

Metas de inflación, restricción externa y conflicto distributivo en Argentina¹

Fabián Amico
(UFRJ-IE-PPGE)
Marzo de 2016

1. Introducción

Recientemente, una serie de trabajos han formulado las críticas a las hipótesis principales en que se apoya el denominado “nuevo consenso macroeconómico”.² A su vez, estas críticas se han extendido al caso de una economía abierta.³ Estas críticas no se ha limitado a poner de relieve lo que es incorrecto en la visión teórica del nuevo consenso, sino que además apuntó a sustituir sus hipótesis principales por otras (consideradas teóricamente más sólidas y a su vez empíricamente relevantes) con el fin de analizar sobre el cambio en los resultados obtenidos.

En este punto, es conveniente distinguir entre el arreglo institucional que sintetiza la aplicación de un conjunto de política focalizadas en la inflación, por un lado, del modo en que la teoría convencional intenta explicar cómo el régimen de *inflation targeting* efectivamente funciona.⁴ El objetivo de este trabajo es sintetizar algunos de los puntos principales de estas visiones críticas con el fin de realizar un análisis específico del reciente intento de transición hacia un régimen de metas de inflación en Argentina. El análisis estará focalizado principalmente en la dinámica de la inflación y solo complementariamente en los determinantes del crecimiento.

Para tal fin, en la sección segunda se expondrán los rasgos principales del modelo de nuevo consenso así como sus críticas principales, y el cambio de sus hipótesis básicas. En la sección 3 se realizará un breve análisis de la inflación argentina entre 2002 y 2015, La sección 4 finaliza discutiendo los eventuales resultados, así como los dilemas y problemas principales que podría enfrentar la aplicación de las metas de inflación al caso argentino.

¹ Este artículo es el trabajo final de la materia "Macroeconomía de la demanda efectiva" (IE-PPGE) dictada por los profesores Franklin Serrano y Ricardo Summa en el segundo semestre de 2015.

² Ver Serrano (2006) y Lavoie (2014).

³ Serrano (2010), Summa & Serrano (2015) y Summa (2015).

⁴ "Most analyses of Brazilian inflation during this period (even that of economists that consider themselves heterodox or critical) tend to confuse the institutional framework of inflation targeting, which actually exists, with the so-called new consensus model (or sometimes even with its more complex and unrealistic DSGE or new neoclassical synthesis version) that is often used rhetorically to justify and explain the inflation targeting system", Summa & Serrano (2015).

2. El nuevo consenso y su crítica

2.1. El modelo

El modelo del nuevo consenso macroeconómico (NMC) se basa en tres simples ecuaciones: una curva IS, una curva de Phillips y una regla para la política monetaria, en general, la denominada regla de Taylor. De la IS y de la regla de Taylor se deriva una curva de demanda agregada, mientras que la curva de Phillips proporciona una curva de oferta agregada.

En este esquema, las fluctuaciones económicas pueden ser provocadas por shocks monetarios (que afectan sólo la demanda agregada) o por shocks reales (que afectan la curva de oferta). La curva IS en una economía abierta (Carlin & Soskice, 2010) es dada por:

$$Y = A - dr + be^* \quad (1)$$

Donde A es el nivel de demanda autónoma, r es la tasa real de interés y e^* es el log de la tasa de cambio real. Esta es definida así: $e^* = p^* + e - p$, donde p^* es el log del nivel de precios internacionales, e es el log de la tasa de cambio real y p el log del nivel de precios doméstico.⁵

Un aumento de e (e^*) supone una depreciación nominal (real). Esto representa una mejora de la competitividad del país en relación al resto del mundo. Se asume que la condición de Marshall-Lerner se sostiene de modo que una depreciación real aumenta las exportaciones netas NX (es decir, $b>0$). Luego tenemos una curva de Phillips para esta economía abierta:

$$\pi = \theta [a\pi_{-1} + \beta (Y - Y^*) + c] + (1-\theta) (\pi^* + \Delta e) \quad (2)$$

Donde θ representa la ponderación de los precios de los bienes no transables en el índice de precios al consumidor y $(1-\theta)$ es la ponderación de los precios de los transables; π^* representa la inflación de *tradables* en dólares. En este contexto, Y^* (el producto potencial) es *exógeno* respecto de la evolución del producto efectivo (Y) y de la demanda efectiva agregada. Además: $a=1$; $\beta>0$ y $c=0$.

Un punto fundamental es acerca de cómo se determina la tasa de cambio. La hipótesis asumida por el nuevo consenso es que se cumplen tanto la paridad descubierta de la tasa de interés (*uncovered interest parity* ó UIP) como la paridad de poder de compra (*purchasing power parity* ó PPP). Estas dos hipótesis dan por resultado la paridad *real* de las tasas de interés. Por un lado, la UIP implica:

$$i - i^* = e^e - e = \Delta e^e \quad (3)$$

⁵ En general, se considera que el impacto de la tasa real de interés así como de la tasa de cambio real sobre el producto se produce con un *lag* de un período. Asumimos por simplicidad que el efecto es instantáneo.

Donde i e i^* son las tasas nominales de interés doméstica e internacional, y e^e la tasa de cambio nominal esperada (dado que la decisión de sostener activos en un país o en otro se relaciona con expectativas del tipo *forward-looking*). Luego la PPP (en su versión relativa) supone que:

$$\Delta e^e = \pi - \pi^* = 0 \quad \text{ó bien:} \quad \Delta e^e - \pi + \pi^* = 0 \quad (4)$$

Lo que supone, por ejemplo, que un aumento de la tasa de inflación doméstica, reduce el poder adquisitivo de la moneda doméstica y por tanto debe conducir a una depreciación nominal de esa moneda. Sustituyendo (4) en (3):

$$i - i^* = \pi - \pi^*$$

O bien:

$$i - \pi = i^* - \pi^* \quad (5)$$

Lo que resulta:

$$r = r^*$$

Es decir, la paridad *real* de las tasas de interés.⁶ De acuerdo con la teoría, el ajuste no se produce, en general, rápidamente debido entre otras cosas a la movilidad imperfecta de capitales. Asimismo, por ese motivo, las variaciones de corto plazo de r tienen efecto sobre la demanda agregada.

Debe notarse que en este enfoque las altas tasas de interés son compensadas por la expectativa de una devaluación, algo que no se verifica empíricamente durante largos periodos. Además, otro aspecto notable (particularmente a la luz de la experiencia latinoamericana y argentina) es que la tendencia de la inflación es *independiente* del tipo de cambio nominal. Si el resultado obtenido en (4) se reemplaza en la curva de Phillips (2), se llega a:

$$\pi = a\pi_{-1} + \beta(Y - Y^*) + c \quad (6)$$

Que es *idéntico* a la curva de Phillips para una economía *cerrada*. Así, el enfoque del nuevo consenso adopta una hipótesis de *neutralidad* de los factores externos sobre la inflación doméstica. Como explicó Serrano (2006), la expresión (6) se basa en general en tres supuestos (los cuales, como se dijo, se mantienen para el caso de una economía abierta): 1. Los shocks de oferta c son aleatorios y cero en promedio a largo plazo; 2. El producto potencial es determinado por el lado de la oferta, y es independiente de

⁶ Ver Lavoie (2014, pp.479). Esto significa que, en el contexto de una economía abierta, sin controles de capital, el banco central no es libre para fijar las tasas de interés reales como lo deseé por razones internas, ya que está limitado por la condición $r=r^*$, y se ve obligado a establecer su tasa de interés real en línea con la tasa de interés real internacional. Este enfoque, como menciona Smithin, "transfers the doctrine of the "natural rate of interest" to the international setting' (citado por Lavoie).

los niveles efectivos alcanzados por el producto en el corto plazo (determinados por la demanda agregada); 3. El coeficiente de persistencia de la inflación pasada es igual a la unidad ($a=1$).

Una diferencia de matiz entre el caso cerrado y el abierto. Mientras en economía cerrada, las variaciones de la tasa de interés solo afectan el gasto doméstico ($Y = A - dr$), en el caso de economía abierta además de afectar la inversión, las variaciones de la tasa de interés también tienen un efecto sobre las *exportaciones netas*. De modo que en este caso la IS es más inclinada (IS' en el gráfico) puesto que es más sensible a la tasa de interés que en economía cerrada (IS en el gráfico).

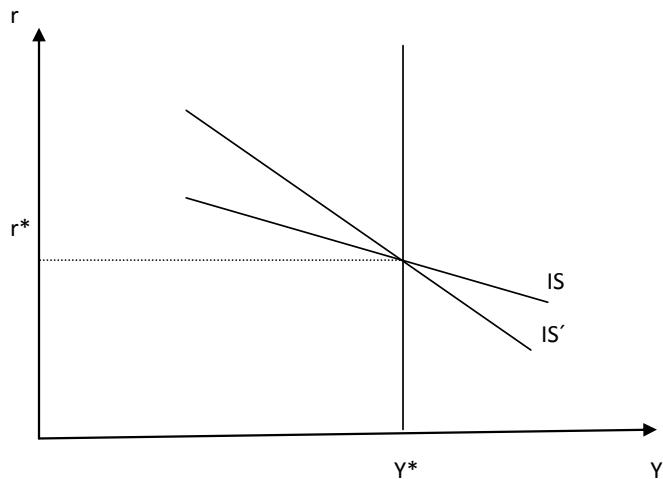


Gráfico 1: la curva IS en economía cerrada (IS) y abierta (IS')

Por último, nos falta explicar cómo se determina la tasa de interés en economía abierta. Dada la hipótesis de neutralidad de los factores externos, la regla de Taylor en economía cerrada es idéntica al caso de economía cerrada:

$$i = \pi + \varphi (\pi - \pi^T) + Y (Y - Y^*) + r_n e \quad (7)$$

Si $\pi - \pi^T = 0$ y $(Y - Y^*) = 0$, luego: $i - \pi = r_n e$, que es la tasa real esperada (la misma que en el caso de economía cerrada). Este modelo tiene una serie de implicancias en términos de inflación. Primero, debido al supuesto de persistencia completa de la inflación pasada ($a=1$), cualquier shock temporal (de oferta o de demanda) llevará a un aumento *permanente* de la tasa de inflación. Si el shock es permanente, puede llevar a la hiperinflación.

