



QUINTO CONGRESO DE ECONOMÍA POLÍTICA
Departamento de Economía Política del Centro Cultural de la
Cooperación
Universidad Nacional de Quilmes

“CRISIS DEL MODELO NEOLIBERAL Y SUS ALTERNATIVAS”

Apuntes para un esquema macroeconómico alternativo

Juan Manuel Telechea (ITE, UNLZ, UNAJ)

Apuntes para un esquema macroeconómico alternativo

Juan Manuel Telechea¹

Resumen

La pregunta central que trata de responder este trabajo es acerca de cómo deberían articularse las principales herramientas de política macroeconómica (tipo de cambio, tasa de interés y política fiscal) en una economía donde la restricción externa se encuentra sumamente operativa. Como novedad, desde aquí sostendremos que la tasa de interés resulta el instrumento adecuado para lidiar con las tensiones en el frente externo y, por ende, para influir en el tipo de cambio. Eso no quita que en el corto plazo el Banco Central tenga injerencia en su comportamiento por medio de intervenciones cambiarias. Por otro lado, las herramientas fiscales (en particular las políticas de ingreso) deberían estar abocadas al control de la inflación, complementado con una intervención activa del Estado que posibilite un acuerdo entre trabajadores y empresarios que sea compatible con el sendero de crecimiento y la evolución de la balanza de pagos.

Palabras clave: esquema macroeconómico, restricción externa, inflación.

¹Economista del Instituto de Trabajo y Economía (ITE), Docente (UNLZ, UNAJ). Correo: juanmtelechea@gmail.com

Apuntes para un esquema macroeconómico alternativo

1. Introducción

Se acercan las elecciones presidenciales y, con ello, van apareciendo las medidas y recomendaciones de política macroeconómica para lidiar con el legado macrista. En este sentido, y como para ordenar el debate, el objetivo de este trabajo es esbozar algunas reflexiones al respecto.

Pero antes de eso, o como condición necesaria, es fundamental hacer un breve balance sobre el desempeño desde 2011, dado que luego de ese año la economía argentina se frenó completamente (0,0% de crecimiento promedio, si tomamos la última proyección del gobierno para 2018) y resulta muy probable que vayamos camino a una nueva década perdida.

El hecho de que dos gobiernos con un enfoque económico político diametralmente opuesto hayan llegado a resultados similares en materia de crecimiento² nos sirve como punto de partida para destacar algunos “hechos estilizados” que deberían servirnos como experiencia, y en las que creo que hoy ya hay cierto consenso en gran parte de la disciplina.

- i. Toda economía enfrenta restricciones concretas que imponen límites al crecimiento. Para el caso argentino la más importante es la denominada restricción externa, dada por la incapacidad de generar las divisas necesarias para el correcto funcionamiento de la economía.
- ii. El principal motivo que explica el magro desempeño económico fue entonces la dificultad de impulsar las exportaciones, de modo que estuvieran en línea con el incremento en la demanda agregada de divisas (y, por ende, de la economía). En el corto plazo (que es lo que aquí se analizará), las exportaciones son consideradas una variable exógena para la economía.

² Una aclaración importante es que si bien el crecimiento promedio de ambas gestiones fue similar, el kirchnerismo mostró mejores resultados en cuanto al nivel y la calidad del empleo, la distribución del ingreso, el poder de compra de las jubilación mínima y la AUH, entre otras.

- iii. El manejo de la política macroeconómica no es neutral, y por lo tanto también fue parte del problema. En este sentido, las recurrentes devaluaciones del tipo de cambio nominal con los consecuentes saltos en la tasa de inflación fueron la evidencia que expuso dichas falencias.
- iv. La inflación es entonces, y sin dudas, un problema a resolver. Y uno de difícil solución, dado que ninguno de los dos gobiernos pudo hacerlo. Como mostraremos más adelante, por más que la tasa de inflación sea estable, si es alta fomenta la apreciación cambiaria a través de la nominalidad y la inercia. Esto tarde o temprano termina presionando al alza al tipo de cambio ya que genera el incremento del poder de compra en moneda extranjera y por ende una mayor demanda de divisas.
- v. Más preocupante aún, la combinación de este fenómeno con varios shocks negativos externos que sufrió la economía desencadenaron un círculo vicioso de devaluaciones nominales y aceleraciones inflacionarias que se han ido incrementando en el tiempo.
- vi. A partir del (des)manejo de la política cambiaria observado durante la gestión de Cambiemos, queda claro que la liberalización *total* del mercado cambiario no es viable. Mientras que si a eso le agregamos la creencia de que el tipo de cambio puede ser flexible, directamente tenemos una combinación explosiva³.

