

Crecimiento, distribución y restricción externa en Argentina¹

Fabián Amico

Investigador UNLU.

“La acción sobre el sector externo debe descansar en al menos cuatro cursos principales de acción: movilización de las exportaciones industriales, estímulos a la producción y exportación agropecuarias, una política selectiva de importaciones y de estímulo a la sustitución; finalmente, el manejo racional de los capitales externos y del sistema financiero interno. Dejando de lado el viejo vicio de debatir eternamente los méritos alternativos de diferentes estrategias para no adoptar ninguna, es necesario adoptar todas ellas a la vez y en forma muy intensa” (Diamand, M. “El péndulo argentino: ¿Hasta cuándo?”, 1985).

Introducción

Este artículo intenta ofrecer una mirada de conjunto sobre el proceso de crecimiento y la política macroeconómica desde comienzos de los años 2000 hasta el presente. Una de las cuestiones claves que se discuten es cómo Argentina pudo pasar de un proceso de crecimiento de los más intensos del mundo para, en 2012, exhibir una de las desaceleraciones más bruscas que se hayan registrado a nivel internacional en el mismo período. Asimismo, en ese intento explicativo, se discutirá la interacción de la inflación y los cambios distributivos, los condicionamientos crecientes de la restricción externa, y los alcances de la política cambiaria y monetaria.

La sección 1 esboza los rasgos del patrón de crecimiento vigente desde 2003. Cuestiona las hipótesis de que las favorables condiciones internacionales (el “viento de cola”) fueron el factor explicativo principal de la exitosa performance macroeconómica en la etapa, así como tampoco fueron los supuestos efectos sobre el crecimiento del tipo de cambio “competitivo”. El trabajo muestra el rol clave de la política fiscal ya desde 2003, en el comienzo de la recuperación, y su rol positivo sobre el consumo privado, junto con las mejoras distributivas.

La sección 2 explica las razones del desequilibrio externo de la cuenta corriente y muestra la escasa relevancia del tipo de cambio real en la explicación de esa tendencia. Por ende, se sostiene que el problema de la inflación ya no debe ser planteado principalmente en relación a la apreciación cambiaria, sino en términos de sus efectos sobre la distribución y la demanda agregada, al tiempo que se esboza una crítica a la extendida idea del carácter “inercial” de la inflación argentina.

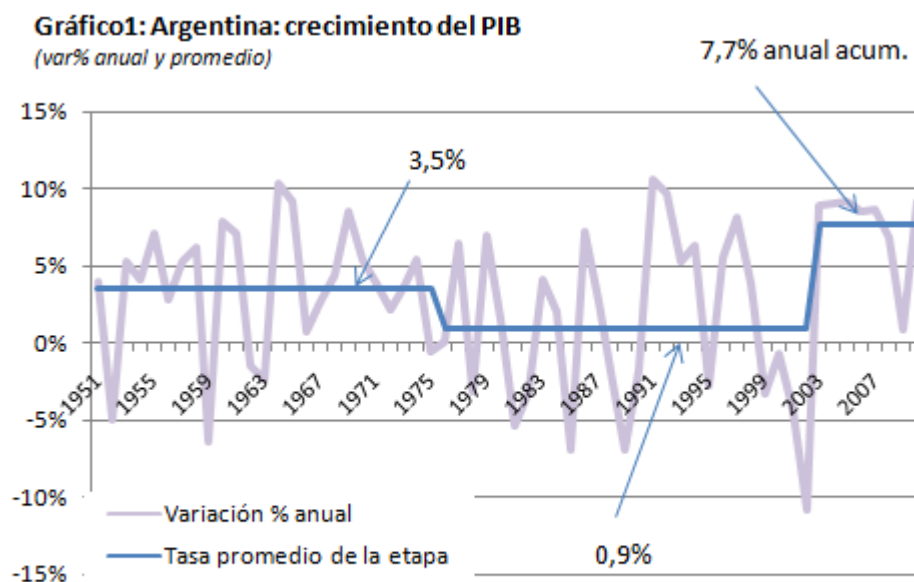
¹ Me gustaría agradecer –sin implicar– a Franklin Serrano por sus comentarios a una versión previa de este trabajo presentada en la XXIII Semana de Economía da UEL, I Ciclo de Estudos Econômicos, Londrina, Brasil, en noviembre de 2012, así como otras discusiones posteriores sobre los mismos temas. Quiero agradecer también a Alejandro Fiorito por las innumerables discusiones sobre estos problemas a lo largo de estos años. Los errores y confusiones que aún permanezcan son de mi entera responsabilidad.

