriza a

la economía argentina obliga a evaluar las consecuencias de estos episodios, que si bien de baja probabilidad de ocurrencia, tienen un elevadísimo costo económico y social. Esta volatilidad macroeconómica extrema deriva en crisis y cambios institucionales profundos. Se produce una trampa circular, la volatilidad macro pronunciada con nefastas consecuencias sociales desestabiliza institucionalmente y la fragilidad institucional potencia la volatilidad macroeconómica. Para romper con este círculo vicioso se requiere, desde la perspectiva macroeconómica, un programa sustentable en base a un diagnóstico y estrategia apropiadas.

No hay que confundirse. La recuperación económica pos colapso de la convertibilidad ha sido en algunos aspectos espectacular. Pero los avances iniciales muestran desde hace no menos de tres años un estancamiento significativo, particularmente en lo que tiene que ver con indicadores sociales. Resulta casi imperdonable que con semejante recuperación casi uno de cada tres argentinos viva todavía en la pobreza y ello no haya cambiado en los últimos años. De nuevo no hay que confundirse. Para reducir la pobreza se requieren planes sociales bien diseñados pero como condición *sine qua non* hay que crecer sostenidamente, esto es sin interrupciones abruptas producto de esquemas macroeconómicos insostenibles. Últimamente la Argentina está siendo beneficiada por un fenómeno histórico único que son los excepcionales y sostenidos precios internacionales de nuestras exportaciones. Apenas nos sacamos el velo del cortoplacismo nos damos cuenta que este factor exógeno que nos brinda una oportunidad histórica está siendo desaprovechado. El efecto “riqueza” que provocan esos excepcionales términos de intercambio debe ser bien “administrado” en el marco de una estrategia que se extienda más allá de cualquier período electoral. Esto significa, entre otros, morigerar los efectos contraproducentes de la llamada “enfermedad holandesa”: el efecto “riqueza” que provoca la suba de los precios internacionales conlleva la apreciación del tipo de cambio real (TCR); esto es el cambio de precios relativos a favor de los bienes no transables (servicios) y en contra de los transables (la industria), situación que se potencia por la inflación. De continuar este proceso se acrecientan los conflictos, se deterioran la competitividad y las cuentas externa, y se termina abortando el crecimiento y la generación de

empleo. Si bien hay aspectos de la política económica que han sido rescatables, particularmente aquellos originados en la primera etapa pos convertibilidad, el “modelo” actual es inequívocamente divergente. La elevada inflación es el síntoma de desajustes macroeconómicos y resulta incompatible con el crecimiento sostenido. Es como la fiebre al cuerpo humano, en raras ocasiones mata pero va debilitando el cuerpo y sobretodo es una señal de que hay una enfermedad detrás que avanza y requiere subsanar sus causas. Es cierto que primero la fiebre hay que bajarla pero para que haya una solución permanente deben combatirse sus causas profundas que en este caso tienen que ver con desequilibrios macroeconómicos evidentes. El programa macroeconómico 2012 que se propone apunta entonces a coordinar adecuadamente las políticas disponibles en un esquema consistente para que los beneficios que vienen desde afuera se puedan “administrar” y de esta manera potenciarlos para alcanzar los objetivos últimos teniendo en cuenta aquellas restricciones identificadas como relevantes.

El trabajo se organiza de la siguiente manera. En la sección que continúa se analizan los objetivos últimos de un programa macroeconómico de mediano plazo para la Argentina, se describen sus interrelaciones, y se cuantifican escenarios para la tasa de crecimiento del producto potencial y la tasa de inflación que “optimiza” el crecimiento. La tercera sección parte de considerar que la confección de un diagnóstico adecuado requiere identificar aquella característica que resume las restricciones estructurales que enfrenta una economía como la Argentina: la volatilidad macroeconómica. Por eso se analizan las causas, tanto exógenas como endógenas, que explican la volatilidad agregada como restricción al logro de los objetivos últimos y se aplica un marco de referencia común basado en la teoría económica de los seguros para evaluar el espectro de soluciones generales al problema. Una manera de evaluar las consecuencias de la volatilidad macroeconómica y de establecer las bases de un programa es presentar las condiciones que debe cumplir un programa macroeconómico en términos de dos objetivos intermedios: la solvencia externa y la solvencia fiscal. En la cuarta sección se evalúa la estrategia a seguir en base al diagnóstico previamente trazado y sus condicionantes. La elección de la estrategia más apropiada se realiza a partir

del análisis crítico del esquema de metas de inflación, nombre que resume la estrategia hoy dominante en los círculos académicos y en la práctica de un número importante de economías avanzadas y “emergentes”. En función de los objetivos últimos y del diagnóstico realizado y del balance entre aspectos positivos y debilidades del enfoque de metas de inflación se propone un enfoque “superador”, que amplía los objetivos y los instrumentos respecto al esquema “puro” de metas de inflación. Se reafirma la necesidad de objetivos de inflación pero, a la vez, se incorpora la política cambiaria como un instrumento de política clave para una estrategia de desarrollo. Otra política clave en la estrategia propuesta es el establecimiento de una regla de superávit fiscal “estructural” que debe ser diseñada de manera flexible y viable por poder resultar como sostén de la política cambiaria a la vez que contribuye a garantizar la sustentabilidad fiscal y, no menos importante, actuar como una herramienta anticíclica. En la quinta sección del trabajo se explicitan cada una de las políticas que componen la estrategia, los motivos y la propuesta concreta para las principales políticas macro, la cambiaria, la monetaria y la fiscal. Suplementariamente se evalúa el papel que cumplen la política financiera, las políticas de ingresos, las políticas comerciales y las políticas de control de capitales. La sección sexta evalúa el papel de los espacios subnacionales, con particular atención a la provincia de Santa Fe, en el marco de la propuesta macroeconómica. Se identifican los inconvenientes que profundizan la dependencia, económica y fundamentalmente política, de las provincias respecto al poder central, y consecuentemente se enfatiza la imperiosa necesidad de revertir los incentivos que están detrás del “modelo” todavía imperante. En la última sección del trabajo se reflexiona sobre la secuencia óptima y los condicionantes a la implementación de la estrategia. Para ello se esboza el estado de situación de la economía a comienzos de 2012, esto significa proyectar los valores probables que alcanzarán los objetivos últimos y los principales precios relativos y calcular las brechas que tendrán respecto a los valores que se estiman de “equilibrio”.

2. OBJETIVOS PARA UNA ESTRATEGIA DE DESARROLLO: UNA APROXIMACIÓN SOBRE SU CUANTIFICACIÓN E INTERRELACIONES.

Una estrategia orientada al desarrollo económico tradicionalmente se define en función de **objetivos** últimos en materia de **crecimiento** (una tasa de crecimiento sostenida del Producto Interno Bruto –PIB-), de **inflación** (una reducida y estable tasa de inflación), y de **distribución del ingreso** (mejora en la distribución del ingreso que permita eliminar la indigencia y la exclusión social). Desafortunadamente cada una de las políticas que se implementen tendrá efectos identificados con más de uno de los objetivos últimos, y cuya magnitud está sujeta a incertidumbre, todo lo cual dificulta considerablemente la elaboración de una estrategia óptima. Más aún, los objetivos últimos están estrechamente interrelacionados, aunque tales relaciones no sean necesariamente lineales. En esta sección del trabajo se describen y justifican los objetivos últimos a los cuales debe converger un programa macroeconómico, se analizan sus interrelaciones y teniendo en cuenta las mismas se realiza una primera cuantificación de los objetivos últimos.

2.1. El crecimiento.

Como una primera aproximación los economistas coinciden que en el largo plazo el crecimiento está determinado por la disponibilidad de recursos productivos, capital y trabajo, y la tecnología. Esta última entendida en un sentido amplio como la forma en que se combinan los factores productivos capital y trabajo, también llamada productividad total de los factores (PTF). Y más precisamente en el largo plazo se asume “plena” utilización de los factores productivos. Más allá de esta definición descriptiva del crecimiento resulta importante investigar los factores que en última instancia explican por qué una economía acumula más factores productivos y sobretodo por qué tiene un mayor progreso tecnológico que otra (resumido en la PTF). Entre estos determinantes profundos del crecimiento se destacan: 1) el papel de las instituciones, en términos amplios las “reglas del juego”, 2) la estabilidad de las políticas macroeconómicas (o la inestabilidad) y 3) el papel que puedan cumplir las políticas activas en impulsar el crecimiento.

La evaluación que se haga respecto a la importancia de estos determinantes profundos del crecimiento influirá en la forma de definir y, por lo tanto, de estimar el llamado producto o PIB potencial y su tasa de crecimiento. Por ejemplo, las políticas macroeconómicas como la fiscal, la monetaria o la cambiaria son, en principio, instrumentos de corto plazo. Pero su estabilidad o inestabilidad en el tiempo influyen sobre el crecimiento de largo plazo. Hay por lo tanto una interconexión entre los aspectos de corto y de largo plazo. Como se analiza en las secciones siguientes la volatilidad macroeconómica en general, y en particular la inestabilidad pronunciada de las políticas macroeconómicas, afecta significativamente la performance económica.

Las diversas metodologías de estimación del PIB potencial o de largo plazo no son neutrales respecto a este tipo de consideraciones. Así cuando el PIB potencial se estima como un “promedio” del PIB efectivo, siguiendo alguna técnica de “filtrado”¹, la brecha del PIB que surge es de carácter simétrico, esto es una suerte de promedio entre expansiones y recesiones. Un inconveniente de esta metodología surge particularmente cuando hay recursos desempleados por largo tiempo. Por ejemplo, las discrepancias aparecen cuando el desempleo excede al llamado “friccional” que se explica por la entrada y salida de trabajadores al mercado laboral, e incluye aspectos estructurales que se relacionan con inadecuadas capacidades de la fuerza laboral respecto a las demandas de los empleadores. Entonces la estimación del PIB potencial como la tendencia de la serie de tiempo no hace más que convalidar esa subutilización de factores, dado que este método asume implícitamente plena utilización de los recursos de capital y trabajo.

En cambio, el enfoque de la función de producción agregada o fuentes del crecimiento permite estimar el PIB potencial de manera tal que la brecha del PIB no resulte simétrica. Esta metodología permite considerar explícitamente la plena utilización de recursos, en lugar de asumirla implícitamente como lo hacen las distintas metodologías de filtrado. Por ejemplo, el PIB potencial se puede estimar asumiendo un determinado desempleo “friccional”, que es

¹ El método más usualmente utilizado para extraer la tendencia de las series de tiempo es el filtro de Hodrick-Prescott.

inferior al desempleo promedio de la serie que puede incluir adicionalmente el desempleo “estructural”. En este caso el PIB potencial se interpreta como más cercano a un máximo posible y no como un promedio del PIB efectivo.

Lo cierto es que las estimaciones sobre variables no observables como el producto potencial están sujetas a fuertes controversias. De cualquier modo resulta conveniente realizarlas. Hacerlas de manera razonable y prudente tiene un motivo poderoso, que es el poner límite a las expresiones de deseo, en no pocas ocasiones voluntaristas, de quienes ensayan de manera algo ligera que con los “recursos” y la “potencialidad” con que cuenta el país es relativamente sencillo alcanzar tasas de crecimiento extraordinarias. A veces se pasa por alto que el crecimiento sostenido depende más de la tecnología o productividad total de los factores que de la disponibilidad o acumulación de recursos. Y que esa productividad está, a su vez, muy influenciada por condiciones que se edifican solamente con el transcurso del tiempo como lo son la estabilidad institucional, la estabilidad de las políticas macroeconómicas y la presencia de políticas activas consistentes (o la ausencia de política activas inadecuadas).

Los aspectos hasta aquí mencionados determinan el PIB y su tasa de crecimiento al cual supuestamente tiende a converger la economía. Sin embargo, la planificación económica generalmente se refiere al mediano plazo, por ejemplo 4 años que dura un mandato presidencial. Y el punto de partida no es, casi siempre, el llamado “estado estacionario”, en el cual la economía está en “equilibrio”, con las variables agregadas creciendo a tasas constantes. Solamente en estos casos la brecha del PIB, esto es la diferencia entre el PIB efectivo u observado y el PIB potencial, está cerrada, entonces la economía va a tender a crecer al ritmo del crecimiento del PIB potencial. La programación de mediano plazo debe tener en cuenta la fase del ciclo en que se encuentra la economía.

2.2. La inflación. Una tasa de inflación, entendida como el aumento sostenido y generalizado de los precios, relativamente baja debería ser un objetivo último de política económica. ¿Por qué? Los costos de la inflación sobre el crecimiento y el bienestar general son ampliamente reconocidos en la

literatura económica². Aún ante una inflación que sea completamente anticipada por los agentes económicos la misma es costosa porque el dinero se deprecia y al no pagar interés obliga al público a ir seguidamente al banco a realizar extracciones. Los costos suelen ser aún mayores cuando la inflación es no anticipada. La inflación genera redistribución del ingreso y la riqueza que perjudica a los sectores de menores ingresos por tener ingresos fijos³, mayor proporción de liquidez en sus activos, y en general menor acceso a mecanismos financieros de protección contra la inflación⁴. La inflación provoca una “sobreinversión” en el sector financiero al destinarse recursos para su previsión y la protección contra sus efectos. La inflación desincentiva el ahorro, al reducir su retorno, y consecuentemente puede desincentivar la inversión⁵. Para terminar, aunque no menos importante, la inflación genera incertidumbre en los precios relativos y en el nivel de precios futuro, todo lo cual provoca ineficiencias en la asignación de recursos. En general existe una correlación positiva entre el nivel de inflación y la variabilidad de la inflación. Además la evidencia empírica muestra una correlación positiva entre el nivel de inflación y la variabilidad de los precios relativos. Todo esto indica que existe una relación negativa entre crecimiento e inflación en el largo plazo: un ambiente de inflación estable y reducida está asociado con mayor crecimiento económico potencial.

2.3. Distribución del ingreso y reducción de la pobreza. Bien puede argumentarse que si hay crecimiento el mismo es sostenible cuando la inflación es relativamente reducida, y que ese crecimiento sostenido con

² Un buen resumen de los costos de la inflación puede consultarse en Briault, Clive (1995) “The Costs of Inflation”, *Bank of England Quarterly Bulletin*, February.

³ Los ingresos pueden ajustarse aunque generalmente lo hacen en menor medida. Los que en ocasiones pueden incluso superar a la inflación son los ingresos de los asalariados formales pertenecientes a sindicatos con alto poder de negociación seguidos por los de profesionales independientes, todos los cuales no pertenecen precisamente a los sectores de menores ingresos. Pero la evidencia empírica es inequívoca, la inflación empeora la distribución del ingreso.

⁴ La redistribución regresiva del ingreso fue durante buen tiempo asociada con mayor ahorro y crecimiento económico. No obstante, últimamente cada vez son más los estudios empíricos que muestran que los episodios de crecimiento sostenido están asociados con mejoras en la distribución del ingreso. Ver por ejemplo Berg, Andy, Jonathan Ostry y Jeromin Zettelmeyer, (2006), “What Makes Growth Sustained?”, Fondo Monetario Internacional, <http://www.internationalmonetaryfund.org/External/NP/seminars/eng/2006/growth/jz2.pdf>

⁵ A esta asociación se la llama paradoja de Feldstein y Horioka, economistas que encontraron que el ahorro nacional y la inversión son variables altamente correlacionadas.

reducida inflación es condición *sine qua non* para reducir la pobreza y eliminar la indigencia⁶. Entonces con crecimiento, estabilidad y reducción de pobreza cabría esperar una mejor distribución del ingreso o al menos que la misma no tienda a empeorar. Desafortunadamente esto no siempre es así. En ocasiones las economías crecen a buen ritmo y con reducida inflación y, sin embargo, estos progresos no se perciben en importantes sectores de la población. Si no hay “derrame” hacia los sectores de menores ingresos los objetivos de la política económica son incompletos. Podría decirse que el desarrollo económico se alcanza cuando el crecimiento del producto se ve acompañado por una distribución más igualitaria del ingreso⁷. En no pocos países se observa que la brecha entre los que mas ganan y los que menos ganan no deja de ampliarse generando tensiones que promueven el conflicto social y terminan en exclusión social, situación de la cual no se sale tan solo recuperando o acelerando la tasa de crecimiento del PIB. La distribución del ingreso se constituye así en un objetivo último, que no necesariamente se alcanza solamente con crecimiento económico y baja inflación. En una economía con elevado nivel de desempleo, particularmente desempleo “estructural”, la distribución del ingreso mejora y la pobreza cae cuando crece el empleo. Entonces la distribución del ingreso y la reducción de la pobreza están directamente ligadas a la generación de empleo.

2.4. Interrelación entre los objetivos últimos. Del análisis previo surge que los objetivos últimos no son independientes, e incluso sus relaciones pueden resultar bastante complejas, no necesariamente lineales sino sujetas a “umbrales” o no lineales. El crecimiento, la inflación y el empleo son variables interrelacionadas, que en ocasiones van de la mano, pero cuya relación precisa está definida en parte por la estrategia macroeconómica global, esto es de la combinación de instrumentos de política que tienen efectos diferenciados sobre

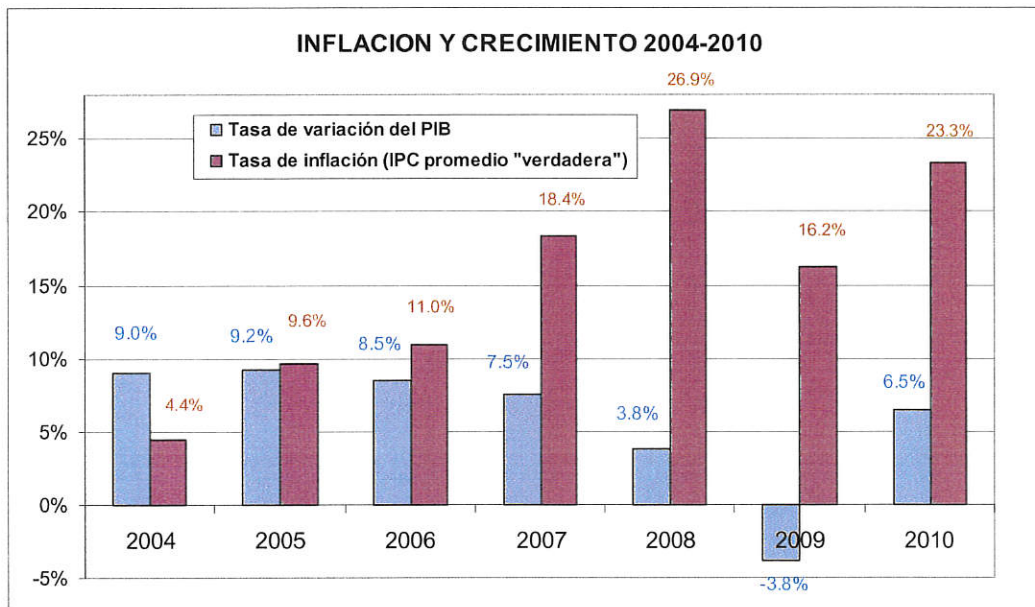
⁶ Indigentes o pobres extremos son la parte de la población que está por debajo de la línea de ingresos que cubren la canasta básica alimentaria, mientras que pobres son la parte de la población que está por debajo de la línea de ingresos que cubren la canasta básica total, esto es alimentaria y un conjunto de servicios básicos.

⁷ Keynes J.M. (1930) “The Economic Possibilities of Our Grandchildren”, *Essays in Persuasion*, Cambridge UP 1983, distinguía entre necesidades absolutas y necesidades relativas. Mientras las primeras se satisfacen independientemente de los demás, las segundas no pueden satisfacerse por todos al mismo tiempo porque cuanto mas tiene uno menos tienen los otros. Entonces la felicidad es menor cuando empeora la distribución del ingreso.

los objetivos últimos. En consecuencia, la cuantificación de los objetivos últimos debe considerar estas interrelaciones y su determinación resulta simultánea.

Si bien hay sobrados argumentos que muestran los efectos nocivos de la inflación sobre el crecimiento sostenido, esto no significa necesariamente que los precios deban permanecer constantes, que la inflación “óptima” sea cero⁸. Una inflación positiva puede actuar como un “lubricante” para los mercados de bienes y de trabajo. La razón principal tiene que ver con las rigideces de precios y salarios. Adicionalmente hay cierta evidencia a favor de imperceptibilidad de la inflación para los trabajadores y consumidores cuando el nivel de la misma es muy bajo. ¿Cómo es que la inflación puede “aceitar las ruedas” de los mercados? Las economías suelen sufrir shocks que requieren ajustes en los precios relativos. Por más que “ajuste” sea hoy día uno de los términos más desacreditados, caben precisar distintos tipos de ajustes. En este caso se trata de ajuste o cambio de precios relativos. Ante los cambios (shocks) que sufren las economías el ajuste de precios relativos es prácticamente inevitable, y necesario porque, dado el shock, es el que minimiza el ajuste de cantidades, esto es la recesión y/o el desempleo, particularmente el ajuste violento que se produce cuando no hay ajuste en los precios relativos. El problema es que el cambio de precios relativos requiere que haya precios que suban y otros que bajen. Mientras los primeros no tienen problemas de subir, hay resistencia en los que tienen que bajar, con lo cual el promedio de precios tiende a subir. Ante un desequilibrio en el mercado laboral que requiera una caída del salario real, la inflexibilidad nominal provoca que el ajuste sea factible de lograr en el contexto de inflación positiva, esto es la constancia del salario nominal significa una caída en el salario real mayor cuanto mayor sea la inflación, esto es el aumento en el promedio de los precios.

⁸ En el extremo si se considera que el dinero tiene costo de producción cero resulta óptimo proveer el máximo posible lo cual se corresponde con una tasa de interés nominal cero y una tasa de inflación negativa igual a la tasa de interés real. Esto es lo que se deriva de la regla de Friedman respecto a la cantidad óptima de dinero.



FUENTES: INDEC, Buenos Aires City y estimaciones propias.

Del mismo modo, ante desequilibrios en otros precios relativos fundamentales, el aumento el nivel de precios puede facilitar el ajuste al equilibrio. Esto sucede, por ejemplo, cuando el tipo de cambio real está sobre-depreciado (*overshooting*) o cuando la tasa de interés real debe caer para incentivar la inversión. Aunque cabe destacar que el tipo de cambio nominal es una variable susceptible de bajar por estar bajo el "control" de la autoridad monetaria en un régimen cambiario intervenido, esto es no sufre de inflexibilidad como en es caso del salario.

En todos estos casos se trataría estrictamente de cambios en precios relativos y no necesariamente de inflación. Para que se produzca inflación propiamente dicha los cambios en precios relativos deben ser convalidados por emisión monetaria, esto es lo que se denomina una política monetaria pasiva. De todos modos y como conclusión, la existencia de rigideces puede provocar que los cambios de precios relativos terminen transformando en "óptima" una inflación positiva.

En consecuencia una tasa de inflación positiva podría favorecer el crecimiento, esto es la inflación “óptima” puede ser positiva en lugar de cero⁹. No obstante, hay que ser extremadamente cauteloso en el sentido de aconsejar políticas inflacionarias para estimular el crecimiento. Niveles elevados de inflación terminan afectando la tasa de crecimiento y lo peor es que la inflación una vez instalada tiende a perpetuarse y los intentos de disminuirla son costosos en términos de actividad y empleo. En otras palabras, la relación entre inflación y crecimiento no sería lineal porque habría un límite o umbral de inflación a partir del cual la relación pasa de positiva o neutra a negativa. Aunque las estimaciones difieran para distintos momentos en distintos países o grupos de países hoy está ganando consenso la idea de que existen umbrales a partir de los cuales el signo de la relación inflación – crecimiento cambia, aún cuando esos cambios puedan ser inicialmente difíciles de percibir.

La existencia de este tipo de relación no lineal tiene consecuencias sobre la cuantificación de los objetivos últimos para un programa de mediano plazo: se requiere una determinación simultánea de la inflación y el crecimiento.

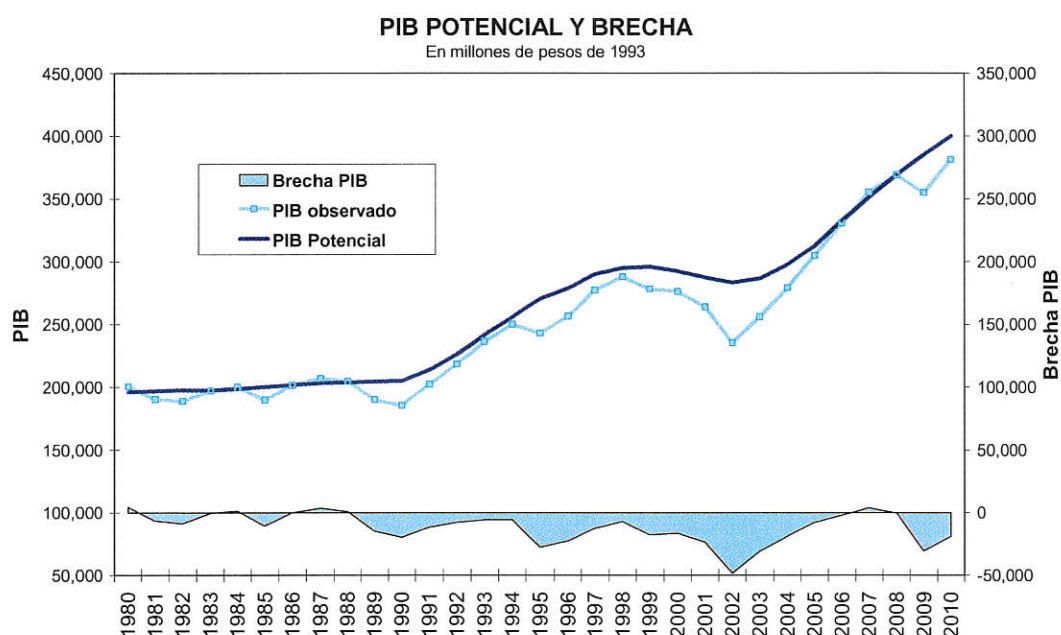
En la Nota Técnica N° 1 se presenta un cálculo de los umbrales de inflación para la economía argentina. Si bien estas estimaciones deben tomarse con suma precaución las conclusiones están en línea con buena parte de la evidencia internacional para países en desarrollo. Para la Argentina las estimaciones sugieren que para niveles inferiores al 7,5% la tasa de inflación estaría positivamente asociada con el crecimiento del PIB. Entre 7,5% y 12,5% la inflación sería neutral, y por encima del 12,5% la inflación tendría consecuencias negativas sobre el crecimiento¹⁰. En síntesis, esta evidencia estaría indicando que para niveles bajos de inflación (menores al 7,5%) habría

⁹ Un argumento teórico tiene que ver con una cuasi-racionalidad de aquellos que fijan precios y salarios. Akerlof, George, William Dickens and George Perry (2001) “Near-Rational Wages and Price Setting and the Optimal Rates of Inflation and Unemployment” incorporan sugerencias de la psicología para el enfoque de toma de decisiones (*behavioral economics*) postulando que cuando la inflación es relativamente reducida resulta poco o incompletamente percibida en cuyo caso los fijadores de precios y salarios responden menos que proporcionalmente a la inflación esperada.

¹⁰ Casualmente o no la medición oficial a través del índice de precios más representativo de la inflación en la Argentina (Índice de Precios al Consumidor del INDEC) empezó a adulterarse cuando la inflación del mismo superó aproximadamente ese umbral.

un *trade off* permanente entre inflación y desempleo, tal cual lo postulaba la curva de Phillips original. El umbral estimado no difiere demasiado del encontrado en general para los países en desarrollo y resulta sensiblemente superior a la de los países avanzados.

Sin embargo, los cálculos realizados para la Argentina también muestran que pasado el umbral de 12,5% ese *trade off* se da vuelta, y mayor inflación afectaría negativamente el producto y aumentaría el desempleo. Este resultado puede relacionarse con lo anteriormente expresado: mayor inflación está generalmente asociada con una mayor volatilidad de la misma lo cual altera los precios relativos y la asignación de recursos afectando el producto y el empleo.



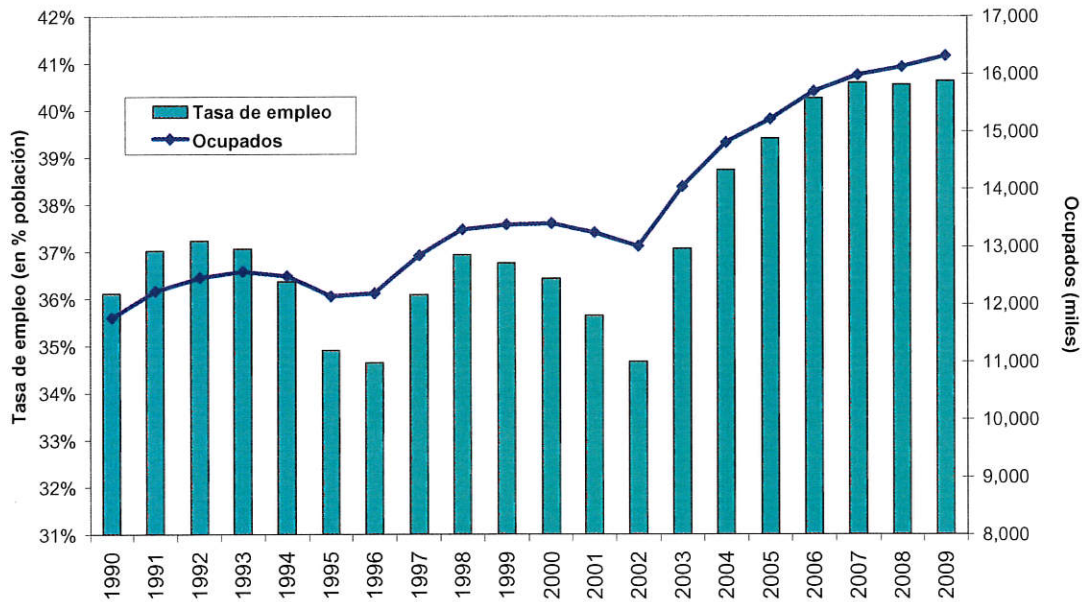
FUENTE: Estimaciones propias en base a datos INDEC y Ministerio de Economía.

En términos de implicancia de política las estimaciones realizadas indicarían que tasa de inflación objetivo de las autoridades económicas debería tener como límite superior el primer umbral estimado (7,5%) para que la inflación actúe como un lubricante del crecimiento. Este objetivo sería claramente superior al que eligen los países desarrollados de manera explícita, o de manera implícita como el caso de la Reserva Federal de Estados Unidos o el Banco Central Europeo.

En la Nota Técnica N° 2 se presenta la metodología utilizada para la estimación del PIB potencial para la Argentina. En un escenario optimista el PIB potencial converge a un crecimiento del 4,5% anual. Según la metodología de fuentes del crecimiento el PIB potencial depende crucialmente de la contribución de la productividad total de los factores (PTF), que se obtiene por residuo de la función de producción agregada. El llamado residuo de Solow resulta ser “una medida de la ignorancia” por incluir la amplia gama de factores que explican el “avance tecnológico”. En el mencionado escenario de proyección del PIB potencial, y en consecuencia el PIB efectivo proyectado para el mediano plazo, el supuesto asumido para la contribución de la PTF mantiene la elevada tasa de crecimiento tendencial de los últimos años. En un escenario alternativo se considera que en un contexto de baja credibilidad aparecen dudas sobre la sustentabilidad: la elevada inflación y la pérdida de competitividad y/o el deterioro de las cuentas fiscales, reducen la contribución de la PTF de modo tal que el PIB potencial converge a una tasa inferior al 3,5% anual.

Para que el crecimiento se “derrame”, esto es que esté asociado con creación de más y mejores empleos debe, entre otros, garantizarse la estabilidad de una estructura de precios relativos de bienes y servicios (tipo de cambio real) y de precios relativos de factores (salario relativo a renta) que no obstaculice precisamente la generación de empleo. Esto no significa que los precios relativos necesariamente deban permanecer constantes dado que la economía está sujeta a diversos shocks que requieren ajustes en los precios relativos, sino que se eviten dos tipos de cuestiones: por un lado, “sobre” reacciones en esos precios relativos que puedan surgir de distintas imperfecciones que afectan a los mercados, y por otro, niveles para los precios relativos correspondientes a “equilibrios” no deseables y por lo tanto difícilmente sostenibles porque, por ejemplo, generan empleo insuficiente o elevado desempleo.

OCUPADOS Y TASA DE EMPLEO



FUENTE: Estimaciones propias en base a datos del INDEC.

Por ejemplo, por más que la economía crezca y haya inflación muy reducida un nivel de tipo de cambio real “apreciado” (moneda local demasiado cara) está asociado con menor generación de empleo y un nivel de desempleo superior lo cual empeora la distribución del ingreso y eleva la proporción de la población por debajo de los niveles de pobreza e indigencia. En tanto los desequilibrios no se corrijan este tipo de situaciones son a la larga insostenibles. En consecuencia, no se justifica la aplicación de políticas persistentemente expansivas que provoquen presiones inflacionarias por exceso de demanda agregada. Como se vio antes la inflación tiene implicancias devastadoras sobre el tejido social, expandiendo la pobreza al ser los hogares pobres quienes reciben una mayor proporción de ingresos fijos, y empeorando la distribución del ingreso al perjudicar mayormente a los trabajadores no registrados que son los que cuentan con menor poder de negociación ante la erosión de ingresos que la inflación provoca.

La clave entonces consiste en el diseño de un conjunto equilibrado de políticas que logre cumplir con los objetivos últimos: crecimiento con reducida inflación, y creación de empleo que permita reducir la pobreza y la indigencia, y, dado un nivel de desempleo relativamente elevado, a una mejora en la distribución del

ingreso. No obstante, la situación de exclusión social en que se ya se encuentra una amplia franja de la población impone un condicionante adicional en el diseño de la estrategia macro: aún el mejor esquema macroeconómico puede resultar insuficiente para eliminar la indigencia y reducir significativamente la pobreza. Entonces resultan imprescindibles políticas que exceden en principio al enfoque macroeconómico. Está comprobado que las políticas fiscales más efectivas son las políticas de gasto público que reasignan las prioridades hacia objetivos sociales¹¹. La implementación de estas políticas sociales tienen no hacen más que imponer una restricción adicional al manejo de la política macroeconómica, particularmente la política fiscal.

El proceso que implica la formulación de un programa macroeconómico la fijación y cuantificación de objetivos últimos debe necesariamente revisarse de manera iterativa, en función de la interrelación entre los mismos y del efecto diferenciado que tenga sobre ellos el conjunto de políticas que constituyen la estrategia elegida.

¹¹ Políticas de gasto social que atacan más directamente el problema de la pobreza, como la asignación universal por hijo (AUH), pueden alcanzar mejores resultados que cualquier política impositiva supuestamente dirigida a redistribuir ingresos.

3. DIAGNOSTICO: VOLATILIDAD MACRO, SOLUCIONES.

En la sección previa se brindaron pautas cualitativas respecto a los objetivos últimos de un programa macroeconómico y una primera cuantificación de los valores a los cuales podrían converger el crecimiento y la tasa de inflación una vez que la economía se encuentra en el escenario teórico de un sendero “estable”. Pero las economías rara vez se encuentran sobre tal sendero lo cual no puede soslayarse a la hora de formular un programa macroeconómico de mediano plazo, como lo puede constituir un período presidencia de 4 años. Por eso es que un buen diagnóstico requiere considerar tanto cuestiones estructurales que afectan el largo plazo así como aspectos coyunturales que lo desvían del mismo.

En esta sección se parte de la siguiente hipótesis: en las economías en desarrollo como la nuestra hay una asociación entre elevada volatilidad macroeconómica y baja tasa de crecimiento económico promedio. Se analizan sus principales causas de esta inestabilidad de los agregados económicos a partir de algunos hechos estilizados: 1) la economía argentina está sujeta a grandes shocks exógenos o de origen externo como son las variaciones en los términos de intercambio y los cortes abruptos en los flujos de capitales asociados con imperfecciones de los mercados financieros internacionales, 2) la economía argentina está sujeta a inestabilidad intrínseca o endógena que se explica por políticas erradas e inconsistentes, por inestabilidad institucional y por la propia estructura productiva y comercial poco diversificada, 3) relacionado con lo anterior la economía argentina carece de mecanismos que amortigüen las fuentes de volatilidad tanto exógenas como endógenas.

Con este avance acerca de los problemas estructurales que afectan a una economía como la argentina se plantean probables soluciones en el marco de la teoría de los seguros de mercado, distinguiendo entre mecanismos de diversificación internacional del riesgo, dispositivos de auto seguro, y mediadas de auto protección. Las lecciones, particularmente de la experiencia latinoamericana, constituyen un primer indicio acerca de las pautas que

deberían regir a un programa macroeconómico de mediano plazo para la Argentina.

Los determinantes de la volatilidad macro, exógenos y políticas, condicionan la estrategia macro a seguir. Y una manera de evaluar las consecuencias de la inestabilidad macro y de establecer las bases de un programa es presentar esos condicionantes bajo la forma de objetivos intermedios a cumplir: solvencia, fiscal y externa. Esto es lo que se hace en la parte final de esta sección. Un incremento en los términos de intercambio o una menor aversión al riesgo de los inversores internacionales ayuda a la sustentabilidad externa, y también a la fiscal. La política monetaria/cambiaria influye sobre la sustentabilidad externa, la política fiscal determina la sostenibilidad de las cuantas públicas. A su vez la sustentabilidad fiscal y externa, garantizan que cierta combinación de los instrumentos de política que integran la estrategia macroeconómica puedan efectivamente orientarse al logro de los objetivos últimos

3.1. LA VOLATILIDAD MACROECONÓMICA Y SUS CAUSAS

La mera enumeración de la cantidad y diversidad de inconvenientes que enfrenta la economía argentina puede aportar poco y, sobre todo, llevar a mayor confusión dada la intrincada gama de interrelaciones y variados canales a través de los cuales se manifiestan los problemas económicos. Entonces, para emprender la tarea de diagnosis se busca identificar aquella característica distintiva del comportamiento agregado que actúa como limitante al logro de los objetivos últimos en la economía argentina. La volatilidad macroeconómica ha sido uno de los rasgos definitorios que resume el comportamiento deficiente de las economías latinoamericanas en general y de la Argentina en particular. El bajo crecimiento promedio del PIB y de otros agregados macroeconómicos como el consumo privado y la inversión, la inflación elevada, la regresiva distribución del ingreso y el crecimiento de la pobreza y la indigencia son todas variables que encuentran una asociación positiva con diversas medidas de volatilidad macroeconómica¹². En este trabajo la volatilidad macroeconómica se resume en la volatilidad del producto. Cabe aclarar que en general se hace

¹² Ver la serie de trabajos incluidos en Aizenman, Joshua and Brian Pinto eds. (2004) *Managing Volatility and Crises: A Practitioner's Guide*, Cambridge: Cambridge University Press.

referencia a la volatilidad macro real, y no a volatilidad macro nominal, aunque ambas están vinculadas en los casos de elevada inflación e hiperinflación.

El siguiente ejemplo, reflejo de acontecimientos recientes, puede ayudar a esclarecer el concepto. En países como el nuestro, exportador de alimentos, un boom de precios de los granos que mejora ostensiblemente los términos de intercambio, provoca un efecto “riqueza” que se desparrama por el resto de la economía. El gasto privado aumenta en función de cuan permanente se perciba el aumento de los precios internacionales: en general se espera que los agentes privados distribuyan en el tiempo una parte de los beneficios considerados extraordinarios pero por diversos motivos (por ejemplo restricciones de liquidez) los consumidores gastan una mayor parte del ingreso extra. Como resultado, los ingresos fiscales (por retenciones a las exportaciones y mayor actividad) también se incrementan excepcionalmente. La respuesta del gasto público es, como la evidencia empírica lo demuestra, muy pro-cíclica, es decir que el gasto público crece aún más que el aumento en el ingreso. Los motivos también son variados, y van desde horizontes temporales más acotados por cuestiones electorales o políticas, hasta diversas debilidades institucionales. De esta manera la política fiscal también resulta pro-cíclica, al menos en la fase expansiva del ciclo porque no se ahorra en esos buenos tiempos como sería prudente y recomendable. Con frecuencia este comportamiento se contagia a parte del sector privado¹³. Si adicionalmente la política fiscal no está coordinada con el resto de las políticas macroeconómicas (monetaria y cambiaria), porque todas tienen un sesgo expansivo, entonces es muy probable que el impacto de la mejora en los términos de intercambio tenga un efecto amplificado sobre el gasto agregado. Por el contrario, cuando los precios de los granos se desploman esa misma pro-ciclicidad fiscal puede forzar reducciones del gasto si, por ejemplo, surgen restricciones al endeudamiento del gobierno y/o del sector privado. Esta situación se agrava cuando el resto de las políticas tienen el mismo sesgo: la recesión se profundiza si la política cambiaria/monetaria se transforma también

¹³ Esta conducta por parte del sector privado no es necesariamente irracional. Ha sido evidente en nuestro país la conveniencia de endeudarse lo máximo posible con la expectativa de que al momento del repago aparezca un rescate por parte del sector público, esto es el llamado riesgo moral (*moral hazard*).

en contractiva. Esto sucede cuando para frenar los temores de una “fuga” hacia el dólar se lo utiliza como “ancla” (el TCR se aprecia si hay inflación) y ante la escasa credibilidad resurgen circunstancias de “dominancia financiera” y “dominancia fiscal”. De esta manera también es muy probable que la recesión resulte más profunda de lo que hubiese sucedido con una coordinación adecuada de políticas macro y en un marco de sustentabilidad fiscal y externa. En síntesis, la volatilidad del producto “gatillada” por la volatilidad de los precios internacionales es amplificada por la falta de coordinación y consistencia de las políticas macro.