A partir de lo anterior, el objetivo de este ensayo es plantear cuál debería ser el esquema macroeconómico (EM) adecuado para utilizar de cara al 2019, donde asumimos que la restricción externa se encuentra operativa y resulta la principal restricción al crecimiento. Para esto, resulta necesario definir y precisar algunos conceptos, dado que muchas veces las digresiones surgen no por diferencias teóricas sino por estar analizando cuestiones distintas.

³ Es importante aclarar la diferencia entre liberalización total del mercado cambiario y un régimen cambiario flexible. Lo primero genera indefectiblemente un incremento en el volumen bruto de transacciones en el mercado cambiario, que combinado con lo segundo, en contextos de incertidumbre lleva a una mayor volatilidad del tipo de cambio, o incluso directamente a su inestabilidad. Mientras que si las autoridades desean evitar esa volatilidad e intervenir en el mercado cambiario, la liberalización total se traduce en mayores costos (pérdida de reservas) para lograrlo.

El EM consiste, a grandes rasgos, en identificar el uso que se le dé a cada uno de los principales instrumentos de política económica: i) la tasa de interés de referencia para el Banco Central; ii) el valor del tipo de cambio nominal; iii y iv) la política fiscal (nivel y composición del gasto y de los impuestos)⁴. Para eso, se deben definir de antemano los objetivos y las tensiones a administrar (fruto de la concreción de esos mismos objetivos). Desde aquí sostendremos que a nivel macroeconómico, los objetivos son: i) el impulso de la demanda agregada y ii) la mejora en la distribución del ingreso; que a medida que se van logrando generando tensiones en iii) el nivel de los precios y iv) en el mercado cambiario.

De lo anterior se desprende que cada uno de los instrumentos debería abocarse a uno de los objetivos (conocido como Principio de Tinbergen). Desde ya, esto implica que no existe un único EM, ni que se pueda afirmar taxativamente que alguno es mejor que otro. Aunque teniendo en cuenta las características estructurales de la economía argentina, evidentemente algunos EM serán más adecuados que otros. Eso obliga a estudiar en profundidad y a explicitar los canales de transmisión de cada uno de los instrumentos, para poder justificar debidamente el criterio de asignación en cada caso⁵.

Para un adecuado manejo de la macroeconomía primero resulta necesario que las principales variables económicas estén alineadas, lo que implica que dicha configuración no produzca una situación en donde el esquema cambiario devenga inconsistente con los flujos del sector externo. Por lo tanto, la prioridad debería ser esa.

Esto no significa hacer un ajuste “gradual” de los componentes de la demanda agregada, fundamentalmente el gasto público y el salario, financiados con deuda externa y capitales financieros. Esa receta fue la que trató de implementar Cambiemos y sus resultados están a la vista. Precisamente, la gradualidad está en implementar una serie de medidas y regulaciones tanto en el mercado cambiario como en el plano laboral que permitan lograr una transición ordenada hacia un sendero macroeconómico sostenible.

⁴ Los cambios en la composición, ya sea del gasto o de los impuestos implican el aumento/reducción de sus componentes, la introducción de nuevas partidas, políticas de ingreso entre otras.

⁵ Para un análisis pormenorizado del EM y sus mecanismos de transmisión, ver el [Documento de Trabajo N°4: “Macroeconomía para el desarrollo”](#).

2. Condiciones iniciales y dinámica macroeconómica

El objetivo es entonces analizar y esbozar algunos apuntes respecto de cuál sería el EM adecuado al momento de asunción del nuevo gobierno, es decir, pensando en una economía donde la restricción externa se encuentra operativa y por ende la configuración macroeconómica no resulta sostenible en el tiempo.