La sección 3 aborda las razones de la fuerte desaceleración del crecimiento y descarta que la causa principal y excluyente haya sido la crisis internacional. La explicación es más compleja y ciertamente los factores domésticos tuvieron un peso muy significativo. Se muestra que, en realidad, hacia 2012 la política económica ingresó en una fase de “austeridad” fiscal. Frente a la desaceleración del crecimiento registrada ese año, por primera vez en una década la política fiscal fue pro-cíclica en la crisis. Así, los principales componentes del gasto público primario acompañaron y amplificaron la previa desaceleración de los componentes inducidos (estabilidad del multiplicador, desaceleración de la inversión productiva) y autónomos (exportaciones, construcción) de la demanda agregada.

Al mismo tiempo, se discute una hipótesis explicativa sobre el problema de la creciente formación de activos externos, sus efectos reales sobre el conjunto de la economía y sus posibles alternativas de política. En este marco se reformulan las propuestas que Marcelo Diamand sugiriera hace casi treinta años para implementar un “manejo racional de los capitales financieros” en el marco de una estrategia general de desarrollo e industrialización.

1. Rasgos fundamentales del patrón de crecimiento reciente

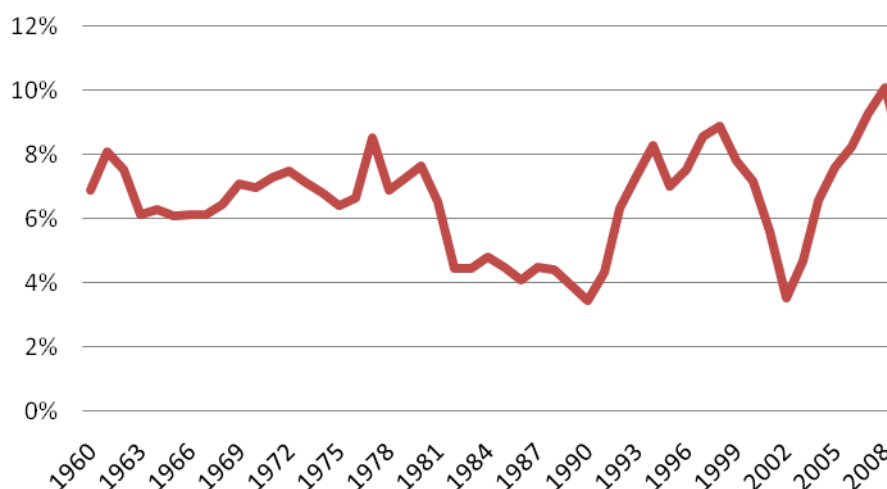
Desde 2003, la economía argentina experimentó una fase de crecimiento acelerado sin precedentes en su historia. Uno de los rasgos principales de la etapa fue que el crecimiento coexistió con una significativa acumulación de reservas y un persistente (aunque decreciente) superávit de cuenta corriente externa. Como observan Weisbrot *et al* (2011), el crecimiento argentino fue el más rápido del hemisferio occidental durante el período, y exhibió una de las tasas más altas en el mundo.



Fuente: Ferreres (2005), Cepal e Indec

La inversión en capacidad productiva creció a tasas más elevadas aún, algo que es lógico teniendo en cuenta que la inversión en equipo y bienes de capital es una demanda derivada o inducida.

**Gráfico2: Inversión en equipo durable de producción
(en % del PIB)**



Fuente: Cepal-Indec.