Dado que los shocks de oferta se compensan a largo plazo, la inercia inflacionaria es completamente explicada por la historia previa de todos los shocks de demanda. Esta es la razón por la cual la tendencia de la inflación ("core inflation") es básicamente una inflación por exceso de demanda y debe controlarse mediante el control de la demanda agregada a través de la tasa de interés.

Frente a shock de oferta negativo (como un aumento del precio del petróleo o una devaluación cambiaria), habrá una $c>0$ y la tasa de inflación debería acelerarse hasta que el shock finalice y c regrese a cero.⁷ En este caso el banco central (BC) puede juzgar que el shock de oferta es transitorio y no subir la tasa de interés. Es el caso de los bancos centrales que miran exclusivamente la inflación (“core”) provocada por shocks de demanda. Sin embargo, en el marco del modelo, esta situación podría dar lugar a un proceso inestable. Si el shock aumenta la tasa de inflación y, por ende, disminuye la tasa *real* de interés, eso podría inducir un posterior aumento del gasto agregado y una nueva suba de la tasa de inflación. Es decir, la economía puede no regresar espontáneamente a su equilibrio inicial. Este es el aspecto *wickselliano* del enfoque, ya que si bien existe una tasa “natural” de interés, no obstante hay un rol para la política monetaria en el ajuste de un proceso que, librado a sus fuerzas, puede presentar desequilibrios *acumulativos*. Por ende, en el caso mencionado, si sube la tasa de inflación, el BC debe subir *aún más* la tasa de interés para generar una brecha de output negativa.

La segunda opción es que el BC no permita “acomodar” el shock y observe la inflación “plena” (*headline* o *total inflation*), que incluye también los precios más volátiles (como commodities). En este caso, el BC subirá la tasa de interés para generar un shock de demanda negativo y contrarrestar el shock de oferta (por supuesto, al costo de una mayor pérdida de producto y empleo). Por último, si hay un shock de demanda ($Y>Y^*$) y el BC quiere llevar la inflación a su nivel previo, entonces la autoridad monetaria debe generar un shock de demanda de signo opuesto, llevando a $Y<Y^*$ y a la desaceleración de la inflación.

En este enfoque, el *nivel* de la meta de inflación es una *decisión* de la del BC y el *cambio* del nivel de la meta de inflación puede realizarse mediante un *único* shock de demanda. Un punto central del nuevo consenso –presente en las viejas formulaciones del monetarismo– es que la política monetaria tiene impacto *solo* en la tasa de inflación, y no afecta el crecimiento del producto de largo plazo. Así, pese a que la endogeneidad de la moneda es aceptada (y por ende la cantidad de dinero no es una variable operativa), no obstante la política monetaria es *neutral* en el largo plazo.⁸

Al respecto, un punto interesante observado por Lavoie (2006) es que no existe una justificación clara de por qué una inflación más alta sería algo perjudicial y por qué los bancos centrales deberían tener por objetivo excluyente una meta de inflación (cuyo nivel, además, depende de su propia decisión). Puesto que *cualquiera* sea el nivel de la inflación, la tasa de crecimiento del producto real será idéntica a la tasa de crecimiento “natural”, para qué tener una meta de inflación. Para Lavoie (2006, pp.176) existe una “ecuación oculta” que expresa la creencia de que una menor tasa de inflación crea mejores condiciones para la economía en el largo plazo y por ende el

⁷ Como observa Serrano (2006), es curioso que se suponga que este tipo de shocks tiene media cero a largo plazo (lo que implica suponer que tienen solo efecto de corto plazo en la tendencia de la inflación) y no se sostenga el mismo supuesto para los shocks de demanda.

⁸ Ver Pivetti (2000).

dinero no es totalmente neutral (o no es “super-neutral”). Esto significa que no existe una *trade-off* permanente entre inflación y brecha de producto, y que la inflación tiene un carácter aceleracionista.

2.2. Hipótesis alternativas

A continuación, tomando el modelo anterior de tres ecuaciones, vamos simplemente a modificar algunas de las hipótesis en las que se basa. Primero, vamos a suponer que el producto potencial (Y^*) es endógeno a la tendencia del producto efectivo y de la demanda, de acuerdo con el modelo de multiplicador-acelerador. Segundo, suponemos que no hay neutralidad de los factores externos (tasa de cambio y precios internacionales). Tercero, suponemos que en la curva IS, el factor autónomo del gasto es la política fiscal, y que la tasa de interés afecta el consumo financiado con crédito, mientras la inversión en capacidad productiva es función de la demanda autónoma esperada. Cuarto, la tasa de cambio nominal es función de ($i-i^*$) en el corto plazo y el banco central alcanza la meta de inflación a través del manejo de la tasa de interés. Quinto, el coeficiente de persistencia de la inflación en la curva de Phillips es menor a uno ($\alpha < 1$), lo que resulta en una curva de Phillips *no* aceleracionista. Supongamos entonces que el nivel de precios se forma así:

$$P = (1+i) a P_{-1} + l W + m e P^* \quad (1)$$

Donde P es el nivel de precios, a , m y l son respectivamente los coeficientes técnicos de insumos domésticos, insumos importados y trabajo, W es el salario nominal, P^* es el precio de insumos importados en moneda extranjera y e es el tipo de cambio nominal.⁹ Se supone que la tasa nominal de interés es igual al markup nominal (Pivetti, 1991) y que, por motivos meramente simplificadores, no existe un factor de "risk and trouble". Por ende, la inflación medida como $\ln(P - P_{-1})$ será el resultado de la tasa de cambio de los salarios nominales (w), de la tasa de interés nominal (i), del tipo de cambio nominal (e) y de la inflación internacional (medida en moneda internacional), π^* , como sigue:

$$\pi = l w + m (e + \pi^*) + a i \quad (2)$$

Supongamos que la tasa de cambio de los salarios nominales se representa de la siguiente forma:

$$w = \theta \pi_{-1} + \delta U + c \quad (3)$$

Donde θ es la parte de la inflación pasada que los trabajadores logran incorporar a sus contratos salariales (lo que depende de su poder de negociación). La tasa de desempleo es representada por $U = (N-L)/N$, donde N representa el tamaño de la fuerza de trabajo (la población activa) y L la cantidad de ocupados. Por último, el

⁹ Summa (2015) supone que esta economía produce una mercancía básica, la que a su vez entra en el proceso de producción como insumo. Y que exporta una mercancía no básica.

parámetro c indica los factores institucionales, culturales y políticos (no relacionados directamente con el nivel de actividad) que afectan la tasa de crecimiento de los salarios nominales. Así, reemplazando (3) en (2) obtenemos una curva de Phillips:

$$\pi = a\pi_{-1} + \varphi U + lc + m(e + \pi^*) \quad (4)$$

Como se mencionó antes, se supone que la inercia es parcial, es decir, $a = l\theta < 1$ ($\varphi = \delta l$). Como se puede apreciar, más allá del corto plazo la capacidad productiva de la economía o producto potencial sigue al producto efectivo (gobernado por la demanda efectiva) y la brecha de producto se cierra ($Y^* \rightarrow Y$). Por ende las presiones de demanda sobre la inflación son en todo caso temporarias (con efectos *once for all* en el *nivel* de precios) y la *tendencia* de la inflación es completamente de costos. Asimismo, se supone que las variaciones de la tasa nominal de interés tienen impacto sobre el *nivel* de precios (más que sobre la tasa de inflación).

En esta curva de Phillips hay un *trade-off permanente* entre inflación y desempleo, o más precisamente, un *trade-off* entre inflación y producto, que por la acción del supermultiplicador, deriva en un *trade-off* entre inflación y producto *potencial*. En este contexto, los shocks de demanda tendrán solo efectos temporarios sobre la tasa de inflación ya que la capacidad productiva ajustará siguiendo al producto corriente y a la demanda. Por ende, dado que la tasa de interés sólo tiene efectos temporarios sobre el nivel de precios, la tasa de inflación de largo plazo depende de la inflación internacional, de los cambios en la tasa de cambio nominal, del nivel o grado de conflicto ("c"), del nivel de la tasa de desempleo y del grado de persistencia inflacionaria:

$$\pi = \varphi U + lc + m(e + \pi^*) / (1-a) \quad (5)$$

Esta formulación podría hacerse aún más específica representando al componente c como aquellas influencias sobre el crecimiento de los salarios nominales debidas a factores institucionales, culturales y políticos (no relacionados directamente con el nivel de actividad).¹⁰ Esto supone que la dinámica del salario nominal (y de la inflación) no sólo depende del nivel de desempleo, y que sería necesario incluir otras variables que reflejen los otros aspectos.¹¹

Otra variable usualmente incluida para explicar la dinámica salarial es la tasa de crecimiento de la productividad. Esta inclusión puede interpretarse como sigue. Un cambio en la evolución de los salarios, si es lo suficientemente persistente, puede inducir un cambio en los niveles de consumo habituales, y conducir a una ampliación

¹⁰ Como hacen Setterfield & Lovejoy (2006).