Para eso, en primer lugar es menester identificar de la manera más precisa posible el escenario y los desafíos macroeconómicos que va a dejar el gobierno de Cambiemos. La elevada incertidumbre que impera en la coyuntura actual hace muy difícil estimar correctamente un escenario para 2019, y menos aún para 2020. No obstante, ante el anuncio del adelantamiento de los fondos del préstamo acordado con el FMI, estamos en condiciones de afirmar con total seguridad que el principal desafío estará en el manejo del sector externo. A partir de eso podemos identificar algunas cuestiones importantes a nivel macroeconómico que requerirán su manejo y por ende una respuesta clara asociada con alguno de los instrumentos mencionados.

El pago de la abultada deuda contraída durante los 4 años de Cambiemos, sumado a las necesidades mínimas de importaciones necesarias para el correcto funcionamiento de la economía ya determinan un piso elevado de divisas en relación a su capacidad para generarlas. Dado que es muy probable que no alcancen las fuentes genuinas de financiamiento, las alternativas son recurrir al financiamiento externo, implementar medidas que busquen administrar la salida de divisas, o bien una combinación de ambas. Esto último resulta lo más probable, donde la capacidad de acceder a financiamiento va a determinar la profundidad y la variedad de medidas asociadas a la regulación de los capitales.

Una complejidad adicional es que esto se dará en el marco del acuerdo con el FMI, y por lo tanto el giro de los USD 11.660 millones mencionados dependerán de su autorización, lo que implicará consensuar con este organismo las medidas a implementar⁶.

⁶ Vale notar que en 2012 publicó un reporte donde reconoce explícitamente que la liberalización total del sector financiero no es recomendable para países que no tienen un desarrollo adecuado del sector y que las medidas que apuntan a controlar (la salida de) los capitales resultan apropiadas si ponen en jaque la estabilidad financiera de la economía. Disponible acá: <https://goo.gl/7NFgKS>

Independientemente de lo anterior, y a partir de lo observado durante la gestión de Cambiemos, desde aquí sostendremos que es imprescindible la introducción de regulaciones y de medidas macroprudenciales sobre los flujos financieros en moneda extranjera para asegurar la sostenibilidad del sector externo⁷.

El quid de la cuestión pasa por estimar si la regulación a introducir lleva o no a la aparición de una brecha cambiaria, y de ser así, si lo que se “gana” con las regulaciones no se pierde en el mercado paralelo. El período 2003-2011 sirve como prueba de que se pueden introducir regulaciones en el mercado cambiario sin que ello genere una brecha cambiaria *significativa*. Durante esos años se estableció la obligación de liquidar las divisas de las exportaciones en un período de tiempo máximo determinado, la fijación de un plazo mínimo de permanencia para los fondos provenientes de no residentes, la regulación del financiamiento en moneda extranjera para el sector privado no financiero en línea con su capacidad de generar divisas, entre otras.

3. *El esquema macroeconómico*

No obstante, esto no significa que no se advierta como un problema la elevada demanda de divisas que, en determinadas circunstancias, requiere el sector privado. En este sentido, una diferencia respecto al manejo de la economía durante el período 2011-2015 es que en este contexto de escasez de divisas y tensión constante en el frente cambiario, la tasa de interés de referencia del Banco Central debería mantenerse positiva en términos reales.

En los países periféricos con un sector financiero poco desarrollado los mecanismos de transmisión de la tasa de interés vinculados con la demanda agregada presentan un impacto bajo (crédito, consumo e inversión), mientras que se observa lo contrario para el canal cambiario, más específicamente, en relación a las decisiones de composición de los activos en las carteras de las familias y de las empresas, tanto locales como internacionales. Así, la tasa de interés es un instrumento más a disposición para minimizar la salida de divisas por medio de la formación de activos externos, que además debería ir

⁷ Es importante remarcar que esto no implica retomar el esquema regulatorio vigente en Argentina durante 2011–2015, en particular la decisión de restringir *totalmente* la demanda de divisas para ahorro.

ajustándose en función de la presión en el mercado cambiario. El (bajo) impacto que tendría en el nivel de actividad debería ser compensado con el manejo de la política fiscal (ver más adelante) y con instrumentos financieros puntuales para determinados segmentos del entramado productivo, como por ejemplo la líneas de crédito para la inversión productiva.