La fuerte expansión del gasto autónomo (especialmente el gasto público) estimuló la inversión productiva, ya que el gasto en capital responde con fuerza a las mayores tasas de utilización de la capacidad y al sostenido crecimiento de la demanda final². De este modo, mientras el consumo privado creció al 7,7% anual acumulativo, la inversión en equipo durable aumentó casi al 24% anual acumulativo entre 2003-2011 (incluyendo en el cálculo la caída de 20% de 2009). Así, pese al crecimiento acelerado, los niveles de utilización de la capacidad se estabilizaron en torno a algo menos del 80% en promedio hacia 2011.³

Sin embargo, no pocos economistas argumentaron que el excepcional crecimiento argentino era un resultado exclusivo de las favorables condiciones internacionales vigentes desde comienzos de los años 2000 (la hipótesis del “viento de cola”). Y que como tal, era un “milagro

² 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””. Para un análisis reciente y una interpretación alternativa de estos resultados ver Amico *et al* (2011).

³ Si la tasa de crecimiento de los gastos autónomos (y por ende del PIB) se estabilizara, entonces los márgenes de capacidad ociosa (que son reservas planeadas de capacidad) tenderían a disminuir y, por la menor volatilidad del producto, subiría tendencialmente el nivel de utilización como ocurre en países desarrollados (o incluso en algunos países latinoamericanos como Brasil).

económico” pasajero en la medida en que las condiciones externas habrían cambiado sustancialmente a partir de la crisis de 2009.⁴

Pero esa interpretación es sumamente parcial y, como tal, es errónea. En primer lugar, las exportaciones jugaron un rol pequeño y decreciente con el paso del tiempo. Las ventas externas, en términos reales, fueron el componente de la demanda agregada que creció más lento (6,25% anual acumulativo entre 2003 y 2011). De hecho, en términos reales, representan un porcentaje decreciente de la demanda agregada (de casi 13% en 2003 a menos del 11% en 2011).

El nuevo ambiente del crecimiento internacional (signado por la irrupción de la economía china) influyó en el crecimiento de economías como Argentina de dos maneras. Por un lado, contribuyó *directamente* al crecimiento del PIB por la vía de un mayor volumen de exportaciones, las que constituyen una de las fuentes de demanda autónoma. Pero este es un efecto de menor relevancia en comparación con otros componentes de demanda interna. El otro efecto, más importante y estratégico, es que las exportaciones jugaron y juegan un rol central en la provisión “genuina” de divisas y por ende en el desplazamiento de la restricción externa al crecimiento.

La restricción externa determina un punto *máximo* más allá del cual el crecimiento no puede continuar, pero en modo alguno determina el *ritmo* de crecimiento; de hecho se puede crecer por debajo de ese máximo. El aprovechamiento de las posibilidades abiertas por el desplazamiento de la restricción externa depende, de manera directa o indirecta, de las políticas macroeconómicas internas. Frente al desplazamiento de la restricción externa, Argentina aprovechó esas mejores condiciones mediante una política macroeconómica que permitió un rápido crecimiento del mercado interno. Habitualmente, quienes sostienen la hipótesis del “viento de cola” no discriminan entre estos dos efectos. Por eso, Argentina pudo tener tasas de crecimiento del PIB mayores que otros países de la región que gozaron incluso de mejores términos de intercambio.⁵