¿Cuándo y por qué mayor volatilidad macro esta asociada con menor crecimiento promedio? La teoría económica tradicional separa el análisis del crecimiento de largo plazo del estudio del ciclo económico. Pero la relación no deja de ser compleja. Volatilidad macro y crecimiento de largo plazo están asociados tanto positiva como negativamente, pudiendo haber causalidad de una variable sobre la otra. La teoría y la práctica enseñan que no hay que poner todos los huevos en la misma canasta. Diversificando se reduce una parte del riesgo, pero sigue siendo cierto que las inversiones más innovadoras y más riesgosas son también las más dinámicas y potencialmente más rentables. En la “micro” riesgo y rendimiento están positivamente asociados, y cabría esperar que trasladando el mismo argumento a la “macro” una mayor volatilidad del crecimiento debiera relacionarse con mayor crecimiento promedio¹⁴. Esto es lo que suele suceder en economías avanzadas en períodos “normales”, cuando mayor riesgo (variabilidad del crecimiento) se asocia con mayor rentabilidad promedio (crecimiento del PIB per cápita). Y es en esta situación que el ciclo está dissociado del crecimiento de largo plazo como lo postula la literatura tradicional. Como se observa en el gráfico adjunto también es lo que parece estar ocurriendo en algunas economías “emergentes”¹⁵ que, en los últimos tiempos (con posterioridad a la crisis

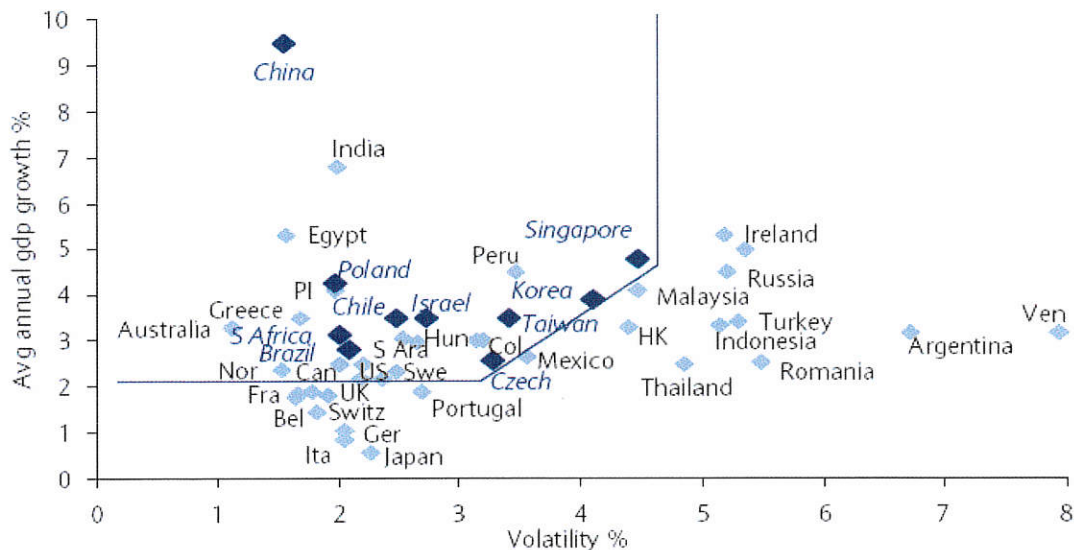
¹⁴ El caso “virtuoso” es de una economía dinámica con proyectos individuales altamente rentables y también volátiles, pero que gracias a una buena diversificación determinen una volatilidad agregada reducida. En esta situación ideal conviven una elevada volatilidad micro y una reducida volatilidad macro.

¹⁵ Esto está dando lugar a una nueva clasificación dentro de las economías emergentes que Barclays llama Mercados Emergentes Avanzados (*Advanced Emerging Markets*) y que incluye

1996/97), muestran respecto a las economías más avanzadas mayor crecimiento acompañado de mayor volatilidad del mismo, aunque dentro de un cierto rango. Cuando esos rangos de volatilidad son superados el crecimiento promedio se ve significativamente reducido como gráficamente lo evidencian casos como los de Venezuela y Argentina.

CRECIMIENTO Y VOLATILIDAD

1997-2009

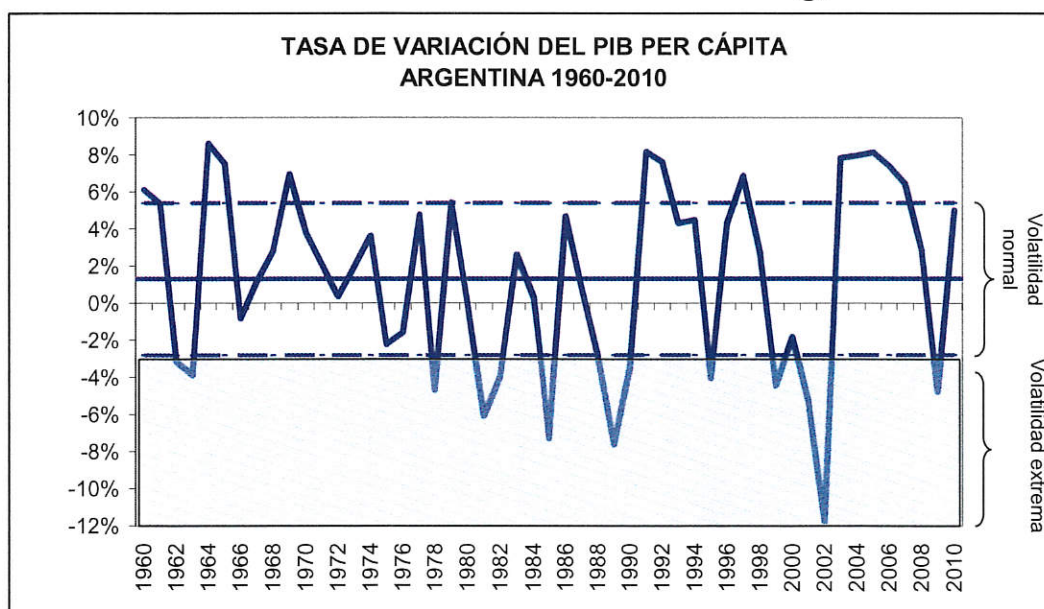


FUENTE: Barclays Capital

Estos rangos limitados de volatilidad macro suceden en el marco de mercados financieros desarrollados e instituciones adecuadas que aseguren el cumplimiento de los contratos (*enforcement*), que minimicen el riesgo moral (*moral hazard*) y que eviten la selección adversa (*adverse selection*)¹⁶. Pero si no existen la supervisión y regulaciones apropiadas o las mismas se relajan, estas imperfecciones que afectan a los mercados financieros disparan la volatilidad, incluso en economías avanzadas como la reciente crisis financiera internacional ha demostrado cruelmente. La volatilidad macro “normal” puede ser excedida porque hay variaciones no previstas ante la carencia de mercados “completos”, esto es que tengan en cuenta el conjunto de contingencias posibles lo cual de hecho no sucede. Entonces la asociación se transforma en negativa y la amplitud de la fluctuación afecta el crecimiento de largo plazo. Esto es lo que parecen haber aprendido este grupo de economías emergentes que, a pesar de no haber alcanzado un “desacople” absoluto de la crisis financiera originada en Estados Unidos y otros países avanzados, ha logrado retomar el crecimiento de manera vigorosa.

¹⁶ La selección adversa surge cuando hay incentivos para que los receptores de créditos seleccionen proyectos altamente riesgosos con una elevada expectativa de rentabilidad.

La evidencia empírica muestra que son las fluctuaciones abruptas, y no la volatilidad “normal”¹⁷, lo que afecta profundamente al crecimiento económico particularmente a las economías menos desarrolladas. Porque esa volatilidad macroeconómica pronunciada con frecuencia deriva en profundas crisis¹⁸. En el gráfico adjunto se observa la elevada volatilidad en la variación del PIB per cápita de la Argentina para las últimas cinco décadas.



FUENTE: Elaboración propia a partir de Hnatkovska y Loayza (2004).

Se destacan los episodios de volatilidad extrema o de crisis, como los años 1981-82, 1985, 1989-90 y 2001-02, en los que claramente se excede a la volatilidad “normal”, a su vez definida y estimada como el promedio del desvío estándar de la tasa de crecimiento per cápita mundial.

La inestabilidad macroeconómica provoca pérdidas directas de bienestar cuando los individuos tienen aversión al riesgo. Los consumidores, que en situación “normal” preferirían un patrón de consumo estable, se reducen demasiado el consumo en períodos malos así como tienen a sobre expandirlo en períodos favorables. La incertidumbre afecta la toma de decisiones de los

¹⁷ Ver Wolf, Holger “Volatility: Definitions and Consequences”, en Aizenman, Joshua and Brian Pinto eds. (2004) *Managing Volatility and Crises: A Practitioner’s Guide*, Cambridge: Cambridge University Press

¹⁸ Ver Hnatkovska, Vicktoria and Norman Loayza “Volatility and Growth”, en Aizenman, Joshua and Brian Pinto eds. (2004) *Managing Volatility and Crises: A Practitioner’s Guide*, Cambridge: Cambridge University Press

agentes económicos, sean de consumo, de ahorro e inversión, y el funcionamiento correcto de los mercados, y como resultado se reduce sensiblemente el crecimiento promedio de las economías. Pero fundamentalmente, la volatilidad, exacerbada en un contexto de graves inconsistencias macro y fallas de coordinación, determina abruptas modificaciones en las percepciones de riqueza que ponen en cuestión la solvencia de diversos agentes, públicos y privados, y derivan de manera recurrente en disrupciones macroeconómicas severas. Como resultado se trastorna gravemente el funcionamiento de las economías, con rupturas contractuales generalizadas y masivas redistribuciones regresivas de ingreso, aumento de la pobreza, la indigencia y la marginación social. Y lo peor, estos saltos a la extrema pobreza significan pérdidas “irreversibles” muy difíciles de combatir. El deterioro de los indicadores sociales es abrupto y su recuperación, al ser más lenta y gradual, tiene como agravante dejar afuera a franjas crecientes de la población, estos son los “excluidos”. La clave entonces es encontrar la mejor estrategia que tienda a evitar las situaciones de extrema volatilidad para así morigerar sus nefastas consecuencias.

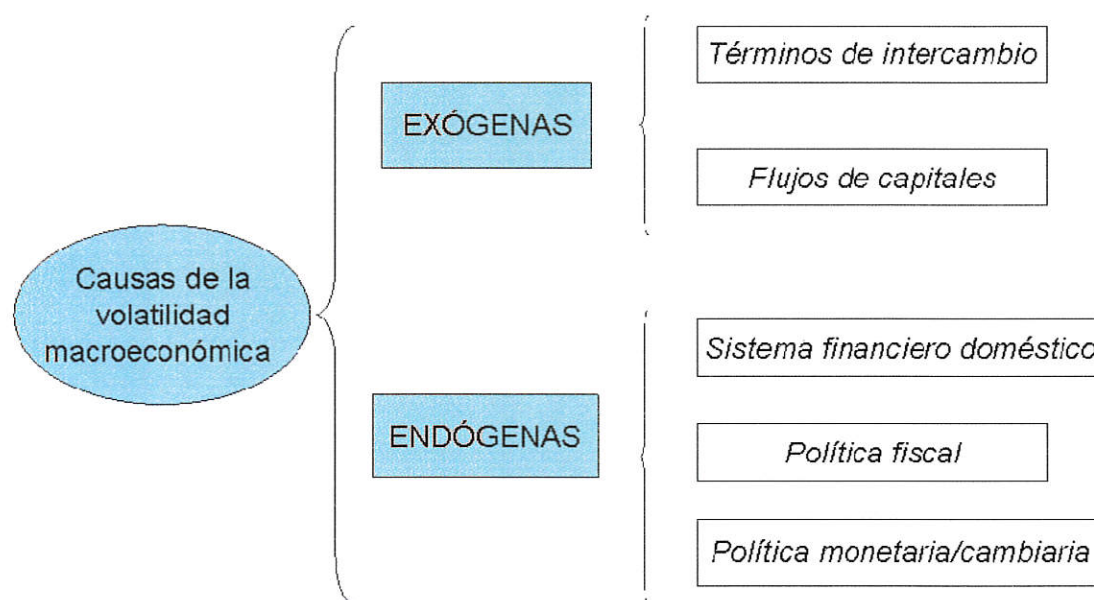
A propósito de los frecuentes episodios de extrema volatilidad en Latinoamérica, varios países de la región muestran síntomas de haber aprendido las lecciones del pasado. Desafortunadamente, la Argentina no es incluida entre ese grupo de economías. Nuestro país parece sólo haber revisado de manera parcializada algunos capítulos de la vasta experiencia. En términos del ejemplo anterior pareciera que últimamente se aprendió que efectivamente es malo “ajustar” cuando las vacas son flacas (fase recesiva del ciclo económico), aunque lejos pareciera estar el aprendizaje de la otra cara de la lección: moderar el crecimiento del gasto en la época de vacas gordas (fase expansiva del ciclo) que es cuando efectivamente se empieza a construir una política anticíclica. Pero esta es la parte de la lección más difícil de implementar, donde los incentivos políticos juegan en contra y donde se evidencia manifiestamente la ausencia de institucionalidad.

La significativa asociación negativa entre volatilidad macroeconómica y crecimiento per cápita en los países en desarrollo lleva a estudiar hasta que

punto la volatilidad macro es una causa o efecto de la falta de crecimiento. Para ello entonces se requiere profundizar los motivos que explican la incertidumbre que caracteriza a las economías en desarrollo y en particular a la Argentina.

3.2. Los factores que explican la volatilidad macro.

La volatilidad macroeconómica es reflejo de una combinación de factores de diversa procedencia, exógenos y endógenos. La economía Argentina está particularmente sometida a grandes shocks de origen externo, provenientes tanto de los mercados de bienes (perturbaciones comerciales) como de los mercados financieros (perturbaciones financieras). Mientras las primeras se reflejan a través de la volatilidad de los términos de intercambio, las perturbaciones financieras se manifiestan en la variabilidad de los volúmenes de financiamiento externo y en el costo del mismo.



La presencia de shocks exógenos demanda la aplicación de mecanismos para suavizar sus efectos. Pero estos factores de origen externo suelen ser potenciados por determinantes endógenos. Sea por errores en la conducción de las políticas macroeconómicas, por la inconsistencia de las mismas y/o por su falta de sustentabilidad lo cual tiene a reflejarse en medidas con un sesgo marcadamente pro cíclico. Sea por la ausencia de reglas o instituciones apropiadas que compensen esas políticas. Sea por la deficiencia de los

mercados financieros nacionales, sumada a las imperfecciones de los mercados financieros internacionales, que amplifican en lugar de amortiguar las fluctuaciones. Lo cierto es que esta variedad de motivos restringen severamente el margen que tiene cualquier gestión macroeconómica e inciden amplificando los efectos de las perturbaciones de origen externo que actúan habitualmente como “gatillos”. A continuación se caracterizan las principales fuentes de volatilidad que afectan fundamentalmente a la economía Argentina.

3.2.1. Los términos de intercambio.

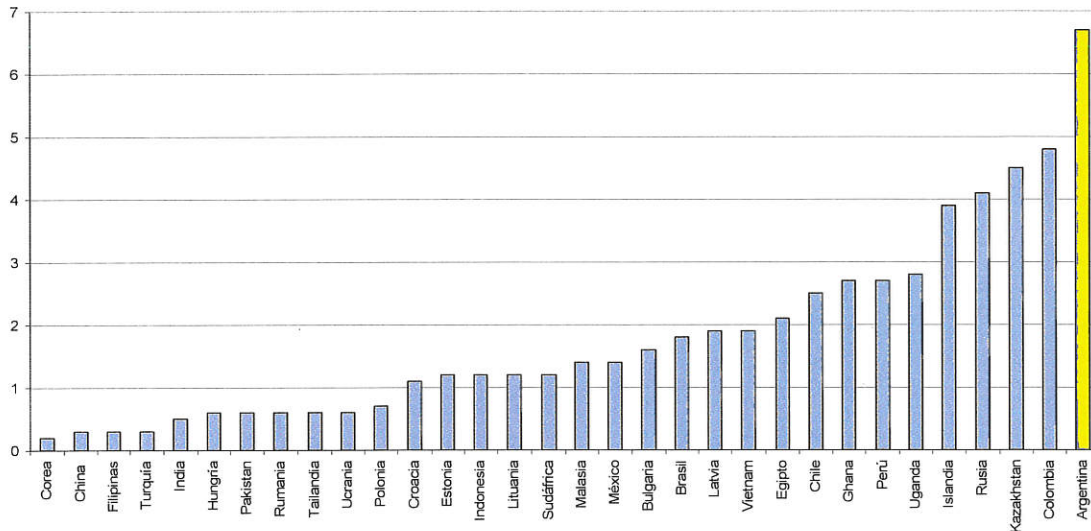
No resulta para nada novedoso remarcar la extrema inestabilidad a la que están sujetos los términos de intercambio de los países de la región respecto a los países desarrollados e incluso otras regiones en desarrollo como Asia. Hay varios motivos que explican la variabilidad de los precios de los *commodities*, sobre los cuales poco pueden incidir los países productores por tratarse de mercados internacionales altamente competitivos. Una razón es que, en el caso de los alimentos, la demanda es muy inelástica por tratarse de bienes de primera necesidad, mientras que la oferta suele fluctuar demasiado por depender de cuestiones aleatorias, como es el clima. Bajo estas condiciones es que pequeños cambios en las cantidades provocan grandes modificaciones de los precios en los mercados internacionales.

La Argentina es particularmente afectada por la alta participación de materias primas (*commodities*) en sus exportaciones, que supera el 70% de las mismas, en relación con la reducida participación que tienen los *commodities* en sus importaciones, que no alcanza al 20%. El ratio entre estas dos participaciones, que se grafica a continuación para la Argentina y otros países, refleja la mayor sensibilidad de la economía argentina a las variaciones en los precios de los *commodities* respecto a la gran mayoría de los países (exceptuando a los exportadores de petróleo no graficados)¹⁹.

¹⁹ Paradójicamente esta caracterización de la estructura comercial argentina conjuntamente con el hecho de que gran parte de las exportaciones de *commodities*, particularmente aquellas correspondientes al complejo sojero, no se consume localmente, determinan que una suba en los precios internacionales tengan un efecto menor sobre los precios internos, aunque el efecto sobre las cantidades (el PIB) sea significativo.

Ratio de sensibilidad a los precios de *commodities*

$\frac{\text{Exportaciones commodities primarios}/\text{Exportaciones totales}}{\text{Importaciones commodities primarios}/\text{Importaciones totales}}$

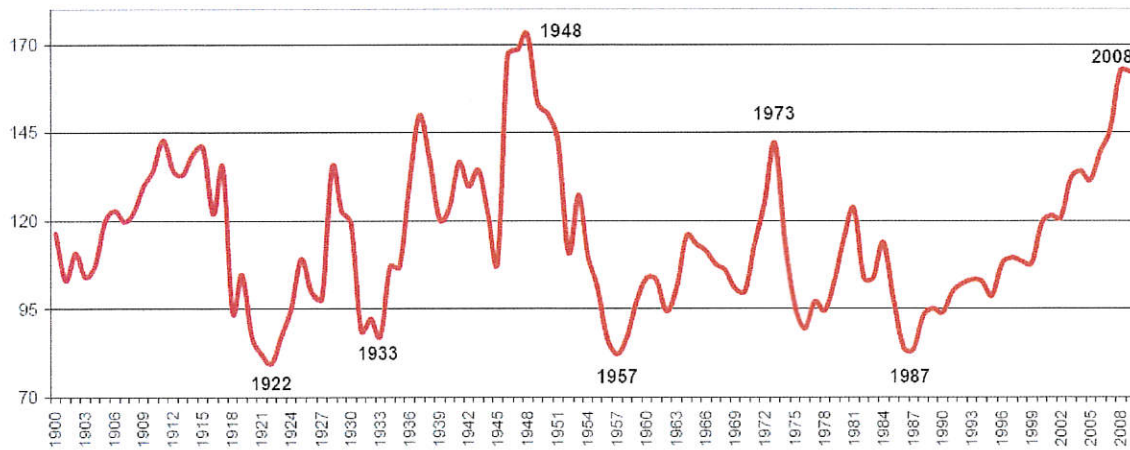


FUENTE: Elaboración propia a partir de datos del Fondo Monetario Internacional con datos para el año 2007.

Esta particular configuración comercial y productiva explica la histórica gran volatilidad de los términos de intercambio de la Argentina que se observa en el gráfico adjunto.

TERMINOS DE INTERCAMBIO ARGENTINA

Serie Anual, base 1970=100



FUENTE: CEPAL.

El impacto final de estas fluctuaciones sobre la variabilidad de la actividad depende del grado de apertura comercial de la economía. Con la globalización y el consecuente incremento del comercio mundial de bienes y servicios ha aumentado la exposición de la economía a la variabilidad de los términos de

intercambio y como resultado la volatilidad de la actividad económica. El valor del “multiplicador” que el sector exportador tiene sobre el resto de la economía es función de los eslabonamientos hacia delante y hacia atrás que tienen estas actividades²⁰. Adicionalmente se debe estimar el efecto “riqueza” (o “pobreza”) que se deriva de la mejora (o el deterioro) de los términos de intercambio y que expande la demanda agregada²¹.

Diversos estudios confirman la relevancia de la variabilidad de los términos de intercambio como fuente de volatilidad macroeconómica²². La mejora en los términos de intercambio de la Argentina producto de los aumentos en los precios de *commodities* agrícolas ha tenido y sigue teniendo un efecto expansivo sobre la actividad económica que se ha extendido a diversos sectores que van desde la industria, comercio, transporte, diversos servicios y hasta la construcción.

3.2.2. Los flujos financieros internacionales.

Los mercados de capitales internacionales son otra gran fuente de perturbación externa que soportan las economías abiertas. Con la globalización han crecido considerablemente los flujos comerciales, pero mucho más han crecido los flujos financieros. Esto ha tenido costos y beneficios. Los mercados financieros internacionales cumplen la función de diversificar el riesgo, reduciendo la exposición de los agentes domésticos al riesgo asociado con los ingresos de la economía local. Adicionalmente, y de acuerdo al paradigma teórico dominante, los mercados internacionales facilitan el ajuste de la economía ante shocks externos impidiendo oscilaciones pronunciadas en el consumo: una caída del ingreso por deterioro transitorio de los términos de intercambio se puede financiar mediante un aumento temporario en el déficit de cuenta corriente y

²⁰ La mayor complejidad que ha adquirido el complejo oleaginoso-cerealero en los últimos años gracias a la revolución tecnológica del campo ha seguramente elevado el valor multiplicador.

²¹ Podría argumentarse que la magnitud de este efecto sobre el producto (multiplicador) es función de la permanencia percibida en los cambios de precios. Sin embargo, hay variados motivos (restricciones de liquidez) por los cuales el multiplicador parece ser elevado aún habiendo incertidumbre respecto a la permanencia en las mejoras de los términos de intercambio.

²² Perry, Guillermo (2009), “Beyond Lending: How Multilateral Banks Can Help Developing Countries Manage Volatility”. Washington, DC: Center for Global Development. Izquierdo, Alejandro, Randall Romero and Ernesto Talvi (2007) “Business Cycles in Latin America: The Role of External Factors”, Inter-American Development Bank, Research Department.

evitar así una caída significativa del consumo. Pero la globalización financiera no ha estado exenta de costos. En las últimas décadas se han sucedido períodos de exuberancia interrumpidos por recurrentes crisis que significaron cortes abruptos en esos flujos. Estos *sudden stops* afectan el crédito y la actividad, y obligan a violentos ajustes en los precios relativos que mejoren la cuenta corriente del balance de pagos, contrapartida de la salida de capitales o el corte de financiamiento. Conjuntamente con la volatilidad de los flujos se produjeron las correspondientes variaciones en los precios de los bonos, con espectaculares reducciones (y aumento en la prima de riesgo) en las crisis (México 1995, Asia 1997, Rusia 1998, Argentina 2001, etc.) precedidas por subas exuberantes en los períodos previos. En realidad estas oscilaciones en el volumen y en el costo del financiamiento reflejan una combinación de factores tanto externos como factores domésticos. Las políticas monetarias de los países centrales por intermedio de la fijación de sus tasas de interés de política influyen sobre el ingreso de capitales. Estos flujos se reducen cuando las tasas de interés internacionales son altas y aumentan cuando bajan las tasas de interés. Aún cuando no se modifiquen las tasas de interés de los países avanzados, los flujos de capitales dependen de la actitud respecto al riesgo que en general tienen los inversores financieros internacionales: una crisis en determinado país puede contagiarse al resto cuando los inversores se asustan y en manada se desprenden activos financieros de otros países emergentes. En estos casos se trata de motivos puramente externos, producto de imperfecciones que afectan a los mercados internacionales, sobre los cuales las autoridades locales tienen escaso o nulo margen de maniobra. Pero la gran volatilidad de los flujos y de los precios de los bonos soberanos también puede ser responsabilidad de la propia política doméstica, como se analiza más adelante. Más allá del origen, exógeno o endógeno, de los flujos de capitales internacionales los mismos tienen un carácter claramente procíclico lo cual de por sí constituye una señal de alerta en el manejo de la política macro.

En síntesis, la economía argentina al igual que otras de la región ha estado expuesta a shocks externos de gran magnitud, sean comerciales y/o financieros, que explican una parte significativa de la volatilidad de los agregados macroeconómicos. No obstante, la culpa de la inestabilidad

agregada se proyecta más allá de factores externos, que habitualmente hacen las veces de “gatillos”, sino que se origina en buena medida en factores puramente domésticos.

3.2.3. *El sistema financiero doméstico.*

Los mercados financieros domésticos deberían cumplir un papel importante en la diversificación del riesgo ante perturbaciones externas. Ya sea para facilitar la diversificación ex ante de los riesgos entre residentes nacionales que pueden vender acciones de empresas locales o bonos nacionales y comprar activos del exterior, o a través de la derivación ex post de recursos hacia sectores solventes que transitoriamente sufren los efectos de una perturbación externa. Por motivos diversos el desarrollo de los mercados financieros locales es escaso lo cual impide una diversificación apropiada de riesgos que sirva de amortiguador de los shocks externos adversos. Por el contrario, el insuficiente desarrollo y debilidad de los mercados financieros domésticos suele amplificar los shocks de origen exógeno, aumentando la probabilidad de derivar en crisis financieras. La inadecuada supervisión y débil regulación se traducen en deterioro la cartera de préstamos, se dificulta la capacidad de evaluación de los riesgos y la aptitud del sistema financiero para intermediar eficientemente.

La evidencia muestra que la relación entre la deficiencia de los mercados financieros y la inestabilidad macroeconómica no necesariamente es lineal. En general se observa que cuanto mayor desarrollo financiero menor volatilidad macro. Pero esta asociación tiende a revertirse cuando se procura desarrollar el sistema financiero de manera apresurada, especialmente cuando se foguea un excesivo crecimiento del crédito privado en lapsos relativamente cortos, sin la adecuada supervisión y regulación. Esta situación tiene agravantes cuando hay “dolarización” financiera, esto es cuando se permiten depósitos y se otorgan préstamos en moneda extranjera. Aunque en teoría el sistema financiero no muestre riesgo de descalce de monedas porque tanto préstamos como depósitos están expresados en dólares, la fragilidad se manifiesta si los préstamos los reciben sectores con ingresos en moneda local ante el caso de una devaluación real. Adicionalmente la “dolarización” financiera restringe el poder que pudiera ejercer la política monetaria, restringiendo el multiplicador

monetario, al carecer la autoridad monetaria de la potestad de emitir moneda extranjera.

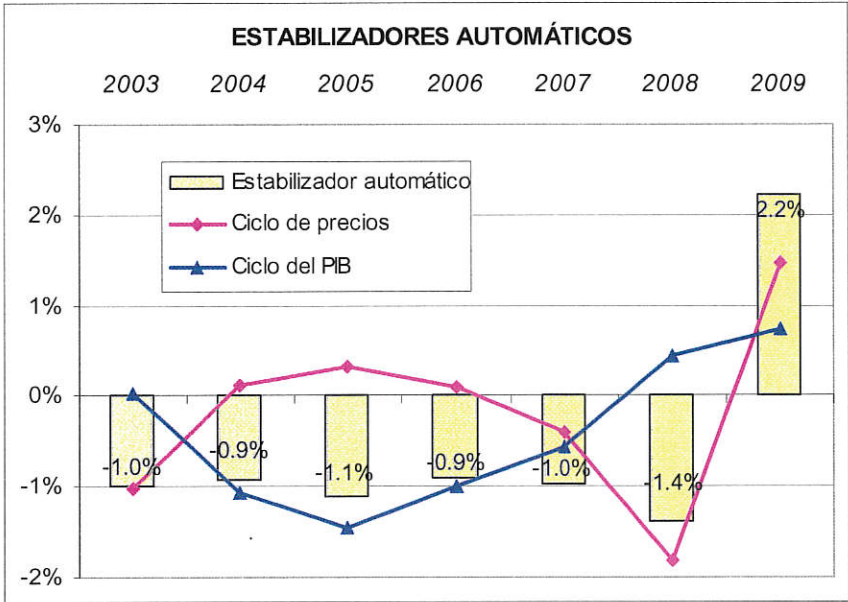
Así un crecimiento vertiginoso del sistema financiero y, particularmente, del crédito puede convalidar y potenciar un excesivo ingreso de capitales en los buenos tiempos, provocar un *boom* de consumo, contribuir a la conformación de burbujas en los precios de los activos financieros y de inmuebles, sobreapreciar el tipo de cambio, y aumentar la cartera de incobrables poniendo en riesgo el sistema financiero, todo lo cual tiene a agravar la volatilidad macroeconómica.

3.2.4. La política fiscal.

A pesar de que el *lei motif* que les dio origen a partir de la crisis del 30' fue el de estabilización del ciclo económico, las políticas macroeconómicas pueden efectivamente mitigar o amortiguar pero también pueden amplificar las fluctuaciones de origen externo. Particularmente en las economías en desarrollo la evidencia indica que la política fiscal ha sido fuertemente procíclica, al menos en la fase expansiva del ciclo. En lugar de estabilizar el ciclo, por el contrario, la política fiscal ha contribuido en la mayoría de los casos a la expansión de la actividad en la fase de auge, a la vez que suele ser contractiva o acíclica durante el período recesivo. Este comportamiento no hace más que expresar la incapacidad que han tenido los gobiernos para financiar los gastos públicos en tiempos malos mediante un aumento del ahorro público en épocas buenas según lo indicaría la sabiduría convencional. Particularmente en países de América Latina el consumo público registra mayor variabilidad que el PIB, a diferencia de lo que sucede en los países avanzados. Esta conducta procíclica también refleja las imperfecciones de los mercados de capitales privados que restringen los préstamos a los países en los malos tiempos, cuando más lo necesitan. Incluso los préstamos de las instituciones financieras internacionales muestran un comportamiento procíclico.

Una forma de medir la función estabilizadora, esto es la contribución expansiva o contractiva de la política fiscal, es comparando los balances fiscales entre dos períodos: si aumenta el déficit o se reduce el superávit hay un impulso

expansivo sobre la actividad. El efecto final es igual al impulso fiscal por el llamado multiplicador. Un análisis más pormenorizado divide ese impulso fiscal en dos, por un lado los llamados estabilizadores automáticos y por otro el impulso fiscal discrecional. Los estabilizadores automáticos funcionan cuando, por ejemplo, en épocas de auge aumentan los ingresos fiscales y, dado un nivel de gastos, mejora el superávit fiscal con lo cual se absorben recursos de los agentes privados que amortiguan en parte el crecimiento. Por el contrario, en los períodos de contracción los ingresos se reducen y empeora el resultado fiscal lo cual significa una inyección de recursos sobre el sector privado que compensa la fase recesiva. En el caso argentino adicionalmente puede considerarse el estabilizador automático que se genera por el efecto del ciclo de los precios internacionales sobre los ingresos fiscales por exportaciones. Así cuando, por ejemplo, el precio de la soja crece inesperadamente los ingresos fiscales aumentan más que los ingresos de tipo “estructural” que se estiman según la tendencia esperada para precios internacionales. Una manera de medir el efecto de los estabilizadores automáticos es corrigiendo el resultado fiscal por el ciclo de los ingresos fiscales (asumiendo que no afecta a los gastos), de manera tal de determinar el balance fiscal “estructural”.

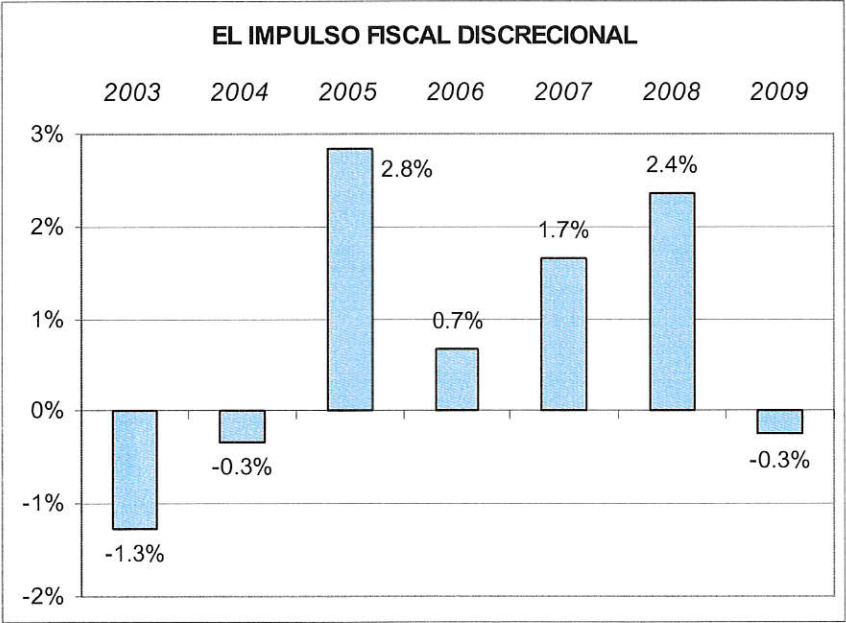


FUENTE: Estimaciones propias.

Se estima que para la Argentina los estabilizadores automáticos, que surgen a partir de la estimación del componente cíclico de los ingresos fiscales, tanto del

ciclo del PIB como del ciclo de los precios de exportaciones, han efectivamente contribuido a mitigar el ciclo económico en los últimos años. Durante la fase de crecimiento del PIB 2003-2008 los estabilizadores automáticos tuvieron un efecto contractivo sobre la demanda agregada aproximado al 1% anual, que básicamente se explica por el ciclo del PIB (PIB por encima del PIB potencial) entre 2004-2007. En 2008, el salto en el precio de los *commodities* por encima de la tendencia esperada explica la mayor parte del efecto contractivo estimado. Por su parte la caída de los precios internacionales sumada a la disminución en la recaudación por menor actividad habría contribuido atenuando la profundidad de la recesión.

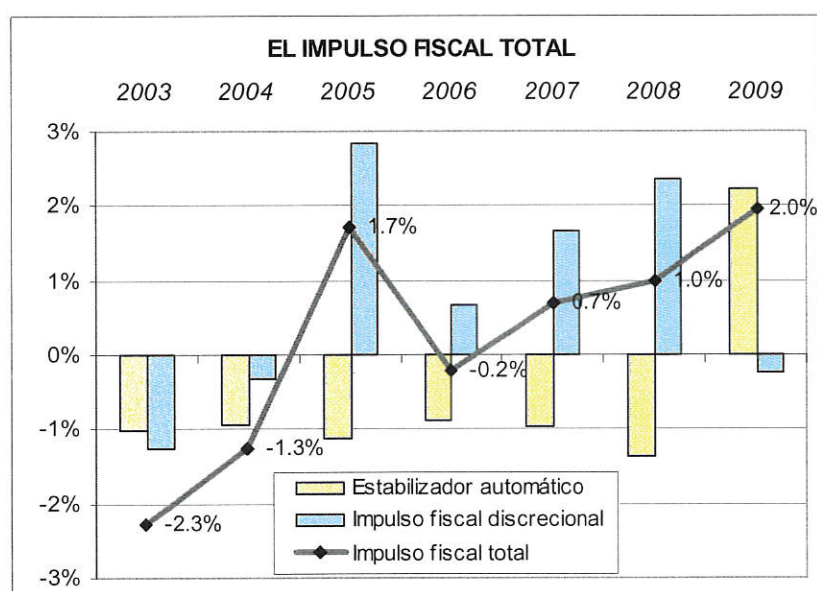
Una vez que se extrae el efecto de los estabilizadores automáticos lo que queda es el impulso fiscal discrecional, que intenta medir el sesgo que le imprimen a la actividad económica las medidas que discrecionalmente adoptan las autoridades más allá de las que surgen “automáticamente” porque se expande o se contrae cíclicamente la actividad. Este impulso se puede obtener por diferencia entre dos períodos en los balances fiscal “estructural”.



FUENTE: Estimaciones propias.

En efecto la política fiscal discrecional en la Argentina ha sido extremadamente procíclica a partir de 2005. Desde entonces y hasta 2008, período de fuerte expansión del PIB, el impulso fiscal discrecional resultó fuertemente positivo.

En 2009, año recesivo, el impulso fiscal discrecional resultó prácticamente nulo. Este resultado indicaría que, a contrario de lo anunciado por las autoridades, la política fiscal no resultó contracíclica, una vez que se detraen los efectos de los estabilizadores automáticos y más allá de las acciones que pudieran haber contribuido para incrementar el efecto y la operatividad de los estabilizadores automáticos. Cuando consideramos ambos impulsos conjuntamente, estabilizadores automáticos e impulso discrecional, se encuentra que la política fiscal ha sido muy expansiva durante la mayor parte del tiempo en los últimos años.



FUENTE: Estimaciones propias.

Luego del sobre ajuste fiscal producto de la devaluación de 2002, el aumento del gasto público, aunque moderado entre 2003 y 2005, ha sido incesante. Esto sucedió independientemente del momento del ciclo económico, sea tanto en la recesión como en la expansión, e independientemente de la brecha del producto, sea tanto cuando hubo recursos ociosos como cuando la economía se “recalentó” por sobre utilización de factores productivos. Este comportamiento refleja fundamentalmente la voracidad del gasto público en las épocas favorables cuando, por ejemplo, se reciben ingresos extraordinarios derivados de alzas en los precios internacionales de los granos. También en la “capacidad” del gobierno para recurrir a diversas fuentes de recursos temporarias (ANSeS, APIF, financiamiento del Banco Nación, Fondos

Fiduciarios, etc.) durante la recesión. Pero esta “capacidad” se agota y la reaparición de los déficits fiscales coloca al gobierno en situación de “dominancia financiera”, que se deriva de la incapacidad de obtener financiamientos en los mercados, sea por el funcionamiento imperfecto de estos mercados como por las dudas acerca de la sustentabilidad que genera una política fiscal tan expansiva. La prociclicidad de la política fiscal ha sido además inconsistente con el resto de las políticas macroeconómicas: monetaria y cambiaria.

3.2.5. *Las políticas monetaria/cambiaria.*

La suavización de las fluctuaciones cíclicas es, en principio, uno de los propósitos de la política monetaria. Por lo menos según el “estado de artes” prevaleciente hasta la reciente crisis internacional, la política monetaria ocupa el centro del escenario entre el conjunto de políticas macroeconómicas como herramienta de estabilización del ciclo. Una razón es que la política monetaria no tiene demoras de implementación porque es decidida por el Banco Central sin pasar por el Congreso. Otra tiene que ver con que en un contexto de flexibilidad cambiaria y elevada movilidad de capitales es, en principio, mucho más efectiva que la política fiscal. Asimismo para anclar las expectativas no son pocos los países que fijan objetivos inflacionarios según una regla de política monetaria para la tasa de interés.

Sin embargo, los motivos mencionados son menos relevantes para el caso argentino, economía particularmente caracterizada por casos extremos de volatilidad monetaria y cambiaria. Es que en buena medida y durante lapsos prolongados la política monetaria ha estado condicionada por el estado de las finanzas públicas, esto es una situación de “dominancia fiscal”. En un contexto de elevado endeudamiento público o, aún cuando la carga de la deuda sea comparativamente menor, en un ambiente de baja credibilidad y reputación de las autoridades reflejadas en altas primas de riesgo país, la política monetaria tiene escaso margen de maniobra. Una política contractiva eleva la tasa de interés real al aumentar la percepción de fragilidad de las cuentas públicas y la probabilidad de incumplimiento de la deuda. De esta manera se reduce la capacidad de financiamiento, aumenta la salida de capitales, hay expectativas

de depreciación y de traslado de la misma a los precios. En síntesis, el efecto es exactamente contrario al buscado y prácticamente equivalente al de una política expansiva. Por supuesto que una política expansiva que monetiza los déficits fiscales condiciona la efectividad de la política monetaria que de proseguir culmina en episodios de alta inflación. En un país con historia de déficits fiscales financiados con emisión monetaria las expectativas de los agentes económicos van paulatinamente incorporando esas situaciones pasadas de “dominancia fiscal” lo cual, como ya se vio, eleva el requerimiento de superávit fiscal para la sustentabilidad de la deuda y la estabilidad de las variables macroeconómicas fundamentales.