¹¹ Por ejemplo, en una estimación pionera de una curva de Phillips para Argentina, Brosersohn (1975) incluyó una variable proxy de la "brecha de aspiración" utilizando un índice basado en los días perdidos de huelga y paros. Esta variable resultó significativa, al tiempo que no aparecía relacionada claramente con la situación del empleo en el mercado de trabajo, lo cual ponía de relieve que la presión sindical era ejercida con relativa independencia del nivel de "exceso de demanda" de trabajo.

de la canasta de bienes, modificando los “hábitos y costumbres”. Cuando la economía crece a tasas rápidas y relativamente persistentes (como ocurrió en los últimos años en Argentina) resulta inevitable que toda una nueva gama de bienes se incorporen al patrón de consumo de los asalariados y que muchos de esos bienes devengan parte de la “subsistencia” de los trabajadores y por ende se incorporen al patrón salarial “normal” de la sociedad.¹² Una idea similar, sugerida en Setterfield & Lovejoy (2006), es que si los salarios reales no crecen al mismo ritmo que la productividad, la participación de los salarios en el ingreso va a cambiar. Por tanto, si los trabajadores tienen un *target* o referencia distributiva (motivada ya sea por el deseo de lograr y mantener una “participación justa” en el ingreso nacional o en alcanzar una cierta participación “histórica”) luego la tasa de crecimiento de la productividad va a influir sobre las aspiraciones de crecimiento de los salarios reales.

Por último, veamos la determinación de la tasa de cambio nominal. El supuesto principal es que la tasa de cambio se determina como el precio de un activo sujeto a especulación y es crucial al respecto la política del banco central, cuyo rol es clave para *orientar* las expectativas. Siguiendo a Summa (2015), el balance de pagos puede resumirse así:

$$FCP + FLP + CC = \Delta R \quad (6)$$

Compuesto por los flujos de capital de corto (*FCP*), flujos de capital de largo plazo (*FLP*), la cuenta corriente (*CC*) y la variación de reservas internacionales. Suponiendo que en el largo plazo los flujos de capital (básicamente, inversión directa) son exógenos, en el corto plazo tenemos que:

$$FCP = a [i - (i^* + P + e^{esp})] \quad (7)$$

Donde i es la tasa de interés doméstica, P es el riesgo país, i^* la tasa de interés internacional, e^{esp} es la expectativa sobre el tipo de cambio futuro y a mide la sensibilidad de los flujos de capital al diferencial de intereses.¹³ El nivel de la tasa doméstica (i) -determinada *políticamente* por el banco central-, dada la expectativa sobre la tasa de cambio futura, estimula los ingresos o salidas de capital.¹⁴

¹² Como se muestra en Amico (2013), la etapa 2003-2013 es una de esas fases de cambio del patrón “normal” de los salarios reales. En primer lugar, se destaca la persistencia: no hay prácticamente comparación con otra etapa histórica, ya que la década 2004-2013 es el período más largo de la historia económica argentina mostrando aumentos persistentes del salario real. En segundo lugar, se destaca la velocidad del crecimiento: en el lapso 2003-2013 el salario real crece a un ritmo del 4,6% anual, mientras el PIB por ocupado lo hace al 2,9% anual en promedio. Este ritmo de aumento del salario real solo es comparable con el vigente en la etapa 1960-1974 cuando alcanzó al 3,8% anual.

¹³ La expresión (3) puede incluir un componente exógeno respecto del diferencial de intereses del flujo de capitales de corto plazo, como hace Summa (2015), pero lo hemos omitido por razones de simplicidad.

¹⁴ Un punto fundamental es que la tasa de interés doméstica no tiene por qué converger con la tasa internacional (más el spread de riesgo y la devaluación esperada).

Por tanto, un aspecto importante es cómo se forman las expectativas sobre el tipo de cambio futuro. El supuesto es que las variaciones de la tasa de cambio nominal siguen un patrón *adaptativo* y es, al menos, parcialmente endógeno y dependiente de la evolución efectiva del tipo de cambio nominal en el futuro reciente.¹⁵ Asimismo, la ocurrencia de shocks exógenos también pueden influenciar las expectativas sobre el tipo de cambio futuro, como las “malas” o “buenas” noticias relacionadas con la evolución actual o futura de las variables externas, las que pueden afectar las opiniones de los especuladores acerca de cuál será la tasa de cambio en el futuro, morigerando o agravando el proceso antes descripto.¹⁶

Estas “noticias” impactan de un modo complejo en la determinación del tipo de cambio nominal y su resultado no está predeterminado. No obstante, el factor fundamental es la capacidad política del banco central para guiar las expectativas (la que depende del nivel de reservas, posición externa del país, el target de la política monetaria, etc.). La forma más simple de formalizar esto es asumir que las expectativas sobre el tipo de cambio tienen como factor dominante al tipo de cambio *efectivo* prevaleciente en el período anterior ($e^{esp} = e_t - e_{t-1}$). Por ende, reemplazando en (6) y (7) tenemos:

$$a [i_d - (i^* + P + e_t - e_{t-1})] + FLP + CC = \Delta R^* \quad (8)$$

Así, suponiendo –para simplificar– que el tipo de cambio esperado será fuertemente influenciado por la evolución del tipo de cambio en el pasado reciente (es decir, $e^{esp} = e_{-1}$), agrupando los flujos exógenos de capital y la cuenta corriente ($F = CC + FLP$) y reescribiendo (8), tenemos:

$$e = e_{t-1} - (i_d - i^* - P) - \left(\frac{F}{a}\right) + \frac{\Delta R^*}{a} \quad (9)$$

Por ende, el tipo de cambio nominal dependerá de la misma evolución *pasada* del tipo de cambio nominal, del diferencial de intereses interno-externo (más la prima de riesgo), de los flujos de capital de largo plazo y del resultado de la cuenta corriente. Asimismo, la variación del tipo de cambio ($e - e_{-1}$), especialmente en el corto plazo, dependerá del diferencial de intereses (más el *spread* de riesgo).

¹⁵ Como la tasa de cambio es objeto de especulación, tras un proceso de devaluación cambiaria nominal, los especuladores esperarán una mayor tasa de devaluación en el futuro. Por ende, aumentarán su demanda de moneda extranjera a la espera de que su precio suba en el futuro, profundizando el proceso de devaluación, ya que los oferentes de moneda extranjera subirán su precio y los compradores sólo podrán comprar a un precio más alto. Así, la tendencia efectiva a la devaluación de la moneda puede fortalecer las expectativas de devaluación (lo inverso en caso de apreciación cambiaria).

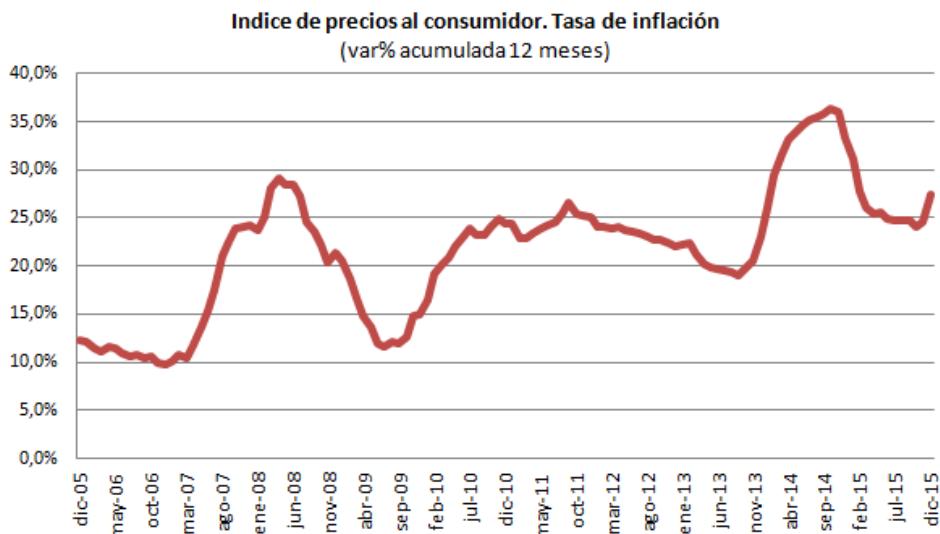
¹⁶ Un ejemplo: el anuncio de la suba de la tasa de interés de la Fed llevaría a los operadores del mercado a esperar un mayor tipo de cambio en el futuro y los induciría a aumentar su demanda por activos externos. Otro ejemplo, muy concreto para el caso argentino reciente, fue el fallo de la Justicia norteamericana beneficiando a los denominados “Fondos Buitres”, lo que haría más estrecho el financiamiento externo para el país y podría alentar las expectativas de devaluación, estimulando –otra vez– la demanda de dólares.

Es necesario realizar algunos comentarios adicionales. Primero, el análisis anterior tiene como implicancia fundamental que la vigencia de un diferencial de intereses persistentemente *negativo* (como exhibió Argentina desde finales de 2005, luego de la reestructuración de la deuda y la reducción abrupta del riesgo-país) es uno de los factores que probablemente indujeron buena parte de la salida de capitales y fortalecieron la tendencia a la devaluación de la moneda.

En segundo lugar, debe señalarse que esta tendencia -como observó Marcelo Diamand hace décadas- puede ser morigerada *transitoriamente* por restricciones cambiarias cuantitativas, pero nunca será eliminada por completo sin mediar un cambio en los incentivos. En tercer lugar, existen *umbrales* alcanzados por las expectativas de devaluación a partir los cuales el diferencial de intereses sencillamente *no funciona* (es decir, no logra atraer capitales y/o frenar la dolarización) o su efecto sobre el flujo de capitales es muy débil.

3. La inflación argentina reciente

La trayectoria de la inflación desde comienzo de los años 2000 estuvo marcada por el shock devaluatorio de 2002, a lo que siguió una fuerte desaceleración, con un *pass-through* de la tasa de cambio a precios inusualmente bajo. La inflación anualizada pasó de 40% en octubre de 2002 a menos del 5% a fines de 2003. Luego siguió una tendencia progresivamente creciente, con una ligera desaceleración hacia 2006, producto probablemente de los acuerdos de precios y salarios que impulsó el gobierno ese año.