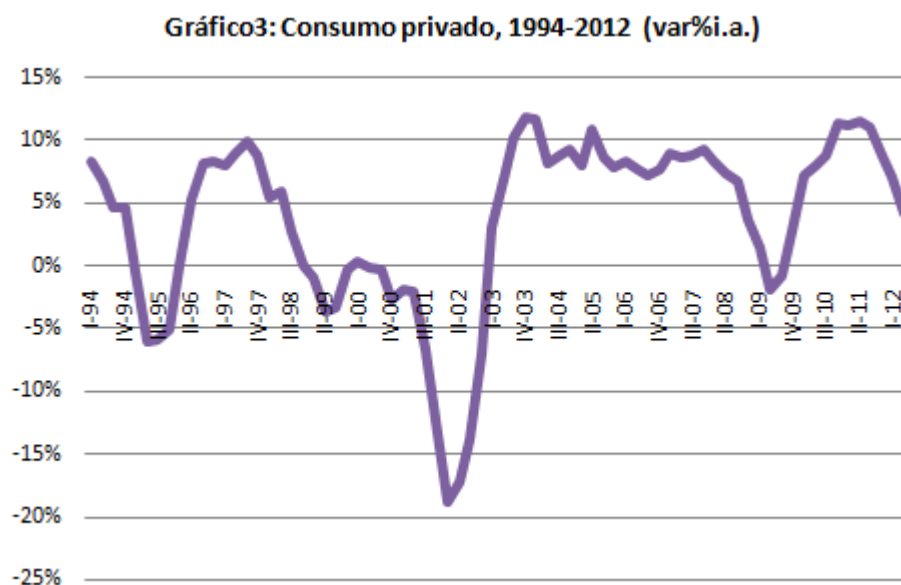
1.1- Consumo y salarios

Como se mencionó, uno de los factores decisivos del crecimiento fue la vigorosa expansión del consumo privado, que creció a una tasa media anual del 7,75% entre 2003-2011. Al analizar la trayectoria del consumo y sus posibilidades futuras de expansión, deben identificarse los factores que explican su dinámica. Un factor es aquella fracción del consumo que es relativamente *autónoma* de la evolución del ingreso corriente y es financiada mediante el crédito o por la acumulación previa de riqueza. El otro factor explicativo es la parte del consumo *inducida* por el propio aumento del ingreso, lo que a su vez puede descomponerse en dos elementos diferentes: uno típicamente inducido por el aumento de la renta (el empleo) y un elemento exógeno asociado a los cambios distributivos (el salario real). Existe además un

⁴ Ver por ejemplo Levy Yeyati & Cohan (2012).

⁵ Las mejoras en los precios de exportación fueron mayores en los países productores de minerales y energía (los países andinos y también Brasil), que en otros que exportan productos agrícolas (como Argentina). Mientras los términos de intercambio mejoraron para casi todos los países de la región, en Argentina la mejora fue de un 18% entre 2003 y 2010, mientras en Brasil el aumento fue de casi el 100% en el mismo período. Sin embargo, en esa etapa Argentina creció más rápido que Brasil.

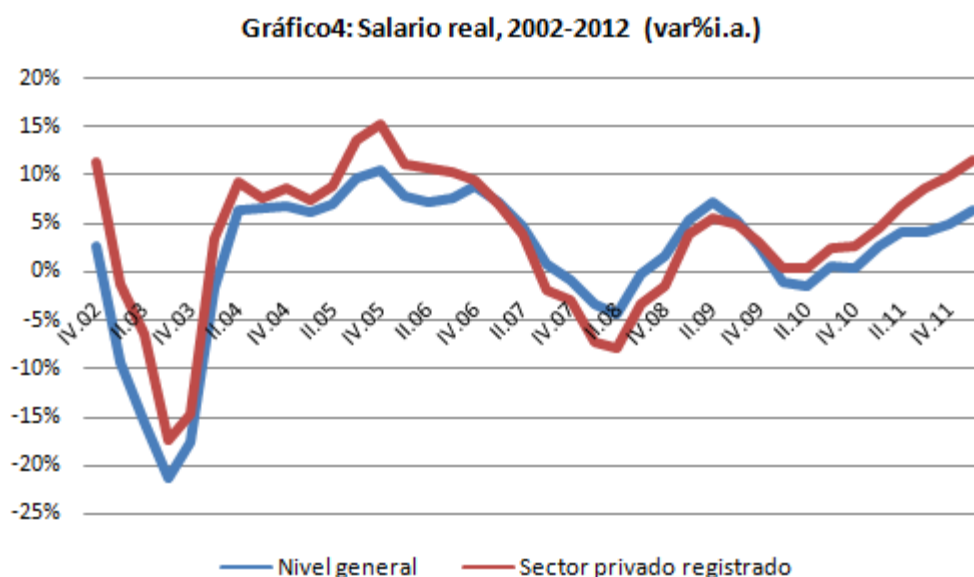
componente exógeno adicional vinculado a ciertas transferencias del Estado, especialmente a partir de 2007 (mayor cobertura previsional, subsidios a las familias, etc.).