Una situación similar se presenta cuando hay “dominancia externa”; esto es dudas sobre sustentabilidad de la cuenta corriente del balance de pagos (solventía externa) que limitan la efectividad de una política monetaria expansiva porque crecen las expectativas de devaluación. Y esto sucede particularmente en regímenes de tipo de cambio fijo. En la teoría la discusión sobre el régimen cambiario suele restringirse a soluciones de “esquina”, tipo de cambio fijo o tipo de cambio flexible, sin considerar seriamente los regímenes intermedios²³. El llamado *trilemma*, teorema de imposibilidad o trinidad imposible²⁴ en economías abiertas dice que de manera simultánea no se puede controlar el tipo de cambio y tener autonomía monetaria con libre movilidad de capitales. Solamente dos de las tres condiciones se pueden alcanzar simultáneamente, y la particular combinación es lo que define el régimen monetario/cambiario.

²³ Es más en un mundo con mercados “completos”, conocimiento perfecto del modelo económico, sin costos de transacciones, libre movilidad de factores y flexibilidad de precios, la discusión sobre el régimen cambiario resulta irrelevante. En este caso el sistema cambiario solo informa sobre la variable nominal que cumple el papel de ajustar los precios relativos en caso de desequilibrio: sea el tipo de cambio nominal en un régimen flotante o los precios y salarios en un sistema de tipo de cambio fijo. Ver Obstfeld, Maurice and Kenneth Rogoff (1996) *Foundations of International Macroeconomics*,

²⁴ El *trilemma* o trinidad imposible, que surge del tradicional esquema de Mundell-Fleming, expresa que no se puede simultáneamente tener el control (fijado) el tipo de cambio, tener libre movilidad de capitales (la cuenta financiera abierta) y disponer de una política monetaria autónoma. Ver Obstfeld, Maurice, Jay Shambaugh and Alan Taylor (2004) “The Trilemma in History: Tradeoffs among Exchange Rates, Monetary Policies and Capital Mobility”, o de los mismos autores (2008), “Financial Stability, the Trilemma, and International Reserves”, NBER Working Paper 14217, August, o Aizenman, Joshua, M. Chinn and Hiro Ito (2008) “Assessing the Emerging Global Financial Architecture Measuring the Trilemma’s Configurations Over Time”, NBER Working Paper 14533, December.

El paradigma teórico dominante en el mundo desarrollado y en buena parte del mundo emergente se ha pronunciado en resolver el trilemma en favor de la completa flexibilidad cambiaria, lo cual permite perseguir objetivos de política internos y externos y que, en presencia de rigideces nominales de precios y salarios, amortigua las perturbaciones reales como los shocks de términos de intercambio. En este marco es que han proliferados los llamados esquemas de objetivos inflacionarios (*inflation targeting*) que en su versión simplista deben aplicarse en un contexto de completa flexibilidad cambiaria y libre movilidad de capitales y siguiendo una regla monetaria para la tasa de interés de política del banco central.

Pero lo cierto es que en la práctica aún los países que declaran seguir esquemas flexibles intervienen en los mercados cambiarios, aunque bueno sea aclarar que lo hagan en distinto grado y con distintos objetivos. Y el motivo de intervención es que los mercados cambiarios no son perfectos²⁵. Al igual que en otros mercados de activos en los mercados cambiarios suelen existir fuerzas que amplifican los ciclos de subas y bajas. Esta exacerbación de los movimientos de capitales puede derivar en riesgos de insolvencia externa. Luego de las crisis de los años 90' el grueso de los países emergentes parece haber aprendido la lección de evitar la sobre apreciación del tipo de cambio real inducida por exagerados ingresos de capitales de corto plazo que como contrapartida provocan déficits de cuenta corriente que pueden no ser sostenibles.

Cuando la flexibilidad cambiaria no es completa se relaja el “teorema” de la trinidad imposible. Una posible solución es limitar las intervenciones cambiarias a circunstancias excepcionales en las cuales caben pocas dudas de que el tipo de cambio real se desvía de sus “fundamentos”. Otra posibilidad son los

²⁵ En la práctica no se cumple la condición de paridad de tasas de interés que relaciona el tipo de cambio con la tasa de interés doméstica y que en la teoría constituye una relación clave de los modelos macro de economías abiertas. El no cumplimiento de esta condición es lo que justifica que las intervenciones cambiarias sean un instrumento de política independiente de las intervenciones en el mercado monetario.

controles a los flujos de capitales, particularmente a los ingresos de capitales para evitar el riesgo de apreciación de tipo de cambio real.

La experiencia argentina de las últimas décadas deja una serie de lecciones acerca de lo que debe intentar evitar un país si se quieren reducir o morigerar las fuentes de volatilidad macroeconómica de origen externo. La evidencia de la convertibilidad deja en claro que la credibilidad no se garantiza con la fijación del tipo de cambio por más compromiso legal se tome si no se cumplen condiciones de consistencia y sustentabilidad y sin tomar recaudos ante los vaivenes financieros internacionales. La Argentina tampoco parece estar en condiciones de moverse a la otra “esquina” que plantea el llamado *trilemma* de políticas, esto es implementar una política de tipo de cambio completamente flexible, como lo hacen los países más avanzados, que permita recuperar la política monetaria al mismo tiempo que mantener la libre movilidad de capitales. Como se analizará más detalladamente una manera de superar el *trilemma* es a través de un sistema cambiario “intermedio” que tiene ventajas en términos de crecimiento y generación de empleo, pero que plantea ciertas restricciones para el resto de las políticas macroeconómicas: la política monetaria debe tener un infalible cuidado por el control de la inflación, mientras que la política fiscal requiere, paradójicamente, jugar un papel más que relevante como estabilizadora del ciclo económico para lo cual la posición fiscal debe ser inequívocamente sustentable. La coordinación consistente de las políticas macro resulta clave para el éxito del esquema.

Finalmente la política monetaria puede estar sujeta a “dominancia financiera” cuando ante la necesidad de inyectar liquidez en el sistema para garantizar su estabilidad se expande la oferta monetaria con el consecuente riesgo inflacionario. Un tipo de “dominancia financiera” se presenta con la “dolarización” financiera en el marco de tipo de cambio fijo y convertible. En estos casos una perturbación que requiera ajuste del tipo de cambio real provoca una crisis de solvencia en el sistema, aún cuando ex ante no haya descalces de moneda en los balances. Las autoridades pueden lógicamente querer evitar o postergar una devaluación por temor al efecto sobre las hojas del balance o solvencia del sistema financiero. Por ello es que en el caso

argentino las autoridades reaccionaron promoviendo y facilitando mayor dolarización o sea redoblando la apuesta como estrategia para fortalecer la credibilidad del régimen aunque el costo haya sido profundizar su insostenibilidad. Otra causa de “dominancia financiera” de vigencia más reciente es la potencial exposición al riesgo de tasa de interés real positiva, explicada por la estructura de un sistema financiero con activos indexados por inflación y pasivos mayormente a tasas de interés flotantes.

3.3. Un marco de referencia para abordar la volatilidad macro.

La teoría económica de los seguros brinda un marco de referencia para organizar alternativas con las cuales enfrentar el riesgo macroeconómico, ya sea reduciendo la probabilidad de que los shocks acontezcan y/o morigerando sus efectos nocivos sobre los objetivos económicos en caso de ocurrencia.

El esquema conceptual que se aplica se deriva del análisis Ehrlich y Becker (1972) quienes ante la pérdida prospectiva que puede generar un *shock* adverso dividen las medidas de política en tres grandes grupos²⁶:

- *Seguro de mercado*: consiste en trasladar recursos de situaciones o “estados” favorables del mundo a “estados” desfavorables, para lo cual se requiere la formación de un mercado de seguros del cual surge un precio o prima a pagar para asegurarse contra la contingencia.
- *Auto seguro*: al igual que el seguro de mercado se trata de guardar en las buenas épocas, transfiriendo esos recursos en el tiempo, para utilizarlos ante sucesos adversos o en épocas malas. La diferencia con los seguros de mercado es que no hay un mercado ni un precio explícito. Sin embargo, asegurarse no es gratis, hay un costo de oportunidad que enfrentar.
- *Auto protección*: se trata de tomar medidas preventivas que permiten reducir la probabilidad de exposición ante shocks adversos. No obstante, en caso de ocurrencia del escenario desfavorable no se ve afectada la magnitud de la pérdida al no trasladarse recursos en el tiempo.

²⁶ Clasificación que surge de Ehrlich, I y G. Becker (1972), “Market Insurance, Self-Insurance, and Self-Protection”, *Journal of Political Economy*, Número 80, páginas 623-648.

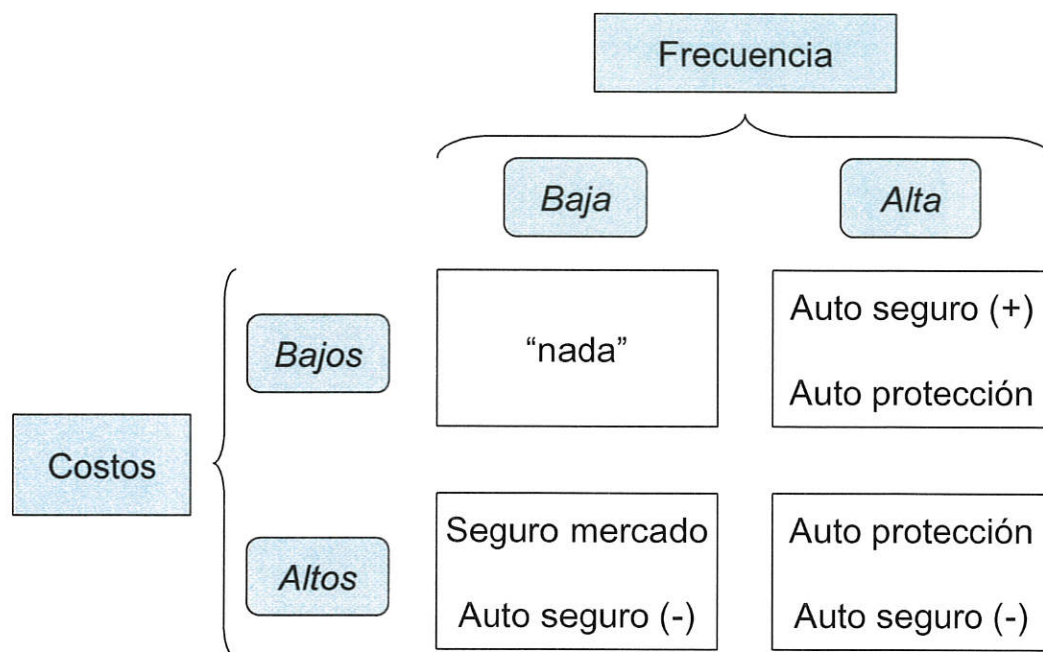
Asumiendo que los individuos y las familias prefieren suavizar el patrón de consumo en el tiempo, compensando las épocas malas con las buenas, podemos analizar la interrelación entre los tres tipos de medidas. Los seguros de mercado, cuando existen los mercados, y las medidas de auto seguro pueden resultar sustitutos, porque un aumento de las primas de seguro disminuye la demanda por los seguros de mercado al mismo tiempo que aumenta la demanda por el auto seguro. Los seguros de mercado son preferidos al auto seguro cuando las pérdidas son fenómenos poco frecuentes porque el costo del auto seguro no se reduce a medida que cae la probabilidad de pérdidas, mientras que el precio o prima del seguro si lo hace en la misma situación. La contratación de un seguro de mercado puede producir riesgo moral (*moral hazard*) porque una vez pagada la prima auto protegerse resulta en un costo adicional. Aunque esto no es necesariamente así porque mientras que el seguro de mercado reduce las pérdidas esperadas puede al mismo tiempo impulsar la autoprotección, dado que el seguro de mercado reduce la probabilidad del escenario malo con lo cual la autoprotección debería reducir el precio o prima de seguro de mercado. Para que esta complementariedad se verifique es necesario que la prima del seguro refleje la verdadera probabilidad de pérdida.

En términos generales el bienestar aumenta cuando están disponibles mayor número de alternativas que cuando falta alguna. Si por ejemplo, solamente se cuenta como opciones al seguro de mercado y auto protección el bienestar empeora porque se fuerza a contratar seguros de mercado aún cuando el escenario malo sea un episodio de alta frecuencia. Si en cambio las alternativas disponibles son el seguro de mercado y el auto seguro entonces la imposibilidad de auto protegerse disminuye el bienestar porque no se puede reducir el precio o premio que se paga por el seguro de mercado.

El siguiente esquema resume las prescripciones generales que surgen del análisis de la teoría de los seguros²⁷. En el mismo la eficiencia de las medidas alternativas para mitigar los costos de la volatilidad macroeconómica se

²⁷ Esquema adaptado a partir de la clasificación de Ehrlich y Becker (1972).

consideran en función de la frecuencia esperada o probabilidad de ocurrencia de los *shocks* y de los costos o el tamaño de la pérdida que se produce con el *shock*.



Conviene no hacer nada cuando la probabilidad de ocurrencia es baja y el costo en dicho caso es reducido (cuadrante noroeste del esquema). Las alternativas de comprar seguros de mercados, auto asegurarse y/o auto protegerse se justifican cuando los costos van en aumento y/o cuando la probabilidad de ocurrencia de los *shocks* crece. A medida que va aumentando el tamaño de las pérdidas potenciales (cuadrante suroeste) resulta más conveniente contratar un seguro de mercado para diversificar riesgos, siempre y cuando se trate de acontecimientos de poca probabilidad de ocurrencia. Así *shocks* exógenos ocasionados por variaciones en los términos de intercambio o cambios abruptos en los flujos internacionales podrían ser mitigados a través de la contratación de seguros de mercado que permitan compensar los "estados" buenos con los "estados" desfavorables. Pero si la frecuencia de los sucesos aumenta, aunque el costo esperado sea bajo, resulta más eficiente el auto seguro y la auto protección (cuadrante noreste). A medida que aumentan los costos esperados, aunque la frecuencia se mantenga elevada (cuadrante sueste), la conveniencia del auto seguro va disminuyendo respecto a las medidas de autoprotección. En este caso vale pagar el alto costo,

generalmente fijo, que puede significar autoprotegerse porque la pérdida es sustantiva, y porque el costo de oportunidad del auto seguro es función creciente del costo del *shock*.

La diversificación internacional del riesgo consiste en adquirir derechos futuros sobre ingresos del extranjero y vender derechos sobre los ingresos propios futuros. Así los productores y exportadores argentinos de alimentos podrían negociar parte de sus ingresos futuros con los importadores y productores extranjeros de industrias manufactureras. Pero lamentablemente esta diversificación, que evitaría parte de las pérdidas ocasionadas por la volatilidad, no se produce en la práctica. El motivo es simple, no existen en la práctica, aunque sí en la teoría, los instrumentos financieros para diversificar el internacionalmente el riesgo, ni los mercados donde negociarlos. Tampoco abundan las líneas de crédito contingentes a determinados fenómenos ofrecidas por inversores privados.

Las dificultades prácticas que tienen los mercados de seguros para corregir las fallas de los mercados financieros mundiales que impiden una adecuada diversificación sugieren la necesidad de intervención pública, aunque en este caso a nivel supranacional. La acción coordinada de los gobiernos podría contribuir a acelerar la aparición de instrumentos y mercados que amplíen el grado de la diversificación internacional del riesgo. Hasta tanto ello puede efectivizarse, las instituciones financieras internacionales tendrían que cumplir un papel contra cíclico, aumentando los préstamos en períodos recesivos y restringiéndolos en las fases de auge. De esta manera se contrarrestaría el comportamiento naturalmente procíclico que tienen los flujos de capital privados: hay préstamos disponibles y a tasas reducidas solamente en los buenos tiempos que es cuando no se los necesita. Pero esto no es lo que ha sucedido, en general, con el otorgamiento de préstamos por parte del Fondo Monetario Internacional. Aún cuando ha habido ciertos avances con la reciente crisis financiera internacional y el apoyo recibido de parte del G 20. La introducción de instrumentos de seguro como las líneas de crédito flexibles (LCF) por el FMI en marzo de 2009, ya concedidas a países como México, Polonia y Colombia, pueden reducir el problema de riesgo moral porque se

otorgan en forma preventiva a países con políticas sólidas, tienen acceso inmediato y sin condicionalidad y por montos importantes, y pueden significar un paso apropiado para la provisión de liquidez global²⁸.

En síntesis, el insuficiente desarrollo de instrumentos adecuados y de mercados financieros internacionales restringe enormemente la función de diversificación internacional del riesgo macroeconómico. Estas limitaciones de los seguros de mercado y la insuficiente provisión del mismo por parte de los organismos financieros internacionales, incentivan las medidas de política alternativas como autoseguros y/o autoprotección. En efecto, particularmente los países emergentes utilizan mecanismos de autoseguros como la acumulación de reservas internacionales con motivo precautorio, aún cuando esta acumulación de reservas resulte ineficiente para mitigar shocks de baja probabilidad en relación a otros instrumentos como las líneas de crédito contingentes. Los países también aplican medidas de autoprotección como los controles de capitales o restricciones al comercio para intentar morigerar las principales fuentes de volatilidad macroeconómica.

3.4. Soluciones al problema de la volatilidad macroeconómica.

Dados los efectos nocivos de la volatilidad macroeconómica sobre las principales variables económicas de la Argentina, una evaluación completa de costos y beneficios de estas medidas constituye una parte sustancial de cualquier plan macroeconómico. A continuación se brindan pautas generales acerca de las medidas que se consideran más eficientes para reducir cada una de las fuentes de volatilidad más importantes. Esta evaluación tiene en cuenta el enfoque teórico presentado y la experiencia de los países en desarrollo y economías emergentes incluyendo la propia Argentina. En teoría los países

²⁸ En esta tarea ha contribuido el apoyo del G20 con la triplicación de fondos para préstamos del FMI, la reciente asignación de los Derechos Especiales de Giro (DEGs), y las Líneas de Crédito Bilaterales como por ejemplo la que la Reserva Federal de Estados Unidos ha otorgado a bancos centrales de economías emergentes actuando como prestamista de última instancia global en dólares. Mientras las Líneas de Crédito Bilaterales reducen el problema de riesgo moral, pero no son buenos sustitutos de las reservas debido a su limitada duración, los DEGs no reducen el problema de riesgo moral y generalmente (para los países que hacen uso de ellos) significan un monto muy pequeño debido a que son proporcionales a las cuotas que posee cada país. En cambio, las líneas de crédito contingentes como las LCF, si bien no resultan un buen sustituto de reservas debido a su duración limitada, parecen un avance en la dirección de diversificar internacionalmente el riesgo.

podrían diversificar completamente todos sus riesgos idiosincrásicos asegurándose en el mercado, aunque no los riesgos globales o sistémicos que por naturaleza son imposibles de diversificar²⁹. De esta manera se reduciría sustancialmente la volatilidad del consumo, y en consecuencia, aumentarían los niveles de bienestar. Pero como ya se expresó la falta de desarrollo y las imperfecciones de los mercados financieros limitan la disponibilidad de mecanismos de diversificación de riesgos, lo cual incentiva la adopción de políticas de auto seguro y auto protección. Una solución integral al problema de la volatilidad requiere considera la combinación más apropiada de los tres tipos de medidas. A continuación se presenta una evaluación preliminar de estas medidas aplicadas a las dos fuentes más importantes de volatilidad de origen externo.

Volatilidad de los Términos de intercambio

Una abundante evidencia muestra que los shocks de términos de intercambio afectan con mayor frecuencia a las economías en desarrollo y emergentes que a las industrializadas, y sus costos suelen ser bastante elevados. Cuando la probabilidad de ocurrencia y el costo son elevados la recomendación son medidas de auto protección combinadas con el auto seguro.

En caso de menor frecuencia podrían ser factibles los seguros de mercado. La diversificación del riesgo de los precios de los *commodities* se podría alcanzar mediante **instrumentos y mercados de cobertura** (*hedging*), en los cuales se vende producción futura asegurándose un precio de hoy en los mercados de futuros. No obstante su expansión, los mercados de futuros siguen siendo poco profundos con grandes oscilaciones en los precios y plazos demasiados cortos³⁰, características que no son las requeridas para estabilizar los ingresos de los productores y exportadores en el mediano plazo. Una alternativa es la emisión de **deuda indexada** de acuerdo a un índice de precio de *commodities*. La indexación de los pagos de amortización según la evolución de los precios

²⁹ Si bien no es posible diversificar el riesgo agregado entre residentes nacionales puesto que todos son afectados, sí es posible hacerlo a nivel internacional cuando los *shocks* que afectan a los países son distintos.

³⁰ En el caso argentino una de las varias críticas a la famosa resolución 125, que desató el conflicto entre el gobierno y el campo, se refería al efecto nocivo de las retenciones móviles sobre el funcionamiento de los mercados de futuros.

podría permitir la reducción de los pagos en los malos tiempos a cambio de acelerarlos en las épocas de precios altos. De esta manera se reduce, en teoría, el riesgo de no cumplimiento del emisor de los títulos. También en la teoría, la deuda podría indexarse a un índice de términos de intercambio, en lugar del precio de determinado *commodity*, lo cual podría favorecer a un mayor número de países en desarrollo. Los inversores podrían adquirir “carteras” de bonos indexados por términos de intercambio para diversificar el riesgo de los distintos países dado que, por ejemplo, las correlaciones entre términos de intercambio para países en desarrollo son inferiores a las correlaciones de los tipos de cambio. En el mismo sentido y siempre en términos teóricos, podría ser de utilidad la emisión de deuda indexada por el producto³¹, de manera de atacar directamente el problema de la volatilidad del PIB. Aunque en este caso se ataca el conjunto de las fuentes de volatilidad³², tanto exógenas (términos de intercambio, flujos de capitales) como las endógenas (políticas fiscal y monetaria). Los inconvenientes aparecen en la práctica. En los mercados mundiales de activos se negocia un monto reducido de derechos sobre ingresos futuros de empresas, que representa una fracción pequeña de la renta mundial. La indexación por términos de intercambio resulta más complicada que la indexación de precios de *commodities* porque se requiere una agencia que estime el índice de términos de intercambio lo cual conlleva problemas de confiabilidad y demoras en la publicación de los índices. De igual modo, son pocas las emisiones de deuda indexadas por precios de *commodities*, con poca liquidez y limitadas a plazos muy cortos lo cual impide cumplir con el objetivo de estabilización. Ese probable que en parte este escaso desarrollo se deba a la elevada frecuencia de los *shocks* que afectan a los precios de *commodities* que provocan que los seguros de mercado no sean el instrumento más eficiente.

³¹ Algunos trabajos que están a favor de los bonos indexados al PIB son Borensztein, Eduardo and Paulo Mauro (2004) “Reviving the Case for GDP-Indexed Bonds”, *Economic Policy* 19 (38): 165-216, y Shiller, Robert (2005) “In Favor of Growth-Linked Bonds”, *The Indian Express*, March 10.

³² En teoría el seguro debería ser respecto a una contingencia completamente exógena. Si bien es cierto que las malas políticas macro son fuente de inestabilidad, un mayor crecimiento impulsado por buenas políticas de largo plazo sería castigado a través de los bonos atados al PIB. Este tema se plantea en Maia, José Luis (2003), “A Remedy for Debt Explosion”, Dirección Nacional de Programación Macroeconómica, Ministerio de Economía y Producción, Argentina, June.

La insuficiencia de los seguros de mercado para estabilizar los precios de los commodities ha llevado a algunos países a la adopción de medidas de autoseguros como los **fondos de estabilización** de materias primas. Estos fondos acumulan recursos financieros en épocas de precios altos para desacumularlos cuando los precios descienden. No significan diversificación del riesgo, aunque sí traslado de recursos de tiempos buenos a tiempos malos con motivo precautorio. Hay un costo de oportunidad en términos de rentabilidad que se sacrifica por tener los recursos del fondo en activos de corto plazo en lugar de inversiones a largo plazo con rendimientos superiores. Por eso los llamados fondos soberanos (*Sovereign Wealth Funds*) de los países emergentes constituyen un intento de reducir ese costo de oportunidad al permitirseles invertir los recursos en inversiones más riesgosas y a plazos mayores, en comparación a la cartera de activos en que se invierten las reservas internacionales de los bancos centrales. El crecimiento de estos fondos soberanos fue tan sostenido en los últimos años que se pensó que el redireccionamiento de sus inversiones hacia la recapitalización de las instituciones financieras afectadas podría mitigar la crisis financiera internacional, lo cual finalmente resultó una expectativa exagerada luego de la caída de Lehman Brothers.

La alta frecuencia de los *shocks* en los términos de intercambio sugiere la conveniencia de adoptar medidas preventivas. Una forma de reducir la exposición a los shocks de términos de intercambio, tradicionalmente la más recomendada, es la adopción de políticas orientadas a la **diversificación de las exportaciones** tanto en productos como en destinos. En el primer caso es sabido la dependencia y el consecuente riesgo que genera exportar casi exclusivamente productos primarios, por más que ese producto tenga una demanda elevada como es el caso del petróleo en Venezuela. De modo similar sucede con la concentración de destinos con el ejemplo de México cuyas exportaciones van en más del 80% a Estados Unidos. En ocasiones la sola reducción de distorsiones al comercio, sean restricciones al comercio (importaciones y/o exportaciones) y/o tipos de cambio sobrevaluados, contribuyen a reasignar recursos hacia una mayor variedad las exportaciones.

Esto es lo que en parte ha sucedido en el caso argentino con la mayor diversificación hacia exportaciones de manufacturas, aunque aún es alta la dependencia de productos primarios. Si bien se ha producido cierta diversificación de exportaciones dentro del complejo oleaginoso, la concentración de exportaciones continúa muy elevada. La clave, entonces, pasa por el diseño y la implementación de la combinación de políticas macroeconómicas y de medidas específicas que favorecen la diversificación.

Volatilidad de los Flujos de capitales

La volatilidad de los flujos de capitales constituye una característica inherente a los mercados financieros internacionales. Sin embargo, la volatilidad extrema de los flujos suele ser un acontecimiento no tan frecuente que conlleva elevados costos. Bajo estos supuestos resultaría relativamente más eficiente recurrir a la contratación de seguros de mercado.

Hacia fines de los años 90' comenzaron a surgir instrumentos de mercado producto de acuerdos de algunos países con grupos de bancos privados como las **líneas de crédito contingentes** a los vaivenes de los flujos financieros internacionales, y también a las caídas de los precios de los commodities (petróleo en el caso mejicano). La Argentina, al igual que Méjico, alcanzó este tipo de acuerdo pero resultó totalmente insuficiente para impedir el colapso de la convertibilidad que sobrevino al abrupto corte (*sudden stop*) de los flujos internacionales de capitales. Entre los inconvenientes que se aducen está que los bancos no fueron capaces de diversificar adecuadamente sus riesgos por el sustancial costo financiero que significó la cobertura de liquidez. Tampoco se logró revertir el incentivo de los bancos privados a actuar procíclicamente; esto es el incentivo a no participar antes que la liquidez se agote cuando la contingencia se produce. Por eso es que en el caso argentino los bancos se rehusaron a renovar los compromisos iniciales.

Hasta hace unos años la internacionalización de la banca se consideraba como una forma sustituta a un seguro de mercado contra los vaivenes de los movimientos de capitales. La entrada de bancos extranjeros al sistema bancario doméstico supone una manera de diversificación internacional del

riesgo dado que los bancos internacionales tienen una cartera de préstamos globalizada. No obstante, una importante extranjerización de la banca en la Argentina durante la década del 90' este fenómeno no parece haber servido como seguro ante la inminencia de una crisis. Por el contrario, estudios más recientes muestran que los bancos locales, particularmente públicos, cumplen un papel más estabilizador. Galindo y otros³³ sugieren que en presencia de un shock financiero externo adverso en países latinoamericanos los bancos extranjeros tienen a reducir el crecimiento del crédito y a subir las tasas de interés más que los bancos locales, amplificando los efectos sobre las variables domésticas.

Una tercera alternativa para diversificar el riesgo ante la inestabilidad de los flujos financieros sería la contratación de los diversos **instrumentos de cobertura** (*hedging*). Los futuros sobre tipos de cambio y tasas de interés, los *swaps* y las opciones pueden contribuir a reducir el riesgo de liquidez y el riesgo cambiario. A pesar del crecimiento a nivel global, la participación de los países en desarrollo es todavía marginal en los mercados de derivados de monedas y más aún de tasas de interés. Entre los motivos se argumenta que estos mercados son muy sensibles al riesgo crediticio que no puede transferirse sino que es retenido por el emisor. Es decir que solamente las economías con bajo riesgo crediticio pueden desarrollar mercados profundos y eficientes. Adicionalmente se requiere elevada credibilidad en las políticas del banco central, en particular estos mercados se desarrollan en economías de reducida inflación en períodos prolongados y, en general, con regímenes de tipo de cambio flexibles.

La forma más extendida de autoseguros contra las vicisitudes de los flujos financieros internacionales es la **acumulación de reservas internacionales** por parte de los Bancos Centrales. Se trata de una medida de auto seguro, pero al mismo tiempo precautoria ante los *sudden stops*, que suelen ocurrir cuando los prestamistas perciben que no va a alcanzar la liquidez para cubrir

³³ Galindo, Arturo, Alejandro Izquierdo and Liliana Rojas Suarez (2009) "Financial Integration and Foreign Banks in Latin American: How Do They Impact the Transmission of External Financial Shocks" CGD Working Paper. Center for Global Development, Washington, DC sugieren que en presencia de un shock

los vencimientos de deuda comprometidos para el corto plazo en caso de corte abrupto del crédito, con lo cual se provoca la crisis como profecía autocumplida. La acumulación de reservas como auto seguro y prevención contribuye a reducir el riesgo de incumplimiento y potencialmente a elevar la tasa de crecimiento del PIB. No se trata, sin embargo, de acumular reservas indefinidamente porque hay costos de oportunidad elevados dado que los bancos centrales invierten a corto plazo y sin riesgos. Estos costos son típicamente calculados como la diferencia o margen entre el rendimiento de la deuda (incluye riesgo de incumplimiento) que se emite para comprar las reservas internacionales y el rendimiento que se obtiene por la tenencia de estas últimas. Pero los costos y beneficios no son lineales porque, como fuera dicho, la acumulación de reservas puede reducir la prima de riesgo de incumplimiento lo cual no es tenido en cuenta en una evaluación *ex ante*³⁴. Hay entonces un nivel óptimo por encima del cual los costos de la acumulación de reservas superan a los beneficios. Estas consideraciones adquirieron relevancia suprema con la decisión del gobierno argentino de pagar vencimientos de deuda con tenedores privados con reservas del banco central instrumentadas a través de la constitución de “fondos de desendeudamiento”. El inconveniente es que ese nivel óptimo de reservas es variable en el tiempo y depende de un conjunto de variables, entre las cuales se encuentra la posición fiscal: repagar deuda con reservas porque hay un marcado deterioro de la posición fiscal puede en el corto plazo, temporariamente, reducir la prima de riesgo país, aunque difícilmente esa disminución pueda evaluarse como de carácter permanente.

Otra manera de autoprotección contra los movimientos bruscos de capitales se logra con una adecuada **gestión de la deuda** que evite la acumulación de vencimientos en el corto plazo, aunque los costos de oportunidad son elevados porque de nuevo se tienen activos de corto plazo y bajo rendimiento y pasivos de largo plazo y alto rendimiento. Por eso una forma más directa aún es mediante **control de capitales**, sean a los flujos de salida cuando sobrevuelan expectativas de crisis, o sean a las entradas para evitar expansión excesiva del

³⁴ Este argumento es desarrollado por Levy Yeyati, Eduardo (2006) “The Cost of Reserves”, *Economic Letters*, vol. 100 (1), pp. 39-42

crédito y sobre apreciación cambiaria real. Esto se puede lograr de manera más indirecta imponiendo objetivos (puede ser una banda) sobre el saldo de cuenta corriente de balance de pagos.

Determinantes domésticos de la volatilidad

Los determinantes exógenos de la volatilidad macroeconómica actúan muchas veces como disparadores pero es la inestabilidad del sistema financiero doméstico y/o de las propias políticas macroeconómicas de los países lo que muchas veces amplifica los efectos. En el caso de las políticas macroeconómicas la evidencia en los países en desarrollo es que en lugar de mitigar los efectos de los shocks exógenos, han tenido un sesgo marcadamente procíclico amplificándolos, y en ocasiones se han constituido una fuente autónoma de volatilidad macroeconómica. Incluso hay trabajos que estiman que, en el caso de países de bajos ingresos, la principal fuente de volatilidad es de origen doméstico³⁵. En estos casos es obvio que no es posible contratar seguros de mercado para morigerar el riesgo endógenamente generado por las propias políticas que explican la volatilidad macro. Pero sí se pueden tomar medidas que hacen las veces de auto seguro y/o auto protección.

En el caso de la estabilidad del sistema financiero, objetivo que suele ser prioritario para los bancos centrales conjuntamente con la estabilidad de precios, las medidas que hacen las veces de auto seguros pasan fundamentalmente por las regulaciones y supervisión del sistema financiero. Dadas las imperfecciones de los sistemas financieros y el consecuente fracaso de los esquemas de auto regulación, resultan necesarias las regulaciones. No se trata solamente de regulaciones micro prudenciales, que tienen por objeto mitigar los problemas de las entidades individualmente. La volatilidad macro se morigera a través de la llamada **regulación macroprudencial**, esto es las normas que ajustan el capital, la liquidez o la calidad de los activos de las instituciones financieras a lo largo de ciclo económico o en períodos en que aumenta la toma riesgos lo cual se refleja en excesivo “apalancamiento” (*leverage*), es decir elevado endeudamiento en relación a los activos o el

³⁵ Raddatz, Claudio (2005) “Are External Shocks Responsible for the Instability of Output in Low-Income Countries?”, World Bank Policy Research Working Paper 3680.

capital. La relevancia de estas regulaciones es mayor a medida que aumenta el desarrollo financiero de las economías. Por eso es que el relajamiento de los esquemas de regulación y supervisión es uno de los motivos de la reciente crisis financiera internacional.

El acuerdo internacional para los requerimientos bancarios, llamado Basilea I (estándar en Estados Unidos) y el Basilea II (implementado en Europa) han sido culpados como factores originarios de la crisis. El motivo es que los requerimientos de capital no solo fueron insuficientes para garantizar la solvencia de los bancos sino que incentivaron la excesiva toma de riesgos. Basilea I creó incentivos para la excesiva "securitización" de las hipotecas en los bancos de Estados Unidos dado que los préstamos hipotecarios mantenidos en los balances de los bancos tuvieron exigencias de capital muy superiores a las de los préstamos hipotecarios que se registraban por fuera de los balances de los bancos o en la banca "a la sombras" (*shadow banking*). Por su parte se argumenta que Basilea II promovió un uso demasiado intensivo a las agencias crediticias que sobrevaloraron en exceso la calidad de los productos "securitizados" y así contribuyeron a la generación de la crisis. Todas estas cuestiones resultaron mucho más relevantes para los sistemas financieros más desarrollados que para los menos desarrollados de las economías en desarrollo. De cualquier modo según sea el grado de desarrollo de los sistemas financieros será el diseño más adecuado de las regulaciones. En este sentido las normas de Basilea II no parecen las más adecuadas a las características de países emergentes, con sistemas financieros de desarrollo intermedio. Ni el uso de las agencias crediticias ni la dependencia de los modelos que los bancos han desarrollado para la evaluación de riesgos parecen ser de gran utilidad. Los requerimientos de capital prudenciales y simples ratios de apalancamiento pueden ser más eficientes. Recientemente se ha lanzado Basilea III, que aumenta la calidad del capital de los bancos, incrementa requerimientos de capital, limitará el apalancamiento tradicional, regulará la liquidez y endurece requisitos de capital para entidades que operan con derivados y productos de alto riesgo. Si bien parece orientada en el sentido correcto hay cierto escepticismo sobre el éxito de las nuevas normas

regulatorias para evitar la repetición de episodios críticos por ser los mismos considerados como características inherentes al sistema financiero.

Aunque en un contexto de menor desarrollo financiero la insuficiencia en las regulaciones en Latinoamérica en los años 80' y 90' también llevó a una excesiva toma de riesgo crediticio. El corte abrupto en los flujos de capitales en un contexto de tipo de cambio fijo y ante la inflexibilidad de los precios a la baja que dificultó el necesario ajuste de precios relativo precipitó la recesión y la proliferación de préstamos incobrables y pérdidas de capital de los ya de por sí sub capitalizados bancos del sistema financiero. Como vimos anteriormente el fenómeno de la “dolarización” financiera agrava la situación por el impacto negativo que en ese contexto tiene una devaluación de la moneda sobre la situación patrimonial de los bancos y/o las empresas endeudadas en moneda extranjera. Por estos motivos es que la “**desdolarización**” financiera constituye una medida de auto protección deseable y necesaria para reducir la vulnerabilidad financiera. El sistema financiero actúa como una caja de resonancia y cualquiera sea el origen de las crisis es el sistema financiero el canal a través del cual las mismas se manifiestan. Por eso es que ante las imperfecciones de los sistemas financieros se requieren medidas de auto seguro como las regulaciones prudenciales y de auto protección como la desdolarización que disminuyan los riesgos de **insolvencia del sistema**.

3.5. La solvencia fiscal y la solvencia externa como objetivos intermedios.

Para que las políticas macroeconómicas, la política monetaria/cambiaria y la política fiscal, puedan contribuir efectivamente a estabilizar el ciclo económico, en lugar de amplificarlo, se deben cumplir ciertos requisitos. Una forma de definir esos requisitos es a partir del análisis de la solvencia externa y de la solvencia fiscal. Alcanzar la **solvencia externa** y la **solvencia fiscal** hacen las veces de objetivos intermedios a cumplir, en el sentido que constituyen verdaderos condicionantes de la estrategia macroeconómica. Estos son los que garantizan que cierta combinación de los instrumentos de política que integran

la estrategia macroeconómica puedan efectivamente orientarse al logro de los objetivos últimos³⁶.

Ambas, la solvencia fiscal y la externa se evalúan a partir de las restricciones inter temporales, del sector público y de la economía en su conjunto (sector público y privado), respectivamente. Para que haya solvencia la deuda al final debe ser cero o menor en valor actual. Esto elimina la posibilidad de entrar en esquemas tipo Ponzi, esto es cubrir déficit con mayor endeudamiento de forma permanente³⁷. En consecuencia, la solvencia requiere que la deuda no explote en valor presente, para lo cual la deuda no debe crecer más rápido que la tasa de interés.

Una vez que se elimina la posibilidad de esquemas tipo Ponzi, la restricción intertemporal fiscal requiere que el valor actual de los resultados primarios fiscales futuros sea por lo menos igual a la relación deuda pública/PIB inicial. Por su parte, la solvencia externa requiere que el valor presente de los saldos comerciales futuros sea mayor o igual a la razón pasivos externos netos /PIB inicial. Pero la definición de solvencia convencional a partir de restricciones intertemporales resulta bastante débil. Por ejemplo, puede haber solvencia fiscal aún con abultados déficits presentes siempre y cuando exista la expectativa de generar superávits primarios futuros necesarios para repagar la deuda cualquiera sea su tamaño. Por eso es que en la práctica suele recurrirse a una definición algo más restrictiva, aunque sin tanto fundamento teórico, pero que limite el tamaño de la deuda. Un indicador tradicional de sustentabilidad fiscal está dado por el superávit que estabiliza el ratio de la deuda:

$$sp = (r - g) \cdot d$$

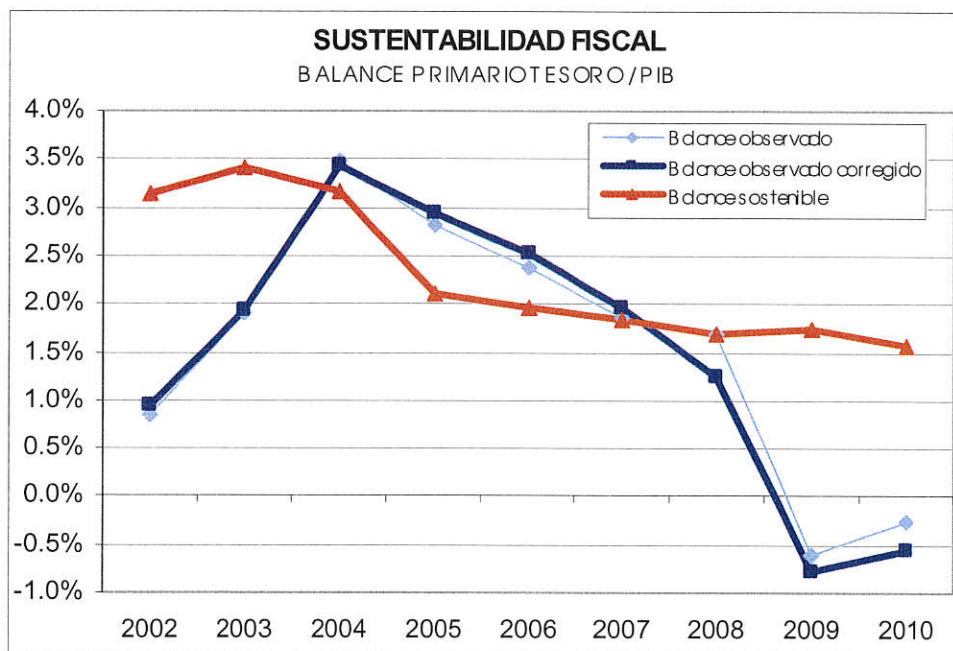
³⁶ Aunque la solvencia externa por reflejar la restricción presupuestaria de la economía en su conjunto incluye tanto al sector privado como al sector público (fiscal) y ambas estén interrelacionadas, la experiencia indica la conveniencia de analizarlas separadamente.