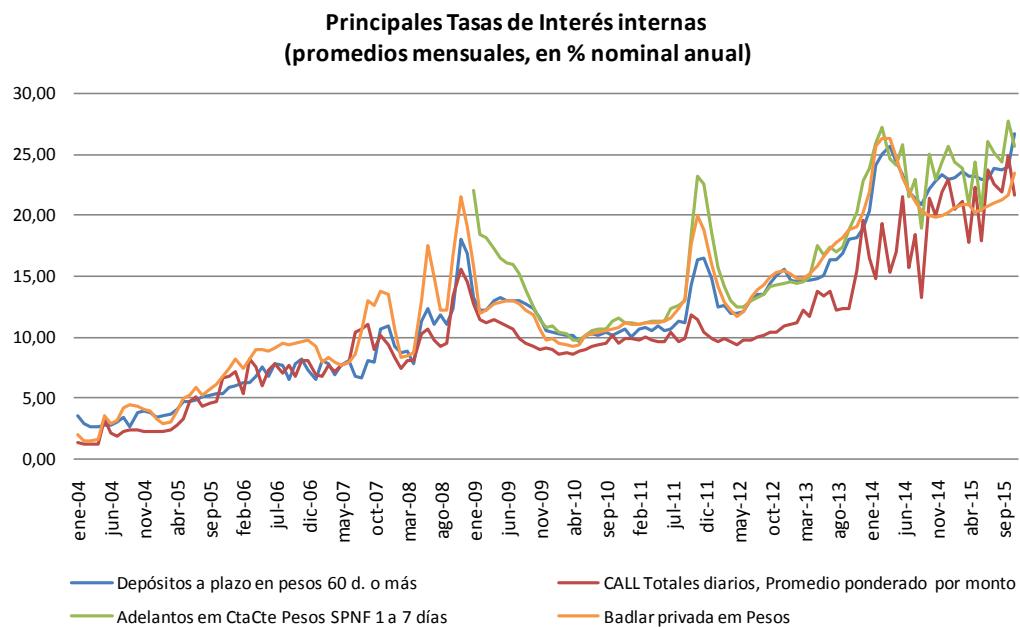


Hacia 2007 se produjo un nuevo pico inflacionario, resultante de un shock externo (alza de precio de las commodities), desacelerándose posteriormente en medio de la crisis internacional a mediados de 2009, para luego retomar una trayectoria

nuevamente ascendente. La tasa de inflación pareció estabilizarse relativamente en torno al 20/25% hacia fines de 2013 con una suave tendencia a la baja.

A comienzos de 2014, debido a la abrupta devaluación del cambio de comienzos de ese año, se registró un nuevo shock inflacionario que llevó la tasa de inflación a un rango en torno al 35% hacia fines de 2014. La posterior estabilización del cambio (debido a medidas de corto plazo que aumentaron la oferta de divisas y especialmente a la marcada suba de las tasas de interés) indujeron una nueva desaceleración. Finalmente, en diciembre de 2015, las nuevas autoridades del BCRA dejaron sin efecto buena parte de los controles cambiarios, induciendo una fuerte devaluación del orden del 40% en un día, dando lugar a una nueva fase de aceleración inflacionaria.¹⁷

Adicionalmente, desde 2012 el conjunto de las tasas de interés domésticas, en términos nominales, luego de una cierta estabilidad (aunque signada por dos "picos" en fines de 2008 y comienzos de 2012), exhibieron una clara tendencia creciente desde 2012, lo que sumó presión sobre el *nivel* de precios domésticos fijando un "piso" creciente a la rentabilidad global de cualquier inversión (costo de oportunidad) y en algunos casos presionando sobre los mayores costos financieros de aquellas empresas que utilizan el crédito para financiar parte de su actividad productiva.¹⁷



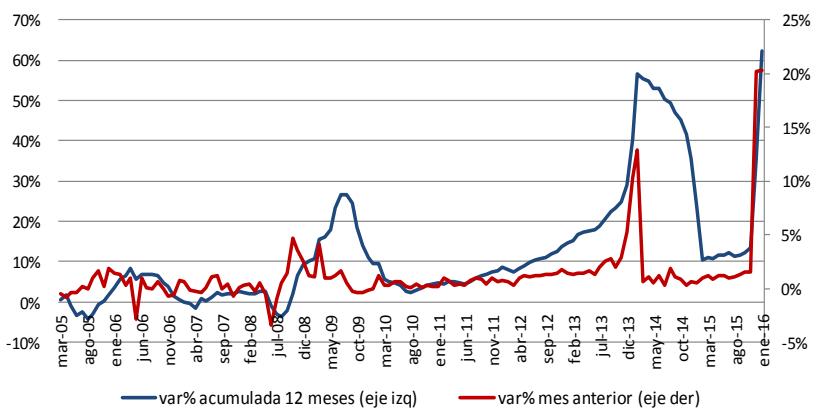
Fuente: Mecon en base a datos del BCRA.

¹⁷ Cavallo (1977) argumentó que la suba de la tasa de interés nominal, al menos en el corto plazo, podía tener efectos "perversos" sobre la inflación al aumentar los costos financieros de las empresas. Más en general, Pivetti (1991, 2008) explicó que como la tasa de interés gobierna la relación precios/salarios, un aumento en las tasas de interés elevará el nivel de precios, al inducir una suba de los markups nominales. Así, siendo la tasa de interés es un determinante de los precios normales, su aumento puede "en sí mismo ser inflacionario" (Pivetti, 2008).

Por supuesto, el efecto de las tasas de interés sobre la dinámica de la tasa de cambio nominal puede eventualmente *más que compensar* el impacto directo de las tasas de interés sobre los precios. Por ejemplo, una suba de las tasas de interés puede inducir una apreciación de la moneda doméstica (al estimular el ingreso de capitales) y esto puede producir un shock positivo sobre los precios internos al abaratar los *tradables* en moneda doméstica. Este ha sido el mecanismo mediante el cual los sistemas de metas de inflación lograban controlar la inflación. Sin embargo, en el caso argentino reciente es evidente que la suba de las tasas de interés es simultánea con una *mayor* devaluación de la moneda –resultado de la aguda restricción externa–, lo que *potencia* (más que atenuar) el proceso inflacionario.



Evolución de la tasa de cambio nominal



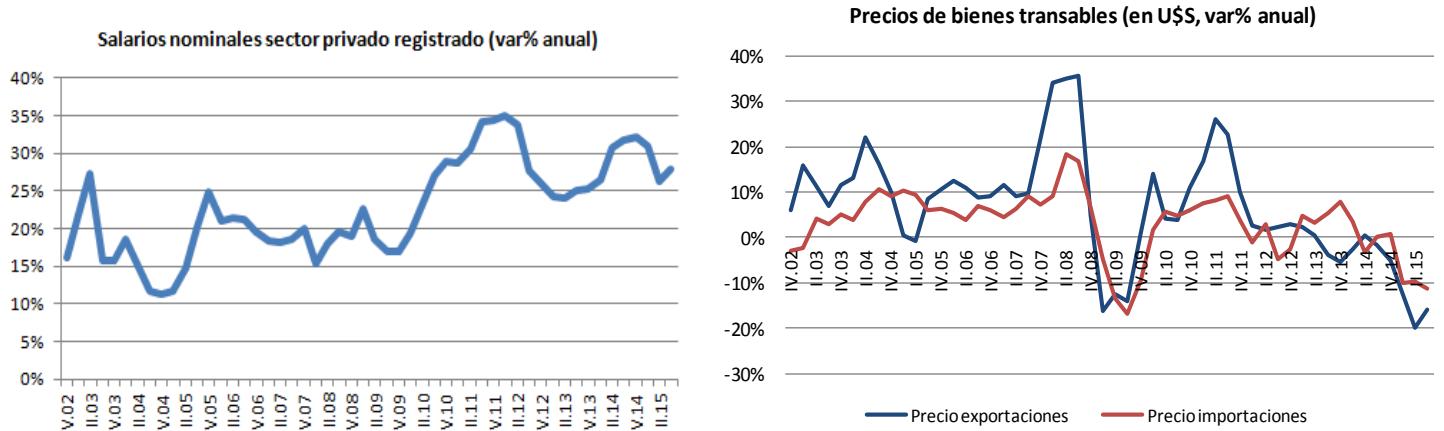
Fuente: CEI y Ambito Financiero.

Mientras entre 2003 y 2006, la tendencia de la inflación es básicamente explicada por la fuerte recuperación de los salarios nominales y el paulatino resurgimiento del conflicto distributivo (“c”), entre 2007 y 2011 los principales factores inflacionarios son la interacción entre los salarios nominales y los precios internacionales (“c” y π^*).

Como puede verse en el gráfico siguiente (precio de bienes transables en dólares) hacia 2007 y 2008 cobran importancia los factores *externos* en la tasa de inflación. A diferencia del Plan de Convertibilidad, donde el tipo de cambio fijo y el bajo crecimiento del precio de los transables generaban un contexto mucho más propicio para el control de la inflación, en los años 2000 tales factores adquieren creciente prominencia, al tiempo que la política de persistente devaluación del tipo de cambio no sólo no logró anular (o al menos compensar) la presión inflacionaria externa (como ocurrió con los sistemas de meta de inflación al estilo de México, Brasil o Colombia), sino que incluso la *acrecentó*.

Finalmente, a partir de fines de 2010 y comienzos de 2011, con la emergencia de la restricción externa al crecimiento, las variaciones de la tasa de cambio nominal comienzan a imprimir su sello en la tendencia de la inflación. En 2010 los precios de los transables vuelven a retomar un sendero alcista (en particular, el precio en dólares de las exportaciones) y los salarios nominales aceleran su tasa de crecimiento

produciendo un *recredecimiento* del conflicto distributivo. Consecuentemente, estas presiones (externas y ahora especialmente internas) llevan a una nueva suba en la tasa de crecimiento de los precios agregados. Es interesante notar que esta aceleración de los salarios nominales no sólo tiene impacto en la tasa de inflación (como plantea la visión de la “inflación inercial”), sino que tiene como consecuencia el aumento de los salarios *en términos reales* y una mejora distributiva.