Fuente: Ministerio de Economía.

Así, una parte significativa del crecimiento del consumo privado resultó del efecto combinado de la mejora de los salarios reales y la reducción del desempleo. La recuperación de los salarios reales se inició casi simultáneamente con la fase de reducción persistente de la tasa de desempleo en 2003. Pero el factor decisivo en la mejora de los salarios reales fue de carácter político-institucional, entre ellos los aumentos de suma fija durante 2002-2004 y luego el estímulo estatal a las negociaciones paritarias, las que vienen determinando hasta hoy la dinámica salarial.

Pueden advertirse distintas etapas en la dinámica del salario real. Una primera fase de franca recuperación (del II trimestre de 2004 hasta mediados de 2007) que muestra un ritmo particularmente vigoroso. Luego se alternan fases de caídas y subas, culminando en una fase de nuevo aumento real en los últimos seis trimestres, marcando una etapa de mejoras más graduales (Gráfico4). Junto con la disminución del desempleo, el profundo cambio político-institucional en las condiciones de negociación salarial explica la notable transformación en el patrón de crecimiento de los salarios (nominales y reales) desde 2003. Tras la crisis de 2002, la cobertura de los convenios colectivos se encontraba en su nivel más bajo (probablemente menos del 40 por ciento de la población activa y menos del 65 por ciento del trabajo asalariado). Después de 2003-2004, la tendencia se revirtió por el fuerte crecimiento del empleo formal, lo que aumentó automáticamente el número de trabajadores cubiertos por convenios colectivos. Hacia 2006, el 83 por ciento de los trabajadores urbanos registrados en el sector privado en Argentina estaba negociando sus condiciones de trabajo en el marco de los convenios colectivos (Cardoso y Gindin, 2009).



Fuente: Indec y Cenda.

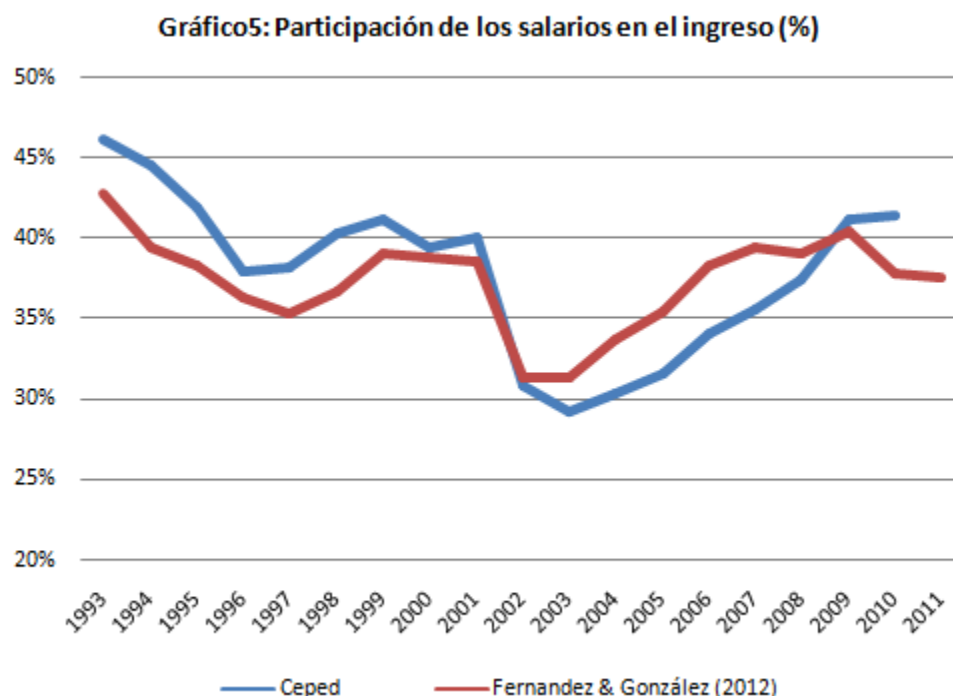
Este porcentaje representa alrededor del 50 por ciento de los trabajadores asalariados del sector privado, sean registrados o no. En 2007, entre los trabajadores cubiertos por convenios colectivos, no menos del 91 por ciento fueron cubiertos por negociaciones colectivas a nivel de la rama industrial y apenas el nueve por ciento de los acuerdos se registraron a nivel de empresa (Trajtemberg, 2007). Estos incrementos se produjeron en un contexto político propicio, que combinó la creciente capacidad y poder de negociación de los trabajadores con un alto crecimiento económico. A su vez, el gobierno promovió explícitamente la negociación colectiva, mientras la persistente inflación estimulaba las negociaciones entre trabajadores y empresarios.⁶