Una aclaración importante es que entonces esta herramienta debería funcionar como parte de un esquema integral cuyo objetivo es *prevenir* tensiones en el mercado cambiario, que no es lo mismo que decir que sirva para frenar una devaluación o una corrida cambiaria. Si eso sucede, precisamente lo que estará evidenciando es que hubo un mal manejo previo del EM y en ese caso el aumento de la tasa solo servirá como un paliativo menor para solucionar el problema.

Asimismo, la experiencia de los últimos años bajo la gestión de Cambiemos respalda lo anterior. A pesar de la insistencia del ex-Presidente del BCRA, F. Sturzenegger, resultó evidente el fracaso del esquema de metas de inflación, debido a que no había un vínculo estrecho entre el instrumento utilizado (la tasa de interés) y el objetivo perseguido (la reducción de la inflación), precisamente porque no había ningún mecanismo fuerte de transmisión desde uno hacia el otro, salvo el canal cambiario.

Por otro lado, también sirve para advertir que la idea de que una economía como la argentina tenga un tipo de cambio completamente flexible es una quimera. Como quedó cristalizado, cualquier movimiento relativamente persistente del tipo de cambio nominal (TCN) al alza se traslada a los precios, llevando a la caída del poder adquisitivo de la población y por ende a la contracción de la actividad económica.

Pero a la vez, también sirvió para respaldar lo observado durante la gestión anterior, que es que su control total tampoco resulta posible. Si el nivel de la demanda agregada no se encuentra en línea con la capacidad de generar las divisas necesarias que demanda esa economía, eso lleva a una presión sobre el TCN que en el corto plazo puede ser evitada por medio de la venta de reservas de BCRA o por el control a la salida de los capitales, pero que de no equilibrarse, indefectiblemente lleva a su devaluación, y esto es lo que termina funcionando como mecanismo de ajuste de la economía⁸.

El problema es que dicho equilibrio se logra en base a un ajuste en la demanda agregada que además viene acompañado de un salto en el nivel de los precios. Este es un punto que nunca está de más volver a enfatizar: La devaluación es la peor herramienta para compatibilizar la demanda agregada con el sector externo, ya que además de ser contractiva es regresiva e inflacionaria.

Como alternativa, desde aquí plantearemos que sería más adecuado apelar al control indirecto del tipo de cambio por medio de medidas que busquen simultáneamente absorber la liquidez del sistema y equilibrar el sector externo, como por ejemplo una suba de tasas combinado con un control más estricto sobre las importaciones. Si las medidas logran reencauzar los flujos de divisas y equilibrar el mercado cambiario, el resultado sería indefectiblemente mejor (en términos del nivel de la inflación seguro, y probablemente también respecto del nivel de actividad final).

¿Qué se desprende de lo anterior? Que el TCN resulta una variable esencial para el correcto desempeño de la economía, pero que su comportamiento está atado a la evolución de lo que suceda en el frente externo, y por ende allí se debe buscar su manejo. Es decir, el grado de eficacia que se tenga sobre la administración del tipo de cambio no reside en querer controlarlo de manera directa a través de la intervención en el mercado cambiario⁸, sino en el manejo (por otros canales) de la oferta y demanda de divisas. Con esto, lo que estamos diciendo es que de todas las herramientas del EM, el TCN sería la “menos exógena” de todas.

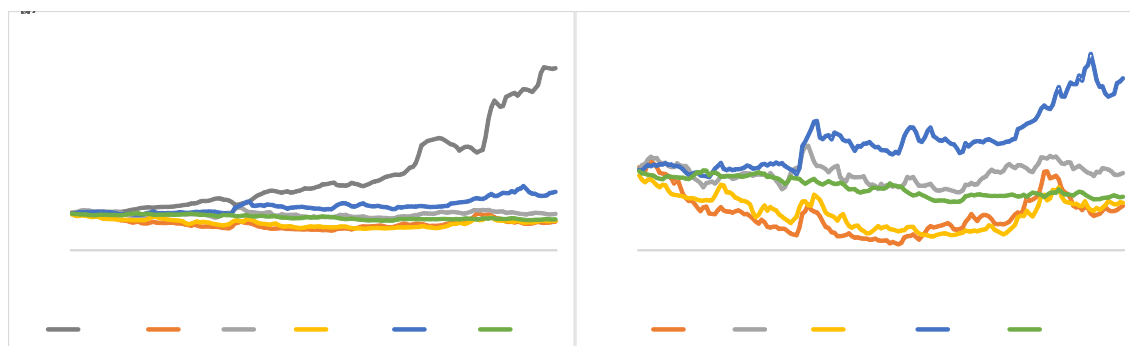
Desde aquí sostendremos que la tasa de interés resulta la herramienta *macroeconómica* adecuada para lidiar con las tensiones en el frente cambiario y, por ende, para mantener