³⁷ Charles Ponzi fue un famoso estafador de Boston que en el siglo pasado ideó las cadenas de cartas donde el último tiene que enviar dinero a los anteriores. Prometía retornos del 50% en 90 días que financiaba con el dinero que recibía de una cadena creciente de participantes. En algún momento la cadena se corta y explota. Ponzi fue preso y terminó en la pobreza.

Donde sp es el superávit fiscal primario, r es la tasa de interés real de la deuda, g es la tasa de crecimiento del PIB potencial y d es el ratio deuda pública sobre PIB. Este indicador de sustentabilidad nos da el superávit primario requerido para sostener un determinado ratio deuda/PIB dada la brecha entre la tasa de interés y el crecimiento potencial. Según el indicador convencional hay sostenibilidad si superávit primario observado es igual o mayor que el superávit requerido. Alternativamente puede despejarse el ratio de deuda para un determinado resultado primario sostenible, una tasa de interés y un crecimiento potencial dados. En este caso el ratio de deuda se compara con el que se asume de “equilibrio”, esto es una deuda que los acreedores están dispuestos o desean mantener en sus “carteras”.

A los efectos de brindar una primera aproximación al problema de la dinámica de la deuda Argentina estimamos este indicador convencional de sustentabilidad. Para su cálculo se deben computar los valores de largo plazo de las variables involucradas. Se utiliza una tasa real de interés de “equilibrio” de 600 puntos básicos, resultante de la tasa real promedio de los últimos años de los bonos del Tesoro norteamericano a 10 años y un *spread* de largo plazo de equilibrio aproximado a los 350 puntos básicos, una estimación de la tasa de crecimiento del PIB potencial de 3% y un ratio de deuda a PIB donde el PIB es el PIB potencial y la deuda es ajustada por la brecha entre el TCR y el TCR estimado de “equilibrio”. Adicionalmente la deuda es ajustada por las brechas entre tasas de interés y los plazos (reducida y extendido, respectivamente, a partir de la restructuración de deuda). Por último la deuda es corregida en función de estimaciones de deudas contingentes. Respecto al superávit primario observado se toma el superávit primario del Tesoro Nacional que es el más aproximado al superávit “apropiable” para el pago de la deuda pública. Una última corrección se realiza al superávit primario observado tiene que ver con el ciclo de los precios del comercio mundial. Más precisamente las cuentas fiscales de la Argentina están afectadas por los precios de determinados *commodities*, particularmente granos y petróleo, debido a la imposición de retenciones a las exportaciones desde comienzos de 2002. De esta forma, si en la configuración de los términos de intercambio que enfrenta el país hay cierto componente transitorio, ello se reflejará en la evolución de los ingresos

públicos. Por ello resulta más apropiado calcular el balance fiscal primario depurado del efecto de modificaciones transitorias en los precios internacionales de los productos de exportación que aportan a la recaudación de retenciones. ¿Qué parte de los cambios en los precios es transitoria? Por un lado, cuando evaluamos una serie larga (varias décadas) encontramos que los precios de exportación en términos reales han experimentado una firme tendencia declinante salvo el período más reciente. Por otra parte, hay modificaciones en la economía mundial, más precisamente la irrupción de China y otros en la economía de mercado, que provocan una mejora “permanente” en los términos de intercambio de países como la Argentina. Una manera simple de descomponer entre componente transitorio y permanente de los precios es filtrando las series para extraer la tendencia. De esta manera se corrigen los ingresos fiscales para obtener el balance fiscal primario “corregido” del Tesoro Nacional que se compara con el balance fiscal “sostenible”. En el gráfico que acompaña se muestra el indicador de la sustentabilidad fiscal definido por la brecha entre los balances “corregido” y “sostenible”. Esta brecha sirve para evaluar los márgenes de acción con que cuentan las políticas macroeconómicas, sea la efectividad de la propia política fiscal o de la política monetaria. Se destacan: **i.** La sustancial mejora en el balance fiscal primario corregido entre 2002 y 2004. **ii.** El surgimiento de una brecha positiva entre el balance corregido y el balance sostenible, posible gracias a la reducción de este último a partir de la reestructuración de la deuda concretada en 2005. **iii.** La disminución de la misma brecha hasta volverse negativa de la mano del deterioro en la situación fiscal desde entonces.



FUENTE: Elaboración propia en base a datos del MECON.

La sustentabilidad externa se define de manera similar, en lugar de superávit fiscal primario se despeja el superávit comercial y la deuda pública se reemplaza por los pasivos externos netos de los activos. El indicador de sustentabilidad externa debería ser compatible, o al menos no debería contrariar, al resultado que surge de la estimación de TCR de "equilibrio.

Cuando la posición externa o de inversión internacional es percibida como sostenible en el tiempo, y cuando la programación fiscal y el esquema de financiamiento despejen las dudas que puedan existir sobre la capacidad de repago de la deuda pública, se dan las condiciones necesarias para que la **estrategia macroeconómica**, como un todo, sea creíble y efectiva. Entonces las políticas macro pueden cumplir su papel de estabilización del ciclo económico, reduciendo una fuente importante de volatilidad agregada, que atenta contra el cumplimiento de los objetivos últimos.

La clave es que la combinación de los instrumentos de política que están bajo el control de las autoridades conforme un marco macroeconómicamente consistente y sustentable. El éxito de una estrategia macroeconómica dependerá entonces del conjunto de condicionantes que operan en un determinado momento, lo cual incluye tanto las características particulares de

cada país como las restricciones y los riesgos que impone el contexto global. En definitiva, de un diagnóstico adecuado del estado general de situación.

Lo dicho no significa la existencia de una estrategia única que cumpla con estos requisitos, ni tampoco un cuerpo de evidencia empírica que inequívocamente se pronuncie a favor de un determinado “modelo” aplicable universalmente.

La coordinación de las políticas macroeconómicas se vuelve un requisito esencial para la sustentabilidad de cualquier modelo económico. De lo contrario las políticas se escapan del control de las autoridades y se transforman en variables endógenas donde la volatilidad constituye su característica distintiva. Es importante evaluar el efecto del conjunto de políticas macroeconómicas y hacerlo teniendo en cuenta la fase del ciclo en que se encuentra la economía. Si hay recursos ociosos

4. ESTRATEGIA

A continuación se describen los lineamientos más generales de las políticas que conforma una estrategia macroeconómica alternativa. Se compara una primera estrategia que expresa el consenso vigente y cuya característica saliente es la fijación de metas de inflación. Y una segunda estrategia que intenta constituir una instancia superadora, al considerar un conjunto de condicionantes más amplio, entre los cuales se incluyen aquellos identificados previamente como principales fuentes de volatilidad macroeconómica. Por eso es que a partir del diagnóstico trazado la estrategia propuesta amplía el número de objetivos e instrumentos de política a utilizar respecto a la estrategia de metas de inflación y flexibilidad cambiaria.

4.1. LAS METAS DE INFLACIÓN.

En materia de políticas macroeconómicas de corto plazo existe, o al menos existía hasta la reciente crisis financiera internacional, una convergencia de ideas que tienden a fusionar corrientes de pensamiento diversas, de lo cual ha surgido un consenso metodológico que conforma lo que se ha dado en llamar una nueva síntesis³⁸. En una simplificación extrema el paradigma “dominante” se resume en la existencia de un objetivo único, la inflación, y un único instrumento, la tasa de interés de política. Según esta reducción el cumplimiento del objetivo de inflación estable, que permite a la vez reducir al mínimo la brecha del producto (diferencia entre el producto y el producto “potencial”), se logra maniobrando la política monetaria, que tiene como potente instrumento a la tasa de interés de política. Lo expresado no significa que la inflación sea el objetivo exclusivo de las autoridades económicas, sino que detrás del mismo se alinean y se cumplen simultáneamente el resto de los objetivos (empleo, producto, etc). Esta llamada “coincidencia divina” que se logra a partir de un único objetivo y un único instrumento está en teoría a prueba de distintos shocks que pudiera sufrir la economía en un contexto donde el manejo de las expectativas es crucial. La política monetaria, a través

³⁸ Que puede consultarse en Woodford, Michael (2008) “Convergence in Macroeconomics: Elements of the New Synthesis, Columbia University, o en Blanchard, Olivier, (2008), “The State of Macro”, NBER Working Paper N° 14259.

del control de la tasa de interés de política y sus efectos sobre el resto del espectro de tasas y precios de los activos, es el instrumento suficiente para afectar la demanda agregada (consumo e inversión) y el producto en el corto plazo. La estabilización de la inflación y la del producto reducen la volatilidad macroeconómica, facilitan la planificación, y como consecuencia se maximizan el crecimiento de la actividad y el empleo. En este esquema el resto de las políticas, la política fiscal, la política cambiaria, la política financiera y las regulaciones a los mercados financieros y de bienes tienen, en el mejor de los casos, papeles secundarios. Tipo de cambio flotante, libre movilidad de capitales y política monetaria basada en el control de la tasa de interés en un esquema de objetivos inflacionarios (*inflation targeting*) sintetizan ese consenso que prevalecía en los círculos académicos, al menos hasta la reciente crisis financiera internacional. En el caso de la política fiscal su papel se resume en alcanzar la sustentabilidad fiscal de modo de descartar episodios de “dominancia fiscal” que restrinjan el accionar de la política monetaria y por lo tanto la implementación de un esquema de metas de inflación. Además de la no dominancia fiscal y la prioridad de la inflación como objetivo de política, una tercera condición indispensable para implementar metas de inflación en economías emergentes es la independencia de instrumentos del banco central³⁹. Este esquema, aunque con matices, refleja la forma en que los académicos interpretan sintéticamente cómo se hace política macro en gran parte de los países avanzados y de las economías emergentes.

Este consenso, particularmente en su versión simplificada, está siendo cuestionado y revisado a partir de la crisis financiera global, y seguramente surgirá una rectificación de aspectos que no fueron considerados apropiadamente, y de ahí, muy probablemente una ampliación del número de objetivos y del espectro de instrumentos disponibles. Pero difícilmente se modifique la esencia y muy probablemente algunas de sus prescripciones principales se van a sostener. Según Blanchard y otros (2010) los objetivos últimos de política seguirán estando enderredor de la estabilización del

³⁹ Freedman, Charles and Inci Otker-Robe (2010) “Important Elements for Inflation Targeting for Emerging Economies”, WP/10/113, incluido como capítulo 5 en Freedman, Charles, Douglas Laxton and Inci Otker-Robe *On Developing a Full-Fledged Inflation Targeting Regime: Doing What You Say and Saying What you Do*.

producto y la inflación, los hacedores de política no deben asumir que hay un *trade off* de largo plazo entre inflación y desempleo (al menos como una buena aproximación), y resulta esencial garantizar la sustentabilidad fiscal intertemporal no sólo en el largo plazo sino también para afectar las expectativas de corto plazo⁴⁰. ¿Qué aspectos están siendo sujetos a revisión luego de la crisis? Probablemente también surja cierta flexibilización del esquema y la aceptación de que difícilmente sea óptima la aplicación de un diseño general a cualquier país y en cualquier momento. Los cuestionamientos pasan por:

- a. Una inflación estable puede ser necesaria, pero no es suficiente. Podría ser conveniente elevar los objetivos inflacionarios de 2% a 4% para los países avanzados, fundamentalmente para evitar el límite que impone la tasa de interés cero durante las recesiones.
- b. En casos de *stress* financiero las reducciones de tasas de interés por parte de los bancos centrales son menos efectivas. En lugar de trasladarse a los deudores bancarios se amplió el margen (*spread*) entre las tasas de libre riesgo, que efectivamente se redujeron, y las tasas riesgosas, que siguieron subiendo. El manejo de las tasas de interés no resulta apropiado para lidiar con un apalancamiento elevado, excesiva toma de riesgos y/o burbujas en los precios de los activos.
- c. La intermediación financiera importa y las deficientes regulaciones (desregulación y auto regulación) han jugado un papel importante en la crisis amplificando los efectos. Redefinir y ampliar las regulaciones es tarea impostergable.
- d. La provisión amplia de liquidez resultó imprescindible. Los principales bancos centrales reaccionaron ante la reciente crisis con medidas no convencionales expandiendo la liquidez a instituciones no bancarias vía intervenciones en una amplia gama de mercados de activos, incluyendo la emisión de deuda del gobierno para comprar deuda privada (*quantitative easing* y/o *credit easing*).

⁴⁰ Blanchard, Olivier, Giovanni Dell'Ariccia y Paolo Mauro (2010), "Rethinking Macroeconomic Policy, IMF Staff Position Note, SPN/10/03, February 12, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2010/spn1003.pdf>

- e. La creación de “espacio” fiscal en los buenos tiempos resulta imprescindible. Esta es la forma de evitar la fenomenal acumulación de deuda pública que la necesaria política fiscal anti cíclica ha provocado en los países industrializados. La política anti cíclica empieza mejorando la posición fiscal durante los períodos de mayor actividad económica.
- f. Reconocer que la estabilidad cambiaria integra la función objetivo de los Bancos Centrales. Las grandes fluctuaciones en los tipos de cambio generan cambios violentos en los flujos de capitales. Especialmente la apreciación real cuando los contratos domésticos están denominados en moneda extranjera, puede tener severos efectos patrimoniales cuando sobreviene una brusca depreciación.

En buena medida lo anterior no sería más que reafirmar lo que, particularmente en el caso de economías “emergentes”, venía ocurriendo en la práctica aún antes de desatarse la reciente crisis financiera internacional. En algunos países de la región, que experimentó en el pasado episodios de crisis severos, se tomaron recaudos ex ante que han fortalecido la resistencia al *shock* global reciente. Un ejemplo es el de aquellos bancos centrales que han logrado compatibilizar la estabilidad de precios con la estabilidad financiera.

Particularmente en el caso de economías pequeñas y abiertas a los países les interesa y les preocupa la política cambiaria y el nivel del tipo de cambio, mucho más de lo que el consenso teórico indica. El debate en todo caso se manifiesta en el grado de intervención cambiaria. Una corriente de pensamiento todavía dominante sostiene que las intervenciones sistemáticas suelen ser perjudiciales, que es preferible que los ajustes necesarios ante shocks principalmente externos los produzca el propio mercado. En esta visión la política cambiaria se mantiene lo más flexible posible adaptándose al entorno global. Ante shocks exógenos como los que provienen de cambios en términos de intercambio, aversión al riesgo de los inversores internacionales, políticas monetarias de FED (Reserva Federal de los Estados Unidos), del BCE (Banco Central Europeo), y/o política macroeconómica de otros países influyentes (ej. Brasil) se propicia que el tipo de cambio se ajuste lo que el mercado requiera. La llamada “flotación administrada” se entiende tan solo como una variante que

admite intervenciones solo excepcionales en el mercado cambiario porque el mecanismo de ajuste es vía precios, el tipo de cambio fluctúa más y las reservas tienen menos variabilidad. La excepcionalidad se da, por ejemplo, cuando la moneda se fortalece más allá de lo que indican sus variables “fundamentales”, en cuyo caso se justifica una medida de auto seguro como la acumulación de reservas para morigerar la transición y reducir la probabilidad de una reversión de los flujos de capitales⁴¹.

Pero esta visión no es la única. Una corriente de pensamiento alternativa interpreta que las intervenciones en el mercado cambiario no deben ser tan excepcionales sino que es preferible tener un objetivo en términos de nivel del tipo de cambio nominal y real. Para esta corriente de opinión la fluctuación en el tipo de cambio nominal y real (asumiendo inflexibilidad de precios) genera demasiada incertidumbre dada la excesiva volatilidad de los mercados cambiarios y a la larga ello es perjudicial para el crecimiento porque a la vez se duda sobre la capacidad de la política cambiaria como estabilizadora del ciclo económico. Detrás del objetivo de tipo de cambio “alto” subyace la idea de que el sostenimiento de una política de subvaluación cambiaria favorece el crecimiento en el mediano plazo, particularmente en el caso de países en desarrollo. Es cierto que en la práctica estas diferencias conceptuales entre las dos corrientes a veces no están tan claras y surgen zonas grises.

La política monetaria importa, pero en países con sistemas financieros subdesarrollados el canal de transmisión de la tasa de interés vía la demanda agregada es mucho más débil. En términos del *trilemma* se reconoce que por más que se asuma flexibilidad cambiaria y perfecta movilidad de capitales, la reducida intermediación financiera impide contar con la tasa de interés como instrumento efectivo de política monetaria. El fenómeno de la dolarización financiera, esto es la coexistencia de activos financieros denominados en moneda local y en moneda extranjera, constituye un impedimento adicional a la efectividad de la tasa de interés como instrumento de política macroeconómica.

⁴¹ Por ejemplo en Chile desde la liberación del tipo de cambio en 1999 hubo intervenciones en tres ocasiones, en 2001 y 2002 para evitar rápidas depreciaciones que podía provenir del contagio de la crisis de Argentina y en 2008 por considerar prudente la acumulación de reservas con mercados financieros mundiales bajo extremo estrés.

La debilidad del canal de transmisión de la tasa de interés restringe su efectividad y la aplicabilidad del esquema de metas de inflación. También restringe la aplicación de la política de intervenciones cambiarias porque la expansión monetaria que provoca la compra de divisas debe ser “esterilizada” y ello está limitado por un sistema financiero “dolarizado” y escasamente desarrollado. En consecuencia, y al menos en una etapa de transición no se puede descartar la política monetaria en función de metas intermedias para los agregados monetarios.

Se admite de manera casi generalizada que la política fiscal debe tener como objetivo garantizar la solvencia fiscal de manera de minimizar la prima de riesgo de la deuda. Así como el papel de la política monetaria/cambiaria es acomodar la economía ante los shocks externos, el de la política fiscal es garantizar la sustentabilidad fiscal para lo cual suelen postularse reglas simples que consisten en mantener un determinado ratio de superávit primario constante en términos del producto. Aunque en la práctica las políticas fiscales suelen ser muy pro cíclicas, particularmente en las economías en desarrollo. Por ello es que la creación de un “espacio” fiscal en los buenos tiempos se convierte en indispensable para poder contar con una política fiscal y una política monetaria verdaderamente efectivas en los momentos de crisis.

En síntesis, casi ningún país aplica la receta tal cual viene importada, sino que la acomoda a las circunstancias y de esta adaptación resultan modificaciones no necesariamente menores.

4.2. ESTRATEGIA SUPERADORA: METAS DE INFLACIÓN, TIPO DE CAMBIO “ALTO” Y REGLA FISCAL ESTRUCTURAL.

Toda estrategia macroeconómica debe, en principio, asignar tantas políticas e instrumentos disponibles hacia otros tantos objetivos fijados. La complejidad que plantea la interrelación entre los objetivos últimos de política y la disponibilidad de instrumentos con variados niveles de independencia dificulta la elaboración de la estrategia macroeconómica. A continuación se presentan lo que se consideran lineamientos estratégicos básicos, las políticas macro

principales que, en el mejor de los casos, constituyen una primera aproximación a la elaboración de una estrategia macroeconómica.

Las consideraciones desarrolladas en el apartado previo no hacen más que desaconsejar la práctica de un esquema “puro” de metas de inflación, al menos tal como vendría en la receta original. Sin embargo, ello no necesariamente significa que las metas de inflación deban abandonarse. Un esquema de *inflation targeting* podría coexistir con un objetivo para el tipo de cambio dado que, con imperfecta movilidad de capitales la política cambiaria conforma un segundo instrumento de política, adicional a la política monetaria. Un esquema de metas de inflación podría entonces ser aplicable a una economía como la de Argentina si se lo adaptara apropiadamente, incorporando la política cambiaria como instrumento independiente, no descartando los controles a la cuenta financiera internacional; al mismo tiempo que se decida reforzar, en lugar de relajar, aspectos más tradicionales de la política macro, como una política fiscal que garantice la sustentabilidad fiscal intertemporal y que a la vez constituya una herramienta de política anticíclica.

La política cambiaria, a través de las intervenciones en el mercado cambiario y en un contexto de activas intervenciones, está orientada principalmente a impulsar el crecimiento económico que sea externamente sostenible. La fijación de un sendero no preanunciado “elevado” para el tipo de cambio nominal, que dado un objetivo inflacionario significa un sendero para el TCR, define la llamada política de tipo de cambio “alto” o “subvaluado” que constituye un principal impulso a la demanda agregada y el producto desde la política macroeconómica en el corto plazo cuando los precios son fijos. Esta política opera garantizando por un lado la sustentabilidad externa, que en el pasado ha abortado procesos de crecimiento por restricción en el sector externo, e impulsando el empleo al estar el tipo de cambio asociado al precio relativo de los factores productivos (salario/renta).

Dependiendo el grado de utilización de los recursos o brecha del PIB, el sesgo expansivo de la política cambiaria puede generar presiones inflacionarias. La política monetaria a través de intervenciones en el mercado monetario, esto es

la compra venta de títulos del BCRA, debe tener como objetivo fundamental equilibrar la oferta de base monetaria y demás agregados monetarios a la demanda de los mismos, estimada en el programa monetario del Banco Central. De esta manera, dada una política de tipo de cambio “alto” que impulsa el crecimiento garantizando la solvencia externa, el BCRA “esteriliza” el excedente de oferta de dinero y así controla la inflación de origen monetario, cumpliendo con el objetivo fundamental establecido por su carta orgánica.

Pero el escaso desarrollo y profundidad del sistema financiero limita la efectividad y el alcance de las políticas de esterilización. Entonces la política fiscal cumple un papel fundamental en el esquema propuesto. Por un lado debería constituir un soporte a la política de intervenciones en el mercado monetario. En otras palabras la política cambiaria con un objetivo para el sendero del tipo de cambio nominal, es una labor compartida entre la autoridad monetaria y la autoridad fiscal. Al mismo tiempo la política fiscal cumple con otras dos funciones: por un lado la tarea de regulación de la demanda agregada, y por otro, sentar las bases que garantizan la sostenibilidad de todo el esquema de políticas macroeconómicas. Para cumplir con estas tareas se considera que lo más apropiado es establecer una regla de política fiscal anticíclica que tiene como objetivo un determinado nivel de superávit estructural o ajustado por el ciclo económico. De esta manera la política fiscal tiene un sesgo marcadamente contracíclico, a la vez que la fijación de un nivel para el superávit estructural compatible con la sustentabilidad de la deuda sirve de sostén y garantía del resto de las políticas macroeconómicas.

Las principales políticas macroeconómicas (cambiaria, monetaria y fiscal) constituyen el tronco fundamental del esquema propuesto, pero son necesariamente complementadas por otras en el cumplimiento de los objetivos últimos.

5. LAS POLÍTICAS

En esta sección se brinda una descripción mas detallada de las principales políticas que integran la estrategia macroeconómica conjuntamente con el análisis y la justificación de las mismas que integran la propuesta presentada.

5.1. POLÍTICA CAMBIARIA

5.1.1. La justificación: El tipo de cambio importa y mucho.

La teoría económica ha ido cambiando en sus pronunciamientos acerca del esquema cambiario más conveniente. Por un lado, a partir de mediados de los años 90' la llamada "visión bipolar" sugiere la paulatina desaparición de los regímenes "intermedios" y el tránsito hacia las llamadas "soluciones de esquina". Las alternativas serían esquemas de tipo de cambio súper rígido, sean "cajas de conversión" o "dolarización", o de lo contrario flexibilidad cambiaria "pura", sin intervenciones, salvo excepcionalidad, ni compromiso con tipo de cambio alguno. En un principio pareció que lo que dio en llamarse "temor por devaluar" (*fear of floating*) en economías financieramente dolarizadas (que ahorran en moneda extranjera), inclinaría la balanza a favor de los esquemas súper rígidos (*hard pegs*) dado el efecto que una devaluación tiene sobre los balances de familias y empresas, con ingresos en pesos y pasivos en divisas. En este contexto la flexibilidad cambiaria no haría más que amplificar el ciclo económico en lugar de reducirlo. Sin embargo, y en parte debido al fracaso de la Convertibilidad en la Argentina, la recomendación más enérgica de la profesión fue finalmente a favor de la flexibilidad cambiaria. Esta opción se asocia, a su vez, a la preferencia por esquemas monetarios basados en objetivos inflacionarios (*inflation targeting*) como forma de resolver el *trilemma* de políticas: dada la elección de mantener abierta la cuenta financiera recuperar la independencia de la política monetaria requiere tipo de cambio flexible. Los argumentos detrás de esta opción son bien fundados bajo ciertos supuestos sobre el funcionamiento de la economía. La flexibilidad cambiaria permite ajustar la economía ante los shocks reales. Vimos que ante un deterioro en los términos de intercambio una política monetaria expansiva bajo tipo de cambio flexible se traduce en depreciación de la moneda lo cual permite reasignar recursos hacia la producción de bienes transables internacionalmente

reduciendo el impacto del shock sobre el empleo y el producto. De esta manera la política monetaria en economías abiertas se ve reforzada por el efecto cambiario, recuperando el papel como herramienta contracíclica. Por el contrario, con tipo de cambio fijo la política monetaria está subordinada al compromiso del tipo de cambio fijo dejando a la política fiscal como único instrumento de estabilización del ciclo.

Pero como anticipamos la validez del mencionado *trilemma* depende de la llamada condición de paridad de tasas de interés, que relaciona la tasa de interés con el tipo de cambio. ¿Qué pasa cuando, por ejemplo, el banco central compra divisas? Sube el tipo de cambio, se expande la base y se reduce la tasa de interés. La paridad descubierta de tasas de interés indica que, dada una expectativa para el tipo de cambio futuro, la suba del tipo de cambio se traduce en una baja en la tasa de interés. Cabría esperar que esta relación se cumpla de manera perfecta cuando hay completa movilidad de capitales, entonces, no tiene sentido distinguir entre intervenciones cambiarias e intervenciones monetarias como instrumentos de política independientes. Cuando se cumple esta condición de manera perfecta, los cambios en el tipo de cambio por un lado, y los cambios en la base monetaria y en tasa de interés por otro, son caras de una misma moneda. La paridad de tasas de interés conforma una ecuación central en el paradigma dominante del análisis monetario moderno. A la vez, constituye un respaldo teórico a la visión “bipolar”, y particularmente sirve para justificar la flexibilidad cambiaria “pura” en un esquema con objetivo inflacionario. Cuando se da la paridad de tasas de interés cualquier esquema intermedio entre los dos polos resulta subóptimo y consecuentemente injustificado. Sin embargo, la validez de la paridad de tasas de interés, y la consecuente supremacía de los esquemas que de ella se deriven, son en definitiva, una cuestión empírica.

La evidencia empírica parece bastante contundente. La paridad de tasas de interés “descubierta” no se cumple de manera perfecta, particularmente en plazos cortos. Para plazos inferiores al año los modelos estructurales que explican y predicen la conducta del tipo de cambio real en función de diversas variables fundamentales lo hacen muy pobremente y son superados por un

random walk o por el tipo de cambio futuro⁴², aún cuando los modelos estructurales tienen el beneficio de contar con datos realizados (ex post) para las variables explicativas. El motivo radica en que los mercados de divisas, como todos los mercados de activos, están sujetos a una importante volatilidad que provoca desvíos significativos respecto a lo que determinan sus “fundamentos” de “mediano y largo plazo”. Esto es lo que sucede en el corto plazo, hasta un año, que es el plazo en principio más relevante para la política monetaria y cambiaria. Por eso es que la volatilidad de corto plazo del tipo de cambio excede a la volatilidad de las variables consideradas por los economistas como determinantes fundamentales del TCR. Argumentos como “comportamientos en manada”, el “contagio” o el “optimismo excesivo” son los que suelen señalarse cuando suceden sobre reacciones en los mercados de divisas.

La consecuencia trascendente de esta evidencia es que la política cambiaria se puede diferenciar de la política monetaria. Entonces, el tipo de cambio es susceptible de convertirse en un instrumento adicional de política, independiente de la tasa de interés de política⁴³. Es más, un esquema cambiario intermedio puede ser superior a las soluciones de esquina, esto es superior a un tipo de cambio súper fijo o a la flexibilidad pura.

Por ende la política cambiaria puede constituir un instrumento adicional en el arsenal de políticas de estabilización del ciclo económico, es decir políticas de corto plazo destinadas a morigerar la volatilidad de la actividad económica. No obstante, para que la política cambiaria sea un buen instrumento para hacer *fine tuning* (sintonía fina en la tarea de estabilizar el ciclo) deberían conocerse los mecanismos de transmisión de la misma, precisar el canal o los canales por los cuales la política cambiaria afecta a la demanda agregada y consecuentemente al producto. El debate pasa entonces por establecer la

⁴² La referencia clásica a los resultados mencionados es Messe, R and Kenneth Rogoff (1983): “Empirical Exchange Rate Models of the Seventies, Do They Fit Out of Sample”, *Journal of International Economics*, Vol 14.

⁴³ Ver Bofinger, Peter and Timo Wollmershäuser, (2002), “Exchange Rate Policy for the Transition to EMU”, in Urmass Sepp y Martti Randveer (ed.) *Alternative Monetary Regimes in the Entry to EMU*, Tallin. También Wollmershäuser, V. T., (2003), “A Theory of Managed Floating”, tesis doctoral.

conveniencia de utilizar la política cambiaria como herramienta anticíclica o por el contrario, y dada al dificultar de precisar los canales de transmisión, optar por una regla que por ejemplo, se oriente a sostener el TCR en determinado nivel.

Además de instrumento adicional de política estabilizadora de corto plazo, la política cambiaria puede, en determinadas circunstancias, tener influencia sobre el crecimiento en el mediano plazo. En la práctica se observa que, exceptuando a las grandes economías desarrolladas que tienden a flotar sus monedas, un número todavía importante de países del mundo adopta alguna forma de fijación cambiaria, desde el extremo de la “dolarización” o la caja de convertibilidad, pasando por los tipos de cambio “reptantes” (*crawling pegs*), las bandas cambiarias, hasta los tipo de cambio fijo convencionales sin compromiso ni restricción legal alguna, para llegar a alguna forma de flotación intervenida o “administrada”. Es cierto que definir el esquema cambiario aplicado en cada país resulta controvertido y hasta hay veces que los bancos centrales no hacen lo que dicen hacer. Una manera de esclarecer el régimen cambiario efectivamente implementado en cada país sería en función de la variabilidad tanto del tipo de cambio como de las reservas: mientras los esquemas fijos se caracterizan por la variabilidad de las reservas, los flexibles lo hacen por la volatilidad del tipo de cambio.

En definitiva, y a pesar del pronunciamiento de la academia a favor de la flexibilidad, la mayoría de los países intenta de alguna forma controlar sus tipos de cambio, tendencia que no se ha modificado sustancialmente. Es cierto que en muchos casos la no flotación es más el resultado de una decisión “forzada”, frente a los problemas que conlleva una volatilidad cambiaria excesiva, particularmente en economías con elevada dolarización de pasivos en bancos y empresas, y elevada traslación (*pass through*) de la depreciación a los precios domésticos.

No obstante, en la región latinoamericana varios de los principales países han optado por regímenes más flexibles de la mano de la adopción de esquemas de objetivos inflacionarios (Brasil, Chile, México, Colombia, Perú). Es más, se argumenta que estos cambios forman parte de la tendencia más reciente hacia

esquemas macroeconómicos y financieros más sólidos que han permitido a estos países amortiguar los efectos de la reciente crisis financiera internacional a través de políticas anticíclicas. De todos modos, se trata de una flexibilidad cambiaria relativa, con distintos grados de intervención según los objetivos y posibilidades de los distintos países. Así es que, aún los bancos centrales de las economías emergentes que pregonan la libre flotación suelen intervenir en los mercados cambiarios más asiduamente de lo que podrían considerarse intervenciones de carácter excepcional. La persistencia de este “miedo a flotar” tiende a explicarse por causas diferentes: originalmente el “miedo a flotar” se atribuye al “miedo a devaluar” en economías con elevada inflación en las cuales el tipo de cambio nominal (TCN) cumple el papel de ancla nominal de las expectativas inflacionarias, o en economías con alto grado de dolarización financiera y/o elevado traspaso de la devaluación a los precios domésticos que “obligan” a una activa intervención para evitar pérdidas que ocasiona el descalce de monedas y los mencionados problemas patrimoniales o de las “hojas de balance”. En la experiencia argentina, el “miedo a devaluar” se asocia en la experiencia de los años 90’ con el tipo de cambio fijo convertible, o, luego del colapso de la convertibilidad, con las intervenciones en el mercado cambiario que acontecieron en los primeros meses de 2002. También más recientemente puede decirse que hubo un renovado “miedo a devaluar” cuando observamos las intervenciones en los mercados (*spot* y futuros) que se sucedieron luego de de septiembre de 2008 con el agravamiento de la crisis financiera internacional. Las inconsistencias que fue acumulando la política macroeconómica en la Argentina en los últimos años impidieron dejar flotar más el tipo de cambio: aún cuando el dólar se depreció no lo hizo en términos reales en la magnitud en que se depreció en países con metas de inflación como Chile y Brasil.

Hay otras causas de las cuales, en lugar del mencionado “miedo a depreciar”, deviene un “miedo a apreciar”, o más aún, una preferencia por la subvaluación cambiaria⁴⁴. Una de ellas es el llamado motivo “precautorio”, según el cual la acumulación de reservas internacionales que permiten las intervenciones

⁴⁴ Levi Yeyati, Eduardo and Federico Sturzenegger (2007), “Fear of Appreciation”, Policy Research Working Paper 4387, The Work Bank, noviembre.

cambiarías, actúan como un auto seguro buscando evitar y/o atenuar el impacto de probables crisis financieras locales o internacionales. Aún reconociendo la relación que existe entre el crecimiento económico y la volatilidad macro, particularmente la volatilidad extrema que conllevan las crisis financieras, la política cambiaria cumpliría a lo sumo una función de corto plazo, de estabilización del ciclo económico.

La argumentación alternativa que ha reflatado a partir de la experiencia reciente es que la política cambiaria tendría efectos sobre el crecimiento en el mediano plazo. Se trata del motivo “neo mercantilista” que asocia positivamente el crecimiento económico con el nivel del TCR. Según el mismo las autoridades intervienen en los mercados de cambio no sólo para evitar la sobrevaluación cambiaria, sino para provocar “subvaluación” o tipo de cambio “alto” como medio para preservar la competitividad y de este modo impulsar una tasa de crecimiento más elevada⁴⁵. En la experiencia argentina reciente, estas variantes pueden asociarse con las intervenciones que acontecieron en buena parte del período 2003-2007, sea cuando el “modelo funcionaba” (2003-2005) o al menos, y a pesar de crecientes distorsiones, tenía “aire” el impulso previo (2006-2007).

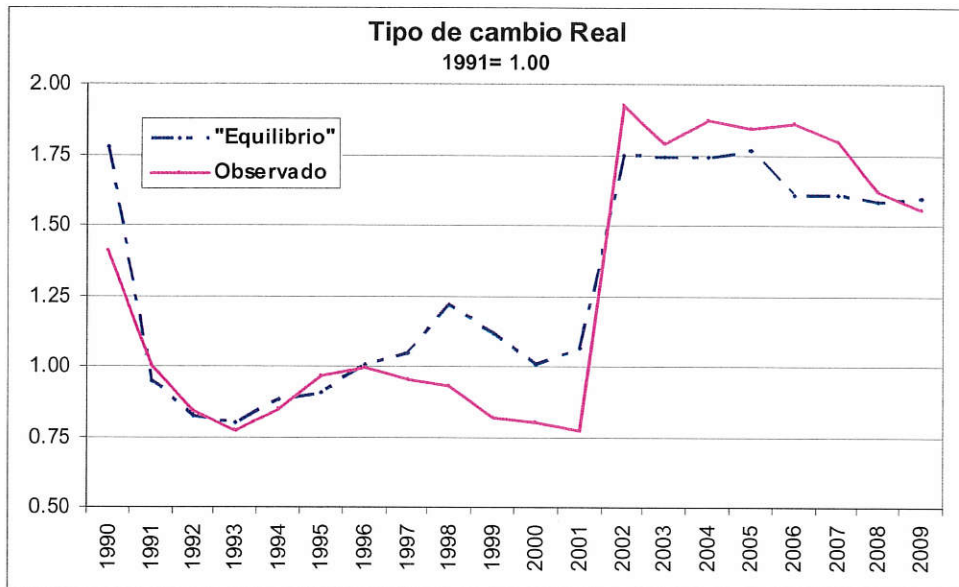
La evidencia empírica a nivel global encuentra cierto apoyo en que ambos motivos, mercantilista y precautorio, explicarían la importante acumulación de reservas internacionales por parte de los bancos centrales de los países emergentes en los últimos años. Más importante aún, se va acumulando creciente evidencia de que el nivel del TCR importa para el crecimiento económico. Hay un amplio consenso de que si el tipo de cambio está desalineado, esto es si el tipo de cambio está “sobreevaluado” o “atrasado”, va a afectar el crecimiento económico, particularmente en países en desarrollo. Esto no debería sorprender si se acepta que un tipo de cambio “subvaluado” también es perjudicial. Pero también va ganando aceptación la idea de que un

⁴⁵ Rodrik, Dani, (2007), “The Real Exchange Rate and Economic Growth: Theory and Evidence”, John Keneddy School of Government, Harvard University, Agosto <http://ksghome.harvard.edu/~drodrik/RER%20and%20growth.pdf>

tipo de cambio “subvaluado” favorece el crecimiento⁴⁶, aunque esto se da particularmente para las economías en desarrollo.

En el gráfico que acompaña se presenta una estimación del TCR de “equilibrio”, en función de variables fundamentales que representan el equilibrio externo (nivel de activos externos netos en relación al PIB) y variables fundamentales asociadas con el equilibrio interno (medida de productividad). En la Nota Técnica N° 3 se detalla la metodología de estimación del TCR de “equilibrio” que se compara con el TCR multilateral observado para la Argentina. Una primera observación, más que obvia, es que la estimación del TCR de “equilibrio” en función de variables fundamentales sigue más de cerca al TCR observado de lo que sería una simple estimación por PPP. El rasgo distintivo y relevante de la estimación en función de variables fundamentales resulta de la comparación entre niveles de equilibrio del TCR en convertibilidad y pos convertibilidad. Del simple análisis gráfico se concluye que mientras que a partir de la segunda mitad de los años noventa hubo “sobreevaluación” cambiaria real, en el período pos convertibilidad (2002-2007) se transformó en “subvaluación”. Con el colapso de la convertibilidad quedan pocas dudas acerca de lo perjudicial que significa prolongar un desequilibrio que se venía acumulando desde mediados de la década. Según la estimación en función de variables fundamentales la devaluación real fue tan pronunciada que significó un “sobre” ajuste (*overshooting*), ya que el TCR observado pasó de estar rezagado respecto al TCR de “equilibrio” a superarlo a partir de 2002. El salto pos devaluación en el TCR de “equilibrio” lo ubica en un nivel mucho más elevado al de la década previa: cuanto mayor fuese la devaluación nominal mayor es el peso de la deuda (denominada mayormente en moneda extranjera) en términos del producto, y más elevado es el TCR de “equilibrio” requerido para garantizar la sustentabilidad externa. Esta situación se prolonga en el transcurso de la nueva década mientras los pasivos externos netos no se reduzcan suficientemente por la acumulación de superávits de cuenta corriente.

⁴⁶ Berg, Andrew and Yanliang Miao (2010), “The Real Exchange Rate and Growth Revisited: The Washington Consensus Strikes Back?”, IMF WP/10/58, March
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/wp1058.pdf>



Igualmente el TCR de “equilibrio” es una variable no observable, y como tal sujeta a un alto grado de incertidumbre. Esta incertidumbre genera situaciones prácticas de difícil resolución, como en 2003, cuando en el contexto de “flexibilidad” el mercado mostraba una clara tendencia a la apreciación real pero se volvía a discutir el nivel de “equilibrio”. Por entonces, la preocupación de las autoridades estaba en dejar actuar libremente al “mercado” con el riesgo de pasar de una “subvaluación” a una nueva sobre apreciación real (*undershooting*). El TCR se mantuvo marginalmente subvaluado en 2003 y algo más en 2004 y en 2005. A partir de entonces fue cuando se empezó a cerrar la brecha del PIB (diferencia entre PIB y PIB potencial) y, más allá de discusiones metodológicas sobre el cálculo del PIB potencial, la presión sobre los precios domésticos se intensificó. La creciente inflación sería el ajuste “natural” ante una situación de desequilibrio evidente según la visión más arraigada en la profesión.