Asimismo, hubo una fuerte recuperación del empleo. Entre 2003 y comienzos de 2007 se registró una fuerte suba en la relación entre la población ocupada y la población total, para estabilizarse desde allí en adelante.⁷ Algo similar ocurrió con la tasa de desempleo, que se redujo rápidamente hasta comienzos de 2007 y desde allí en más siguió bajando aunque a un ritmo más lento.⁸ Estas tendencias en la evolución de los salarios reales y el empleo tuvieron su impacto en la participación de los asalariados en el ingreso (Gráfico5).

⁶ Este nuevo patrón salarial fue posible por el rol del gobierno, que apoyó la negociación colectiva y coordinó la negociación salarial. El papel del Estado en el arbitraje de las controversias que surgían de la puja distributiva ayudó a mantener los precios y salarios bajo cierto control. En 2006, se aprobaron 930 acuerdos colectivos entre sindicatos y empresarios, el número más alto de los diecisiete años previos.

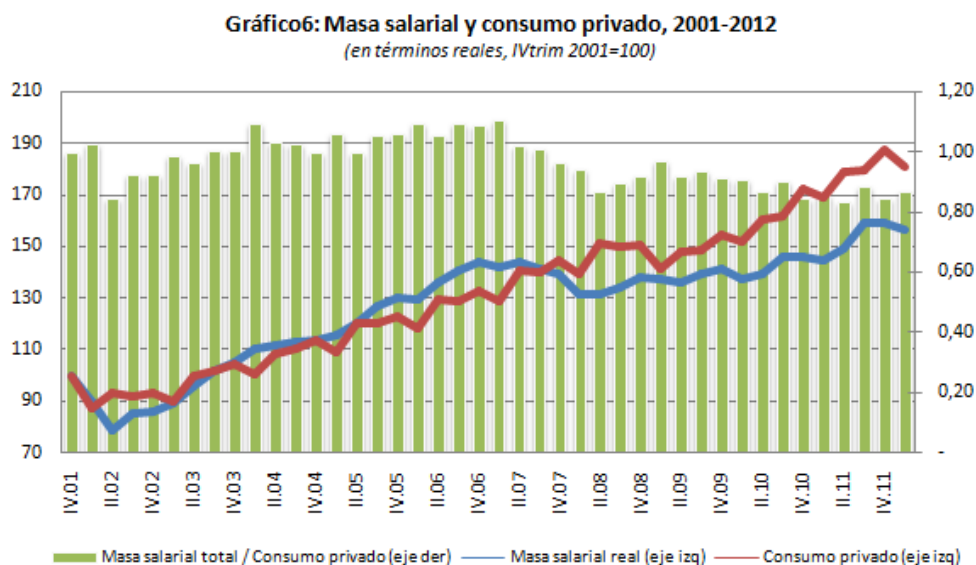
⁷ Ver Damill, Frenkel & Maurizio (2011), págs 46-71.