⁸ Aquí también resulta relevante volver sobre la distinción entre un EM equilibrado y uno que no. Para el primer caso, la intervención en el mercado cambiario estaría justificada y probablemente sea efectiva si la economía se ve afectada por un shock negativo externo que afecta transitoriamente la trayectoria del tipo de cambio. En ese caso, lo más probable que se observe es un período de pérdida de reservas que luego se estabilizaría cuando la economía se recupere del shock. Muy distinto resulta la intervención cambiaria cuando el EM se encuentra desalineado, porque en ese caso lo más probable que se observe es una caída constante de las reservas, que finalmente desemboque en una devaluación del tipo de cambio. Salvo que en esa transición se logre incrementar las exportaciones, algo bastante difícil dado que para que esto suceda deben aplicar políticas microeconómicas que tardan años en materializarse.

⁹ Con esto no estamos diciendo que el BCRA no tiene que intervenir en el mercado cambiario. Desde ya que esto debe ser parte del repertorio de herramientas, sobre todo en momentos de tensión en el mercado cambiario. El punto es que estas intervenciones sirven para contener movimientos bruscos de corto plazo, pero no resultan tan efectivas para horizontes temporales más alargados (ver la siguiente nota al pie).

estable el TCN¹⁰. En este sentido, lo que se observó en el resto de los países latinoamericanos donde se aplicó el esquema de metas de inflación, es que esto sirvió para mantener relativamente estable el TCN, lo que a su vez evitó saltos en la inflación provocadas por bruscas devaluaciones como sucedió en el caso argentino¹¹.

Gráfico 1. Tipo de cambio nominal para países seleccionados (con y sin Argentina). Base 100 = Ene-04.



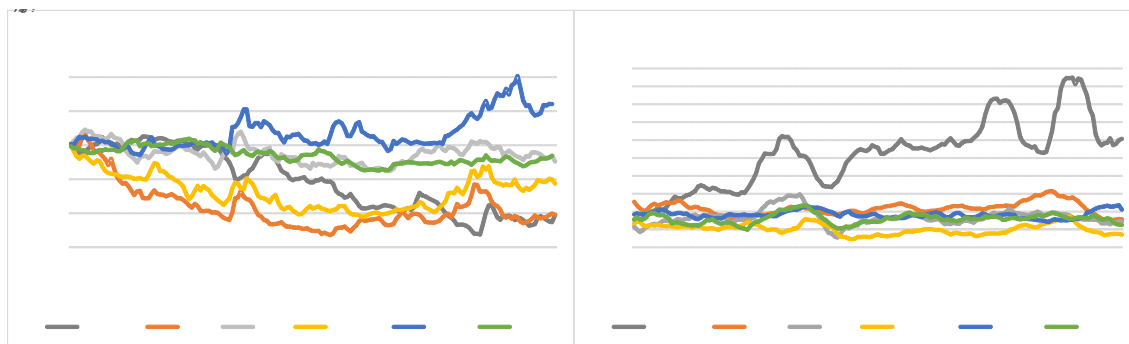
Fuente: Elaboración propia en base a BIS.

En realidad, el requisito indispensable para la sostenibilidad del EM es mantener cierta estabilidad del tipo de cambio real (TCR). Pero lo anterior precisamente depende del comportamiento del TCN y de la inflación, ambos estrechamente vinculados. La estabilidad del TCN en los países mencionados estuvo asociada a niveles de inflación más bajos y a su vez más manejables, lo que redundó en un TCR más estable. La diferencia con el caso argentino resulta elocuente.

Gráfico 2. Tipo de cambio real e Inflación para países seleccionados. Base 100=Ene-04.