¿Pero era este resultado inevitable? Sea con apreciación nominal o con inflación, la corrección del desequilibrio es, en principio, inexorable. Salvo que se implementen políticas compensatorias (fiscales, de ingresos, cambiarias, controles de la cuenta financiera, etc.) que en su conjunto permitan sostener la brecha ahorro-inversión, o dada la inversión necesaria la reducción en el gasto en relación al ingreso. No hay magia, debe darse alguna situación como esta

para que pueda sostenerse un TCR “subvaluado”, o al menos demorar el ajuste hacia el equilibrio. Esto es así mientras no consideremos explícitamente los efectos de las políticas de corto plazo que no están plenamente incorporados en la estimación del TCR de “equilibrio”, que tiene en cuenta variables de mediano y largo plazo. Por ejemplo, el efecto de una reducción del superávit fiscal por aumento del gasto público estará incorporado en la medida que reduzca el superávit de cuenta corriente y, por lo tanto, aumente el nivel de pasivos externos netos. Por otra parte mayor gasto público eleva mayormente la demanda de no transables lo cual es considerado en la medida que disminuye el ratio de precios mayoristas sobre minoristas (ratio con el cual se aproxima el cambio en productividades en la estimación econométrica en función de variables fundamentales). Cabe aclarar que en la estimación de equilibrio según PPP relativa (promedio histórico) estas consideraciones se reflejan de manera mucho más indirecta aún. En conclusión, es posible sostener un nivel de TCR “subvaluado” si se adoptan políticas orientadas a sostener la brecha ahorro-inversión, lo cual equivale a sostener un dado nivel de superávit de cuenta corriente.

¿Para qué sostener tipos de cambio históricamente “subvaluados”? Porque el tipo de cambio “alto” aumenta la rentabilidad relativa de invertir en transables y puede impulsar el crecimiento económico. Esta explicación “neo-mercantilista” no es del todo aceptada en la academia porque revive el viejo argumento desarrollista de la “industria infantil” que recibe subsidios “temporarios” para poder lanzarse a la competencia. Por otro lado, por tratarse de un precio relativo entre monedas no todos pueden tener el tipo de cambio “subvaluado” porque ello conlleva a la “guerra” de devaluaciones y es por lo tanto globalmente insostenible.

Que el TCR “subvaluado” sea efectivo en impulsar el crecimiento presume una economía distorsionada, esto es que imperfecciones de mercado o deficiencias institucionales provocan que la economía produzca por debajo de sus posibilidades. Ahora bien, para justificar el TCR “subvaluado” se requiere que las actividades “transables” internacionalmente estén relativamente más afectadas por esas distorsiones que las actividades no transables. Hay

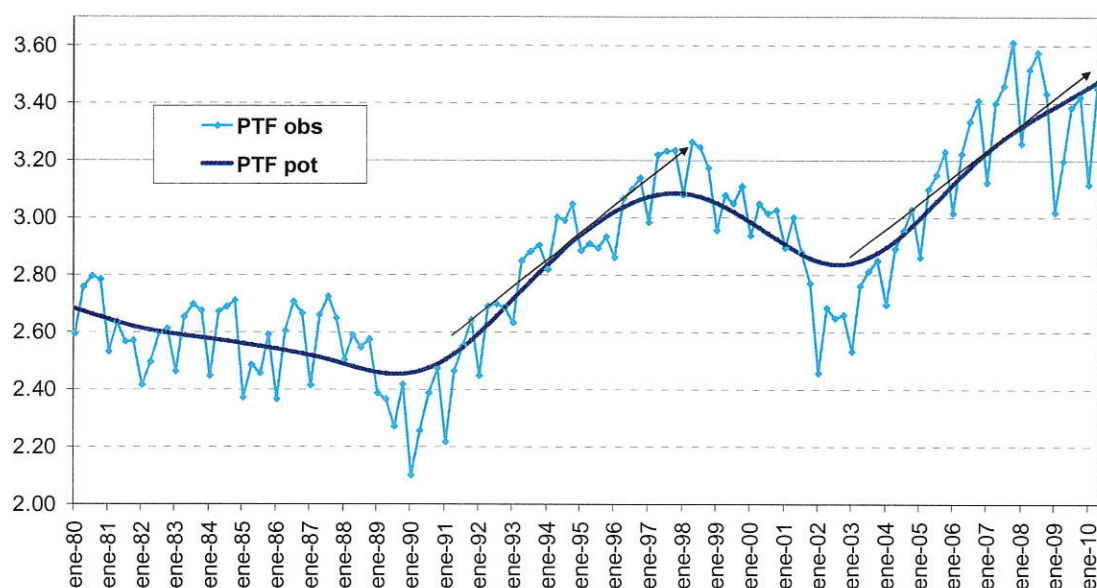
evidencia microeconómica según la cual actividades transables como la industria tienen una complejidad tal que requiere la cooperación de muchas partes (proveedores y clientes) además de soportes de tipo legal y financiero. Estas complejidades hacen que las industrias sean más susceptibles a la baja calidad institucional (violación de contratos, corrupción, incumplimiento de la ley, etc.), así como a fallas de mercado (imperfecciones de los mercados crediticios, externalidades de coordinación, brechas salariales, etc.), que las afectan relativamente más que a las actividades no transables como los servicios tradicionales.

La diferencia entre el subsidio a la industria “infantil” y la política de tipo de cambio “alto” es que en el primer caso se “eligen” (*pick the winners*) a los sectores o industrias beneficiarias, lo cual incentiva costosas e improductivas actividades de *lobby* y *rent seeking*. En cambio, la “subvaluación” representa un estímulo generalizado (un subsidio a las exportaciones más un impuesto a las importaciones) que, en principio, se aplica al universo de las actividades transables y que, en consecuencia, evita los mencionados costos. Es cierto que en todo caso se trata de una solución de “segundo mejor” y que por lo tanto no hay garantía de que la situación mejore (según el “teorema del segundo mejor”). Pero no es menos cierto que la solución de “primer mejor”, que sería eliminar directamente la distorsión (falla de mercado o institucional), es prácticamente imposible y tautológica: sería como pedirle al país subdesarrollado que sea desarrollado.

La evidencia internacional reciente parece cada vez más convincente, aún cuando los problemas que asisten a las demostraciones empíricas sean importantes. Los tipos de cambio “subvaluados” estimulan el crecimiento, la inversión, y el empleo. Según la experiencia argentina reciente la estrategia basada en el tipo de cambio “alto” o “competitivo”, mientras pudo sostenerse, permitió expandir el producto de manera inesperada por la gran mayoría de los economistas y más que recuperar en pocos años las pérdidas de la gran depresión de 2001-2002. Aún corrigiendo el crecimiento por los efectos de la mejora términos de intercambio y las muy buenas cosechas agrícolas, la tasa de crecimiento del PIB superó largamente las expectativas. Se recuperó la

inversión, pero también la contribución al crecimiento de la llamada PTF (productividad total de los factores), esto es el crecimiento que va más allá de la acumulación de factores capital y trabajo que es el determinante último del crecimiento de la economía. El gráfico siguiente muestra que su tendencia luego de haber alcanzado una importante tasa de crecimiento en los años 90' cayó significativamente con el colapso de la convertibilidad pero se ha recuperado sostenidamente. La tasa de crecimiento de esta tendencia es en el período pos devaluación prácticamente tan elevada como en el período “noventista”, previo al colapso.

PRODUCTIVIDAD TOTAL DE LOS FACTORES (PTF)



FUENTE: Estimación propia en a partir de los cálculos del PIB potencial Nota Técnica N° 2.

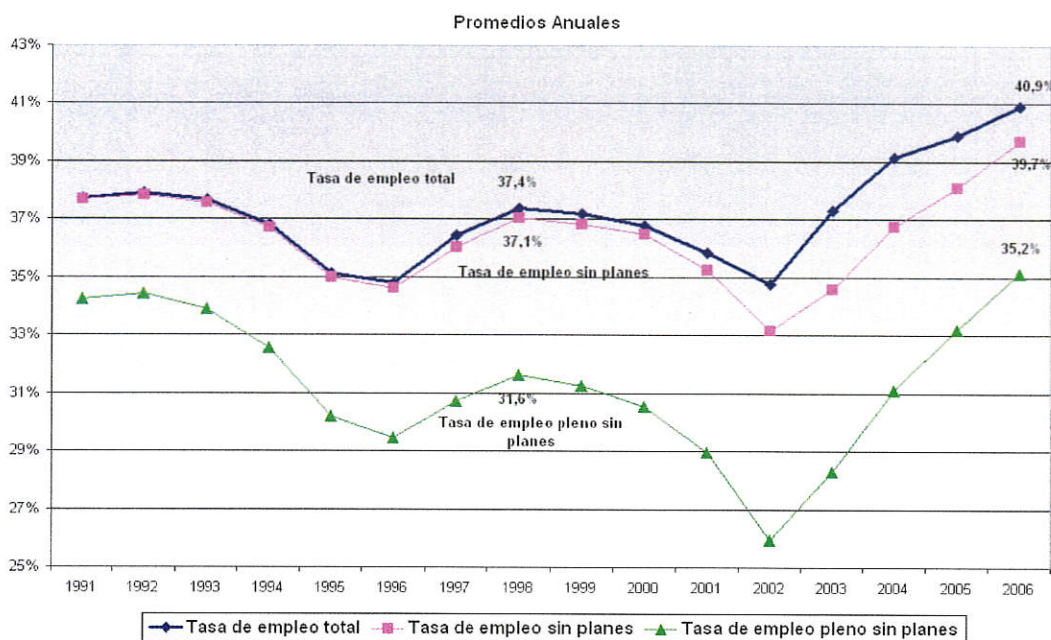
La sostenida contribución de la PTF al crecimiento en el período pos devaluación se vio acompañada y en parte explicada (por ser la PTF obtenida por residuo) por algunos aspectos que diferencian a este del crecimiento económico del período respecto al registrado durante la convertibilidad.

En primer lugar, la recuperación económica pos colapso de la convertibilidad estuvo acompañada por una mayor tasa de empleo, esto es mayor proporción de empleos respecto a la población total. Con la depreciación cambiaria y el sostenimiento del tipo de cambio “alto” se produjo una caída en la relación

salario/renta del capital, que permitió recuperar sostenidamente el empleo, a partir de una elevada tasa de desempleo que precedió incluso al colapso de la convertibilidad (en 1998 la tasa de desempleo era superior al 12%).

La economía pos convertibilidad no sólo aumentó su tasa de empleo respecto a los mejores años de la década de los 90', aunque la tasa de empleo muestra desde 2007 claros signos de estancamiento, sino que también mejoró la calidad del mismo. Esto último se observa en la evolución de la tasa de empleo pleno sin planes, es decir la relación entre el empleo pleno, excluyendo a los subocupados y a los que están contratados en alguno de los planes sociales que declaran contraprestación laboral, y las estimaciones de población total.

TASA EMPLEO URBANO



FUENTE: INDEC y estimaciones propias.

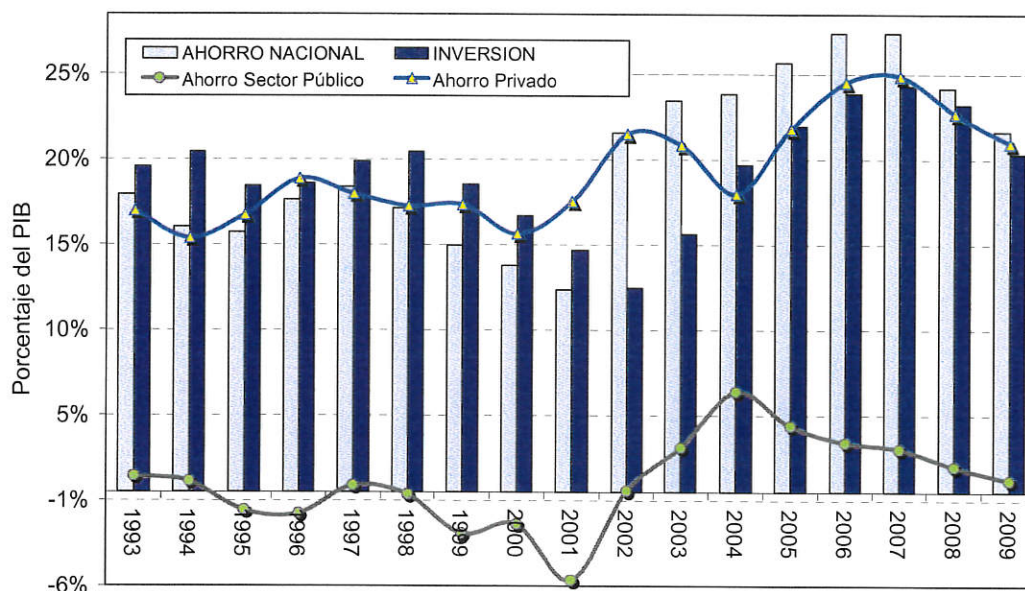
Así la evidencia reciente parece confirmar que mientras se mantuvo el tipo de cambio “alto” o “subvaluado” la economía no sólo ha crecido a tasas más elevadas, sino que generó más empleo, y no necesariamente de peor calidad, que en el período de tipo de cambio “sobrevaluado”. Respecto a la década anterior se registró un sustancial aumento de los ocupados que derivó en un aumento sostenido en la tasa de empleo. Si bien caben puntualizar dos aspectos preocupantes: i) La tasa de empleo se estancó a partir de 2007 (ver

gráfico sección II), precisamente a partir de cuando se “agota” el modelo en el sentido de que el TCR comienza a apreciarse fuerte y sostenidamente, fundamentalmente producto de la inflación. ii) Lo anterior se reafirma cuando se observa que en los últimos años fue el empleo público el que aceleró su tasa de crecimiento con un relativo estancamiento de la ocupación en el sector privado.

En segundo término, el crecimiento de la PTF no estuvo estimulado por ingresos de capitales (déficit de cuenta corriente) que financiaran el crecimiento de la actividad. Por el contrario, se alcanzaron elevadas tasas de crecimiento del PIB manteniendo un importante superávit comercial y de cuenta corriente, lo cual condice con el salto observado en la tasa de ahorro nacional: aumentó el ahorro privado, por la rápida recuperación y producto de la elevada rentabilidad del capital, y también se registró un salto el ahorro del sector público, gracias a los superávits fiscales crecientes entre 2002 y hasta el año 2005. En otras palabras, en un contexto de crecimiento del PIB y de la inversión se logró combinar reducción (relativa) del consumo privado, producto de la estrategia cambiaria, y reducción del gasto público, resultado de la estrategia fiscal, de manera tal de disminuir el riesgo de abortar el crecimiento por la restricción externa, como sucediera en repetidas ocasiones en el pasado.

El extraordinario precio de los *commodities* por supuesto que contribuyó a la sustentabilidad externa, aunque debe destacarse que la mejora de los términos de intercambio se acentuó a partir de 2007. Este fenómeno puede llevar a confusión, dado que desde ese año se sobreponen por un lado el agotamiento de la política de tipo de cambio “alto” con el notable mejoramiento de los precios de los *commodities*. Desde entonces el efecto “riqueza” producto de la mejora en los términos de intercambio y la consecuente apreciación cambiaria real impulsó el consumo privado. Si a ello sumamos el impresionante incremento en el gasto público, que también contribuyó a la apreciación del TCR, se explica la caída en el ahorro nacional. Por último de la mano de la apreciación del TCR se observa una reducción de la tasa de inversión que conjuntamente con la caída del ahorro determinaron la reducción del superávit de cuenta corriente entre 2007 y 2009, como se muestra en el gráfico adjunto.

AHORRO - INVERSIÓN EN LA ARGENTINA



FUENTE: Elaboración propia en base a INDEC hasta 2006 y estimaciones propias para 2007-2009

En síntesis, durante el período de tipo de cambio “alto” 2002-2006 se produjo una fuerte recuperación económica, caracterizada por una elevada productividad de los sectores transables, significativa generación de empleo, y todo en un marco de sustentabilidad externa, esto es superávit comercial y de cuenta corriente con reducido nivel de pasivos externos netos. Todo esto nos sugiere que de haberse mantenido las consistencias macroeconómicas básicas que le dieran origen y sostén al “modelo”, se hubieran podido proyectar tasas de crecimiento del PIB potencial más elevadas y, consecuentemente, más sustentables que en cualquier década pasada.

Más allá de las motivaciones teóricas y de la evidencia creciente, la justificación para implementar una política de tipo de cambio “alto” o “competitivo” considera la situación particular en la que muy probablemente se enfrente la economía del país en 2012. Seguramente el próximo gobierno va a heredar una tasa de inflación elevada originada en el desmanejo y desequilibrios macroeconómicos, que se han venido profundizando a partir de 2005. No sólo no se considera la mejor opción para la economía argentina actual, sino que se estima que en 2012 no van a estar dadas las condiciones mínimas para aplicar una política de tipo de cambio flexible puro o con intervenciones limitadas a casos excepcionales. Para entonces hay una elevada probabilidad de que la inflación

continúe siendo un inconveniente a resolver. Esto no significa proponer un tipo de cambio fijo que haga las veces de “ancla” nominal, como lo intenta hacer la presenta administración en el tiempo que le resta. Resultaría por lo menos riesgoso y muy probablemente fallido promover una flexibilidad cambiaria pura en un ambiente de escasa credibilidad y sin el transcurso de un necesario lapso que sirva para recomponer la reputación perdida.

5.1.2. La propuesta: “Política de cambio alto o competitivo”

Las autoridades económicas definen un sendero objetivo para el tipo de cambio nominal. La política de intervenciones a través de la compra-venta de divisas busca sostener el valor la divisa en un nivel “elevado”, de manera tal de promover la competitividad de la economía. Esta política se diferencia de la flotación “administrada” que ejercen aquellos bancos centrales que dejan mayormente flotar sus monedas y que solamente intervienen en casos de excepcionalidad. A diferencia del esquema cambiario conocido como *crawling peg* (flotación “reptante”), el corredor para el tipo de cambio no es preanunciado. La política de intervenciones cambiarias buscará mantener el TCR “elevado” o “subvaluado”, esto es el TCR observado por encima del TCR de “equilibrio” calculado de acuerdo a la evolución de los determinantes fundamentales de mediano plazo.

Este esquema no sólo evita la volatilidad cambiaria pronunciada que tiene un esquema de flotación sin intervención alguna, sino que principalmente se promueve el cumplimiento del objetivo intermedio de garantizar la solvencia externa al favorecer los precios relativos de los sectores productores de bienes transables internacionalmente que son los que están mayormente afectados por distorsiones ocasionadas en fallas de mercado o debilidad institucional. Esta mayor competitividad precio hace las veces de subsidio a las exportaciones e impuesto a las importaciones, es decir un estímulo generalizado que reemplaza la discrecionalidad de las políticas industriales focalizadas tipo *pick the winners*.

De la mano del TCR “elevado” se asocian precios relativos de los factores productivos (baja relación salario/renta del capital) que favorecen la creación de empleo y la adopción de tecnologías trabajo intensivas. Así se propende al objetivo último de promover el crecimiento económico con generación de empleo en un país con más de 40 millones de habitantes de los cuales un tercio todavía está sumergido en la pobreza. El motivo de la política de TCR “alto” en el cumplimiento de estos objetivos es compensar las distorsiones (fallas de mercado o institucionales) que afectarían relativamente más a los sectores productores de transables (ej. la industria). A pesar de tratarse de una justificación de “segundo mejor” (lo óptimo sería otorgar subsidio a la industria que sufre la distorsión, o mejor aún eliminarla directamente), el TCR “alto”, compensado con retenciones a las exportaciones tradicionales, genera un incentivo a la diversificación de las exportaciones lo cual contribuye a amortiguar el impacto de shocks externos adversos. Adicionalmente a estos argumentos “mercantilistas”, la estrategia va de la mano de la acumulación de reservas internacionales del Banco Central, que con motivos precautorios, hacen las veces de autoseguros ante el riesgo de crisis a que están sometidas las economías. Este fue el indiscutible papel que jugaron las reservas acumuladas para amortiguar las consecuencias más severas en la reciente crisis financiera internacional. En definitiva, y a diferencia de un esquema de completa flexibilidad cambiaria, la política cambiaria constituye una herramienta clave en el cumplimiento de los objetivos últimos, impulsando el crecimiento con generación de empleo y mejora en la distribución del ingreso y reducción de la pobreza.

No debe olvidarse que cualquiera sea el esquema adoptado debe entenderse que el TCR sigue siendo una variable endógena del modelo económico, que no está bajo el control directo de las autoridades, por lo cual sostener la “subvaluación” en términos reales requiere que el conjunto de políticas se oriente a tal objetivo. Una política de “subvaluación” cambiaria estará asociada con una mejora en el resultado de la cuenta corriente respecto a una política que no tenga tal objetivo. A su vez este resultado se asocia con ampliar la brecha ahorro-inversión y por lo tanto, con todas aquellas políticas que produzcan como resultado incrementar la tasa de ahorro de la economía. La

política de tipo de cambio “subvaluado” imprime un sesgo expansivo que genera presiones inflacionarias, por lo cual se requiere un adecuado diseño y coordinación para el resto de las políticas macro. De lo contrario la política de tipo de cambio “alto” se vuelve inflacionaria y, a la larga, insostenible.

En consecuencia, el tipo de cambio “alto” es función de todo un esquema de políticas macroeconómicas consistente, y depende también del contexto externo. La mejora en los términos de intercambio producto de los excepcionales precios de los granos provoca un efecto riqueza que “atenta” contra el sostenimiento de un nivel para el TCR. Esta apreciación cambiaria real que cierta corriente de economistas considera de “equilibrio” puede resultar extremadamente riesgosa para el cumplimiento de los objetivos últimos, particularmente la generación de empleo y la consecuente reducción de la pobreza. Esto es particularmente así cuando la mejora de los términos de intercambio es transitoria, lo cual ex ante resulta muy difícil de evaluar.

Debe quedar claro que lograr un tipo de cambio “alto” no siempre alcanza simplemente con “mandar” al banco central a comprar divisas. Desde el punto de vista institucional la instrumentación de la política cambiaria debe ser una labor conjunta entre el Banco Central y el Ministerio de Economía (a través del Banco Nación), porque en la práctica con los recursos de ambos se puede llevar a cabo la intervención en el mercado de cambios para sostener un nivel objetivo para el tipo de cambio nominal. Es más, dadas las limitaciones de la política de “esterilizaciones”, el esquema macroeconómico basado en la política de tipo de cambio “alto” será más sostenible en el tiempo cuando sea el Tesoro el encargado de intervenir con recursos excedentes provenientes de superávit fiscal financiero que haya acumulado en alguna cuenta y/o que no se haya destinado a reducción de deuda pública. En este “ideal” la política cambiaria se maneja básicamente desde Hacienda porque la política fiscal es uno de sus principales determinantes.

5.2. POLÍTICA MONETARIA.

5.2.1. La justificación: Las causas de la inflación y la necesidad de contar con un “ancla” de expectativas.

Así como la política cambiaria se define en función de la mayor o menor flexibilidad del tipo de cambio, la caracterización del régimen monetario se establece en términos de la elección de un “ancla” nominal apropiada. Esta manera de presentar la discusión fue en buena parte motivada por el aumento de la inflación en los años 70', que, particularmente en los Estados Unidos, obligó a un replanteo de la política monetaria. Si bien a la larga, y tal como lo muestra una vasta experiencia, un ambiente de inflación controlada juega a favor de mayor crecimiento y creación de empleo, en el corto plazo los objetivos pueden estar enfrentados: la tasa de inflación depende positivamente de la brecha del PIB. Vimos que una tasa de inflación positiva sirve como lubricante del crecimiento, al permitir los ajustes de precios relativos necesarios que una inflación cero no puede lograr en un contexto de inflexibilidad a la baja de los precios y salarios nominales. No obstante, la experiencia también indica que los gobiernos de turno siempre, aunque en distinto grado, intentan apuntar a un crecimiento superior, dando impulso a políticas que expanden la demanda agregada por encima de la capacidad productiva. En los círculos académicos se desarrollaron los conceptos de inconsistencia intertemporal y sesgo inflacionario que explican la conducta miope de gran parte de los gobiernos. Los gobiernos suelen prometer que no aplicarán políticas inflacionarias, aunque llegado el momento le convenga aplicar políticas que expanden la demanda y el producto aunque sean el germen de presiones inflacionarias. Aprovechando el *trade off* entre inflación y producto, relevante al menos en el corto plazo y cuando el ambiente todavía es de baja inflación, se puede lograr algo más de producto resignándose a algo más de inflación. Esto sucede durante un tiempo hasta que el cierre de la brecha del PIB y las propias expectativas que genera continuar irrestrictamente con políticas expansivas van convirtiendo los intentos por expandir la demanda y el producto real en aumentos de los precios. Este sesgo inflacionario termina por diversas vías afectando el bienestar general y es más difícil de revertir una vez que se pierde la credibilidad y la población incorpora a la inflación en sus expectativas.

La inflación puede ser el resultado de diversas causas. La hipótesis de inflación “estructuralista” puede aplicarse al período inmediatamente posterior al colapso de la convertibilidad. La teoría estructuralista requiere la presencia de los siguientes elementos: 1) un cambio en la estructura de la economía, 2) que ese cambio reclame un ajuste de precios relativos, 3) inflexibilidad a la baja de los precios nominales, y 4) una política monetaria pasiva, porque a la larga la inflación es un fenómeno que debe convalidarse monetariamente. La restricción externa de la economía argentina desde 1998 fue un cambio estructural que demandó un ajuste en los precios relativos (depreciación nominal) que en presencia de inflexibilidad nominal de precios y salarios a la baja provocó la suba de precios en los primeros meses de 2002 ante una política monetaria que convalidó esa suba para evitar una recesión aún mayor. Esta es una explicación potable para esta primera etapa inflacionaria, pero no puede sostenerse para justificar el proceso inflacionario posterior. El motivo es que una vez que el tipo de cambio se (sobre) ajustó y se lograron estabilizar el resto de las variables financieras la inflación podía extenderse solo hasta que culmine el ajuste de precios relativos (el TCR retorne a su valor de “equilibrio”). En efecto, por más que la política económica se instrumentó de manera de posponer el requerido ajuste de precios relativos en el tiempo, la inflación se redujo significativamente en 2003 y 2004. Luego ya no había motivos para una inflación de carácter estructural. Por el contrario, bajo flexibilidad cambiaria el tipo de cambio podría haber caído contribuyendo a reducir los precios o al menos detener las subas.

La hipótesis de inflación de “demanda” que resulta del sesgo ultra expansivo de las políticas macroeconómicas es la que más se ajusta al proceso inflacionario que se gestara a partir de 2005/2006. Desde entonces a la expansividad de la política monetaria/cambiaría que caracterizó al “modelo” se le adosó una política fiscal súper expansiva y una política de ingresos con el mismo sesgo. En esta situación sería difícil imaginar que no recrudecieran presiones inflacionarias, aún cuando en un principio no hubiera déficit fiscal y por lo tanto la necesidad de financiamiento del mismo con emisión monetaria.

Pero más recientemente, desde fines de 2009, hizo su reaparición la inflación de origen fiscal. Para cubrir el déficit fiscal (una vez más encubierto bajo “contabilidad creativa”) el BCRA comenzó a financiar con emisión monetaria al Tesoro. En realidad y más allá de sus causas la inflación debe ser siempre convalidada por emisión por ser un fenómeno monetario.

Un inconveniente es que, cualquiera sea su causa⁴⁷, una vez originada tiende a propagarse. La llamada “puja distributiva” es un ejemplo de cómo la inflación puede propagarse como sucede hoy en la Argentina, pero no constituye una causa autónoma. Y acá las expectativas son cruciales. Si hay mecanismos indexatorios la inflación se vuelve inercial. Si no hay una referencia creíble sobre la inflación pasada porque se adulteran los índices oficiales como ocurre desde 2007, la incertidumbre puede llevar a exagerar las remarcaciones de precios para cubrirse⁴⁸. Pero si las expectativas, fundamentalmente de los fijadores de precios y salarios, incorporan el hecho de que las políticas macro van a continuar con un sesgo ultra expansivo la inflación se perpetúa mientras no existan señales de cambio. En resumen la inflación actual, más allá de su origen, tiene un componente mayormente de expectativas, en parte inerciales o hacia atrás, y en parte racionales o hacia delante. Un programa de desinflación “exitoso”, esto es que minimice las pérdidas en términos de producto y empleo, requiere entonces no sólo de políticas consistentes y adecuadamente coordinadas sino también de compromiso y credibilidad por parte de las autoridades para el adecuado manejo de expectativas. Entonces son las autoridades económicas, fundamentalmente las monetarias, las primeras responsables de la inflación y, por lo tanto, las encargadas de combatirla. Un acuerdo con empresarios y sindicatos puede resultar de utilidad pero es

⁴⁷ Particularmente desde el gobierno se atribuye la inflación a diversas fuentes generalmente emparentadas con la llamada inflación de “costos”. La culpa está en los monopolios y oligopolios, los cuellos de botella en la producción o incluso los sindicatos. Pero difícilmente estas puedan constituirse en fuentes autónomas de inflación. Los mercados no competitivos generan precios más altos que los que predominarían en situación de competencia pero no aumentos sostenidos y generalizados de los precios. Algo similar sucede con los sindicatos. Lo que sí puede suceder es que ante un ambiente de inflación elevada hay mayor confusión de precios y los fijadores de precios en mercados no competitivos tienen a cubrirse más remarcando y de esta manera la inflación se propaga. Pero debe quedar claro que incluso en esta circunstancia los mercados no competitivos no son la fuente autónoma de inflación.

⁴⁸ La gente, particularmente los consumidores tienden a pensar que hay más inflación de la que realmente hay. Esta sensación puede agudizarse ante la incertidumbre sobre la verdadera inflación.

seguramente insuficiente para combatir la inflación sin la acción explícita y el compromiso creíble por parte de las autoridades que son las responsables primarias.

Del debate planteado surgen algunas enseñanzas para hacer política monetaria:

- a) No es conveniente que las autoridades se muevan como si no hubiese *trade off* entre inflación y producto en el largo plazo porque a la larga la validez de ese *trade off* se da solamente en un ambiente de baja inflación,
- b) Como las expectativas son clave, fijar un “ancla” para las expectativas inflacionarias es parte de una buena política monetaria. Aunque los agentes económicos se fijen en la inflación pasada reciente, forman sus expectativas mirando hacia delante. En este contexto fijar un “ancla” tiene por objetivo reducir las expectativas inflacionarias.

En política monetaria los candidatos para hacer las veces de ancla nominal son: el tipo de cambio, los agregados monetarios o directamente un objetivo inflacionario. La experiencia argentina en materia de tipo de cambio como ancla de expectativas es realmente pobre como lo demostrara la convertibilidad y lo demuestra la cuasi fijación cambiaria actual por los riesgos que implica. Por su parte los agregados monetarios también han fracasado en distintas experiencias aunque son todavía muchos los países que los utilizan. La experiencia de las metas de inflación si bien promisoriamente adoptada por muchas economías avanzadas y varias en desarrollo, por ser relativamente reciente, todavía no tiene un veredicto concluyente.

En la práctica de la política monetaria los Bancos Centrales reaccionan en función de los cambios en determinadas variables que consideran objetivos. Esta reacción suele expresarse a través de una regla de política. La regla más conocida es la de Taylor, según la cual la autoridad monetaria modifica la tasa de interés (el instrumento de política) en función de una brecha de inflación (diferencia entre inflación respecto a un objetivo inflacionario) y una brecha de producto (diferencia del PIB respecto al PIB potencial). Cuando la brecha de inflación sube la tasa de interés de política debe aumentar de manera tal que

suba la tasa de interés real, y lo mismo ocurre cuando el producto crece respecto del PIB potencial, en ambos casos para que la política monetaria sea contracíclica. Como vimos el paradigma dominante en materia de política monetaria postula metas de inflación en el marco de completa flexibilidad cambiaria y apertura de capitales, teniendo como instrumento o variable operativa a la tasa de interés de política que controlan los bancos centrales. Este paradigma dominante en círculos académicos ha sido implementado en la práctica por diversos países avanzados y también emergentes de la región como Brasil, Chile, Perú y Colombia. En su versión original la regla de Taylor no incluyó otras variables, aunque se reconozca que los bancos centrales se preocupan y reaccionan cuando se mueven otras variables adicionales como el tipo de cambio que en su versión “pura” el esquema de metas de inflación desconsidera.

5.2.2. La propuesta: Objetivo inflacionario en un contexto de la política de tipo de cambio competitivo.

El conflicto desatado a partir de la conformación del Fondo del Bicentenario por el cual el gobierno dispuso de las reservas del BCRA para pagar vencimientos de deuda renovó el debate sobre la independencia del banco central, la misión primaria del Banco Central de preservar el valor de la moneda, y los motivos de remoción de su presidente y directores. La carta orgánica (ley 24144) contempla la independencia del Banco Central como un mecanismo para ganar credibilidad y evitar la inconsistencia dinámica y el sesgo inflacionario que, según la experiencia internacional, pero sobretodo local, le imprime una política monetaria dirigida directamente desde el Poder Ejecutivo (en su art. 3 la carta orgánica establece la no intromisión del gobierno “en la formulación y ejecución de la política monetaria y financiera”). En su programa monetario para el ejercicio siguiente el BCRA debe informar “sobre la meta de inflación y la variación total del dinero proyectadas”. Asimismo aclara que “el incumplimiento de esta obligación de informar por parte de los integrantes del directorio...será causa de remoción...”. Es decir que la norma legal vigente se adapta a la implementación de objetivos inflacionarios como estrategia para “anclar” las expectativas inflacionarias. La independencia del Banco Central debe ser

instrumental y ello no obstruye la deseable y necesaria coordinación y cooperación con las autoridades fiscales.

La solución institucional pasa porque el compromiso primordial, la prioridad número uno del Banco Central, siga siendo preservar el valor de la moneda, aún cuando en su "mandato" pesen también los efectos de sus acciones sobre el crecimiento y el empleo. La responsabilidad en el cumplimiento del objetivo inflacionario aunque no sea fijada por el Banco Central recae en primer término sobre el mismo porque es esta entidad la que finalmente siempre y a la larga convalida cualquier presión inflacionaria con emisión monetaria, por más que el origen de la misma no sea necesariamente monetario. Para ello el BCRA cuenta con independencia presupuestaria e independencia en la utilización de instrumentos operativos disponibles. La independencia del Banco Central y el establecimiento de metas de inflación es la combinación hoy más aceptada para contrarrestar el sesgo inflacionario que caracteriza a la mayoría de los gobiernos. Cabe destacar que esta independencia del Banco Central debe ser instrumental, aunque no independencia de objetivos. En este aspecto así como en Brasil el objetivo inflacionario es fijado por el Consejo Monetario Nacional integrado por el presidente del Banco Central, el ministro de Hacienda y el ministro de Planificación, en el esquema macroeconómico propuesto para la Argentina resulta conveniente la conformación de una entidad similar que podría estar compuesta por el presidente del BCRA, el ministro de Economía y el Jefe de Gabinete de Ministros. La misión principal de este consejo sería fijar el objetivo para la tasa de inflación como un mandato a cumplir por parte del Banco Central.

También desde lo institucional la aplicación de objetivos inflacionarios requiere de mediciones de la inflación y del resto de las variables macroeconómicas que estén de acuerdo a los procedimientos y metodologías que siguen el concierto de los países del mundo. A propósito han perdido total credibilidad, por ser burdamente adulteradas, una serie extensa de estadísticas producidas hasta la actualidad por el Instituto de Estadísticas y Censos (INDEC). Para recuperar la credibilidad en el conjunto de estadísticas públicas debería fundarse un nuevo centro de estadísticas, independiente del poder político, con ingresos

concurados y siguiendo los estándares y metodologías de los principales centros del mundo, que reemplace completamente al desacreditado INDEC.

El esquema propuesto tiene objetivos inflacionarios, como “ancla” de las expectativas inflacionarias, pero en un contexto de una política cambiaria con un objetivo para el sendero del tipo de cambio que no es preanunciado. En este sistema la regla de política, además de la tasa de interés de referencia, considera también al tipo de cambio como variable relevante. Un índice de condiciones monetarias (ICM), que pondera ambas variables, sirve para la evaluar cómo debe reaccionar el Banco Central (“su función de reacción”). Pero queda en claro que el Banco Central cuenta con dos instrumentos de política independientes: las intervenciones en el mercado monetario y las intervenciones en el mercado cambiario. Así, en el esquema de tipo de cambio “alto”, mientras las intervenciones cambiarias son el instrumento utilizado para sostener el tipo de cambio en un sendero no preanunciado, con la intervención en el mercado monetario a través de la emisión-absorción de títulos y de pases, el Banco Central busca equilibrar oferta y demanda (estimada en el programa monetario) en el mercado de dinero, y así controlar la inflación de origen monetario. En el caso argentino hay un problema adicional: la sucesión de crisis y la consecuente estrechez del mercado financiero (el crédito es solo 12% del PIB) provocan que el mecanismo de transmisión de la tasa de interés sea muy débil y obligan a que, al menos en una primera etapa, el programa monetario no pueda manejarse siguiendo como meta (variable operativa) a la tasa de interés de política. Por eso en la etapa pos crisis 2001 el BCRA eligió un agregado monetario como meta o variable intermedia a seguir por el programa monetario. Hasta 2005 fue la base monetaria y luego se reemplazó por M2 por estar más asociado con la inflación en una serie larga. No obstante, el seguimiento de metas para agregados monetarios puede coexistir con la fijación del objetivo inflacionario explícito como en el esquema propuesto, y más aún teniendo en cuenta el fracaso de los agregados monetarios como meta intermedia en el control de la inflación. De todos modos, aunque la política monetaria busque mantener el equilibrio en el mercado de dinero y de esta manera evitar inflación de origen puramente monetario, todavía el sesgo de la combinación de política monetaria y cambiaria va a ser expansivo y el

probable exceso de demanda agregada seguramente requiera de la consideración del resto de las políticas macroeconómicas para el logro combinado de los objetivos últimos.

5.3. POLÍTICA FINANCIERA.

El Banco Central debe cumplir con un “mandato” que emana del Poder Ejecutivo y que debe ser convalidado por el Congreso Nacional, que se resume en contribuir al crecimiento con creación de empleo e inflación reducida, para lo cual dispone del manejo de la política cambiaria, de la política monetaria y de aquellas acciones que hacen a la estabilidad del sistema financiero. En este último aspecto el sistema financiero argentino sigue siendo muy reducido (el crédito al sector privado representa solamente el 12% del PIB), aunque los niveles de solvencia ponderados por riesgo son elevados y la posición frente al riesgo de liquidez es robusta. Resulta moderado el nivel de endeudamiento de las empresas y hay baja morosidad en el contexto de una importante desdolarización financiera. Por su parte la exposición de los bancos al sector público es aún acotada aunque en aumento. En definitiva, la mejorada situación del sistema financiero, en parte debida a su reducido tamaño y en parte a progresos en materia regulatoria, plantea interrogantes sobre el loable deseo de impulsar la intermediación financiera. Mantener un sistema financiero sano debe ser prioritario dada la larga experiencia en materia de crisis financieras. El impulso del crédito debe ser muy paulatino y cuidadosamente monitoreado para lo cual deben seguir desarrollándose normas de regulación macroprudencial sobre el capital, liquidez y calidad de los activos a lo largo del ciclo o en períodos en los cuales aumenta excesivamente la toma de riesgos.

5.4. POLÍTICA FISCAL.

5.4.1. La justificación. Respaldo a la política de tipo de cambio “alto”, herramienta anticíclica y sustentabilidad fiscal.

Creer que la estrategia de tipo de cambio “alto” se circunscribe a la combinación de intervenciones en el mercado cambiario, para sostener un determinado nivel del tipo de cambio, con intervenciones en el mercado monetario, para equilibrar oferta y demanda monetaria, puede resultar una simplificación mayúscula. La política fiscal importa y mucho en la estrategia

delineada. Como ya se expresara por más que se apunte a un objetivo para el TCR, éste sigue siendo una variable endógena, que no está bajo el control directo de las autoridades. Se trata de una variable que está determinada, en equilibrio general con otros precios relativos, por un conjunto de determinantes “fundamentales”. En consecuencia, las autoridades tienen capacidad de afectar su nivel solamente a través de los mecanismos que influyen sobre esos determinantes fundamentales. Un tipo de cambio real “alto” es equivalente a tener como objetivo un mayor superávit o menor déficit de cuenta corriente, y ello equivale a ampliar la brecha entre el ahorro nacional y la inversión, o también en reducir el consumo en relación al ingreso. Hay en principio, diversos mecanismos para ampliar esa brecha ahorro-inversión. En relación a la política fiscal, un aumento en el superávit o reducción del déficit fiscal incrementa el superávit de cuenta corriente o reduce el déficit, influye por si mismo sobre el TCR (asumiendo que no hay “equivalencia ricardiana” perfecta, esto es compensación con menor ahorro privado). Pero dada una política de tipo de cambio “alto” y su eminente sesgo expansivo la política fiscal “contractiva” es la pata que completa el esquema de para que se sostenga en el tiempo sin que irrumpa la inflación elevada apreciando el TCR.