⁸ La tesis de que la recuperación del empleo tuvo relación con el tipo de cambio real es muy cuestionable. Implica que una devaluación real generaría una mayor demanda de empleo —para un nivel de actividad dado— debido al abaratamiento en moneda extranjera del factor trabajo en relación al capital. Esto implicaría que si el ratio de precio relativo salarios/ bienes de capital (en dólares) se redujera persistentemente, entonces habría un aumento del empleo en todos los sectores con



En efecto, las estimaciones disponibles revelan que después de la crisis de 2001 hasta 2007 hubo una significativa recuperación de la participación asalariada en el ingreso, mientras en los últimos años la participación salarial pareció ingresar en una meseta. En 2009 la mejora de la participación de los asalariados se da en el contexto de un crecimiento nulo, al tiempo que el empleo se reduce proporcionalmente menos y las remuneraciones reales suben. Entre 2010-2011 las mejoras distributivas resultan menores (e incluso podría existir un leve deterioro, según la estimación que se considere). Este lapso se caracteriza por variaciones similares de precios y salarios nominales, pero –dado el fuerte proceso de crecimiento– la productividad crece aún más rápido que el PIB sin que los trabajadores logren capturar plenamente esas ganancias. Recién en 2012 parece insinuarse una reversión de esta tendencia, puesto que los salarios reales vuelven a crecer y la productividad tiene a crecer menos debido a la desaceleración económica (aunque la heterogeneidad salarial se acentúa). Por ende, con los datos disponibles, correspondería caracterizar la situación prevaleciente desde 2007 como de una relativa *estabilización* de la situación distributiva.

independencia de la tasa de crecimiento de la economía. Es un mecanismo análogo a la idea de que la flexibilidad salarial descendente eliminaría el desempleo. Pero en general, existe una relación técnica rígida entre capital y trabajo, insensible al cambio de precios relativos.



De este modo, las mejoras en el empleo habrían estimulado el consumo de las familias no sólo por la incidencia en la recuperación de los salarios reales, sino también al hacer perceptoras de ingresos a personas antes desempleadas. Así, entre 2002 y fines de 2006, se verifica un fuerte aumento de la masa salarial real y una mejora en la participación del consumo asalariado en el consumo privado total.⁹

Como puede observarse en el Gráfico6, la masa salarial real tiene a crecer por encima del consumo privado hasta comienzos de 2007. Tras un lapso breve de contracción, ingresa en una fase de crecimiento más lento. Claramente, desde 2007 se aprecia una brecha entre ambas variables poniendo en evidencia la existencia de un elemento *autónomo* en el impulso al consumo privado.

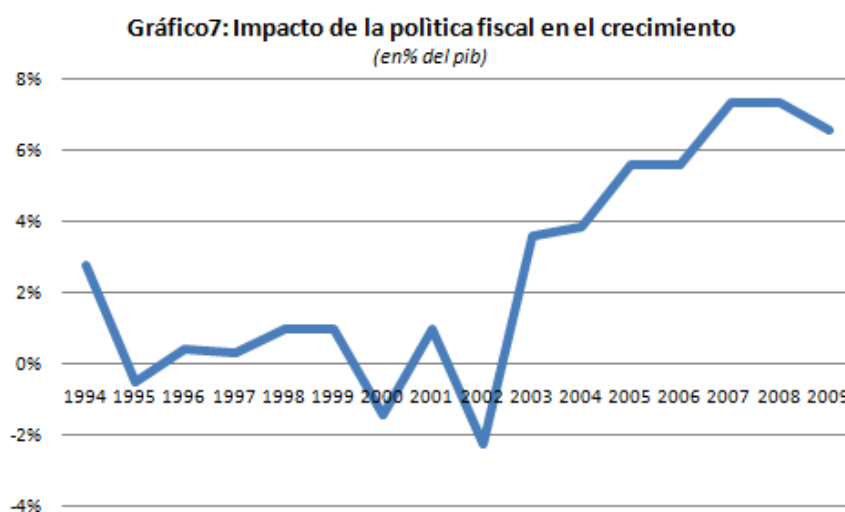
Al respecto, dos hipótesis explicativas parecen ser las más sólidas. En primer lugar, y si bien desde niveles iniciales relativamente bajos, se produjo una creciente expansión del crédito en general, y al consumo de las familias en particular, especialmente en 2010 y 2011. La mejora de los ingresos facilitó la ampliación del crédito a los hogares así como un gradual incremento del endeudamiento total de las familias (BCRA, 2012). El aumento en el nivel de endeudamiento de las familias fue mayormente originado por el desempeño del crédito para consumo (personales y tarjetas de crédito). Sin embargo, el factor más importante en la explicación de la expansión autónoma del consumo privado fueron las significativas transferencias sociales del Estado, especialmente desde 2007 en adelante.