¹⁰ Al pensar que la determinación del tipo de cambio nominal depende de la interacción entre la demanda de divisas y la oferta, eso también lleva a una distinción temporal que resulta importante mencionar. Esto es porque en el corto plazo, la demanda de divisas se muestra más volátil pero a la vez más influenciada por lo que suceda con la tasa de interés de referencia, mientras que la oferta es más rígida e inelástica (salvo para los capitales de cartera, de allí su necesaria regulación). Por este motivo es que la tasa resultaría efectiva para afectar el comportamiento del tipo de cambio en el corto plazo, aunque para que su efecto no sea transitorio posteriormente se debería equilibrar la demanda con la oferta de divisas por medio de otras medidas.

¹¹ Muy probablemente, el buen desempeño de este esquema también esté vinculado con el momento en el cual se aplicaron, en todos los casos con inflaciones bajas y en momentos de auge en el precio de los commodities.



Fuente: Elaboración propia en base a BIS e ITE para inflación argentina.

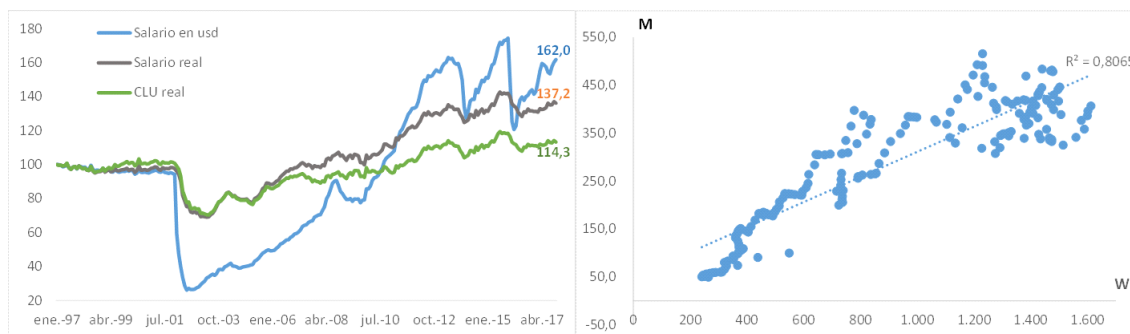
Esto implica reconocer que la inflación debe mantenerse en línea con el TCN, pero que a su vez el nivel de la misma resulta relevante. La evidencia empírica muestra que el pase a precios (pass-through) del tipo de cambio está positivamente relacionado con el nivel de la inflación. Por lo tanto, si bien es factible mantener una inflación elevada y estable, no es lo recomendable, dado que eso eleva la vulnerabilidad de la economía ante un shock negativo externo.

Sumado a lo anterior, la elevada inflación por lo general lleva a utilizar al TCN como ancla nominal, con el doble objetivo de contenerla y a la vez permitir que el crecimiento del salario nominal no se traslade a los precios (es decir, logrando la expansión del salario real). El problema que conlleva esta estrategia es que provoca un incremento considerable de la demanda agregada medida en moneda extranjera, donde el salario promedio *nominal* es uno de sus principales determinantes.

Como se ve en el gráfico a continuación, el costo laboral unitario (CLU) en términos reales¹² se encuentra levemente por encima del nivel de la convertibilidad, con lo cual no parece plausible asociar la suba de los precios directamente con el incremento del salario (real). No obstante, el salario en dólares crece de manera notable, sobre todo tras la salida de la crisis internacional de 2009 y hasta la devaluación de 2014. Por lo tanto, el problema más grave que trae aparejada la apreciación cambiaria es el incremento del poder de compra de la economía en dólares, que lleva al aumento de las importaciones.

¹² EL CLU se define como el salario promedio de la economía deflactado por la productividad horaria, ambas a precios constantes.

Gráfico 3. Evolución del salario real, en dólares y del costo laboral unitario a precios constantes (izq). Salario en dólares e importaciones en cantidades (100 = ene-02) para el período 2002-2017 (der).



Fuente: Elaboración propia.

Nota: Se utilizó la remuneración imponible promedio de los trabajadores estables (RIPTE), la inflación elaborada por ITE, el tipo de cambio mayorista publicado por el BCRA y la productividad laboral por hora a precios constantes elaborada por Conference Board.