La evidencia empírica más reciente parece confirmar ese efecto expansivo de la política cambiaria (intervenciones en el mercado cambiario) que impulsa a los sectores productores de bienes y servicios transables internacionalmente. Sin embargo, los canales de transmisión a través de los cuales opera el tipo de cambio son todavía materia de investigación. Por su parte, la política monetaria (intervenciones en el mercado monetario) es la encargada de regular la cantidad de moneda (base monetaria), “esterilizando” la expansión proveniente de las compras de divisas, de manera tal de evitar presiones inflacionarias de origen monetario por exceso de oferta sobre demanda monetaria. ¿Cuál es el límite al esquema de compra de divisas y esterilización? En principio, el único límite a la sostenibilidad de la “esterilización” es la tasa de interés creciente, y el consecuente déficit cuasi-fiscal, a que puede conducir el esquema. Pero esto no es necesariamente así cuando la mayor tasa de interés tiene efectos inciertos sobre la demanda agregada, resultando insuficiente para compensar el efecto cambiario expansivo. Si los mecanismos de transmisión de la tasa de

interés a la demanda agregada (consumo e inversión) son débiles por tratarse de una economía escasamente monetizada como es el caso argentino, entonces el sesgo expansivo del tipo de cambio real “alto” debe ser necesariamente compensado por otro mecanismo, y el candidato a cumplir ese papel es la política fiscal. En el marco del esquema de tipo de cambio “alto” la política fiscal brinda un respaldo valioso si el Tesoro cuenta con excedentes e interviene en el mercado de cambios aportando con el objetivo de tipo de cambio, y contribuyendo a la sustentabilidad del esquema al evitar la necesidad de “esterilizar” monetariamente las compras de divisas. Al mismo tiempo se reduce el riesgo de entrar en situaciones de “dominancia fiscal” en el manejo monetario/cambiario, esto es que la política monetaria se vea condicionada por la necesidad de cubrir baches fiscales.

Adicionalmente, cuando la política cambiaria está focalizada en lograr un sendero estable para el TCR se necesitan otras herramientas que actúen contracíclicamente, particularmente en una economía sujeta a diversos shocks que provocan fluctuaciones en la actividad: la política fiscal se convierte entonces en un instrumento clave (prácticamente el único) para suavizar esas fluctuaciones en un sistema como el propuesto. La política fiscal es la encargada de regular los impulsos que el resto de las políticas imprimen sobre la demanda agregada.

Para que la política fiscal sea efectiva, esto es que detrás de impulsos o contracciones fiscales operen “multiplicadores” que provoquen un efecto contra cíclico, debe ser creíble, y para ello vimos que debe aplicarse en un marco macroeconómico que garantice la sustentabilidad fiscal. Al respecto cabe aclarar que aún teniendo superávit fiscal la economía puede resultar fiscalmente insolvente, y la deuda insostenible, si la deuda es demasiado elevada, o no siéndolo si el país no tiene acceso al crédito o el costo del mismo es extremadamente caro, y/o si la tasa de crecimiento de la economía es demasiado baja.

La política fiscal, cuyos rasgos principales se definen en la ley de presupuesto a través de la definición de gastos, ingresos y financiamiento, debe seguir una

secuencia lógica para contribuir al cumplimiento de los objetivos últimos de política. Según el orden jurídico argentino, es el Poder Ejecutivo quien formula el proyecto de Ley de Presupuesto que remite al Congreso Nacional para su aprobación. En primer lugar es atribución del Poder Ejecutivo establecer, según su programa de gobierno, el nivel de gastos requeridos para proveer los servicios y bienes “públicos” que no tienen mercado y las transferencias de ingresos entre sectores. A propósito es a través de la definición de los gastos discrecionales que la política fiscal contribuye a cumplir con el objetivo de mejorar la distribución del ingreso (como un verdadero programa de asignación universal por hijo para eliminar la indigencia y reducir la pobreza). Una vez fijado el nivel y composición de los gastos se deben determinar, en un proceso iterativo, el nivel y composición de los recursos que financian esos gastos de manera tal de alcanzar un resultado primario (antes del pago de intereses de la deuda) que garantice la sustentabilidad fiscal y de la deuda (intertemporal).

La secuencia enunciada pretende dejar en claro que la mejora en la distribución del ingreso se alcanza en primer lugar a partir de la definición de las partidas de gasto público, y que es allí donde primordialmente se define si se elimina o no la pobreza⁴⁹. Con relación al sistema impositivo, cada cambio de gobierno se plantea una modificación del sistema para supuestamente hacerlo más progresivo (justo) y/o menos “distorsivo” (eficiente). Estos planteos se realizan como si el objetivo de redistribuir ingresos se alcanzara primordialmente a través del sistema impositivo, como si hubiera una indiscutible separación entre impuestos regresivos y progresivos, y como si hubiese una clara distinción entre impuestos distorsivos y no distorsivos. Al respecto, los impuestos son todos “distorsivos”, en mayor o menor medida alteran los incentivos de productores, consumidores o trabajadores. Una de las mayores fuentes de distorsión en la Argentina es la evasión. Por eso es que puede ser más eficiente un impuesto supuestamente más “distorsivo” como las retenciones a las exportaciones que un impuesto a las ganancias cuando la evasión de este último alcanza niveles elevados. Entonces la secuencia

⁴⁹ Por eso es errado, por ejemplo, elevar el mínimo no imponible del impuesto a las ganancias para determinados ingresos en lugar de implementar un programa que ataque directamente el problema de la indigencia. Ello es ineficiente porque no se ataca directamente el problema, sino que además es inefectivo porque no se alcanza el resultado esperado.

sugerida establece primero, la definición de los gastos en función de los objetivos prioritarios (por ejemplo eliminación de la indigencia), para luego definir una estructura impositiva efectiva, cuyo diseño tenga como prioridad alcanzar un nivel de recaudación que cubra los gastos y que determine un resultado primario necesario para garantizar la llamada sustentabilidad fiscal. Si, adicionalmente, este resultado se alcanza con impuestos más progresivos y menos distorsivos, mejor.

En resumen, se considera que la estrategia fiscal es clave para cumplir con el objetivo último de reducir la pobreza y mejorar la distribución del ingreso y que la manera óptima de lograrlo debe seguir la secuencia definida. En el esquema de tipo de cambio “alto” la política fiscal, además de cumplir la función tradicional de garantizar la sustentabilidad fiscal y de la deuda, debe respaldar a la política cambiaria, y actuar como herramienta anti cíclica.

5.4.2. La propuesta. “Regla fiscal estructural”.

Una regla fiscal, esto es la fijación de límites sobre algunos de los agregados del presupuesto (gastos, ingresos, resultado, deuda), puede contribuir al cumplimiento de las funciones mencionadas. ¿Por qué una regla fiscal? Así como los gobiernos tienden a aplicar políticas con un claro sesgo inflacionario también, de manera similar, la miopía de los gobernantes los induce un sesgo hacia el déficit fiscal y elevado endeudamiento. La diferencia con el sesgo monetario, que puede resolverse con un compromiso por un objetivo inflacionario y cierta independencia de la autoridad monetaria, es que en el caso de la política fiscal la solución puede complicarse por el proceso político que implican las decisiones presupuestarias. Los gobiernos elegidos democráticamente plasman sus programas en los presupuestos que presentan y el seguimiento de una regla rígida lógicamente restringe su accionar. Resulta dificultoso separar el derecho legítimo de los gobiernos a aplicar discrecionalmente sus programas del “aprovechamiento” de aumentos discrecionales de gastos cuando, por ejemplo, se aproximan elecciones. Una primera lección sería que solamente los gobiernos no virtuosos e

irresponsables deberían estar sujetos a reglas⁵⁰; lamentablemente este parece ser el caso en muchos países. No obstante, para minimizar las pérdidas que las reglas pudieran infringir a los políticos virtuosos las mismas deben ser lo suficientemente flexibles.

Una regla debe buscar garantizar la sustentabilidad fiscal, necesaria para proveer un marco de credibilidad y previsibilidad: los agentes económicos saben cual será la reacción de la política fiscal ante cambios en el contexto macroeconómico y no se ven sorprendidos por expansiones discrecionales del gasto público que pongan en duda la solvencia. Al garantizar la sustentabilidad se contribuye a sentar las bases para que el conjunto de políticas macroeconómicas sean efectivas en el papel de estabilización del ciclo. Por eso una regla fiscal debería actuar como un mecanismo anticíclico, según la cual en épocas de auge debería requerir que el fisco tenga un superávit más elevado, mientras que en la contracción, cuando por ejemplo la economía sufre un *shock* adverso, debería permitir la reducción del superávit o tener un déficit mayor. Sería deseable que este mecanismo contracíclico opere más allá de los llamados estabilizadores automáticos, esto es que la regla permita, por ejemplo en una recesión, aplicar el equivalente de políticas discrecionales (como las transferencias a sectores de alta propensión a consumir que determinan un mayor multiplicador fiscal) que contribuyan a compensar la caída de la demanda privada. Pero esta mayor “flexibilidad” es posible si en la fase expansiva se regenera el espacio fiscal necesario para poder responder con expansión fiscal en tiempos recesivos. Esta mayor flexibilidad de la regla es más imperiosa aún en esquemas como el propuesto que requieren moderar el impulso cambiario/monetario que conlleva una política de tipo de cambio “alto”: cuanto más firme es el objetivo de tipo de cambio mayor es la necesidad por una regla “flexible”, pero también el compromiso explícito por la sustentabilidad fiscal a través de un objetivo para la deuda en el mediano plazo.

Adicionalmente la regla fiscal debería permitir un adecuado manejo de los excedentes que pudieran surgir como consecuencia de acontecimientos

⁵⁰ Un análisis crítico a la regla fiscal estructural es el de Dos Reis, Laura, Paolo Manasse and Ugo Panizza (2007) “Targeting the Structural Balance” IADB Working Paper 598.

extraordinarios como pueden ser cambios excepcionales en los precios internacionales de nuestras exportaciones. Por ejemplo, debería morigerar los efectos macroeconómicos de una suba en los precios internacionales de los granos que provoca apreciación del tipo de cambio real por la llamada “enfermedad holandesa”. Los recursos se desvían desde la industria, que es el sector afectado, hacia el sector agrícola cuyo precio sube, pero también hacia el sector no transable, dado que la mayor recaudación por mayores retenciones a las exportaciones permite aumentar el gasto público que es mayormente no transable. La regla fiscal puede contribuir a atenuar este efecto sobre la apreciación cambiaria si la misma demanda un superávit mayor cuando los precios internacionales de las exportaciones agrícolas tradicionales suben y un superávit inferior cuando los precios caen.

En resumen los objetivos mencionados están interrelacionados, uno puede contribuir al otro, pero ello no necesariamente es así en cualquier tipo de regla. La evidencia disponible indica que para que sea exitosa cualquier regla fiscal debe cumplir con ciertos requisitos: La regla debe ser sencilla, simple de entender, y transparente, para que pueda ser monitoreada y replicada por terceras partes. La regla debe ser viable en términos de las posibilidades de ejecución práctica. La regla debe ser flexible de manera de poder adaptarse a los cambios abruptos de contexto. La regla debe estar bien diseñada. A propósito la Argentina tiene varios antecedentes de reglas fiscales que fracasaron. La ley 25152 de solvencia fiscal del año 1999 establecía entre otros que la tasa de crecimiento del gasto público debía ser menor que el crecimiento nominal del PIB lo cual ya fue inviable en ese recesivo año 1999. La ley 25453 de déficit cero de mediados de 2001 que establecía que el gasto no podía superar a los ingresos fue incumplida inmediatamente (y luego declarada inconstitucional). La ley 25917 de responsabilidad fiscal del año 2004, que entre otras complejidades volvía a establecer límites a la tasa de crecimiento del gasto (primario) que debía ser menor o igual al crecimiento nominal del PIB, no se respetó y fue directamente suspendida para el año 2009 cuando la economía sufrió los efectos de la crisis internacional, pero volvió a suspenderse posteriormente y a pesar de la recuperación económica. Como consecuencia el

gasto público se ha expandido extraordinariamente (10 puntos del PIB en los últimos 5 años) y parece no tener límites.

La falta de flexibilidad para adaptarse a recesiones importantes, su inviabilidad política (y, en ocasiones jurídica) por requerir ajuste en medio de la recesión, y hasta su complejidad, coadyuvaron para los sucesivos incumplimientos de las varias reglas fiscales. Un rasgo común que caracterizó a las reglas aplicadas es que en todos los casos dejaron de practicarse en años recesivos. Las reglas resultaron inviables porque profundizaban la recesión al “exigir” mayor ajuste, reduciendo el gasto y/o requiriendo un resultado fiscal mejor, en momentos en que caen el PIB y los ingresos fiscales. Esto sugiere que una regla fiscal no debería acentuar el comportamiento pro-cíclico, lo cual la hace inviable particularmente en la fase recesiva del ciclo. Como se analizara previamente en países como el nuestro la política fiscal suele resultar muy pro cíclica en la fase expansiva del ciclo (el gasto público aumenta más que el PIB), aunque no hay una relación clara en la fase recesiva (generalmente la política es acíclica). Y una regla definida, por ejemplo, en función del balance convencional constante o que permita aumentos de gastos en función de la variación del PIB, puede incluso acentuar el problema. Cuando la regla se relaja en la fase recesiva la tendencia al endeudamiento es la consecuencia inevitable y deja de garantizarse la sustentabilidad fiscal.

Una regla, que ajuste el balance fiscal en función de las fases de ciclo económico, puede contribuir a garantizar la sustentabilidad fiscal y de la deuda al mismo tiempo que actuar de manera contracíclica. Dada la experiencia internacional y particularmente la Argentina, la clave del éxito parece ser que la regla logre morigerar el aumento del gasto público en la fase expansiva pero que no impida la aplicación de política fiscal discrecional en la fase recesiva cuando realmente puede necesitarse.

¿Cuál es la regla fiscal que puede corregir estas falencias?

- Una regla de superávit “estructural” que ajuste el balance fiscal por el ciclo económico y también por el ciclo de los precios internacionales de

los principales *commodities* de exportación. La regla fija el superávit fiscal de cada período que debe ser igual al superávit estructural más el efecto cíclico sobre el balance fiscal.

- La regla debe ser lo mas simple posible, por ejemplo, diseñada solamente a partir del cálculo de recursos estructurales, no de los gastos estructurales (ej. Gastos como seguro de desempleo que se gatillan en períodos recesivos). La regla debe poder ser reproducida a partir de un número limitado de variables y coeficientes (meta de superávit fiscal, brecha del PIB, elasticidades producto de los impuestos) que deben ser publicados para brindarle transparencia y confiabilidad.
- En términos de la secuencia delineada en el proceso presupuestario iterativo el nivel de gastos para un determinado año queda establecido por la diferencia entre los ingresos fiscales estructurales y el resultado del balance estructural.
- La meta de superávit “estructural” (o el sendero de metas) debe surgir de un análisis de sustentabilidad de la deuda (incluyendo una estimación realista de las deudas contingentes) en el marco de una programación fiscal. Este marco fiscal es el que vincula la meta numérica de la regla con el objetivo último de la sustentabilidad de la deuda.
- Es fundamental que su diseño incorpore mecanismos que permitan la discrecionalidad cuando la economía sufre shocks de magnitud, que deben ser explícitamente definidos en la misma regla. La suspensión de la regla debe ser transitoria y decidida preferiblemente por un comité conformado por expertos en cuestiones macroeconómicas elegido por las autoridades. Estas “cláusulas de escape” que devuelven la discrecionalidad fiscal a las autoridades, más allá de los estabilizadores automáticos, equivalen a modificar la meta de superávit estructural.
- También fundamental, ante desvíos transitorios la regla debe estipular los pasos posteriores a seguir para retomar el sendero que garantice la sustentabilidad fiscal. De lo anterior surge que para ser viable, en términos de las posibilidades de su ejecución práctica, la regla se debe implementar en la fase expansiva del ciclo.
- La viabilidad de la regla es función de los incentivos que tengan las autoridades de gobierno para cumplirla. La formación de un Fondo de

Estabilización es una manera de aumentar los beneficios que tiene el gobierno para cumplir con la regla al poder disponer automáticamente (en cuando opere la cláusula de escape) de los fondos acumulados en los buenos tiempos. Es fundamental que este fondo sea con fines exclusivamente anticíclicos.

Desde el punto de vista institucional sería deseable que el establecimiento de una regla de superávit estructural sea avalado por ley de Congreso Nacional, lo cual reafirmaría la importancia que se le da a la política fiscal y a su sustentabilidad como pilar de toda estrategia macroeconómica, como sucede en el caso chileno. Dada la responsabilidad del Congreso en la aprobación de la ley de Presupuesto de la Nación sería por demás conveniente involucrar a este poder en la formalización de una regla de superávit estructural. En la misma línea sería auspicioso que el Congreso Nacional cuente con una oficina independiente y profesionalizada, con cargos elegidos por concurso, encargada del asesoramiento a diputados y senadores en cuestiones presupuestarias y económicas similar al CBO (*Congress Budget Office*) del Congreso de los Estados Unidos.

5.5. POLITICA DE INGRESOS Y PRECIOS.

“Reservada a circunstancias excepcionales”.

Las profundas distorsiones de precios en que han derivado los “acuerdos” que se vienen implementando desde que resurgieron con fuerza las presiones inflacionarias, su costo en términos de una dinámica explosiva del gasto público, y todo sin lograr resolver el problema inflacionario y distributivo del ingreso, demuestran una vez más que las políticas de controles de precios se reserven exclusivamente a situaciones límites y casos muy particulares. Quizá no tan extrema debe ser la posición respecto a las políticas de ingresos. Los aumentos salariales decretados durante 2002 y 2003 contribuyeron en la salida pos crisis de la convertibilidad, cuando sirvieron para compensar una situación de elevadísima tasa de desempleo con salto inflacionario producto de la devaluación. El llamado “pacto social” entre diversos sectores productivos solo no sirve para combatir la inflación, ni siquiera reducirla, si no va acompañado

de un firme compromiso de accionar en consecuencia con un programa de desinflación.

5.6. POLITICA COMERCIAL

“Retenciones a exportaciones tradicionales”.

Los impuestos a las exportaciones (retenciones), aplicados con tasas “razonables” y no confiscatorias, deben estar en función de la política de tipo de cambio: cuando más “alto” el tipo de cambio real mayor el subsidio implícito y más “necesarias” las retenciones para compensar el efecto de la moneda depreciada sobre ingresos y precios de alimentos. El tipo de cambio “alto” compensado con retenciones a exportaciones tradicionales contribuyen a fomentar la diversificación de las exportaciones y reducir la volatilidad macro generada por la variabilidad de los términos de intercambio. Este esquema demanda, por supuesto, la indispensable revisión del sistema de coparticipación de impuestos federales con las provincias.

5.7. POLÍTICA DE RESTRICCIONES A LA CUENTA FINANCIERA

“Controles a la entrada de capitales de corto plazo”.

En un trabajo reciente del Fondo Monetario Internacional⁵¹ se analiza el papel de los controles a los flujos de capitales y se concluye que “si la economía está operando cerca del potencial, si el nivel de reservas es adecuado, si el tipo de cambio no está subvaluado, y si los flujos se consideran probablemente transitorios, entonces el uso de controles a los ingresos capitales (en adición a políticas macroeconómicas y a regulaciones prudenciales) es justificado como parte del conjunto de herramientas”. Estas conclusiones significan un cambio de actitud frente a este tipo de políticas que eran mayormente rechazadas por el FMI y otras instituciones financieras internacionales tan solo unos años atrás. En el uso de controles los motivos aducidos son básicamente dos: por un lado, evitar la apreciación cambiaria real que deteriora la competitividad de la economía, y desde la perspectiva financiera, amortiguar la fragilidad que el ingreso de capitales pueda crear a través de un excesivo endeudamiento en moneda extranjera y la consecuente exposición y riesgo de descalce, disminuir

⁵¹ International Monetary Fund (2010) “Capital Inflows: The Role of Controls”, IMF Research Department, February 19.

la probabilidad de generar un boom crediticio (particularmente en moneda extranjera), así como reducir la probabilidad de burbujas en los precios de los activos (acciones, inmuebles, etc). Para que los controles sirvan de complemento efectivo a otras políticas ante ingresos de capitales los mismos deben percibirse como temporarios. En general, aumentos en los ingresos más permanentes tienden a requerir ajustes económicos más fundamentales. Se argumenta que esto sucede, por ejemplo, cuando el tipo de cambio está "subvaluado", en cuyo caso los influjos de capitales pueden ser más persistentes. ¿Cómo conciliar estos principios en una estrategia de tipo de cambio "alto"? Que el tipo de cambio pueda sostenerse "subvaluado", entendiendo por tal al tipo de cambio que se determina de acuerdo a determinantes fundamentales de "mediano" y "largo" plazo, como la productividad de la economía relativa a la de socios comerciales, o la posición de inversión internacional en relación al PIB, dependerá de manera crucial del resto de las políticas que acompañan a la estrategia. Principalmente una política fiscal superavitaria debería ser la encargada de complementar a las intervenciones cambiarias en la tarea de sostener el tipo de cambio por encima del "equilibrio", esto es generando una brecha positiva entre el ahorro nacional y la inversión. Por más que el PIB coincida aproximadamente con el potencial, que el nivel de reserva se crea el adecuado, o que la brecha entre el tipo de cambio y el considerado de "equilibrio" se considere sostenible y compatible con el resto de las políticas macro, suelen no ser pocas las ocasiones en que los mercados y los inversores financieros internacionales están sujetos a conductas "en manada" y un optimismo excesivo que generan ingresos masivos y repentinos de capitales los cuales complican el manejo macroeconómico y aumentan los riesgos financieros.

Las restricciones a las entradas de capitales complementan el esquema propuesto porque evitan el cumplimiento del *trilemma* o trinidad imposible. De esta manera se evita la apreciación cambiaria real en las épocas de boom de ingresos de capitales, y por otro lado se orienta el ingreso de capitales hacia la inversión directa extranjera y en contra de los ingresos "golondrinas" o de corto plazo.

Se propone entonces considerar la aplicación de impuestos o requerimientos de encajes no remunerados y/o requerimientos de permanencia mínima sobre determinados tipos de ingresos de capitales considerados más riesgosos como los flujos de deuda en moneda extranjera o algunos flujos de inversión directa extranjera como la financiera. Serán aplicados cuando se considera que estos ingresos son temporarios y que los mismos dañan a la competitividad de la economía, así como peligro de crisis financiera por el surgimiento de booms de crédito de consumo y/o descalces pronunciados a través de préstamos denominados en moneda extranjera.

Las restricciones al libre flujo de capitales constituyen entonces una herramienta válida, cuya aplicación efectiva dependerá de circunstancias particulares en las cuales la evaluación de los beneficios supera a los costos que puedan surgir al impedir la asignación de ahorros a proyectos productivos, la promoción del comercio intertemporal, la adecuada diversificación de riesgos y el desarrollo de los mercados financieros.

6. LA POLÍTICA MACRO Y LOS ESPACIOS SUBNACIONALES.

Los inconvenientes que plantea la volatilidad macroeconómica en un mundo globalizado y sus efectos sobre el crecimiento y el bienestar se extienden a los espacios subnacionales, llámese provincias, y subprovinciales, esto es municipios y comunas. El margen de acción con que cuentan estos espacios es escaso. Hoy día, y en el caso particular de la provincia de Santa Fe, ese margen está básicamente orientado hacia el sostenimiento de una burocracia relativamente estable, la instrumentación de reformas que conducen transformaciones en el plano cultural y en el plano tecnológico, y también recientemente una sucesión de gobiernos que procuran una gestión pública orientada hacia la planificación estratégica, la revalorización de lo institucional, la descentralización y regionalización, y la participación ciudadana. En lo estrictamente económico el espacio disponible desde la provincia se circunscribe en las sinergias que pueden surgir de la interrelación de lo público con lo privado.

Las políticas económicas subnacionales se concentran en la administración del sistema público provincial, básicamente en la administración financiera de los ingresos propios y coparticipados, el gasto público proveedor de bienes básicos la mayoría de ellos relacionados más directamente con los ciudadanos como la educación, la salud, la seguridad y la inversión pública, y el crédito público como fuente de financiamiento. Todo en el marco de un avance interesante hacia la descentralización de gastos, que muestra una reducción en la participación del nivel central y respondiendo así al “principio de correspondencia” en la provisión de bienes públicos. Las funciones federales son, en principio, las usuales a toda forma de gobierno que se dice federal: defensa nacional, asuntos exteriores, comercio exterior, educación superior, carreteras interprovinciales. Por su parte, la tarea respecto del sector productivo privado incluye los análisis sectoriales, identificación de las cadenas productivas, principales actores e interrelaciones, creación de empleos, aliento a la innovación y mejora de la productividad.

En consecuencia, las economías a nivel subnacional prácticamente no cuentan con instrumentos de política macroeconómica que les permitan influir sobre el rumbo que tomen sus economías. Esta dependencia de las políticas a nivel nacional tiene motivos en algunos casos fundados, de eficiencia, aunque en otros discutibles, dependiendo el análisis de cada política en particular.

A pesar del limitado margen que tienen las políticas provinciales, resulta necesaria una adecuada interpretación de la manera en que las políticas y modelos económicos alternativos influyen sobre la política subnacional. Diversos modelos macroeconómicos tienen efectos diferenciados sobre la configuración productiva y a la vez están condicionados según las características productivas de las provincias y espacios subnacionales. En el caso de Santa Fe se trata de una provincia productora de bienes agropecuarios e industriales –sectores denominados transables- y de servicios interconectados y complementarios a los primeros. El desarrollo provincial de una diversificada matriz productiva, en el que se destaca la innovación tecnológica alcanzada en determinados sectores de punta, y su perfil fuertemente exportador, la convierten en enclave neurálgico de la sustentabilidad macroeconómica (o externa) del país, que tanto se ha enfatizado a los largo del trabajo como condición imprescindible para alcanzar un crecimiento y un desarrollo sustentable. Un esquema de tipo de cambio “alto” que sea sostenible, gracias a la combinación monetaria-cambiaria-fiscal como la propuesta, favorece el desarrollo productivo de la provincia, y a la vez, dada la natural configuración productiva provincial, constituye un aporte a la sustentabilidad de la economía nacional.

En lo que respecta estrictamente a las políticas macroeconómicas resulta mucho más aceptada la inconveniencia que cada espacio subnacional cuente con independencia en la política monetaria/cambiaria. El manejo de la política monetaria requiere del monopolio en la emisión de moneda y su efectividad en el control de la inflación y/o en la estabilización del producto es largamente superior cuando la política es comandada centralizadamente. Esto es más aún así en el caso de disponer de un instrumento adicional a la política monetaria tradicional como es la política cambiaria que se incluye en la propuesta

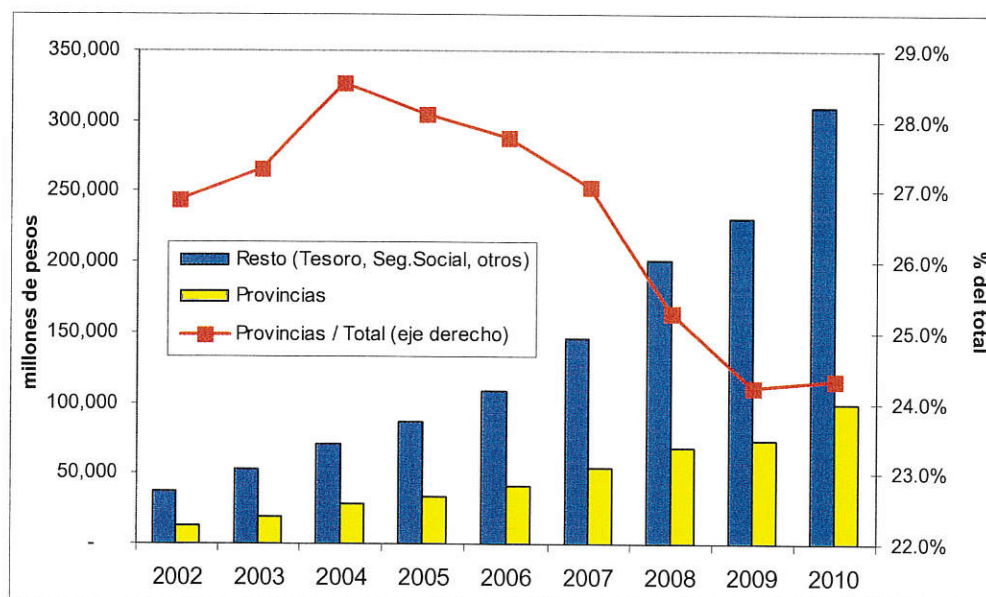
presentada anteriormente. La conveniencia de un manejo centralizado se extiende a la política cambiaria, y más precisamente cuando se interpreta que cierta previsibilidad sobre el nivel del tipo de cambio constituye una variable importante para el crecimiento y el desarrollo económico.

En lo concerniente a la política fiscal los consensos son menos amplios, persistiendo la discusión sobre si cada espacio subnacional puede mantener, y si resulta conveniente que lo haga, una política fiscal independiente. La tendencia a la descentralización de las potestades tributarias, aún cuando no sea privativa del federalismo, puede tener inconvenientes, aun cuando su intención sea la eliminación de las asimetrías entre gastos y recursos en las jurisdicciones provinciales. Hay cuestiones de eficiencia en la administración tributaria y economías de escala en los procesos recaudatorios que provocan que la descentralización a partir de capacidades tributarias desiguales entre los espacios subnacionales pueda generar un resultado contrario al esperado, incrementando la desigualdad regional. Si se acepta que la función estabilizadora del ciclo sea comandada centralizadamente entonces, en un esquema de regla fiscal estructural como el propuesto, los espacios subnacionales deben privilegiar el objetivo de la sustentabilidad fiscal. Ello no obsta para que las provincias no creen sus propios fondos anticíclicos en la medida que perciben ingresos extraordinarios como los que puede resultar de comercio exterior de materias primas (por ejemplo el Fondo Federal Solidario de la soja).

No obstante las provincias ya no se encuentran en una situación fiscalmente cómoda. Es bien conocida la tendencia que viene mostrando la distribución de los recursos tributarios recaudados a nivel nacional en perjuicio de las provincias y a favor de la nación (Tesoro Nacional, Seguridad Social, otros).

Las provincias que durante los años 90' que recibían en promedio cerca del 35% de la recaudación nacional en la última década redujeron la percepción hasta llegar a menos del 25% en 2009 y 2010, como se observa en el gráfico que sigue.

RECAUDACIÓN IMPUESTOS NACIONALES POR DESTINO



FUENTE: Secretaría de Hacienda del MECON.

Adicionalmente los ingresos del Sector Público Nacional se elevaron sustancialmente en los últimos años. Esto se explica no sólo porque se coparticipa proporcionalmente menos a las provincias una recaudación creciente, sino porque aumentaron significativamente otros ingresos como las rentas de la propiedad, que incluyen transferencias de “utilidades” del Banco Central al Tesoro Nacional así como rentas del “fondo de los jubilados”. Estas rentas de la propiedad, que hace cinco años no llegaban a representar el 1% de los ingresos corrientes del Sector Público Nacional, en el año 2010 sobrepasaron los 32.000 millones de pesos y superaron el 7% de dichos ingresos. Estos ingresos “extraordinarios” permiten aumentar el gasto público nominal de la nación, más allá que representan mayormente la apropiación por parte del Tesoro Nacional del llamado impuesto inflacionario, y que signifiquen la descapitalización del Banco Central pero también del ANSES.

Las provincias no impusieron el cumplimiento del artículo 7 de la ley 23.548, que establece que “el monto a distribuir a las provincias, no podrá ser inferior al 34% de la recaudación de los recursos tributarios nacionales de la Administración Central, tengan o no el carácter de distribuibles por esta Ley”. Los gobiernos provinciales pueden haber pecado de “cortoplacismo” cuando aceptaron la refinanciación de deuda de corto plazo y la negociación de un piso

de coparticipación al costo de poner en riesgo las finanzas provinciales en el mediano plazo. ¿Pero es eso simplemente lo que pasó?

En realidad el porcentaje correspondiente a la Ley de Coparticipación Federal de Impuestos y Leyes Especiales constituye tan solo una parte de las transferencias a las provincias. Como se presentara anteriormente los ingresos del Sector Público Nacional se incrementaron más que la recaudación tributaria y parte de esos ingresos “extraordinarios” se derivaron en forma de transferencias corrientes y de capital, que de manera mayormente discrecional la nación transfiere a las distintas provincias y a la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, o directamente a los municipios de diversas provincias. Son estas transferencias, particularmente las de carácter no automático, las que fundamentalmente explican la desigualdad en el tratamiento dado por la Nación a las distintas provincias. Y en este aspecto la provincia de Santa Fe ha sido en los últimos tiempos de las más perjudicadas. Según el IERAL de la Fundación Mediterránea⁵² Santa Fe cedió por desvíos de la coparticipación federal 2.006 millones de pesos en 2007, 2.540 millones en 2008, y 2.717 millones en 2009. Estos desvíos incluyen recursos coparticipados que financian el sistema nacional de seguridad social, distribución parcial del Fondo de Aportes al Tesoro Nacional y coparticipación parcial del impuesto a los debitos y créditos bancarios. A cambio Santa Fe recibió a través de transferencias de la Nación 708 millones en 2007, 592 millones en 2008 y 919 millones de pesos en 2009 que incluyen transferencias corrientes y de capital, subsidios a las cajas previsionales, y para el año 2009 incluye 254 millones por el Fondo Federal Solidario. El resultado neto para Santa Fe fue negativo por 1.298 millones en 2007, 1.948 millones en 2008 y 1.798 millones en 2009. En el contexto de una distribución muy desigual de las transferencias no automáticas entre las provincias se encuentra que Santa Fe es en términos relativos una de las más perjudicadas y en términos absolutos la provincia más perjudicada.

⁵² Capello, Marcelo (2010) “Relación entre los recursos que las provincias ceden en la coparticipación y los que reciben en forma discrecional desde la nación”, IERAL, marzo.

Según lo previsto en el presupuesto nacional 2010⁵³ mientras que la participación de las transferencias automáticas (coparticipación, FFS y otras) de Santa Fe es el 8,9% del total, la participación en las transferencias no automáticas (a provincias y municipios) alcanza a solo 3,2% del total.

Esto significa que Santa Fe debería haber recibido no menos de 1.000 millones de pesos más en caso de que las transferencias automáticas hubieran tenido la misma participación que las transferencias de carácter automático.

TRANSFERENCIAS DE RECURSOS DE ORIGEN NACIONAL A PROVINCIAS Y MUNICIPIOS
Detalle por Ubicación Geográfica. Presupuesto inicial 2010

(en millones de \$ corrientes)

UBICACION GEOGRAFICA	Coparticipación Federal de Impuestos + Leyes Especiales	Otras Transferencias a Provincias Netas del FFS	Fondo Federal Solidario	Transferencias a Municipios	Total
TOTAL GENERAL	82.910,4	15.139,2	6.457,0	3.567,2	108.073,7
Ciudad Autónoma de Buenos Aires	1.625,2	928,2	153,9	208,8	2.915,9
Provincia de Buenos Aires	16.638,0	2.195,3	1.369,6	2.316,3	22.519,6
Provincia de Catamarca	2.175,0	233,9	171,8	27,3	2.607,9
Provincia de Córdoba	7.213,3	1.331,1	553,8	255,2	9.353,4
Provincia de Corrientes	3.104,6	494,6	231,9	49,2	3.880,3
Provincia del Chaco	4.047,1	927,5	311,2	143,2	5.429,0
Provincia del Chubut	1.351,2	258,7	98,7	57,7	1.766,2
Provincia de Entre Ríos	3.968,9	626,2	304,5	41,2	4.942,8
Provincia de Formosa	2.931,0	560,8	227,0	22,1	3.740,9
Provincia de Jujuy	2.326,0	337,4	177,2	43,4	2.884,0
Provincia de La Pampa	1.517,1	306,7	117,1	11,2	1.952,2
Provincia de La Rioja	1.658,8	656,3	129,1	16,8	2.661,0
Provincia de Mendoza	3.406,6	474,0	260,1	20,4	4.161,1
Provincia de Misiones	2.777,9	519,9	206,0	35,5	3.539,4
Provincia del Neuquén	1.472,7	229,2	108,2	13,8	1.823,8
Provincia de Río Negro	2.056,3	423,3	157,4	21,1	2.658,1
Provincia de Salta	3.190,6	414,0	239,0	36,4	3.880,0
Provincia de San Juan	2.694,4	443,9	210,8	23,5	3.372,7
Provincia de San Luis	1.842,8	137,7	142,4	1,7	2.124,6
Provincia de Santa Cruz	1.310,4	551,1	96,7	29,8	1.989,9
Provincia de Santa Fe	7.342,1	781,0	557,4	40,9	8.721,4
Provincia de Santiago del Estero	3.358,8	693,3	257,7	17,5	4.327,3
Provincia de Tucumán	3.875,9	644,7	296,7	35,7	4.853,1
Prov. de Tierra del Fuego, Antártida e Is. del Atlántico Sur	1.025,7	173,4	76,9	0,5	1.276,6
Interprovincial (*)	-	15,7	-	30,0	45,7
Nacional (*)	-	579,2	-	22,0	601,1
No Clasificado (*)	-	-	-	45,7	45,7

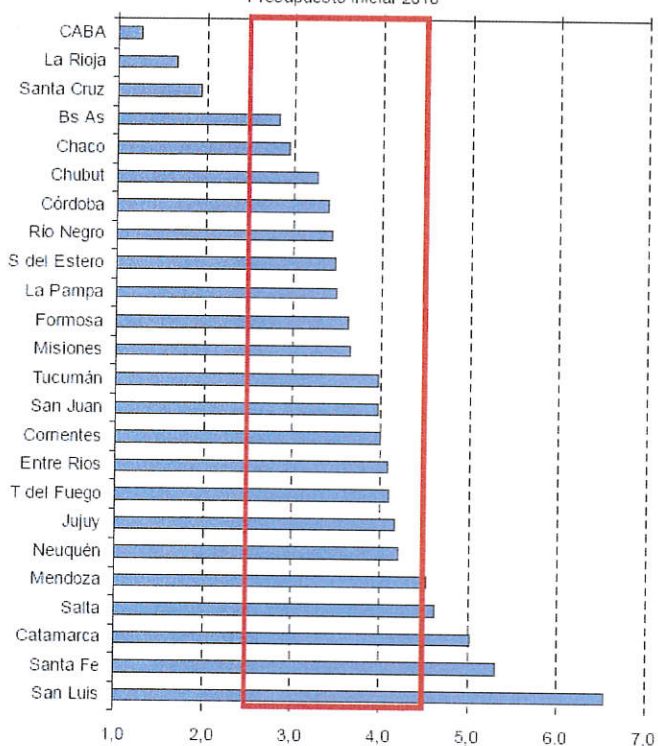
Fuente: ASAP en base a SIDIF y Mensaje del presupuesto 2010, Ministerio de Economía y Finanzas Públicas.

En consecuencia, las transferencias no automáticas, aunque signifiquen una proporción todavía menor del total de transferencias que la Nación realiza a provincias y municipios (entre el 15% y el 20%), constituyen en el margen la llave para entender una discrecionalidad manifiesta. En términos relativos La Rioja, Santa Cruz, Buenos Aires y Chaco son las más beneficiadas⁵⁴ según el presupuesto inicial 2010, San Luis y Santa Fe resultaron las más perjudicadas.

⁵³ Estimaciones de la ASAP (Asociación Argentina de Presupuesto) "Transferencias a Provincias y Municipios incluidas en el Presupuesto de la Administración Nacional", Mayo 2010.

⁵⁴ El caso de Ciudad de Buenos Aires casi la mitad de las transferencias discrecionales se explican puntualmente por el Hospital Garrahan.

Relación de Recursos por Coparticipación
y Transferencias a Provincias y Municipios
Presupuesto Inicial 2010



Fuente: ASAP en base a SIDIF y Mensaje del presupuesto 2010, Ministerio de Economía y Finanzas Públicas.

Esta evidente disparidad tiene un origen fundamentalmente político en un juego de suma cero. En términos generales aquellas provincias con gobiernos políticamente “afines” al gobierno nacional son las más beneficiadas mientras que el resto tiene que “financiar” esos beneficios.

Sin dudas los incentivos vigentes detrás de las transferencias discrecionales no contribuyen a la eficiencia ni a criterios objetivos de redistribución, ni siquiera pueden considerarse propios de una sociedad democrática y menos aún de un federalismo verdadero. Así como la política macroeconómica, particularmente la política cambiaria, no resulta neutral a los intereses de las provincias, la política de transferencias no automáticas debe ser necesariamente revisada y modificada por un sistema que evite este tipo de discrecionalidad.

7. CONSIDERACIONES FINALES: ESTADO DE SITUACIÓN

En las secciones previas se identificaron las diversas fuentes de de volatilidad macroeconómica que afectan a la economía argentina, se evaluaron alternativas de solución más adecuadas que sirvieron para delinear una estrategia que combine una mayor amplitud de instrumentos para el logro de los objetivos últimos. Al realizar estas tareas se simularon ejercicios que tienen como punto de partida una supuesta situación de “equilibrio” de las variables macroeconómicas. Esta es la metodología que los economistas utilizan para aislar los efectos de determinados shocks sobre ese “equilibrio” para, entonces, proponer mejores soluciones. En la práctica el problema a resolver es más complejo que el relativamente simple ejercicio de estática o dinámica comparativa a partir de un “equilibrio”, porque la economía rara vez se encuentra en esa situación.