Fuente:Indec.

Claramente, desde fines de 2011 los factores externos de la inflación dan paso a una tendencia *deflacionaria* (como puede verse en el gráfico, con el descenso sistemático de los precios de los *tradables* en dólares desde inicios de 2012). Paradójicamente, en este caso lo que es bueno para la inflación no lo es tanto para la situación externa de la economía. Pero incluso así plantea un difícil dilema a la política económica, ya que intensifica el *conflicto distributivo*.

En las ramas de bienes *no transables*, el aumento de costos (por ejemplo, por suba de la tasa de cambio y/o por mayores salarios) se traslada gradualmente a los precios. Dependiendo de la velocidad a la que ajustan las diversas variables nominales, se definirá una cierta configuración distributiva. Sin embargo, en las ramas de *tradables* el *markup* nominal (y real) es un *residuo* que surge del precio internacional y la tasa de cambio nominal, dados los costos salariales y la estructura arancelaria y tributaria del comercio exterior. Supongamos:

$$eP^*(1-x)=Pt=(1+r)W.lt \quad (10)$$

Donde e es la tasa de cambio nominal, P^* es el precio internacional del transable de exportación, x es la alícuota de impuesto a la exportación, Pt el precio doméstico del transable, W el salario nominal y lt el coeficiente de trabajo del sector. Claramente, una disminución del precio internacional (P^*) combinada con una suba del salario nominal, puede generar una disminución persistente de la rentabilidad y dar lugar a una intensificación del conflicto distributivo. Luego, el gobierno puede intentar recomponer la rentabilidad empresaria mediante la depreciación de la moneda

doméstica (subiendo e) y bajando o eliminando los impuestos a las exportaciones (x), al tiempo que intenta contener la expansión de los salarios nominales (W).

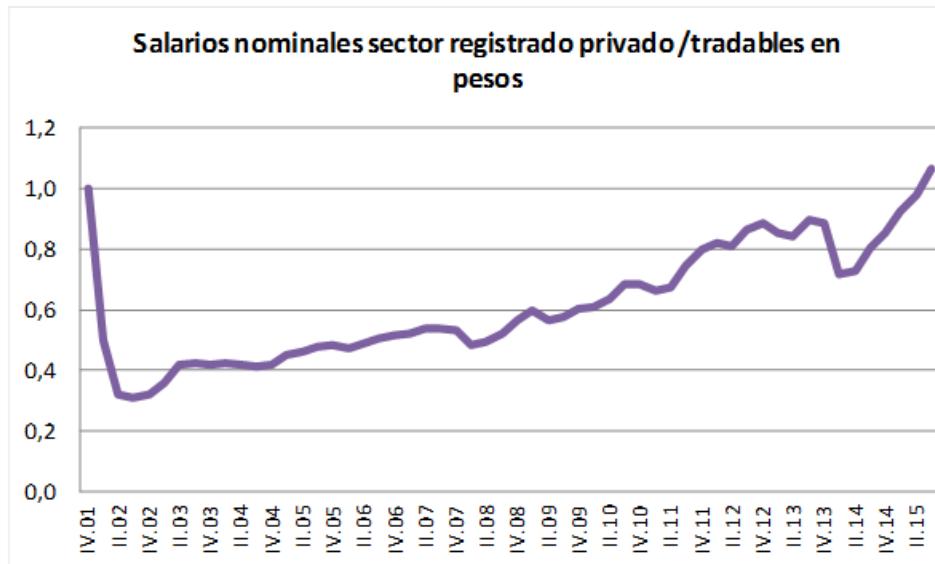
Es importante aclarar que la *disminución* de la rentabilidad *per sé* no supone ningún efecto *predeterminado* sobre las exportaciones ni sobre el nivel de producción e inversión domésticas. Las exportaciones dependen del nivel de actividad de los socios comerciales de cada país (de su propensión a importar) y de un conjunto de factores específicos (tecnológicos y financieros) y globales (infraestructura, logística, etc.) que no tienen relación con los precios. De manera análoga, el nivel de producción interna (y de inversión) depende de los gastos autónomos y del tamaño de los efectos multiplicadores y aceleradores. Por ende, *no son una función* del nivel de rentabilidad.¹⁸ La rentabilidad puede implicar una *restricción* para el flujo de nuevas inversiones si cae por debajo de un cierto umbral mínimo o si sencillamente se extingue. Generalmente, mucho antes de alcanzar ese punto crítico, la clase empresaria ya ha reaccionado en *términos políticos* para demandar (y eventualmente imponer) cambios en la política macroeconómica que apunten, ante todo, a recomponer la rentabilidad. El mecanismo consiste en crear una situación en la cual la política macroeconómica se torna contractiva (por ejemplo, mediante un programa de "austeridad" fiscal), lo que contrae el consumo y la inversión, aumenta el desempleo y se debilita la capacidad de los asalariados para mantener el ritmo de aumento de los salarios nominales.

Esta clase de programas tiene la característica de provocar (al menos inicialmente) más inflación (por ejemplo por la depreciación de la moneda) y un mayor estancamiento (por el ajuste fiscal). El programa suele ser presentado como un sacrificio temporal (de "corto plazo"), necesario para recomponer las bases de la economía y relanzar el crecimiento, aunque paradójicamente, como el producto potencial es endógeno a la trayectoria de la demanda y del producto en el "corto plazo", tienen un costo enorme en términos de producto *potencial*.¹⁹

Sin embargo, parafraseando a Kalecki, podría afirmarse que los empresarios siempre encontrarán más de un economista dispuesto a argumentar que la mayor rentabilidad es *necesaria* para aumentar el nivel de empleo o para incrementar las exportaciones. El argumento simplemente carece de sentido, aunque oculta un conflicto distributivo *real*. Si regresamos al caso argentino reciente, puede comprobarse que este conflicto ya ocupa el centro de la escena.

¹⁸ Coremberg et al (2006) en un estudio econométrico concluyen que la evidencia histórica "pareciera demostrar que el comportamiento de la inversión privada en Argentina durante el período 1950-2000 habría sido procíclico, mayormente asociado a las variaciones en la demanda agregada, similar al "mecanismo del acelerador"".

¹⁹ Ver, por ejemplo, Dutt, & Ros (2009) y Serrano (2006).



En el gráfico se presenta el ratio de los salarios nominales de los trabajadores registrados en relación al precio promedio de los *tradables* en dólares traducidos por la tasa de cambio nominal.²⁰ La drástica disminución de ese ratio en 2002 muestra el gran aumento de rentabilidad de los transables. Luego se aprecia una tendencia persistente hacia el aumento del ratio, pese incluso a las subas de los precios en dólares de los transables (especialmente de los de exportación) y de la tendencia al aumento del tipo de cambio nominal. Esta tendencia es apenas interrumpida por la fuerte desvalorización del peso de comienzos de 2014 y enseguida retoma su tendencia previa.

En este contexto, el nuevo gobierno de Mauricio Macri (que asumió el 10 de diciembre) dejó sin efecto la mayor parte de las restricciones cambiarias, induciendo una suba del tipo de cambio nominal del 42% en un día. Pocos días después, anunció un plan de “retenciones cero” (eliminación casi completa de los impuestos a las exportaciones).

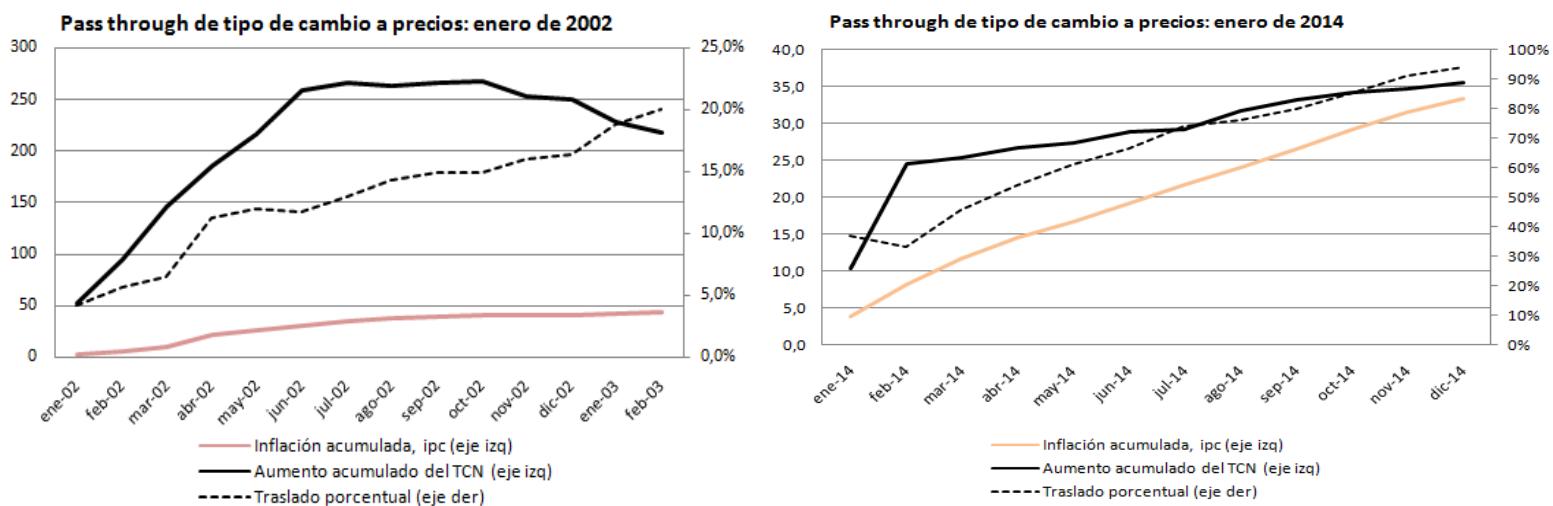
Es interesante finalmente realizar algunos comentarios sobre el *pass-through* de la tasa de cambio a precios actualmente en curso en Argentina. Para eso vamos a recordar la ecuación que formaliza la tendencia de la inflación:

$$\pi = \varphi U + lc + m (e + \pi^*) / (1-a)$$

²⁰ Aclaración necesaria: se deberían considerar los salarios nominales *netos* de los incrementos de productividad, lo que sin dudas atenuaría el conflicto. Por problemas de información esta es una tarea pendiente. No obstante, puede suponerse que las mejoras de productividad en los últimos años han sido mínimas dado el quasi estancamiento económico. Tampoco se consideran los impuestos a las exportaciones (lo que fortalecería la tendencia descripta en el gráfico).