Esto significa que no resulta adecuada la estrategia de utilizar el TCN como ancla nominal, ya que eso lleva al incremento de la demanda en moneda extranjera, afectando la balanza comercial y por ende transformando un problema nominal (la inflación) en uno real, la escasez de divisas.

Con lo cual, el control de la inflación debería ser uno de los objetivos explícitos del EM. La dinámica inflacionaria tiene entre sus determinantes un componente endógeno como es la propia expectativa futura de los precios, y si bien es discutible qué tan importante es, resulta innegable que el anuncio de una meta inflacionaria por parte del gobierno tiene un mayor impacto en las expectativas tanto de empresarios como de trabajadores que cualquier alternativa que no sea explícita. Este es uno de los pocos aspectos positivos que podríamos encontrar en la gestión de Cambiemos. Aunque, desde ya, su efectividad va a depender de la credibilidad construida, de la capacidad del gobierno para articular las demandas aspiracionales de trabajadores y empresarios, de la cercanía con las proyecciones privadas, entre otras.

Por otro lado, en momentos donde la restricción externa se encuentra operativa y por ende resulta difícil expandir el nivel de actividad y la productividad, el manejo de la inflación requiere de políticas de ingreso que resguarden el poder adquisitivo de la

población pero al mismo tiempo permitan estabilizar la nominalidad de la economía. De lo contrario, eso llevará al aumento de la inflación y al desalineamiento del TCR, poniendo en una encrucijada al BCRA, que deberá optar entre dejarlo apreciar (utilizando al TCN como ancla) o buscar mantenerlo estable (con el riesgo de que el aumento necesario del TCN para lograrlo se traslade a los precios).

Es aquí donde la política fiscal tiene una de sus principales funciones, sobre todo en el contexto mencionado. Es importante la aclaración, ya que en una economía donde la restricción externa se encuentra (tan) presente, resulta por lo menos dudoso el impacto final que tendría un impulso fiscal (aumento del gasto, reducción de los impuestos o alguna combinación de ambas), ya que tanto a través del canal de la actividad -mayores importaciones- como el de la liquidez de la economía -mayor demanda de divisas para ahorro- presionaría al alza el tipo de cambio.

En este sentido, una estrategia posible para no resignar el manejo de la política fiscal sería a través de cambios en la composición que hagan más progresivo tanto el gasto como la recaudación de impuestos, manteniendo el resultado fiscal constante. Esto podría provocar simultáneamente un impacto positivo en el nivel de actividad (ya que la mayor progresividad en el gasto mejora el ingreso de los deciles con mayor propensión al consumo), sin generar tensiones en el frente externo (dado que la mayor progresividad en la recaudación impacto en los deciles de mayores ingresos, que son a la vez los que tienen mayor capacidad de ahorro en moneda extranjera).¹³

4. Reflexiones finales

A modo de cierre, no hay dudas de que el gobierno que asuma a fines de 2019 tendrá que enfrentar un panorama macroeconómico sumamente complicado. Para lidiar con eso, no hay recetas mágicas que logren en el corto plazo dejar contenta a toda la población. La

¹³ Como se advirtió al principio, este documento busca identificar los principales aspectos del EM que se considera adecuado para lidiar con la macroeconomía heredada por el próximo gobierno de cara al 2020. Por lo tanto, hay muchas cuestiones relevantes para el tema que han sido dejadas de lado, pero que deberían ser parte de la discusión, como la coordinación entre trabajadores y empresarios, el estudio del mercado laboral y su vínculo con el desempeño macroeconómico, el tema de la seguridad social y su sostenibilidad, entre otras.

economía es política y eso significa tomar decisiones donde hay beneficiados pero también perjudicados, más aún en momentos donde la restricción externa no deja demasiado margen para la toma de decisiones. El objetivo de este trabajo es tratar de plantear una manera posible, pero a la vez factible, de asegurar la estabilidad del sector externo pero asegurando que los estratos bajos y medios de la población no sean los perjudicados. Como vimos, para lograr ese (doble) objetivo la elección del EM resulta fundamental y, a partir de las experiencias previas, no hay dudas de que hay que buscar un esquema alternativo para no repetir los mismos errores del pasado.