La evaluación del estado de la economía al momento de implementar el programa macroeconómico respecto del hipotético estado de “equilibrio” complementa la tarea de diagnosis. Para definir el estado de situación de la economía es conveniente contar con una referencia con la cual comparar los valores observados de esas variables fundamentales. Esa referencia es el sendero teórico en que las variables hipotéticamente se moverían hasta converger hacia sus valores de estado estacionario o de “equilibrio” de largo plazo, que depende de los determinantes fundamentales y en el cual no hay shocks de ningún tipo. Esta metodología⁵⁵ busca compatibilizar el corto con el largo plazo, y el movimiento de uno hacia el otro es función de la discrepancia entre los valores observados y los valores de “equilibrio” de las variables fundamentales y variables objetivos últimos. Cada una de estas brechas para estas variables involucra, supuestamente, una variable observada, por ejemplo el PIB efectivo, y una estimación de “equilibrio” no observada, en el mismo ejemplo el PIB potencial. El problema habitual es estimar los valores de “equilibrio” y la dinámica hacia el mismo de las variables fundamentales y

⁵⁵ Se hace referencia a modelaciones de equilibrio general, sean o no “micro fundadas”, esto es que las variables se deriven de optimizaciones de distintos agentes (familias, empresas).

objetivos de la economía, que por tratarse de variables no observables su cálculo es objeto de controversias. Pero en el caso argentino actual hay un problema adicional y es que no se tiene una mínima confianza en los valores observados de esas variables fundamentales debido al vergonzoso e inédito proceso de adulteración de las estadísticas públicas. Así a la tradicional incertidumbre que caracteriza al entorno económico argentino se le agrega que los principales indicadores económicos oficiales, insumos esenciales de cualquier diagnóstico, han sido manipulados con distintos grados de intensidad en los últimos años, en ocasiones de manera alevosa. Por eso es que como paso previo se requiere una reestimación y corrección de las variables económicas para tener una mayor precisión acerca de los verdaderos valores que componen el cuadro económico al momento de implementar el programa macroeconómico. A partir de estas reestimaciones de las variables observadas y de las estimaciones de los valores de “equilibrio” surge el grado de desalineamiento que pudiera tener cada una, y es a partir de esas brechas que las distintas políticas ejercen sus efectos.

En resumen, una etapa importante del diagnóstico necesario para la implementación de una estrategia macro consiste en precisar las condiciones iniciales en que se encuentra la economía para evaluar posibles desequilibrios. El estado de situación va a condicionar la estrategia macroeconómica a elegir.

En términos prácticos es necesario saber cómo llega la economía respecto los objetivos últimos: ¿Está el producto cercano a lo que puede considerarse su potencial? ¿Es la tasa de inflación “óptima” y compatible con el resto de los objetivos últimos? ¿Cuán lejos puede estar la distribución del ingreso de la deseable? Pero también deben estimarse las brechas que pudieran tener los precios relativos fundamentales de la economía: ¿Cómo está el tipo de cambio respecto a su valor de “equilibrio”? ¿Está la tasa de interés en un nivel consistente y sostenible con el equilibrio macro? ¿se mueven los salarios de acuerdo a las variaciones de productividad?

A esta incertidumbre estadística actual se suma que no hay un único escenario de llegada (año 2012). Es cierto que la economía se ha recuperado en 2010,

luego de haber entrado en recesión en la última mitad de 2008 y buena parte de 2009. Esta recuperación se ha cimentado en las mejoradas perspectivas de la economía mundial, la apreciación contra el dólar de las monedas de los socios comerciales, magníficos precios internacionales para los granos y una excelente cosecha de soja.

Sin embargo, la herencia para el próximo gobierno puede ser bien pesada, producto de un gasto público en nivel récord y con dinámica creciente, déficit fiscal, presiones inflacionarias crecientes, escaso crecimiento del empleo, y aumento de situaciones de conflictividad social.

Del modelo “productivo” al modelo “populista”. El “rumbo” económico actual tiene una dinámica inequívocamente divergente. Los desequilibrios en las políticas macro que se vienen acumulando desde 2005 se agravan con la llamada profundización del “modelo”. Luego del colapso de la convertibilidad y la posterior estabilización de las variables financieras y reales que ocurriera hacia mediados de 2002, durante el trienio 2003-2005 se implementaron una serie de medidas que devolvieron la solvencia fiscal y externa y que, si bien no constituían un plan previamente concebido, terminaron delineando lo que se denominara modelo de tipo de cambio alto o productivo/competitivo. Sintéticamente, la política monetaria/cambiaria devuelve la sustentabilidad externa e imprime un impulso al crecimiento del empleo y la actividad mientras que la política fiscal debe contrapesar ese sesgo expansivo regulando el impulso que el resto de las políticas macro imprimen, a la vez que garantiza la sustentabilidad fiscal. Con estas características básicas el “modelo” funcionó hasta 2005, a partir de cuando el sesgo de la política fiscal pasó a ser ultra expansivo porque los superávits fiscales empezaron a reducirse gradualmente, entonces prácticamente todas las políticas fueron expansivas. Es cierto también que el “modelo” funcionó mientras la economía tuvo una amplia capacidad ociosa (brecha negativa entre el PIB y el PIB potencial).

Desde 2007 el TCR empezó a apreciarse progresivamente cuando la inflación hizo su aparición más fuerte en escena. En lugar de rectificar el rumbo el gobierno decidió profundizar los desequilibrios. De este modo los pilares del

modelo –sustentabilidad externa y fiscal- se fueron paulatina y gradualmente demoliendo y hoy prácticamente nada queda del llamado modelo de tipo de cambio “alto”. El modelo original se fue desgranando, la economía ingresó en una nueva versión de modelo “populista”. Bajo esta interpretación la economía tiene una marcada subutilización de factores productivos que se origina tanto en mercados no competitivos que fijan precios altos y producen por debajo del nivel óptimo, aunque también en deficiencias en la demanda agregada producto de la reiteración de políticas de “ajuste” así como en la desigual distribución del ingreso que perjudica a los asalariados que poseen una mayor propensión marginal a consumir. Con este diagnóstico se justifica el fuerte sesgo expansivo de la política macroeconómica, que permita el crecimiento al aprovecharse la capacidad ociosa existente. Una política fiscal expansiva, vía el aumento de gasto público dirigido hacia los sectores más necesitados, debe complementarse con una política de ingresos dirigida a aumentar los ingresos reales de los trabajadores. Las presiones sobre los precios que pudieran resultar se amortiguan mediante “acuerdos” y controles de precios, que fuerzan a las empresas “monopólicas” a aumentar la oferta en lugar de subir los precios. De esta manera las empresas compensan con expansión de la producción las disminuciones en las ganancias por unidad. El esquema macro suele completarse con tipo de cambio fijo, en ocasiones tipos de cambio múltiples, y una política monetaria acomodaticia, con elevada expansión monetaria y bajas tasas de interés (generalmente negativas en términos reales). El crecimiento es liderado por el consumo que a su vez retroalimenta la inversión.

Este tipo de experimentos que han sido frecuentes otrora en Latinoamérica, como el caso de Chile (1970-1973), de Perú (1985-1988), y parece tener renovadas versiones en la actualidad como es el caso de Venezuela. ¿Cuál es el problema con este tipo de esquemas? ¿Acaso no suena una visión razonable, compartida por una opinión mayoritaria al menos de no economistas? La evidencia muestra que este tipo de experiencias “populistas” han terminado con elevadísimas tasas de inflación, recesión, elevado desempleo, y caídas del salario real, esto es resultados exactamente contrarios a los objetivos últimos fijados. Los fuertes aumentos en el gasto público con déficit fiscales crecientes

y el aumento sustantivo en la expansión monetaria terminan revirtiendo los efectos buscados en términos de los objetivos últimos.

Haciendo un parangón con la Argentina actual, ante los desequilibrios y las consecuentes presiones inflacionarias que surgieron desde 2005 hubiera alcanzado con desacelerar el ritmo que imprimían el conjunto de políticas macroeconómicas. Sin embargo, el gobierno se pronunció por no rectificar el rumbo⁵⁶. Desde 2006 aceleró extraordinariamente el sesgo expansivo de las políticas macro, al mismo tiempo que el gobierno profundizó una serie de medidas de intervención a los mercados, mediante “acuerdos” de precios cada vez menos acordados, control y “regulación” de los márgenes de ganancia de las empresas, y el establecimiento de una compleja red de subsidios.

Los motivos del éxito (temporario) del modelo populista. Aún reconociendo que la inflación resultara el triple de la anunciada oficialmente, más de uno podría argumentar que las políticas expansivas dieron réditos. ¿Por qué el relativo éxito? ¿Quién hubiera proyectado hace unos años atrás que la economía podría crecer como lo hizo –aún reconociendo la caída del PIB en 2009- con tan elevada inflación? Una buena parte de la respuesta tiene que ver con las condiciones que acompañaron desde el inició este proceso de desmanejo macroeconómico y otras que se adosaron en el camino.

En primer lugar, con el colapso de la convertibilidad se verificó un sobre ajuste tanto en las variables externas (superávit de cuenta corriente y subvaluación de la moneda) como también fiscales (superávit fiscal primario y financiero en todos los niveles de gobierno) que permitieron recuperar la percepción de solvencia (sustentabilidad) externa y fiscal. Este sobre ajuste conjuntamente con adecuadas medidas para estabilizar la economía luego del colapso y un apropiado mix inicial de políticas macro permitió una fuerte recuperación con generación de empleo y mejora en los indicadores sociales.

⁵⁶ Las elecciones de octubre de 2005 derivaron en un vuelco trascendente en las políticas del gobierno que excedieron al aspecto estrictamente económico. Al pasar de gobernar con 22% a 45% de los votos el presidente produjo cambios sustanciales en el manejo de la economía empezando por el desplazamiento del Ministro de Economía. Desde entonces en los hechos el ministro de economía pasó a ser el propio presidente del país y el Secretario de Comercio su principal brazo ejecutor.

En segundo lugar, la economía argentina asiste al cambio estructural más importante en las últimas décadas. Las condiciones de partida también se vieron favorecidas por la revolución tecnológica del “campo” iniciada hace más de una década, alrededor del complejo sojero, y sorprendentemente acompañada más recientemente (luego de 2007) por una suba en los precios internacionales de la mano de un crecimiento de la demanda mundial principalmente explicada por la irrupción de nuevos consumidores (China, India). El salto en productividad y la sustancial mejora en los términos de intercambio, que no solo se sostiene sino que amenaza con profundizarse, contribuyeron decisivamente a revertir el problema de sustentabilidad externa que abortara diversos procesos de crecimiento ante la irrupción de recurrentes déficit comerciales y de cuenta corriente. En el año 2005, luego de lograda la restructuración de la deuda, y aún cuando los términos de intercambio estaban solamente un 10% por encima del promedio de la década de los años 90’, resulta difícil encontrar en la historia económica argentina una coyuntura económica con indicadores tan promisorios y con tan buenas perspectivas. Este panorama resulta aún más alentador si tenemos en cuenta que a partir de 2008 un nuevo salto en los términos de intercambio los hacía más de 40% por encima del promedio de la década anterior.

Un tercer aspecto, de menor relevancia que suele no ser tenido en cuenta es la mejora en la eficiencia recaudatoria. Más allá que el grueso del aumento en la recaudación impositiva se explica por los “nuevos impuestos”, esto es derechos de exportaciones e impuestos a los débitos y créditos bancarios, se observa una mejora prácticamente constante en el cumplimiento impositivo y en la eficiencia recaudatoria: la recaudación aumenta más que el aumento de las bases imponibles aún considerando la inflación verdadera.

Estas circunstancias le dieron mas “aire” a la economía, tanto a las cuentas fiscales como a las cuentas externas, y le otorgaron al gobierno la licencia de poder ahondar desequilibrios macro sin que, como en otras oportunidades, se desate una crisis. La acumulación de políticas macro todas expansivas (cambiaria, monetaria, fiscal, ingresos) son el principal motivo del surgimiento

de presiones inflacionarias desde 2005. El modelo de tipo de cambio alto fue paulatinamente abandonado, no necesariamente en las palabras pero sí en los hechos, y reemplazado por un “modelo” de creciente intervención en los mercados, que funciona con gasto público creciente. El gobierno ha atravesado distintas etapas en cuanto a la inflación. En una primera etapa, cuando se da cuenta que los “acuerdos” de precios tienen múltiples filtraciones procedió a negarla, adulterando los índices de precios oficiales. Actualmente se siguen adulterando los índices y la posición del gobierno pasa de la negación hasta su aceptación aunque como una consecuencia positiva de la política económica vigente. Es cierto que muy a pesar de las fallas en materia económica el gobierno ha mostrado cintura política para sobrellevar sus propios errores y que no debe subestimarse su accionar. Pero todo ello no debe llevar a concluir que la economía no tiene problemas porque a pesar de la inflación se ha logrado recuperar crecimiento luego de la recesión 2009. Si alguien tiende a pensar que la inflación es un tema menor cabe recordar que la economía ha dado numerosos ejemplos de que sus leyes son inviolables. El “modelo” actual es crecientemente divergente sencillamente porque depende de gasto público creciente en términos relativos al tamaño de la economía (PIB) y porque las políticas súper expansivas han llevado a los agentes económicos a incorporar la inflación en sus expectativas, aún cuando se haya evitado la indexación de los contratos. El inmenso aumento de gasto público se concentra desde 2006 fundamentalmente en dos rubros. La obra pública con la cual el gobierno nacional “disciplina”, vía transferencias discrecionales, a los intendentes y gobernadores “afines”. Y los subsidios a empresas privadas, básicamente transporte y energía, que amortiguan el efecto de la inflación sobre una importante porción del gasto de los trabajadores, más allá que sean casi exclusivamente servicios del GBA, que es la región geográfica donde se mide la inflación. Más recientemente, la loable asignación “universal” por hijo, “bandera” de sectores opositores en un comienzo menospreciada por el gobierno, contribuye adicionalmente al aumento del gasto público. El gasto no puede desacelerarse porque es la maquinaria que en la visión oficial sostiene el crecimiento. En un contexto inflacionario, con expectativas de inflación que se trasladan inercialmente a los precios, el gasto en subsidios se multiplica si se pretende no trasladar la inflación al precio final del servicio. Esta dinámica

del gasto no es finalmente compensada por la evolución de los recursos, a pesar del extraordinario aumento en los precios internacionales que alimentan la recaudación. Pero “nada es para siempre”; el crecimiento del gasto tiene un límite cuando las cuentas públicas entran en déficit y la falta de credibilidad dificulta la emisión de deuda a tasas razonables, las fuentes de financiamiento temporario intra sector público se van acotando, y finalmente se recurre al financiamiento inflacionario. Ya en 2010 el gobierno se consumió los superávits del ANSES (por la incorporación de jubilados y el ajuste por movilidad), del PAMI, de la AFIP (que ya da déficit por la incorporación de los empleados de las AFJP), y agotó recursos de Fondos Fiduciarios e inundó de títulos al Banco Nación. El Banco Central se constituye en el recurso de última instancia. La transferencia de recursos al Tesoro se formaliza a través de utilidades primero genuinas (producto de la mayor demanda real de base monetaria) y luego “contables”, que no son líquidas ni realizadas sino ficticias, principalmente producto de cambios en la valuación en moneda local de activos de reserva internacionales y/o mayores cotizaciones de títulos públicos. La alternativa, es el uso de reservas internacionales del Banco Central, que se iniciara en 2009 con la transferencia al Tesoro de la asignación de DEG’s que recibiera el Banco Central por parte del Fondo Monetario Internacional, y continuara con el pago de vencimientos de deudas en moneda extranjera a partir de 2010 a través del llamado “fondo de desendeudamiento”. Estos recursos de última instancia constituyen una descapitalización del organismo monetario y provocan inflación de origen monetario, esto es por exceso de oferta sobre demanda de dinero, porque la esterilización (colocación de deuda del BCRA) de la emisión que implica el pago con reservas es cada vez más dificultosa dado el limitado tamaño de nuestro sistema financiero. Pero la inflación, que tiene en el gobierno a su beneficiario indiscutido por mayor recaudación de los impuestos tradicionales y del impuesto inflacionario, es un recurso temporario que tiene costos crecientes.

¿Hace algo el gobierno para amortiguar el impacto de la inflación? Poco. Ya vimos que cierta inflación puede ser favorable al crecimiento hasta un cierto umbral, pero que luego lo afecta. Un gobierno con una visión tan cortoplacista busca convencerse y convencer al resto que ese límite a partir del cual la

inflación es maligna se puede correr, y no tiene reparo en recurrir a cualquier artificio. No cree que se necesiten “anclas” nominales para estabilizar las expectativas más allá de la “persuasión” ejercida por el Secretario de Comercio, y en última instancia en la práctica esa tarea ha pasado a desempeñarla el tipo de cambio. Rezagar el deslizamiento del tipo de cambio respecto al ritmo de la inflación representa una cuasi fijación del tipo de cambio que hace las veces de imperfecta ancla nominal, pero que fundamentalmente ayuda a posponer una vez más el ajuste. La economía argentina se recupera de la recesión 2009 porque tiene la suerte de excelentes cosechas acompañadas de muy buenos precios internacionales y porque la previsión de un tipo de cambio cuasi fijo contribuye temporariamente a impulsar el consumo y el producto. Con la fijación cambiaria se reducen las expectativas de depreciación, aunque ello ocurre momentáneamente por la baja credibilidad, lo cual resulta en bajas las tasas de interés actuales respecto a futuras y favorece la compra de bienes durables.

Ante este estado de situación el gobierno seguramente intentará prolongar la recuperación a costa de seguir acumulando desequilibrios crecientes. Se trata del escenario más probable de cara a las elecciones⁵⁷. El gobierno que asuma hacia fines de 2011 va a encontrar una economía con desequilibrios manifiestos, que serán más o menos evidentes según la ayuda que siga brindando el escenario internacional. Solamente en un país donde en la política se haya firmemente instalado la idea y la conveniencia de que solo interesa el corto plazo y en que al resto de la población, los gobernados, les interese poco o no alcancen a percibir colectivamente la inconveniencia e inconsistencia de esas políticas en el tiempo, es que puede empezar a entenderse la llamada continuidad y profundización del “modelo”.

⁵⁷ No obstante, no debe descartarse un escenario más problemático. La misma dinámica divergente del gasto y el límite que tienen los aumentos en la recaudación de impuestos tradicionales y los aumentos en la demanda de base monetaria hacen que la apreciación cambiaria real progrese, lo cual en algún momento va a reactivar expectativas de depreciación, elevar la tasa de interés y revertir la expansión cuando la desconfianza acelera la fuga de capitales (reduce la demanda de dinero). La economía entra en recesión con inflación y la estrategia “populista” comienza a desmoronarse.

En forma sintética las autoridades que asuman en 2012 van a enfrentar los siguientes desequilibrios macro definidos en función de brechas, esto es la diferencia que las principales variables fundamentales de la economía mantengan respecto a los valores estimados de “equilibrio”:

- Brecha de PIB aproximadamente cerrada. Se estima que el PIB efectivo coincide aproximadamente con el PIB potencial.
- Brecha de inflación positiva. La tasa de inflación observada es sensiblemente superior a la tasa de inflación óptima o deseable que debería ser objetivo de las autoridades económicas.
- Brecha del tipo de cambio negativa. El tipo de cambio real se encuentra por debajo de la estimación de “equilibrio” que se realiza en función de las variables fundamentales.
- Brecha de tasa de interés negativa. La tasa de interés nominal es significativamente inferior a la inflación. Esta tasa de interés real negativa está por debajo de la tasa natural de interés *wickselliana*.

La economía argentina va a llegar a las elecciones con una tasa de inflación muy superior a la deseable y en un contexto de cuestionada credibilidad de las autoridades monetarias y económicas que niegan su existencia y mienten sistemáticamente los índices. La economía va a tener una brecha del producto cerrada fruto de políticas macroeconómicas con un sesgo híper expansivo que se ve adicionalmente impulsado por condiciones externas probablemente más que favorables, con muy buenos precios para los productos de exportaciones acompañados por la previsión de cosechas abundantes y bajas tasas de interés internacionales que favorecen a los países emergentes en general. Este entorno externo y el conjunto de políticas macroeconómicas aplicadas conllevan una apreciación persistente del tipo de cambio real. Algunos analistas intentan argumentar que la apreciación del tipo de cambio es de “equilibrio”, apoyándose fundamentalmente en el efecto “riqueza” que provoca el excelente precio de los *commodities* en general y de la soja en particular. Sin embargo, la apreciación del TCR producto de favorables condiciones internacionales puede asimismo tener efectos contraproducentes que se conocen con el nombre de “enfermedad holandesa”. En el caso de la Argentina el efecto riqueza, que generan el salto de productividad del campo y el shock

favorable de términos de intercambio, es un arma de doble filo. Algo que debería ser naturalmente bueno puede tener efectos contraproducentes que signifiquen una nueva oportunidad perdida. Esto sucede cuando el efecto “riqueza” no resulta bien “administrado”. Por ejemplo cuando todos los ingresos extras por retenciones a exportaciones se consumen elevando el gasto público sin control, básicamente en obra pública sin evaluación previa y adecuada de los proyectos de inversión, y en subsidios al sector privado como medida anti inflacionaria. Es sabido que estas medidas evitan aumentos de tarifas de servicios públicos pero a costa de atraso tarifario. Adicionalmente estas medidas empeoran la distribución del ingreso al beneficiar principalmente a la clase media-alta de la Capital Federal. El aumento del gasto y la inflación aceleran la apreciación cambiaria real que va comiendo la competitividad de los sectores transables no tradicionales (la industria). Para evitar los efectos de la “enfermedad holandesa” se requiere un adecuado manejo de la demanda agregada, fundamentalmente del gasto público. Esa pérdida de competitividad resiente la generación de empleo con los efectos indeseables que ello provoca en el resto de las variables sociales.

Este estado de situación es acompañado por un significativo deterioro de las percepciones de sustentabilidad fiscal y externa. Todo esto forma parte del diagnóstico que presenta la economía y que condiciona el margen de acción de la política macroeconómica. El gobierno entrante a fines de 2011 tendrá acotado ese margen y deberá idear una estrategia que tienda a corregir los desequilibrios macro a riesgo creciente de elevar la probabilidad de un nuevo desenlace indeseable y doloroso.

**LA RELACIÓN ENTRE INFLACIÓN Y CRECIMIENTO:
ESTIMACIÓN DE UMBRAL DE INFLACIÓN PARA ARGENTINA.**

A.1 Los costos de la inflación sobre el crecimiento y el bienestar general son ampliamente reconocidos en la literatura económica. La inflación genera redistribución del ingreso y la riqueza que perjudica a los sectores de menores ingresos por tener ingresos fijos, mayor proporción de liquidez en sus activos, y en general menor acceso a mecanismos financieros de protección contra la inflación⁵⁸. La inflación provoca una “sobreinversión” en el sector financiero al destinarse recursos para su previsión y la protección contra sus efectos. La inflación desincentiva el ahorro, al reducir su retorno, y consecuentemente puede desincentivar la inversión. Pero fundamentalmente, y en el mismo sentido, la inflación genera incertidumbre en los precios relativos y en el nivel de precios futuro, todo lo cual provoca ineficiencias en la asignación de recursos. En general existe una correlación positiva entre el nivel de inflación y la variabilidad de la inflación. Además se encuentra una correlación positiva entre el nivel de inflación y la variabilidad de los precios relativos.

Sin embargo, que la inflación tenga efectos negativos sobre el crecimiento no significa necesariamente que los precios deban permanecer constantes. Una inflación positiva puede actuar como un “lubricante” para la economía. La razón principal tiene que ver con las rigideces de precios y salarios. Las economías suelen sufrir shocks que requieren ajustes en los precios relativos. El problema es que los precios que tienen que subir lo hacen, pero los que tienen que bajar no. Ante un desequilibrio en el mercado laboral, una caída del salario real es más fácil de lograr a través de una suba en los precios que de una caída en el salario nominal. Del mismo modo, ante desequilibrios en otros precios relativos fundamentales el aumento el nivel de precios puede facilitar el ajuste al equilibrio. Esto sucede, por ejemplo, cuando el tipo de cambio real está sobre-

⁵⁸ La redistribución regresiva del ingreso fue durante buen tiempo asociada con mayor ahorro y crecimiento económico. No obstante, últimamente cada vez son más los estudios empíricos que muestran una asociación negativa entre distribución regresiva del ingreso y crecimiento.

depreciado (*overshooting*) o cuando la tasa de interés real debe caer para incentivar la inversión. Si bien en todos estos casos se trataría estrictamente de cambios en precios relativos y no de inflación, la existencia de rigideces puede provocar que los cambios de precios relativos terminen transformando en “optima” una inflación positiva.

Consecuentemente una tasa de inflación positiva podría favorecer el crecimiento, mientras que niveles elevados de inflación lo afectarían. En otras palabras, la relación entre inflación y crecimiento no sería lineal porque habría un límite de inflación a partir del cual la relación pasa de positiva o neutra a negativa. Este punto de inflexión en la relación se conoce como umbral de inflación. Hoy está ganando consenso la idea de que los umbrales de inflación existen, aunque las estimaciones difieran para los distintos países o grupos de países.

La estimación del umbral de inflación para la Argentina nos puede ayudar a detectar hasta qué nivel la inflación actúa como un “lubricante” o al menos no tiene efectos perjudiciales sobre el crecimiento, y a partir de qué nivel la inflación dificulta el crecimiento.

A.2 Evidencia Empírica Internacional

La estimación de umbrales de inflación ha sido objeto de estudio de numerosas investigaciones que aplicaron diversas técnicas. Los umbrales de inflación encontrados varían según los períodos y según los grupos de países, sean desarrollados o subdesarrollados, y entre distintos países de desarrollo similar. No obstante, la gran mayoría de los estudios encuentra la existencia de límites a partir de los cuales la inflación afecta negativamente al crecimiento. En general la asociación entre ambas variables es positiva cuando la inflación está por debajo del umbral, aunque en varios estudios no es estadísticamente significativa.

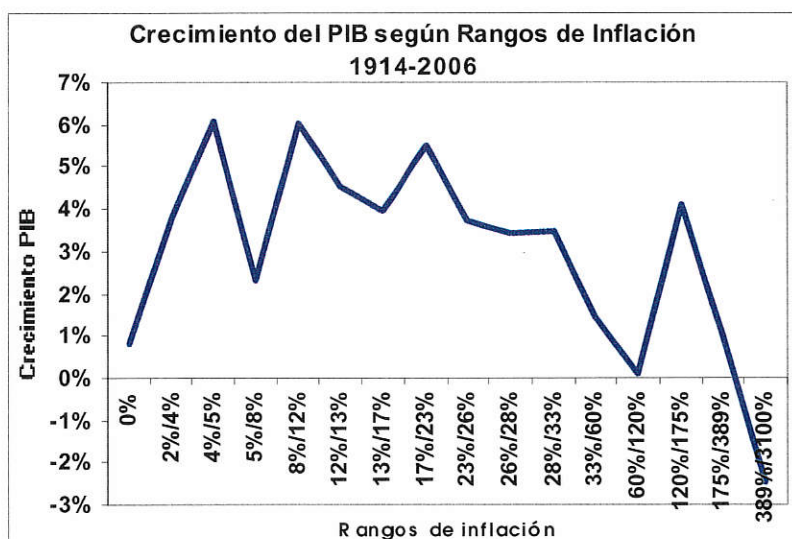
Sarel (1995) estimó que el umbral para una lista que incluye tanto países industrializados como menos desarrollados es 8%. Ghosh y Phillips (1998) en cambio encontraron que ampliando la muestra el umbral es inferior, 2,5%.

Chistoffersen y Doyle (1998) efectuaron la estimación para países en transición y encontraron que el umbral para estas economías se eleva a 13%. Khan y Senhadji (2001) estimaron el umbral de inflación en 1%-3% para países desarrollados y 11%-12% para países en vías de desarrollo. Pollin y Zhu (2005) hallaron que la asociación es positiva hasta el rango 14%-16% para los países de ingresos medios. Por su parte, Min Li (2006) encontró que el umbral a partir del cual la inflación afecta el crecimiento es 14% para países en desarrollo. Y más recientemente Espinoza, Leon y Prasad (2010) usando un panel de 165 países para el período 1960-2007 estimaron que, exceptuando a los países avanzados, una inflación superior al 10% se vuelve perjudicial para el crecimiento. Las estimaciones para países individuales muestran mayores dificultades, entre ellas el número reducido de observaciones. Algunos de los umbrales encontrados son:

- Mubarik: 9% para Pakistán
- Mortaza: 6% para Bangla Desh
- Sweidan: 2% para Turquía
- Vázquez Cordano: encuentra dos umbrales, 0,5% y 4,65% para Perú

A.3 Evidencia Estadística para la Argentina

En el siguiente gráfico se muestran las tasas de crecimiento promedio del PIB para distintos rangos de inflación medida por IPC para el período 1914-2006.



A simple vista se observa una aparente asociación entre el crecimiento del PIB y las tasas de inflación cuando se observan todos los rangos de inflación. Cuanto mayor es la tasa de inflación más bajo el crecimiento. Adicionalmente pareciera ser que para rangos bajos de inflación la correlación inflación-crecimiento sería positiva.

La inflación creciente no sólo estaría asociada con menor crecimiento, sino que se observa una correlación positiva entre niveles de inflación y variabilidad de la inflación, así como una correlación positiva entre niveles de inflación y variabilidad de los precios relativos.

Todas las series utilizadas tienen frecuencia anual y los análisis abarcan el período 1914-2006, para el cual solamente hay que empalmar dos fuentes de datos para la tasa de inflación. Ello tiene la ventaja de tener mayor número de observaciones, pero las variaciones anuales pueden ser de carácter cíclico como desventaja.

- PIB a precios de mercado, precios de 1993. Fuentes: INDEC y Dirección Nacional de Programación Macroeconómica.
- Índice de precios al consumidor, promedio del período. Fuentes: Comité Nacional de Geografía 1914-1941 e INDEC 1942-2006.
- Inversión bruta interna fija, a precios de 1993 (IBIF). Fuentes: INDEC y Dirección Nacional de Programación Macroeconómica.

A.4 Metodología

La metodología aplicada se asemeja a la utilizada por Khan y Senhadji (2001). Esta consiste en:

- Relacionar el crecimiento del PIB con la evolución de la inflación, en forma no lineal, asumiendo la existencia del umbral e incorporando otras variables explicativas en forma lineal.
- Estimar por mínimos cuadrados condicionados:
 - Estimar el modelo por mínimos cuadrados ordinarios habiendo asumido como condición un valor puntual del umbral,
 - Estimar sucesivas veces para distintos valores del umbral,

- Elegir como mejor estimación aquella que da un menor valor de la suma de los errores al cuadrado (SSR).

➤ Por último, la estimación del umbral es la asumida en la estimación seleccionada del modelo no lineal.

A.5 El modelo

Para estimar el umbral de inflación se plantea el siguiente modelo:

$$dl(pib_t) = \beta_0 + \beta_1 dl(ipc_t) I1(dl(ipc_t) \leq \pi^*) + \beta_2 dl(ipc_t) I2(dl(ipc_t) > \pi^*) + \theta X_t + e_t$$

donde:

pib es el producto bruto interno per cápita

ipc es el índice de precios al consumidor

d indica diferencia

l indica logaritmo natural

π^* es el umbral de inflación

X es el vector de variables explicativas (excepto la inflación)

I1 es igual a 1 si la inflación es menor o igual al umbral e igual a 0 si la inflación es mayor al umbral

I2 es igual a 1 si la inflación es mayor al umbral e igual a 0 si la inflación es menor o igual al umbral

β_1 es el impacto de la inflación por debajo del umbral

β_2 es el impacto de la inflación por encima del umbral

- Para el rango $(-\infty, \pi^*)$:

$$dl(pib_t) = \beta_0 + \beta_1 dl(ipc_t) + \theta X_t + e_t$$

- Para el rango (π^*, ∞) :

$$dl(pib_t) = \beta_0 + \beta_2 dl(ipc_t) + \theta X_t + e_t$$

El conjunto de posibles variables explicativas para la estimación de la tasa de crecimiento del PIB per cápita es amplio. Desde un enfoque de teoría del crecimiento se analizaron la inclusión de variables que reflejen las variaciones

del stock del capital per cápita y algunas que puedan relacionarse con la contribución del avance tecnológico al crecimiento, particularmente con la estabilidad macroeconómica (variables de los sectores externo, fiscal y monetario). Analizando causalidad no se encontraron variables significativas a excepción de la variación de la inversión para incluir en el vector X.

A.5 Estimaciones

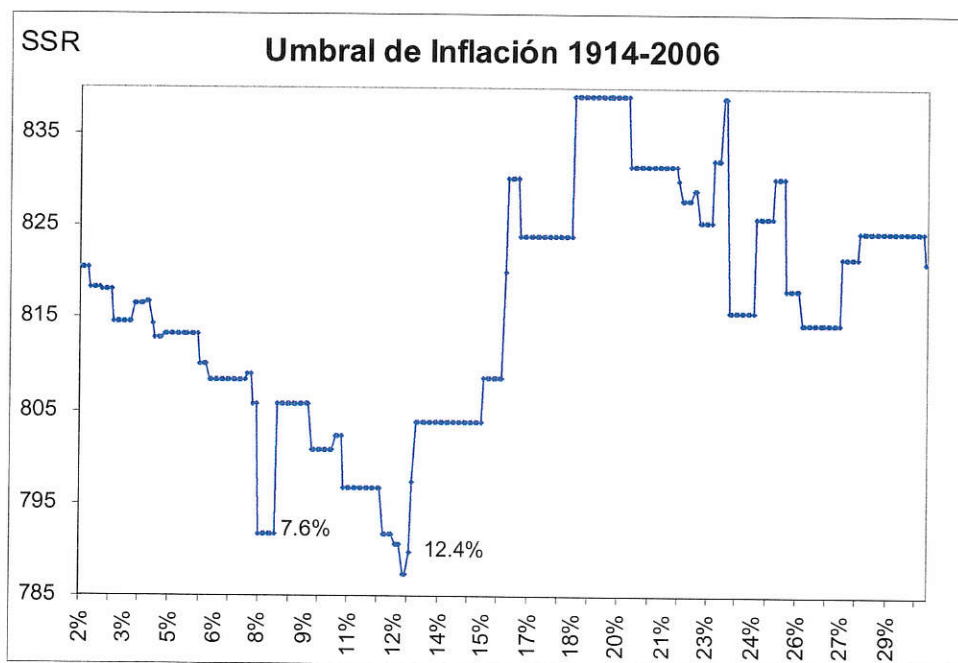
Para realizar las estimaciones se construyeron dos variables:

$$PHIB = I1 * dlipc$$

$$PHIA = I2 * dlipc$$

O sea que β_1 es el coeficiente que acompaña a PHIB (inflación baja), mientras que β_2 es el coeficiente que acompaña a PHIA (inflación alta). El análisis de la información indica que solamente la inversión bruta interna fija contemporánea (IBIF) impacta significativamente en la tasa de crecimiento del PIB durante el período analizado. Por lo tanto esta es la única variable que integra el vector X. En la estimación final del modelo se incluyen cuando son necesarios elementos para que los residuos sean ruido blanco.

El gráfico a continuación presenta la evolución de la SSR a medida que se asumen distintos valores para el umbral.



El umbral estimado por el método de mínimos cuadrados condicionados es del 12,4%. No obstante, el método indica otros umbrales situados en el entorno cercano al umbral estimado, y también en el entorno de una inflación del 7,5%. La estimación del modelo no lineal, seleccionada con el criterio de minimización de la suma de residuos al cuadrado, es la siguiente:

Dependent Variable: DLOG(PIB/POP)				
Method: Least Squares				
Date: 04/04/07 Time: 17:59				
Sample: 1914 2006				
Included observations: 93				
Convergence achieved after 5 iterations				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.00974	0.002693	3.617112	0.0005
PHIA	-0.007676	0.004039	-1.900376	0.0607
PHIB	0.15709	0.061369	2.559772	0.0122
DLOG(IBIF/POP)	0.212773	0.015063	14.12555	0
AR(2)	-0.369133	0.095598	-3.861288	0.0002
R-squared	0.699698	Mean dependent var	0.009641	
Adjusted R-squared	0.686048	S.D. dependent var	0.053383	
S.E. of regression	0.029911	Akaike info criterion	-4.128906	
Sum squared resid	0.078732	Schwarz criterion	-3.992745	
Log likelihood	196.9941	F-statistic	51.25956	
Durbin-Watson stat	2.33481	Prob(F-statistic)	0	

Cabe aclarar que la inclusión de más datos (obviamente hacia atrás) de fuentes algo menos confiables no altera la conclusión en cuenta al nivel del umbral de inflación.

El modelo explica un 63% de la variabilidad de la tasa de crecimiento del PIB per cápita. Puede observarse que al 1% de significatividad, se confirma que altos niveles de inflación (PHIA) impactan negativamente en la tasa de crecimiento del PIB, mientras que bajos niveles de inflación (PHIB) impactan positivamente al 5% de significatividad. El crecimiento de la inversión bruta interna fija también impacta positivamente, como era esperable, y resulta significativo.

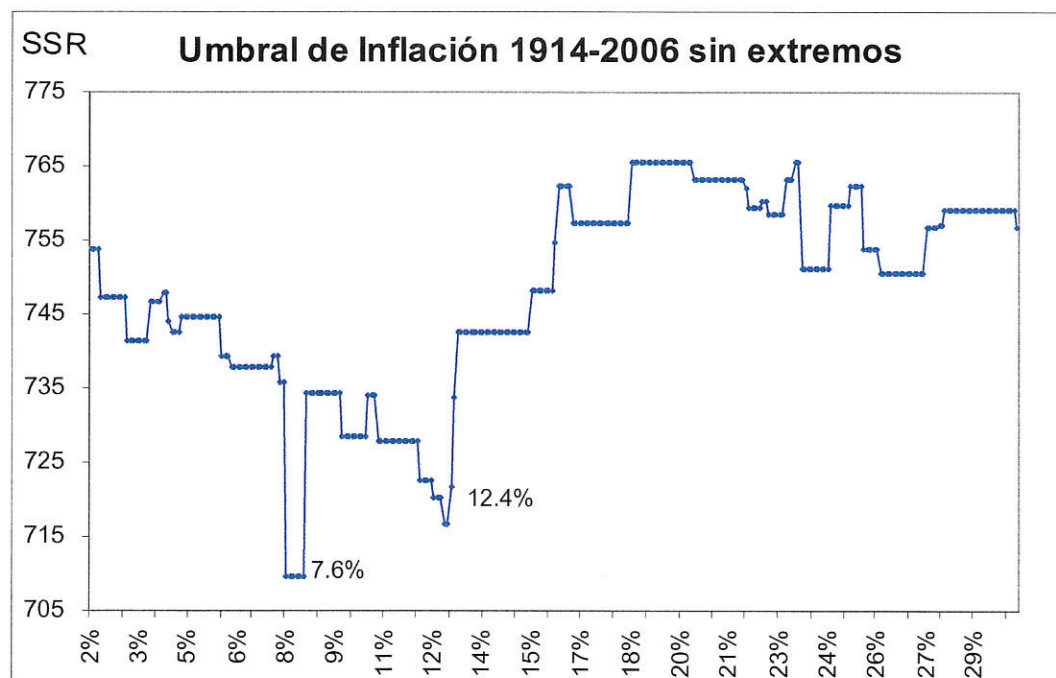
Estos resultados indicarían la existencia de una relación no lineal entre inflación y crecimiento en el período analizado. A niveles bajos la inflación actuaría

como un “lubricante”, mientras que niveles superiores al umbral la inflación tiene un impacto negativo en el crecimiento de la economía.

A.6 Estimaciones alternativas

En el gráfico SSR-umbral de inflación presentado puede observarse que también existen valores de SSR cercanos al mínimo para niveles de inflación entre 7,5% y 8,0%, lo cual nos abre el interrogante si en ese rango no está el verdadero umbral porque, por ejemplo, la muestra estaría influenciada por algunos valores extremos que resultarían en un umbral más elevado. Para evacuar esta cuestión se analiza qué ocurre en el rango 7,5%-12,5% de inflación realizando una estimación alternativa: eliminando los valores extremos y considerando la posibilidad de una “meseta” en la relación SSR-umbral.

Si se quitan los valores extremos de la muestra se encuentra que el umbral sería inferior:



Efectivamente eliminando algunos valores extremos el umbral estimado por el método de mínimos cuadrados condicionados es del 7,6%. Surge inmediatamente la pregunta ¿cómo impacta la inflación sobre la tasa del

crecimiento del PIB para el rango de inflación entre 7,6% y 12,4%. Para contestar esta pregunta se planteó una nueva estimación.

Considerando una zona de meseta

Se descompuso la inflación en tres variables PHIA, PHIM y PHIB, donde:

$$PHIB = IB * dlipc$$

$$PHIM = IM * dlipc$$

$$PHIA = IA * dlipc$$

IB es igual a 1 si la inflación es menor o igual 7,6% y cero para el resto de las observaciones

IM es igual a 1 si la inflación es mayor que 7,6% y menor que 12,4% y cero para el resto de las observaciones

IA es igual a 1 si la inflación es mayor o igual a 12,4% y cero para el resto de las observaciones

Los resultados obtenidos para toda la muestra son los siguientes:

Dependent Variable: DLOG(PIB/POP)				
Method: Least Squares				
Date: 04/04/07 Time: 19:58				
Sample: 1914 2006				
Included observations: 93				
Convergence achieved after 6 iterations				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.010251	0.002858	3.587222	0.0006
PHIA	-0.00798	0.004088	-1.951764	0.0542
PHIM	0.102116	0.111126	0.918925	0.3607
PHIB	0.181045	0.074253	2.438223	0.0168
DLOG(IBIF/POP)	0.215058	0.015359	14.0017	0
AR(2)	-0.375994	0.097043	-3.874497	0.0002
R-squared	0.700507	Mean dependent var	0.009641	
Adjusted R-squared	0.683295	S.D. dependent var	0.053383	
S.E. of regression	0.030042	Akaike info criterion	-4.110098	
Sum squared resid	0.07852	Schwarz criterion	-3.946705	
Log likelihood	197.1196	F-statistic	40.69815	
Durbin-Watson stat	2.323403	Prob(F-statistic)	0	

La estimación indica que para el rango entre 7,6% y 12,4% la inflación no tiene impacto significativo sobre la tasa de crecimiento del PIB. La estimación eliminando los valores extremos arroja la misma conclusión.