En principio, se denomina como “pass-through” al efecto de las fluctuaciones del tipo de cambio (e) sobre el nivel general de precios (π) *cualesquiera* sean los canales de transmisión. Se trata entonces de: $\Delta e \rightarrow \Delta \pi$. Ciertamente existe un efecto *directo* de la suba de la tasa de cambio sobre la inflación el encarecer los insumos importados (m). Sin embargo, todo el mundo admite una serie de efectos *indirectos* (y el *feed-back* de estos efectos) sobre otras variables, especialmente c y a (a lo que puede sumarse un efecto de corto plazo por la suba adicional de las tasas de interés).

Es interesante analizar las experiencias de *pass-through* de la tasa de cambio a precios en la experiencia argentina reciente. Para tal fin, vamos a tomar como guía el análisis de Frenkel, J. (2006) de distintas experiencias de devaluaciones significativas en la historia argentina y, respetando la misma metodología, replicamos los resultados para la experiencia de enero de 2014.



Como se muestra en los gráficos anteriores, es notoria la diferencia en el coeficiente de *pass-through* en enero de 2002 y en enero de 2014. Mientras en 2002, el coeficiente era 0,16 en doce meses, en 2014 resultó de 0,94 en el mismo lapso de tiempo (ver tabla resumen abajo).

Devaluaciones comparadas: 1981, 1989, 2002 y 2014

(*)	Marzo de 1981			Febrero de 1989			Diciembre de 1989			Enero de 2002			Enero de 2014		
	(A)	(B)	Pass through	(A)	(B)	Pass through	(A)	(B)	Pass through	(A)	(B)	Pass through	(A)	(B)	Pass through
1	34	8	23%	61	10	16%	175	40	23%	40	2	6%	10	4	37%
2	38	16	42%	184	28	15%	156	151	97%	82	6	7%	25	8	33%
3	178	27	15%	340	71	21%	470	306	65%	146	10	7%	25	12	46%
4	208	40	19%	911	205	23%	627	693	111%	188	21	11%	27	14	54%
5	214	51	24%	1396	555	40%	657	783	119%	232	26	11%	27	17	61%
6	223	62	28%	3641	1842	51%	663	903	136%	265	30	12%	29	19	67%
7	288	71	25%	3641	2577	71%	704	1043	148%	263	35	13%	29	22	74%
8	349	84	24%	3641	2827	78%	713	1167	164%	263	38	14%	32	24	76%
9	347	100	29%	3641	2991	82%	820	1361	166%	265	40	15%	33	26	80%
10	325	123	38%	3641	3193	88%	784	1590	203%	266	40	15%	34	29	85%
11	324	135	42%	-	-	-	752	1720	229%	254	41	16%	35	32	91%
12	389	146	38%	-	-	-	706	1832	260%	249	41	16%	35	33	94%

Fuente: todos los datos correspondientes a las experiencias de pass through de marzo de 2001, febrero y diciembre de 1989 y enero de 2002 están tomados de Julia Frenkel (2006, p.11). Siguiendo la misma metodología se han estimado los mismos valores para la devaluación de comienzos de 2014. Para la estimación del ipc se consideró la inflación provincial y estimaciones de Elypsis.

(A): aumento acumulado del tipo de cambio nominal (en%); (B): inflación minorista acumulada (en%). Pass through= (B)/(A).

Ciertamente, como mostró Frenkel, J. (2006), en la determinación del pass-through del tipo de cambio a los precios internos inciden numerosos factores, particularmente la reacción de los salarios. Así, el bajo traslado a los precios de la depreciación de 2002 fue producto de los bajos pass-through a los salarios y a los precios de los servicios públicos (tarifas), y esta fue una diferencia fundamental respecto de las grandes devaluaciones anteriores. En enero de 2014, además, el coeficiente de repase es similar al de la hiperinflación de febrero de 1989 (ver tabla).

Asimismo, parece quedar demostrado en el caso argentino que sin un desempleo alto y persistente es difícil impedir la resistencia salarial ante –por ejemplo- los shocks devaluatorios. Un análisis econométrico reciente muestra que las oscilaciones del tipo de cambio (o de los términos de intercambio) parecen no tener relevancia sobre la tendencia de los salarios reales. Esto parece indicar que si la capacidad de resistencia salarial de los trabajadores no es afectada (debilitada) por el desempleo o por factores políticos o institucionales, entonces los shocks devaluatorios o de precios internacionales terminan, tarde o temprano, siendo compensados por ondas sucesivas de aumentos salariales nominales, dejando la tendencia de los salarios reales inafectada (aunque con un impacto significativo en la tasa de inflación) (Amico, 2015).

Por lo tanto, parece razonable esperar un elevado repase de la tasa de cambio a salarios y por ende a la inflación. Además, otra diferencia esencial con 2002, es que ahora el gobierno decidió (por razones de austeridad fiscal) disminuir drásticamente los subsidios a los servicios públicos, autorizando fuertes aumentos de tarifas. El pass

through podría ser más bajo solo si el gobierno lograra que los salarios nominales ajusten bien por abajo de la inflación en curso (actuando como "ancla nominal"). Pero parece lejos de estar garantizado.

4. Epílogo: ¿Metas de inflación en Argentina?

El nuevo presidente del BCRA, Federico Sturzenegger, en su discurso de asunción sostuvo que la estabilidad monetaria es "el objetivo primordial del Banco Central".²¹ Eso significa ante todo "tener una inflación baja". También implicaría, según Sturzenegger, tener "una inflación previsible y una moneda libremente convertible". Asimismo, manifestó que el presidente electo le encomendó "respetar la independencia del Banco Central" y que el foco central del BCRA será "lograr una inflación en línea con los parámetros internacionales".

También agregó que el BCRA "prestará más atención a la evolución de la inflación, que al valor del dólar", porque el verdadero problema es la inflación, y por ende "cuidar el valor del peso es asegurarnos que la inflación sea baja, no que el dólar esté quieto". Así, en línea con el flamante equipo económico, Sturzenegger afirma que "no nos debiera interesar tanto si con un peso se compran más o menos dólares, sino velar por el poder adquisitivo de esos pesos en bienes". Por lo tanto, "nuestra "función de reacción" debe responder a cambios en la evolución de los precios y no necesariamente a la evolución del dólar".

Esto es congruente con el modelo del nuevo consenso presentado en la sección 2.1. y subraya la supuesta *neutralidad* de los factores externos sobre la tasa de inflación. Sin embargo, su énfasis en la flotación cambiaria no le impidió referirse al tipo de cambio *real*, el cual tendería a depreciarse para compensar "una economía debilitada, ineficiente, sin productividad".

En primer lugar, y a la luz de lo discutido en las secciones anteriores, cabe preguntarse por la relación entre inflación y demanda en la Argentina actual. Hasta hace unos años, muchos economistas afirmaban que la economía estaba "sobrecalentada". Hoy, dado el progresivo estancamiento de la producción y el empleo, casi nadie defiende esa idea.

En segundo lugar, es evidente que los sistemas de metas de inflación, cuando han sido exitosos en términos de alcanzar la inflación *target*, no han basado tal éxito en el control de la dinámica de la demanda agregada. Diversos estudios en América Latina han mostrado que, pese a que este régimen de política muchas veces logra controlar la inflación, lo hace por canales de transmisión muy diferentes a los postulados en el modelo de nuevo consenso. Por ejemplo, Frenkel (2008) hace una breve reseña de diferentes análisis empíricos de experiencias recientes de Brasil y México en políticas

²¹ "Discurso de inicio y lineamientos de gestión, Federico Sturzenegger", BCRA, Gerencia de Prensa, Buenos Aires, 14 de diciembre de 2015.

de metas de inflación. Toma como base dos trabajos sobre Brasil (Barbosa-Filho, 2006 y 2008), uno sobre México (Galindo y Ros, 2008) y finalmente otro que cubre varias economías latinoamericanas (Chang, 2007). Las conclusiones de estos trabajos señalan que la elasticidad-interés de la demanda agregada es pequeña, de modo que es difícil que pequeños cambios en la tasa de interés básica puedan afectar la inflación de manera persistente por esta vía. Además, existe evidencia en que en los países en cuestión la inflación no tiene ninguna relación sistemática con los shocks de demanda. Asimismo, la inversión productiva es un fenómeno inducido por la dinámica de la demanda efectiva y como muestran Coremberg et al (2007) no tienen relación con el nivel de las tasas de interés nominales ni reales, ni con el volumen de crédito ni con ningún *proxy* de la "seguridad jurídica".

El mecanismo *efectivo* mediante el cual la tasa de interés puede ser un instrumento en el control de la inflación es el siguiente. Dado que la inflación en los países latinoamericanos es básicamente de costos y muy sensible a la dinámica de los precios de los *tradables* (en dólares), el alza de la tasa de interés produce un diferencial positivo de intereses interno- externo (neto de la prima de riesgo país) que alienta el ingreso de capitales externos. El influjo de capitales aprecia la tasa de cambio nominal (ya que el cambio es flotante, aunque administrado) y la apreciación de la moneda doméstica produce un shock deflacionario al abaratizar los *tradables* (Serrano, 2010a).