De todos modos cabe destacar que según las estimaciones la inflación estaría positivamente y significativamente asociada con el crecimiento del PIB per cápita cuando la inflación es inferior al 7,5%.

A.7 Conclusiones

Los resultados indicarían que para la Argentina el umbral de inflación, definido como el límite a partir del cual la inflación comienza a impactar negativamente sobre la tasa de crecimiento del PIB, se ubicaría en un 12,4%. El análisis de las estimaciones alternativas nos indicaría que la inflación puede actuar como un “lubricante” que acompaña al crecimiento económico cuando su nivel es inferior a 7,6%. Luego en el rango entre 7,6% y 12,4% la inflación no tendría efectos significativos sobre la actividad económica.

Estos umbrales podrían ser distintos de contar con más datos confiables que permitieran trabajar con promedios quinquenales y no con variaciones anuales, de forma de eliminar el ciclo económico y el trade off de corto plazo entre inflación y crecimiento. Un motivo de precaución surge a partir de investigaciones recientes respecto a la Curva de Phillips que muestran que efectivamente la curva sería vertical para niveles altos de inflación aunque con pendiente para tasas de inflación reducidas pero que la relación es cambiante en el tiempo. El *trade off* entre inflación y crecimiento cambia particularmente con el grado de volatilidad macroeconómica. Benigno y Ricci (2010) muestran que países con elevada volatilidad macro que buscan reducir la inflación enfrentan costos superiores en términos de producto y empleo que aquellos otros con menor volatilidad macro.

A.8 Bibliografía

- ESPINOZA, Raphael, Hyginus Leon y Ananthakrishnan Prasad (2010), "Estimating the Inflation-Growth Nexus—A Smooth Transition Model", IMF Working Paper, WP/10/76. March 1.
- HANSEN, B. (1999), "Threshold effects in non-dynamic panels: estimation, testing and inference", *Journal of Econometrics*, 93, 345-368.
- HANSEN, B.(2000), "Sample splitting and threshold estimation", *Econometrica*, 68, 575-603.
- KHAN, M. S. y SENHADJI, A.S.(2001), "Threshold effects in the relationship between inflation and growth", *IMF Staff Papers*, Vol. 48, No. 1.
- Min LI (2006), "Inflation and economic growth: thresholds effects and transmission mechanisms", Department of Economics, University of Alberta, Edmonton, Alberta, Canada.
- MORTAZA, G. y AHMED, S. (2005), "Inflation and economic growth in Bangladesh: 1981-2005", Bangladesh Bank, Working Paper Series: WP 0604.
- MUBARIK, Y. A. (2005), "Inflation and Growth: an estimate of the threshold level of inflation in Pakistan", *State Bank of Pakistan – Research Bulletin*, Vol. 1, No. 1, pp 35-44.
- POLLIN R. y ZHU A.(2005), "Inflation and economic growth: a cross country non linear analysis", Political Economy Research Institute, University of Massachusetts, Amherst.
- SAREL, M.(1995), "Non linear effects of inflation on economic growth", IMF Working Paper, WP/95/56.
- SWEIDAN, O. D.(2004), "Does inflation harm economic growth in Jordan? An econometric analysis for period 1970-2000", *International Journal of Applied Econometrics and Quantitative Studies*, Vol. 1 – 2, pp 41-66
- VASQUEZ CORDANO, A. L. (2003), "Umbrales de inflación y crecimiento económico en el Perú: predicción e inferencia en un contexto de estabilidad macroeconómica 1992-2002", Banco Central de Reserva del Perú, Concurso de Investigación para Jóvenes Economistas 2002-2003.

EL PRODUCTO POTENCIAL DE LA ARGENTINA

Existen diversas formas generalmente aceptadas para estimar el producto potencial. Los dos enfoques más utilizados son a) la descomposición estadística de las series entre ciclo y tendencia, b) el método de la contabilidad del crecimiento (*growth accounting*).

En este trabajo se estima el PIB potencial siguiendo esta última metodología que se basa en descomponer la tasa de crecimiento del PIB en las contribuciones de los factores de producción, capital y trabajo, y la contribución del progreso tecnológico o productividad total de los factores (TFP). Una diferencia del enfoque de la contabilidad del crecimiento es que el ciclo económico puede resultar asimétrico, esto es que las fluctuaciones del producto efectivo no necesariamente se calculan alrededor del PIB potencial, esto es como un promedio del mismo tal cual se deriva del enfoque estadístico de descomposición de series. Esta asimetría del ciclo tiene ventajas o desventajas según el objetivo que tiene la estimación del PIB potencial. La magnitud de la asimetría en el enfoque de la función de producción o fuentes del crecimiento dependerá de los supuestos adoptados respecto a las contribuciones de los factores (por ejemplo, la tasa de desempleo con que se corrige la PEA). En general, una estimación no simétrica determina un PIB potencial más elevado y una brecha del PIB que es generalmente negativa. Pero cuanto más asimétrico sea el ciclo económico, menores serán las estimaciones de los impulsos de las distintas políticas macroeconómicas.

La lógica de la elección del método se basa en la hipótesis del crecimiento intensivo que estipula que el crecimiento económico es causado principalmente debido a la contribución de la PTF. De esta manera, el progreso tecnológico es la única forma posible de generar crecimiento sostenible en el largo plazo.

La estimación parte de la llamada función de producción agregada, que se asume del tipo Cobb-Douglas con rendimientos constantes a escala. Derivando

esta función con respecto al tiempo y dividiendo por la misma función, la descomposición del crecimiento que se obtiene depende de los incrementos del trabajo, capital y PTF:

$$\frac{dY}{dt} = \frac{dA}{dt} + \varepsilon_L \frac{dL}{dt} + \varepsilon_K \frac{dK}{dt} \quad (1)$$

donde ε representa la elasticidad del factor respecto al producto. Una versión linealizada de la función de producción:

$$y_t = a_t + \alpha k_t + (1 - \alpha) \cdot l_t \quad (2)$$

donde las variables en minúscula denotan los logaritmos de las variables de la función de producción. Asumiendo competencia perfecta el valor de α representa la participación del capital en el valor total de la producción y $(1-\alpha)$ la participación del factor trabajo. En la estimación se utilizó un valor de $(1-\alpha) \approx 0.53$ que corresponde a la participación del trabajo en el PIB de 1993, año base de las estimaciones de las Cuentas Nacionales. Cabe aclarar que para el cálculo de $1-\alpha$ se consideró como participación del trabajo en el producto a la suma de la remuneración al trabajo y la remuneración imputada en el ingreso mixto⁵⁹ medidas a pesos corrientes del año 1993.

La serie de stock de capital se construyó utilizando el método de inventarios permanentes. Estas series se obtienen sumando la corriente de inversión en nuevas máquinas y construcciones a lo largo del tiempo una vez que se les resta la depreciación⁶⁰. Para las series de trabajo se utilizaron estimaciones de la población económicamente activa (PEA) y de empleo de la Encuesta Permanente de Hogares (EPH) y estimaciones propias.

⁵⁹ El ingreso mixto es la parte de la remuneración de los trabajadores por cuenta propia y de los dueños que corresponde a la retribución del capital que aportan ellos mismos al proceso productivo.

⁶⁰ Para una explicación en detalle sobre como se calcularon las series de trabajo, capital, PTF y tasa de depreciación, ver Maia, José L. y Nicholson, Pablo, "El stock de capital y la productividad total de los factores en la Argentina", Ministerio de Economía.

A partir de las series de capital y trabajo, y con los valores históricos del PBI observado, se calcula la PTF como residuo de la función de producción.

$$a_t = y_t - \alpha l_t - (1 - \alpha)k_t \quad (3)$$

La estimación del producto potencial se realiza a partir del cálculo de la tendencia de la PTF –obtenida a partir de un proceso de filtrado- a lo cual se le agrega la suma ponderada del trabajo efectivo de pleno empleo y del stock de capital.

$$y_t^p = a_t^p + \alpha l_t + (1 - \alpha)k_t \quad (4)$$

El trabajo de pleno empleo se suele estimar deduciendo de la PEA un nivel de desempleo “friccional”, esto es el desempleo consistente con los flujos de entrada y de salida de trabajadores en el mercado laboral⁶¹. En la estimación del PIB potencial la PEA se corrigió por una tasa de desempleo de 5% para el período que llega hasta el año 1992, y de 7% desde esa fecha en adelante⁶².

⁶¹ La entrada y salida de trabajadores determina la tasa natural de desempleo o la tasa de desempleo que no aceleradora de la inflación (NAIRU en inglés). En la estimación además del desempleo “friccional” puede agregarse desempleo “estructural”, entendido como aquel que surge como consecuencia de la no adaptación de las características de los trabajadores a la demanda laboral.

⁶² La globalización puede haber significado una mayor tasa de

NOTA TÉCNICA N° 3

ESTIMACIÓN DEL TIPO DE CAMBIO REAL DE “EQUILIBRIO” EN ARGENTINA

Para mejorar los resultados empíricos los economistas suelen ajustar la PPP por el producto *per cápita*. En datos de corte transversal (*cross section*) y de panel se encuentra una fuerte asociación entre tipo de cambio real y producto *per cápita*: se suele definir la “subvaluación” en términos del desvío del TCR observado respecto al de la PPP luego de ajustar por el hecho de que los países más pobres tienen tipos de cambio más depreciados que los más ricos (el llamado efecto Balassa-Samuelson). Cuando se efectúan regresiones entre el crecimiento *per cápita* y esta medición de sobre/subvaluación se encuentra un efecto positivo de la “subvaluación” cambiaria sobre el crecimiento de los países en desarrollo.

La definición de TCR de “equilibrio” más arraigada en la literatura requiere que se cumplan simultáneamente equilibrio interno y equilibrio externo. Mientras el primero se alcanza cuando el PIB está en línea con el PIB potencial y no hay presiones inflacionarias, el equilibrio externo se traduce en una cuenta corriente del balance de pagos que sea “sostenible”. El diferencial de productividades y el stock de activos externos netos son dos de esos determinantes fundamentales de mediano y largo plazo que reflejan el equilibrio interno y externo, respectivamente. Los estudios empíricos encuentran que cuando una economía crece relativamente más que el resto el TCR se aprecia, pero se trata de una apreciación de “equilibrio” que no significa, en principio, “atraso” cambiario. Cuando una economía se endeuda en relación a su PIB va a requerir un TCR de “equilibrio” más depreciado para generar las divisas que permitan repagar ese mayor endeudamiento. Particularmente en el corto plazo puede haber otros factores que operan para que el TCR se encuentre por fuera de la estimación de “equilibrio”. Supuestamente habrá fuerzas que con el tiempo tiendan a corregir esos desequilibrios. En esta visión, cualquier tipo de desequilibrio es perjudicial para el crecimiento. Más precisamente, un tipo de cambio “sobreevaluado” deteriora la competitividad y por lo tanto afecta el “equilibrio” y la sustentabilidad externa. De manera equivalente la

“subvaluación” cambiaria tampoco es buena porque, en lugar de reflejar un desalineamiento externo, es síntoma de desequilibrios internos, esto es exceso de demanda agregada sobre capacidad productiva y las consecuentes presiones inflacionarias.

¿Qué se entiende por tipo de cambio de “equilibrio”? ¿No podría acaso argumentarse que el TCR en todo momento está en equilibrio? ¿Por qué entonces hablar de desequilibrio, de atraso o adelanto cambiario? La estimación del tipo de cambio real (TCR) de “equilibrio” puede tener variados propósitos, entre los cuales se destacan:

- 1) **Efectos de corto plazo de la política monetaria/cambiaria sobre el crecimiento y la inflación.** Los modelos macroeconómicos que utilizan los bancos centrales y los ministerios de hacienda de los países avanzados y de varias economías “emergentes” suelen medir el efecto de la política cambiaria a partir de la estimación de la brecha entre el TCR observado y el TCR de “equilibrio”. La teoría económica indica que la ampliación de esta brecha estimula las exportaciones a la vez que desincentiva las importaciones lo cual impulsa la demanda agregada y el crecimiento en el corto plazo. Adicionalmente puede también impulsar la inversión porque aumenta los márgenes de ganancia de los sectores transables, aunque también afecta negativamente el consumo si reduce el salario y la masa salarial en términos reales. La evidencia empírica indica que en muchos casos la ampliación de la brecha del tipo de cambio estimula el crecimiento económico en el corto plazo, particularmente cuando la economía tiene recursos desempleados.
- 2) **Efectos del tipo de cambio “sobreevaluado” sobre la sostenibilidad de los esquemas cambiarios y las crisis.** La evidencia empírica muestra que una vez que la moneda de un país se aprecia significativamente se produce un ajuste que raramente resulta “suave”. Los experimentos de tipo de cambio fijo o cuasi fijo suelen culminar en crisis producto de la acumulación de “atraso” cambiario, aunque también acompañados por “dolarización” financiera.

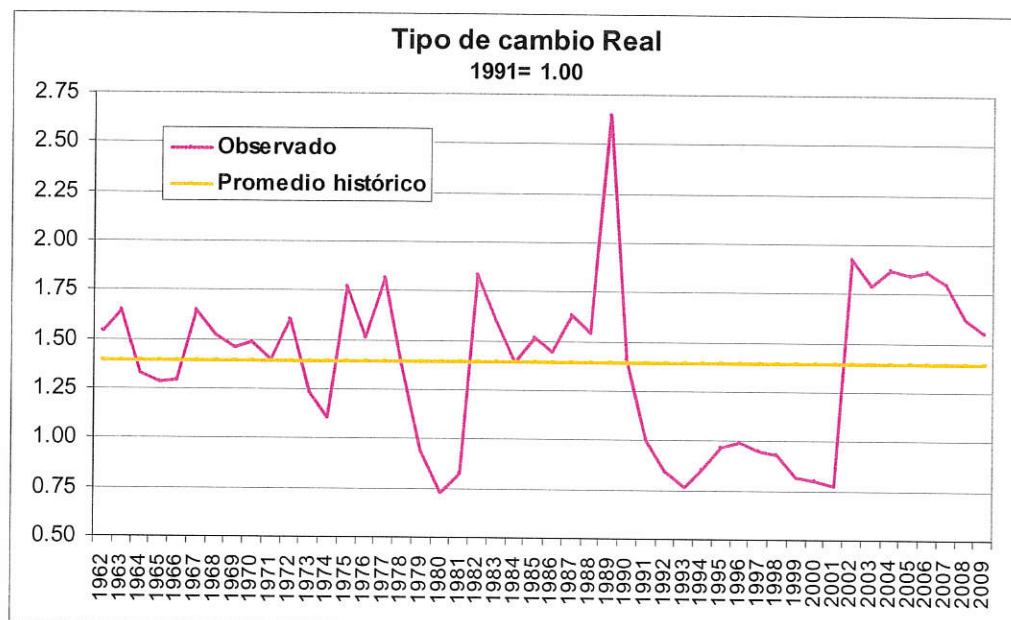
- 3) **Efectos de largo plazo de la “subvaluación” cambiaria sobre el crecimiento.** Así como quedan pocas dudas de los efectos nocivos del “atraso” cambiario, hay evidencia creciente acerca del efecto positivo de la “subvaluación” o las políticas de tipo de cambio “alto” sobre el crecimiento. Las estimaciones de TCR de “equilibrio”.

Las estimaciones del TCR de “equilibrio” permiten determinar la brecha que separa al TCR observado de su nivel teórico de “equilibrio”. Por tratarse de una variable no observada el TCR de “equilibrio” está sujeto a permanente e interminable discusión. De cualquier manera se considera válido el intento de estimar el TCR de “equilibrio”, como una referencia para la evaluación de las cuestiones mencionadas.

El tipo de cambio nominal (TCN) bilateral es el precio relativo de las monedas de dos países. El TCR bilateral no es más que el TCN ajustado por los precios relativos (nivel de precios de afuera sobre el nivel de precios doméstico). Dado que el TCR es el precio relativo que permite ajustar el balance comercial (cuando sube el TCR se estimulan exportaciones y se contraen importaciones) nos interesa para el análisis macroeconómico el TCR multilateral, que es el promedio de los TCR bilaterales con los socios comerciales ponderados por el comercio con cada uno de ellos.

El método más tradicional de estimación del TCR de “equilibrio” es el enfoque de la paridad de poder adquisitivo (PPP). En su versión absoluta, la PPP postula que una canasta de bienes debería, una vez ajustada por diferenciales de precios, costar lo mismo afuera que adentro del país. Siguiendo esta doctrina el TCR de “equilibrio” sería igual a uno. Una versión más débil de la PPP es la “relativa” que se expresa en términos de tasas, solamente requiere que la tasa de cambio en el tipo de cambio debería compensarse por diferenciales entre la inflación doméstica y la inflación de los socios comerciales. Según la PPP relativa el TCR de “equilibrio” es constante en el tiempo, aunque no necesariamente igual a uno.

Basado en la PPP relativa la noción de TCR de “equilibrio” se presenta como el promedio histórico del TCR multilateral, esto es el TCR ponderado por el comercio de los principales socios. Según la estimación de la PPP relativa para la Argentina el TCR habría estado sensiblemente “sobrevaluado” durante todo el período de la convertibilidad y habría estado “subvaluado” durante el período pos convertibilidad.



No obstante, asumir que el TCR de “equilibrio” se mantiene constante en el tiempo no resulta la mejor aproximación. Una extensa literatura encuentra que los desvíos del tipo de cambio respecto al “equilibrio” que surge de la PPP son no sólo amplios, sino también persistentes y no tienden a revertirse con el solo transcurso del tiempo. Si bien simple y práctico el enfoque de la PPP solamente puede considerarse como una aproximación de muy largo plazo al TCR de “equilibrio”. A partir de esta falla empírica los economistas encuentran que las diferencias pueden explicarse por dos tipos de factores: 1) la existencia de bienes y servicios no transables internacionalmente, 2) imperfecta sustituibilidad entre bienes y servicios transables que se producen en distintos países.

1. **Bienes no transables.** Cuando el tipo de cambio se evalúa como el precio relativo de dos activos (el precio relativo de dos monedas)

entonces interesa incluir en los niveles de precios a todos los precios de los bienes, sean transables como no transables. Esto es así si consideramos que el valor de una moneda es el recíproco del nivel de precios, que incluye tanto a bienes y servicios transables como no transables internacionalmente. La hipótesis de Balassa-Samuelson postula que, bajo determinados supuestos, los precios de los bienes no transables son más caros en los países con mayor productividad (los más avanzados) que en los países con menor productividad (en desarrollo). Del mismo modo postula que aumentos en la productividad estarán asociados con incrementos en los precios relativos de los no transables, esto es con apreciación del TCR. Cabe aclarar que el mismo resultado surge como consecuencia de diferencias en las dotaciones de factores y/o asimetrías en la demanda. Así en los países pobres con abundancia relativa de trabajo los precios y salarios serán más bajos que en los países ricos con abundancia relativa de capital. Por otro lado si la elasticidad ingreso para la demanda de no transables es superior a uno el precio relativo de los no transables crecerá con el ingreso.

- 2. Imperfecta sustitución entre bienes transables** de distintos países. Cuando los bienes transables producidos en distintos países no son idénticos el precio relativo entre los bienes transables de adentro y de afuera (en este caso los términos de intercambio) deja de ser uno. De esta forma el TCR deja de ser constante en el tiempo como lo es bajo el enfoque de la PPP. Una manera de racionalizar estos desvíos es considerar que el cambio en los precios relativos de los transables modifica el saldo comercial y la cuenta corriente, y en consecuencia su contrapartida en términos de stocks que es la posición de inversión internacional o posición de activos/pasivos externos netos. De acuerdo a este enfoque de stocks el tipo de cambio debe ser consistente con la posición de activos externos. Así un desequilibrio en la cuenta corriente que debe ser financiado con un flujo de capitales que a su vez debe ser consistente con un stock deseado de activos y pasivos externos. Cuando un país tiene déficit de cuenta corriente está acumulando deuda (pasivos) externos que puede o no ser parte de un ajuste hacia un determinado nivel deseado de pasivos externos (el resto del mundo

tiene activos nuestros en su cartera de inversiones). En el largo plazo cuando los stocks se encuentran en equilibrio, el TCR de “equilibrio” y la cuenta corriente de equilibrio deben ser consistentes con una relación estable entre activos externos netos y producto.

Ambos tipos de factores, bienes no transables e imperfecta sustituibilidad de bienes transables entre países, pueden provocar que el TCR de “equilibrio” no sea constante en el tiempo como postula la PPP. A partir de estos factores que desnudan las fallas de la PPP como medida de TCR de “equilibrio” se deriva una metodología alternativa de estimación en función de un conjunto más amplio de determinantes fundamentales. El TCR está en equilibrio cuando se alcanzan simultáneamente el equilibrio interno y el equilibrio externo. Así como el efecto Balassa-Samuelson se relaciona con el equilibrio interno, el equilibrio externo se asocia con la sustentabilidad de las cuentas externas. En el primer caso un ingreso per cápita mayor se asocia con aumentos de productividad que tienden a apreciar el TCR de “equilibrio” porque hay un efecto ingreso que incrementa la demanda de no transables y tiende a elevar su precio respecto al de los bienes transables (cuyo precio se asume determinado en el mercado internacional). En el segundo caso, un mayor déficit de cuenta corriente eleva la deuda (pasivos) externos del país lo cual requiere un TCR de “equilibrio” más depreciado que permita acrecentar el resultado comercial y garantizar el repago de la deuda.

En la Argentina durante la primera parte de los años 90' los aumentos en el diferencial de productividad habrían provocado una apreciación en el TCR de “equilibrio”. Por el contrario, el aumento en los déficits de cuenta corriente que se registraron a lo largo de esa década aumentaron los pasivos externos netos en términos al PIB lo cual significó una depreciación del TCR de “equilibrio”. El análisis conjunto de los factores que influyen sobre el TCR de “equilibrio” indica que a medida que la economía entró en recesión hacia mediados de 1998 (y los diferenciales de productividad se fueron agotando) al mismo tiempo que el déficit de cuenta corriente no se revirtió, el TCR de “equilibrio” se fue depreciando sostenidamente al mismo tiempo que TCR observado continuaba apreciándose, particularmente a partir de la devaluación

del real brasileño. La magnitud y la persistencia de esta brecha (atraso cambiario) es por muchos considerada entre los motivos principales del colapso de la convertibilidad.

Además de la productividad relativa y del nivel de pasivos externos netos del país hay otros factores que pueden determinar el TCR de “equilibrio” en el mediano y largo plazo⁶³. Uno de ellos son los términos de intercambio externos, esto es el precio internacional relativo de las exportaciones respecto a las importaciones. Una modificación de los términos de intercambio provoca dos tipos de efectos. El más conocido es el efecto “riqueza”. Una mejora de los términos de intercambio significa que el país, y en principio todos sus habitantes, es más rico y cuanto más persistente sea percibido el cambio mayor será el ingreso permanente y más aumenta el consumo. El efecto final de “equilibrio” será un TCR más apreciado. De modo inverso una caída de los términos de intercambio genera un efecto “pobreza” que deprecia el TCR de “equilibrio”. El otro efecto, menos conocido y menos relevante, es el efecto sustitución. Una mejora de los términos de intercambio sustituye recursos que se trasladan del sector importable cuyo precio cayó al sector cuyo precio exportable subió. El efecto final sobre el TCR de “equilibrio” va a depender de la intensidad laboral de ambos sectores. Si, por ejemplo, el sector exportable es relativamente poco trabajo intensivo va a demandar poco empleo del sector importable trabajo intensivo que es el que expulsa empleo. En esta situación, y con salarios fijos en el corto plazo, el empleo total de la economía va a caer y el resultado final del efecto sustitución es una depreciación de “equilibrio” del TCR. En síntesis, una mejora de los términos de intercambio provoca una apreciación inequívoca del TCR de “equilibrio” por el efecto “riqueza”, pero por otro lado puede generar una depreciación del TCR de “equilibrio” por efecto sustitución si el sector exportable es relativamente poco intensivo en trabajo respecto al sector importable. Aunque en términos generales cabe esperar que el efecto “riqueza” domine al efecto “sustitución” cuando ambos tienen signos contrarios. Una mejora en los términos de intercambio generalmente aprecia el

⁶³ Ver Hinkle eds (1999), IMF (2006), Goldman Sachs (2005).

TCR de “equilibrio”, mientras que un empeoramiento en los términos de intercambio generalmente lo deprecia.

¿Acaso no es que en todo momento el TCR está en “equilibrio” porque siempre hay alguna variable que lo explica? La respuesta es afirmativa. Lo que sucede es que los economistas han fallado en el intento de encontrar modelos estructurales que ajusten con precisión el TCR en el corto plazo. A propósito la evidencia empírica no parece avalar el cumplimiento de la condición de paridad de tasas, que relaciona el tipo de cambio con la tasa de interés y que constituye una ecuación fundamental en el análisis monetario moderno en economías abiertas. El problema es que no se cumple en el corto plazo, a menos de un año. Por eso es que se estima el TCR de “equilibrio” en función de los que se consideran determinantes fundamentales el mediano y largo plazo, y la brecha que surge con el TCR observado está implícitamente explicada por factores de corto plazo.

¿Qué variables se encuentran significativas para explicar el TCR de “equilibrio” en la Argentina? Para el período 1960-2009 se encontró que el TCR (RER) es básicamente función del nivel de activos externos netos en relación al producto (NFA), y de la productividad rezagada un período (PRODUC -1), aproximada por la razón entre precios mayoristas y minoristas. Se encuentra que cuando se reducen los NFA porque hay déficit de cuenta corriente el RER de “equilibrio” se deprecia para que el mayor endeudamiento pueda repagarse. Por otra parte cuando aumenta la productividad porque, por ejemplo el PIB crece, aumentan los precios minoristas más que los mayoristas, y el TCR de “equilibrio” tiende a apreciarse. En la regresión también resultó significativa la inclusión de los términos de intercambio rezagados (TOT-1), pero el signo resulta contrario al esperado. Una interpretación de este resultado estaría dada por el efecto sustitución en el empleo que provocaría una depreciación del TCR de “equilibrio”. La suba en el precio del sector exportable, no tendría un efecto directo significativo sobre la generación de empleo en el caso argentino por tratarse el “campo” de un sector relativamente poco intensivo en trabajo. La escasa generación de empleo de este sector no alcanzaría a compensar la caída del precio y del empleo en la “industria”, sector sustitutivo de

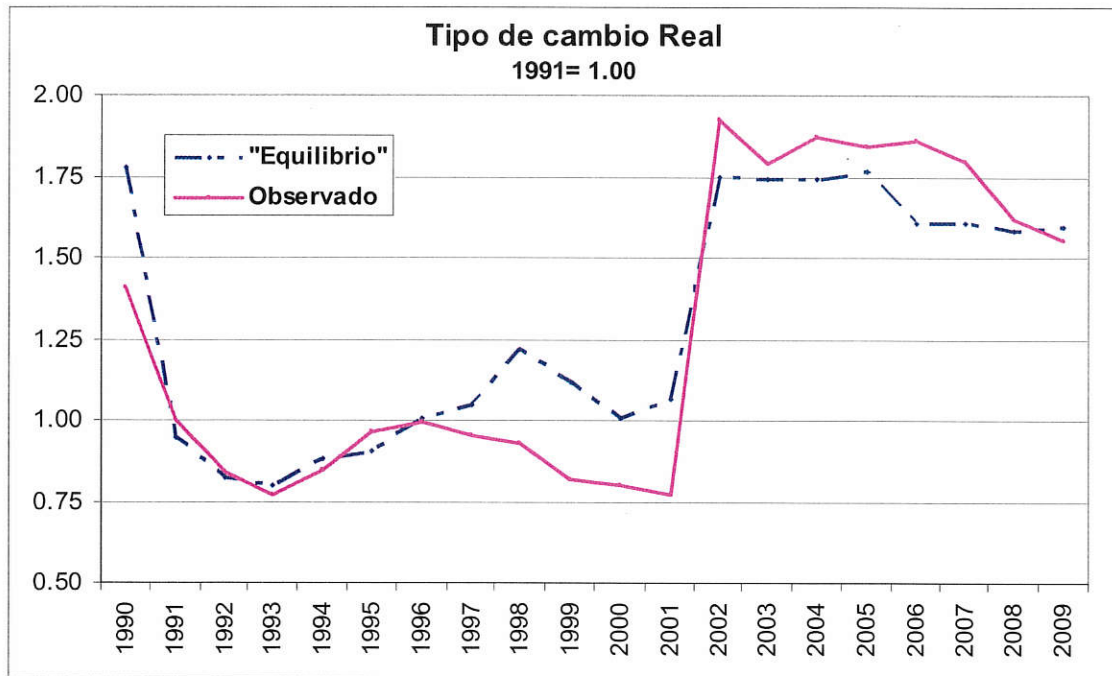
importaciones con mayor intensidad laboral relativa⁶⁴. Esto no significa que el efecto sustitución de una modificación en los términos de intercambio supere al efecto “riqueza” dado que este último estaría indirectamente incorporado en los otros dos determinantes fundamentales⁶⁵. Una mejora en los términos de intercambio eleva el superávit comercial y de cuenta corriente lo cual reduce los pasivos externos netos de la economía y esto resulta en un TCR de “equilibrio” más apreciado. Por otra parte bien puede argumentarse que el salto de productividad registrado en el “campo” en los últimos años habría significado un efecto riqueza que contribuyó a apreciar el TCR de “equilibrio” lo cual está incorporado en la regresión en la variable productividad. Finalmente la regresión incorporó un componente autorregresivo AR(1).

Según la estimación el TCR estuvo aproximadamente en “equilibrio” durante los primeros años de la Convertibilidad hasta el año 1996. A partir de entonces el TCR comienza a atrasarse porque el aumento de la deuda externa (disminución de NFA) producto de crecientes déficit de cuenta corriente no fue compensado por aumentos en la productividad. La acumulación de desequilibrios externos sería el origen, según no pocos economistas, del colapso de la convertibilidad. El abrupto corte en el ingreso de capitales que financiaba los crecientes déficits de cuenta corriente requería un ajuste en los precios relativos (transables sobre no transables) reflejados en el RER. Las dificultades de lograr la requerida depreciación real en el marco de la convertibilidad (el tipo de cambio fijo requería deflación de precios domésticos) provocó que el ajuste se empiece a hacer por cantidades, inicio de una prolongada recesión. Igualmente este ajuste era considerado insuficiente lo cual retroalimentó expectativas negativas y determinó el colapso final hacia fines de 2001. El mismo modificó la percepción de riqueza del país, que cayó

⁶⁴ Gerchunoff y Aguirre (2005) argumentan que durante la década de 1920 el empeoramiento en los términos de intercambio en la Argentina habría ocasionado una expansión del empleo en el sector manufacturero competitivo de importaciones e intensivo en trabajo por el efecto sustitución que se produce en respuesta a la suba en el precio relativo del sector respecto al sector agroexportador.

⁶⁵ Una alternativa a los términos de intercambio es incluir directamente alguna variable de empleo para reflejar directamente el efecto sustitución del cambio en los términos de intercambio. Cuando incluimos la tasa de empleo resulta significativa y con el signo esperado y mejora el ajuste de la regresión lo cual parece confirmar que la inclusión de términos de intercambio efectivamente estaría reflejando el efecto sustitución.

violentamente provocando un severo shock adverso sobre el consumo de los argentinos. Cuanto mayor es la incertidumbre sobre la magnitud de este cambio de percepción y por lo tanto del shock de consumo mayor es el salto en el TCR de "equilibrio" (la discontinuidad que se observa entre 2001 y 2002) porque mayor es la expectativa respecto al ajuste requerido en los precios relativos. Como se observa en el gráfico el TCR observado se elevó aún más que el RER de "equilibrio", lo que confirmaría un sobre ajuste cambiario de acuerdo a la estimación realizada. De no haber mediado otros factores y políticas cabía esperar que esta diferencia (subvaluación cambiaria) se hubiera paulatinamente reducido con el transcurso del tiempo, sea el ajuste a través de apreciación nominal y/o mediante mayor inflación doméstica. Sin embargo, este ajuste pudo demorarse y, luego de una amague a cerrarse en 2003, la brecha entre el TCR observado y de equilibrio se mantuvo durante varios años. Una interpretación es que el esquema de políticas macro puesto en marcha desde inicios de 2003 contribuye a explicar el sostenimiento de la mencionada brecha así como un nivel de TCR "elevado". La política de intervenciones cambiarias parcialmente esterilizadas conjuntamente con políticas fiscales contractivas serían los motivos que habrían permitido que el TCR se mantenga "subvaluado". El mismo análisis sirve para explicar la apreciación del TCR multilateral que se observa a partir de 2006 dado el sesgo decididamente expansivo del conjunto de políticas macro que desataron presiones inflacionarias crecientes. La reversión en el sesgo de la política fiscal, claramente contractiva entre 2002 y 2004 y decididamente expansiva de ahí en más sería el principal motivo del cierre de dicha brecha y el incipiente resurgimiento de "atraso" cambiario. Otro factor que opera en el mismo sentido es el sustancial salto en los términos de intercambio que por el efecto "riqueza" aprecia el TCR de "equilibrio" pero que por el efecto "sustitución" lo deprecia. La inclusión de este último efecto resulta en un TCR de "equilibrio" más depreciado y por lo tanto un cierre más rápido de la brecha entre TCR observado y TCR de "equilibrio". La recomendación en materia de política es contundente: la apreciación del TCR producto de la mejora en los términos de intercambio no sería tan de "equilibrio" cuando consideramos el efecto sobre el empleo de la llamada "enfermedad holandesa".



Dependent Variable: RER

Method: Least Squares

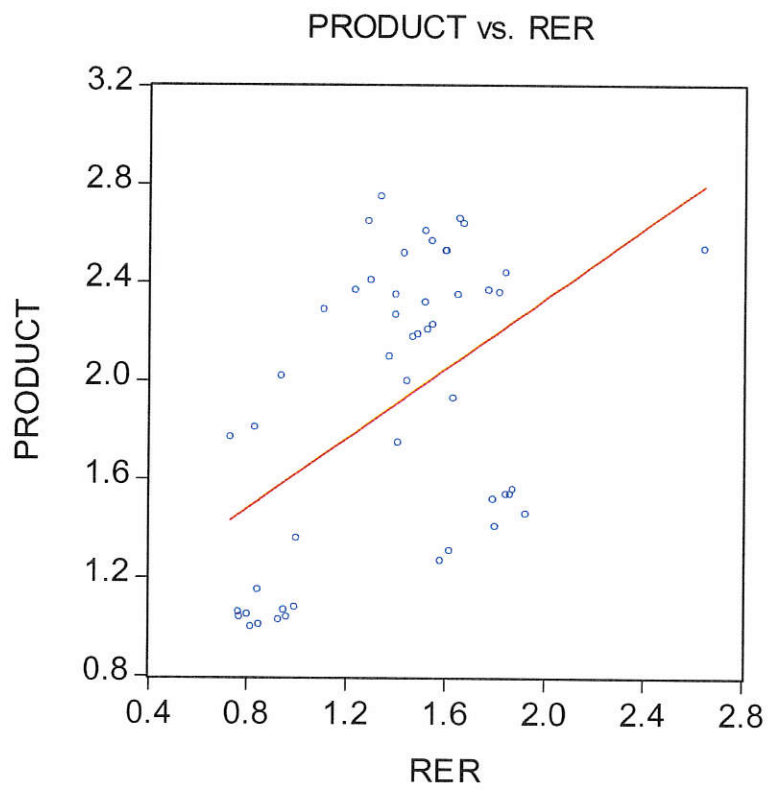
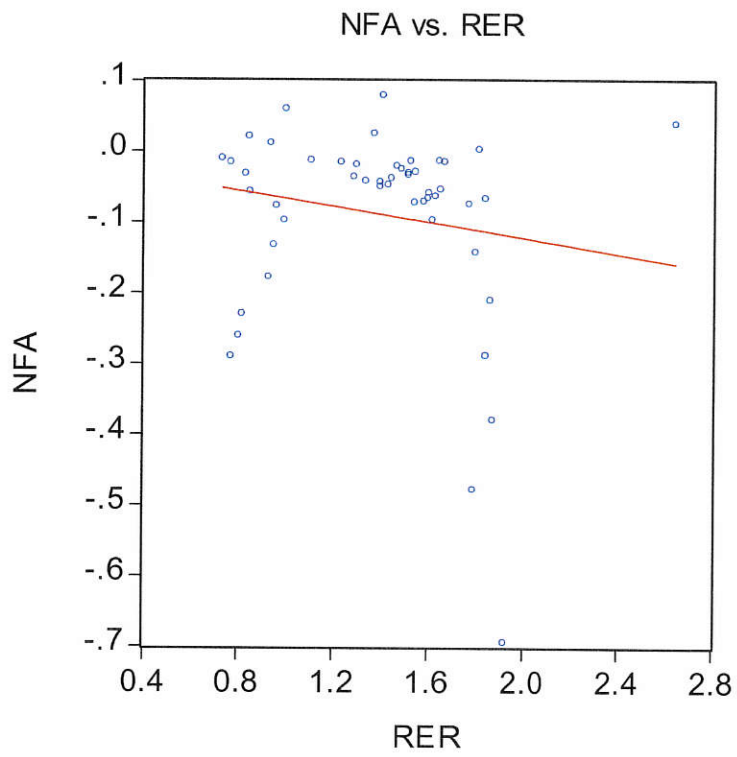
Date: 02/26/10 Time: 15:25

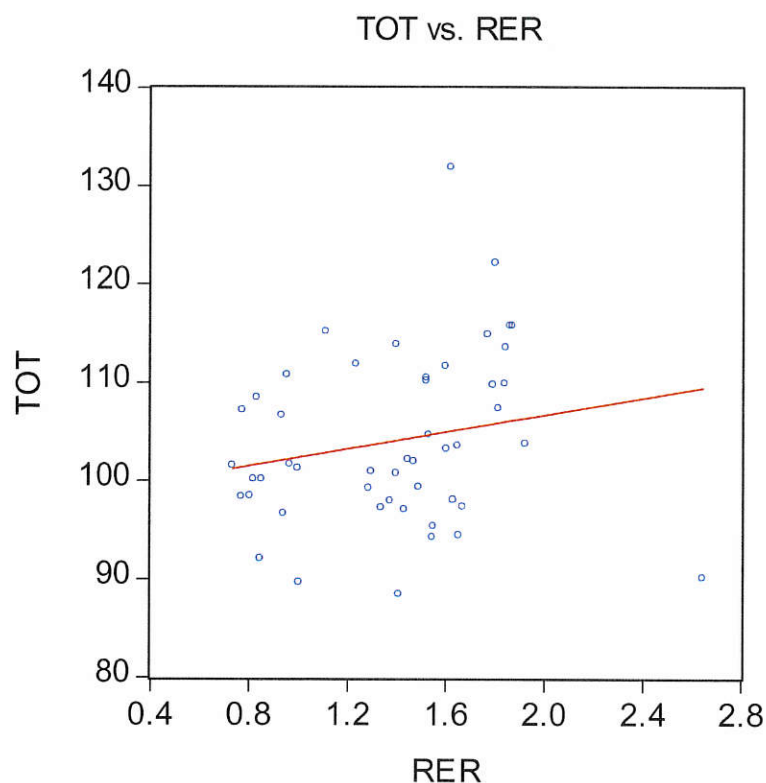
Sample (adjusted): 1962 2009

Included observations: 48 after adjustments

Convergence achieved after 6 iterations

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TOT(-1)	0.015509	0.007243	2.141369	0.0380
NFA	-1.433084	0.552533	-2.593661	0.0129
PRODUCT(-1)	0.429903	0.135849	3.164567	0.0029
C	-1.176821	0.801008	-1.469175	0.1491
AR(1)	0.401727	0.151770	2.646941	0.0113
R-squared	0.497347	Mean dependent var		1.385350
Adjusted R-squared	0.450588	S.D. dependent var		0.408283
S.E. of regression	0.302629	Akaike info criterion		0.545714
Sum squared resid	3.938126	Schwarz criterion		0.740631
Log likelihood	-8.097145	F-statistic		10.63651
Durbin-Watson stat	2.008524	Prob(F-statistic)		0.000004
Inverted AR Roots	.40			





Bibliografía:

GERCHUNOFF, Pablo y Horario Aguirre (2005) "Lo nuevo por nacer, lo viejo por morir: la Argentina entre la Gran Guerra y la Gran Depresión", CEPAL documento de trabajo.

GOLDMAN SACHS (2005), "Merging GSDEER and GSDEEMER: A Global Approach to Equilibrium Exchange Rate Modelling", Global Economics Paper N° 124, May 16th.

HINKLE, Lawrence and Peter Montiel (1999) *Exchange Rate Misalignment: Concepts and Measurement for Developing Countries*, A World Bank Research Publication, Oxford University Press.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (2006) "Methodology for CGER Exchange Rate Assessments", IMF Research Department, November 8.