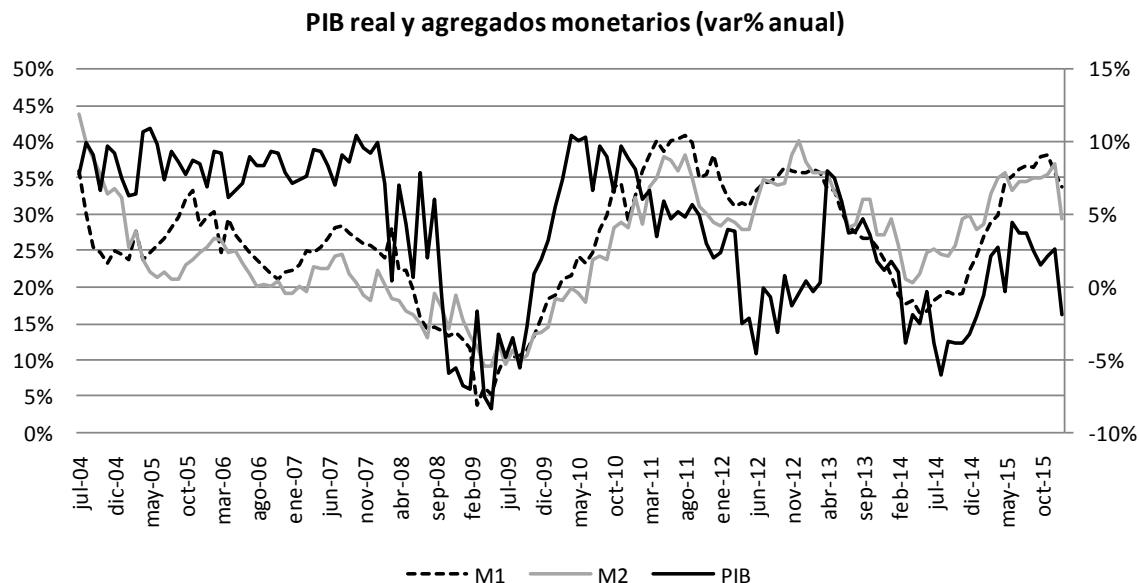
Este mecanismo no funciona cuando la suba de las tasas de interés no consigue modificar la dirección del cambio en la tasa de cambio y, por ende, no puede contribuir a revertir las expectativas de devaluación, como parece ser el caso argentino actual. La resultante pérdida de reservas revela una creciente pérdida de control de parte del banco central de la dinámica del mercado cambiario.

En tercer lugar, existe un *factor agravante* en el caso argentino actual inducido por la propia política monetaria del banco central. En 1983, Charles Bouey -ex-presidente del Banco de Canadá- resumió el espíritu de su época de manera muy elocuente: "Nosotros no abandonamos a los agregados monetarios, ellos nos abandonaron". Las dificultades insuperables para que la autoridad monetaria pudiera ejercer algún grado de control sobre los agregados monetarios llevaron a que, finalmente, hoy toda la ortodoxia sea neo-wickselliana, esto es, que aunque postule la *neutralidad monetaria* en el largo plazo, admita no obstante la endogeneidad de la moneda. Por ende, toda la ortodoxia a nivel internacional, tanto en el mundo desarrollado como en los países en desarrollo, adopta como instrumento de política la tasa de interés de corto plazo.²²

La flamante conducción del banco central de Argentina es la extravagante excepción a esta regla mundial. El presidente del BCRA creé efectivamente que está controlando los agregados monetarios y que, si es persistente, eso redundará en una baja de la tasa de inflación. La conducción de la política monetaria destaca como un logro la reducción de la "emisión" monetaria debido a que bajó el ritmo de crecimiento de los

²² Las visiones heterodoxas llegan al mismo resultado pero con una teoría muy diferente. Ver Lavoie (2014) y Pivetti (2000).

agregados monetarios. En realidad, la reducción de los salarios reales (debido a la fuerte devaluación de diciembre y cuya tendencia no se ha disipado), más el ajuste fiscal en curso, indujeron una rápida caída del nivel de actividad.²³ Luego, la menor actividad demanda un crecimiento menor de los agregados monetarios, como se puede ver en el gráfico siguiente.

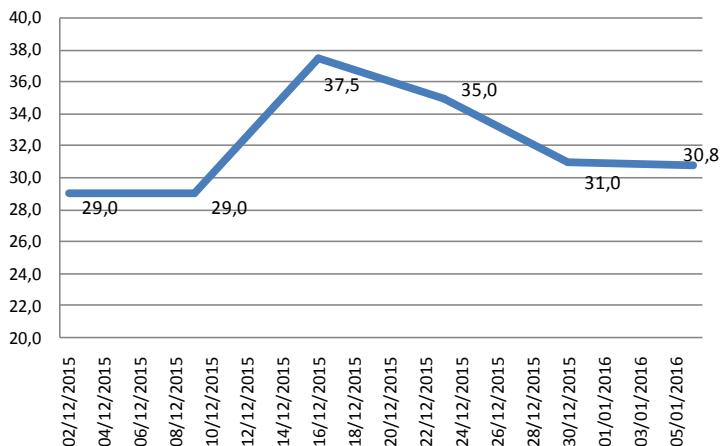


Fuente: Ferreres y BCRA.

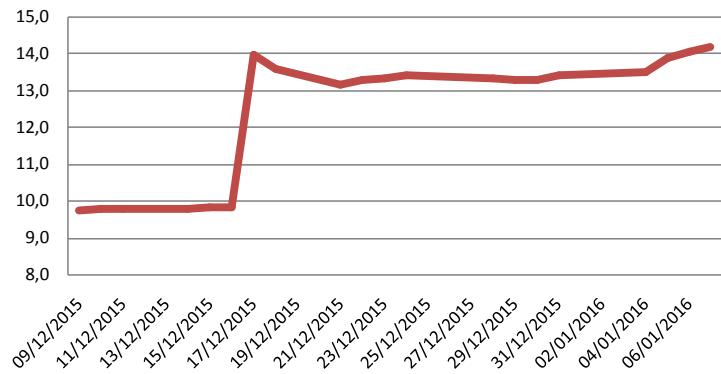
Pero esta confusión tiene una consecuencia *práctica*. Aunque el BCRA creé que actúa sobre la cantidad de dinero, en verdad solo puede controlar las tasas de interés. En Argentina, la tasa de interés de referencia es la que corresponde a las Lebac (Letras del Banco Central), que es un título del BCRA en moneda doméstica. Este es el instrumento de política por excelencia que, a su vez, define el tamaño del diferencial de interés (neto del riesgo país). Tras la devaluación de mediados de diciembre, el BCRA subió las tasa de Lebac, pero pocos días después comenzó a bajarlas gradualmente. Esta decisión de política hizo que la relativa estabilidad cambiaria obtenida tras la devaluación de diciembre comenzara lentamente a trastocarse.

²³ Los medios dedicados a las finanzas en Argentina, destacaron que el gobierno no solo contuvo sus gastos en el primer bimestre del año, sino que también redujo el nivel de devengamiento de sus gastos. Esto hizo que no solo no tuviera que recurrir al financiamiento mediante emisión monetaria del Banco Central (BCRA), sino que llegara a retirar pesos la economía. En realidad, el impulso fiscal contractivo (más otras fuentes de contracción de la actividad real) disminuye el crecimiento del PIB y con ello reduce endógenamente la cantidad de dinero (ver: <http://www.cronista.com/finanzasmercados/El-Tesoro-piso-gastos-y-este-ano-no-acudio-al-financiamiento-del-Banco-Central-20160229-0030.html>).

Tasas de interés de LEBAC (a 90 días), en % n.a.



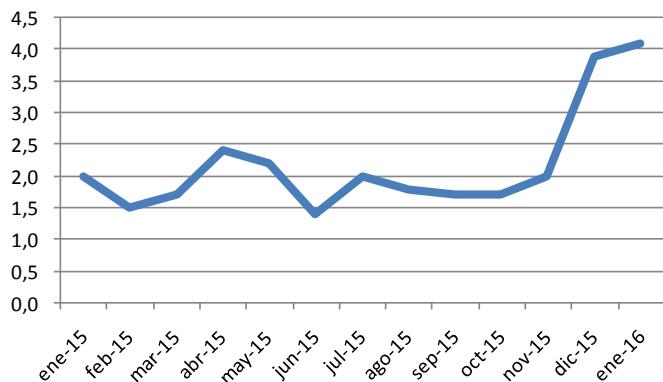
Dólar, tasa de cambio oficial (pesos por u\$s)



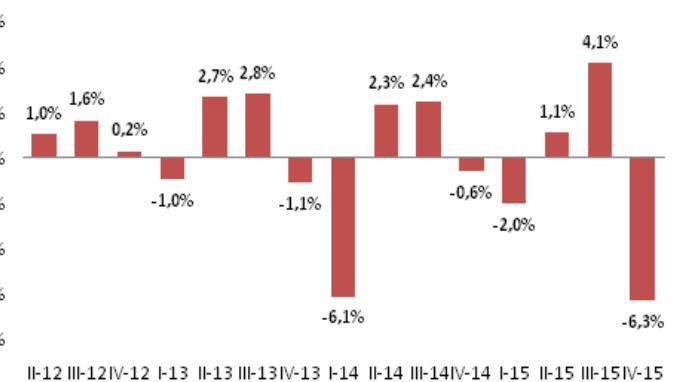
Fuente: BCRA.

La razón de este cambio de política es que el BCRA ve con preocupación el aumento del gasto quasi fiscal del banco central derivado de la colocación de Lebacs, porque eso lo obliga a "emitir" más moneda. Sin embargo, el efecto real es que esa decisión lleva a aumentar la demanda por dólares (dada la reducción del diferencial), profundiza la devaluación de la moneda, acelerando la inflación, la caída del salario real y la recesión (aún con reducción en el crecimiento de los agregados monetarios!). Como se ve en el gráfico siguiente (abajo izquierda), la inflación ha recibido un considerable impulso tras la devaluación de diciembre, lo que se tradujo en una rápida caída del salario real.

IPC-Caba (var% mensual)



Salario real sector registrado (var% trimestral)



Fuente: CABA (Ciudad Autónoma de Buenos Aires), Indec y ipc de provincias.

Uno de los puntos cruciales es que parecería que, crecientemente, las subas de las tasas de interés cada vez menos logran modificar la tendencia de la tasa de cambio. En parte esto puede deberse a lo errática que ha sido la política monetaria, pero el factor fundamental parecería ser el agravamiento del cuadro general de restricción externa: persistente disminución de reservas, caída de los precios de exportaciones,

reactivación de la formación de activos externos del sector privado no financiero junto con un aumento importante del déficit de la cuenta corriente en 2015.



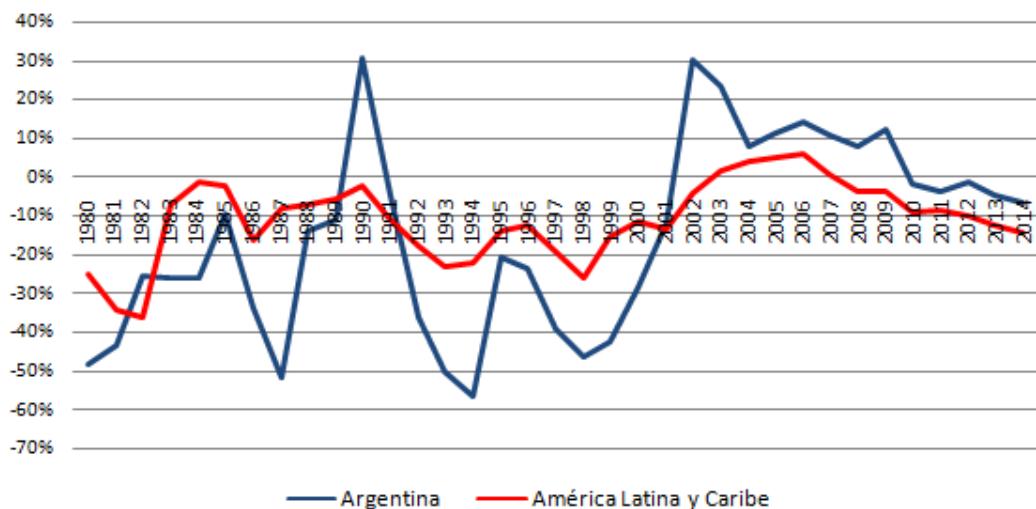
Fuente: BCRA.

Muchos economistas apostaban a que el cambio de gobierno induciría un "shock de confianza" y así comenzarían a entrar capitales (como a comienzos de los años 90). Pero es evidente que la "confianza de los inversores" se resquebraja muy fácilmente cuando los diferenciales de rendimientos son negativos y/o priman expectativas crecientes de devaluación. De modo que ese ingreso de capitales (que incluso hasta hoy es una tendencia habitual en otros países latinoamericanos) no se produjo, y el gobierno hoy parece más cerca de contentarse con detener las fugas.

Puede el endeudamiento externo del gobierno solucionar el problema? Ante todo conviene indagar sobre las condiciones efectivas de *liquidez* y *solvencia* externas de la economía argentina en relación al contexto regional. La solvencia externa de largo plazo de Argentina sigue una trayectoria muy similar a la de otros países de la región. La única diferencia es que el brutal ajuste de las importaciones en 2002 le permitió un punto de partida en la salida de la crisis con una brecha relativamente mayor entre exportaciones e importaciones (y con el default de la deuda externa de 2001-2002).

América Latina (a excepción de Argentina y Venezuela) financian su creciente déficit de transacciones corrientes vía la cuenta de capital, mediante pasivos externos denominados en moneda doméstica. En este punto, el endeudamiento externo del gobierno (y también del sector privado) presenta algunas diferencias muy significativas.

Ratio déficit cuenta corriente externa / exportaciones (en%)



Fuente: CepalStat.

Bajo un régimen de tipo de cambio flotante administrado, cuando una economía tiene entradas de capital (sean flujos de cartera o incluso inversión extranjera directa) que están denominados en moneda doméstica y cuya rentabilidad debe ser repagada en esa moneda, los inversores deben asumir el riesgo cambiario, ya que el valor en dólares de esos pasivos siempre se puede reducir mediante una devaluación. En este caso, ante un shock externo, la depreciación de la moneda es una opción ante la pérdida de reservas. Los intereses de las deudas externas en moneda internacional, en cambio, deben pagarse necesariamente en esa moneda y, como escriben Frenkel & Rapetti (2011, pp.7-8), "constituyen una partida inercial en el débito de la cuenta corriente". Es decir, esto conduce a una posición de mayor fragilidad externa. La otra diferencia entre Argentina y la región es que mientras los otros países de América Latina no enfrentan ningún problema de liquidez (medida por la relación entre reservas y deudas en moneda extranjera de corto plazo), Argentina tiene un problema evidente dado por la insuficiencia de sus reservas de divisas.

Algunos economistas estructuralistas (como Marcelo Diamand) sostenían que el endeudamiento externo podía ser un elemento de transición y resultar sostenible, a condición de que esas divisas fueran utilizadas para realizar transformaciones internas (como un plan de sustitución de importaciones y amplias políticas industriales) que aseguraran las divisas para su repago futuro. El problema es que, más allá de la discusión acerca de la factibilidad de esta propuesta, no existe ninguna de las intenciones mencionadas por Diamand en el gobierno argentino actual. En el contexto real actual, si no hay cambios en la política monetaria ni en el modelo de desarrollo más general, el endeudamiento externo por parte del gobierno podría ser un alivio de corto plazo, pero a la larga sólo serviría para financiar las fugas de divisas y por ende sería insustentable.

Por último, existe un riesgo latente adicional. Si los flujos de capitales responden cada vez menos a las subas de la tasa de interés y/o el banco central está distraído con los agregados monetarios y trata de bajar las tasas, el costo de oportunidad del capital podría tender a dolarizarse rápidamente (Serrano, 2010b). Es decir, la referencia ("piso") de los markups nominales pasaría a estar dada por el rendimiento externo ($i^* + \text{riesgo país}$) en lugar de la tasa de interés doméstica. Este deslizamiento puede conducir a una secuencia de aumentos del cambio, tasas de interés, salarios y markups y llevar a una peligrosa espiral inflacionaria.

Referencias:

- Amico, F. (2015). "Los salarios reales en el largo plazo: surgimiento de un nuevo piso estructural de las remuneraciones en argentina", Cefid-Ar, Documento de Trabajo N° 67 – Marzo de 2015.
- Chang, R. (2007): Inflation Targeting, Reserves Accumulation, and Exchange Rate Management in Latin America, Rutgers University/ National Bureau of Economic Research, octubre.
- Dutt, A. & Ros, J. (2009). "Long-run effects of aggregate demand fluctuations", Department of Economics and Policy Studies, University of Notre Dame, October 2009.
- Eswar S. Prasad & Raghuram G. Rajan & Arvind Subramanian (2007): "Foreign Capital and Economic Growth," Brookings Papers on Economic Activity, Economic Studies Program, The Brookings Institution, vol. 38(1), pages 153-230.
- Frenkel, R. & Rapetti, M. (2011). "Fragilidad externa o desindustrialización: ¿Cuál es la principal amenaza de América Latina en la próxima década?", Centro de Estudios de Estado y Sociedad (CEDES), Buenos Aires.
- Frenkel, R. (2008). "Tipo de cambio real competitivo, inflación y política monetaria", Revista de la Cepal 96, diciembre de 2008.
- Lavoie, M. (2006). "A post-keynesian amendment to the new consensus on monetary policy", Metroeconomica 57:2.
- Lavoie, M. (2014). "Post-Keynesian Economics: New Foundations", Capítulo 8, Edward Elgar.
- Pivetti, M. (2000). "Money Endogeneity and Monetary Non-Neutrality: A Sraffian Perspective", in Credit, Interest Rates and the Open Economy: Essays on Horizontalism, edited by Louis-Philippe Rochon & Matias Vernengo, Edward Elgar.
- Serrano, F. (2006). "Mind the gap: hysteresis, inflation dynamics and the sraffian supermultiplier", IE-UFRJ, Rio de Janeiro, October 2006.

Serrano, F. (2010a). "Juros, câmbio e o sistema de metas de inflação no Brasil", Revista de Economia Política, vol. 30, nº 1 (117), pp. 63-72, janeiro-março/2010.

Serrano, F. (2010b). "O conflito distributivo e a teoria da inflação inercial", R. Econ. contemp., Rio de Janeiro, v. 14, n. 2, p. 395-421, maio/ago. 2010.

Setterfield, M. & Lovejoy, T. (2006). "Aspirations, bargaining power and macroeconomic performance", Journal of Post Keynesian Economics, 29: 117-148.

Steindl, J. (1979). "Stagnation theory and stagnation policy", Cambridge Journal of Economics 1979, 3, 1-14.

Summa, R. & Serrano, F. (2015). "Distribution and Cost-Push inflation in Brazil under inflation targeting, 1999-2014", Federal University of Rio de Janeiro, Centro Sraffa Working Papers, n. 14, November 2015.

Summa, R. (2015). "Demand-led growth constrained by economic policy: the sraffian supermultiplier and inflation targeting in an open economy", IE-UFRJ.