⁹ El índice de masa salarial real se elaboró como producto de un índice de salarios del sector privado (ponderado por registrados y no registrados) del INDEC, deflactado por el IPC-9 provincias y un índice de empleo elaborado con información de la Encuesta Permanente de Hogares (EPH). Se excluyeron los salarios públicos ya que el empleo estatal no puede considerarse un fenómeno inducido por el nivel de actividad.

1.2. La política fiscal

El impacto de la política fiscal en el crecimiento argentino constituye aún hoy un tema controvertido y poco estudiado. Dado que el gobierno sostuvo en los primeros años de la década de los 2000 un superávit fiscal primario alto, algunos economistas sostuvieron que la política fiscal no fue un factor importante en la recuperación de 2002-2003 y que el cambio en el resultado fiscal (de un déficit persistente antes de 2002 a un fuerte superávit desde 2003) fue un resultado indirecto de la devaluación cambiaria, la que habría mejorado la rentabilidad de los exportadores y habría permitido al Estado captar parte de esa renta mediante los impuestos a las exportaciones (Frenkel et al, 2012). El tipo de cambio más devaluado desde 2002 habría sido así el factor clave en la recuperación, mientras la política fiscal habría tenido un sesgo contractivo hasta 2005 (Damill & Frenkel, 2009), para luego tornarse más expansiva añadiendo un estímulo “redundante” y “excesivo” a la demanda agregada que sólo habría contribuido a acelerar la inflación.

Sin embargo, considerar el resultado fiscal (del déficit al superávit) como un *proxy* de cuán expansiva o contractiva es la política fiscal puede ser un error. Con base en el principio de la demanda efectiva y en el Teorema de Haavelmo (1945), se puede construir un indicador que revele el impacto del sector público en el crecimiento argentino reciente.¹⁰ Dicho indicador muestra que la política fiscal se tornó crecientemente expansiva desde 2003 (Gráfico7), independientemente de la consideración del resultado fiscal.¹¹



Fuente: elaboración propia en base al Ministerio de economía.

¹⁰ Siguiendo a Serrano (2012), se estimó el impacto de la política fiscal de acuerdo con el enfoque de Haavelmo (1945). En condiciones de una economía abierta e incorporando el efecto de la suba del grado de utilización sobre la “propensión a invertir”, se derivó el siguiente indicador:

$$\Delta Y = c (\Delta G - \Delta T) (1-j) + \Delta G (1-j) / 1 - [c (1-t) + h] (1-j)$$

donde j es el coeficiente de contenido importado ($j < 1$), G es el gasto público en consumo e inversión, T es la recaudación neta, c es la propensión marginal a consumir, y h es la propensión a invertir.

¹¹ Lamentablemente, la estimación sólo puede hacerse hasta 2009, último año para el que se cuentan datos actualizados para los gastos e ingresos públicos consolidados (Nación, provincias y municipios).

El Gráfico7 merece una serie de observaciones. En primer lugar, el resultado significativamente expansivo que se registra desde 2003 se explica por un aumento directo en las transferencias sociales (jubilaciones), la masa salarial del sector público, el consumo del Estado y la inversión pública (Gráficos8 y 9). Este crecimiento del gasto primario, a su vez, impactó favorablemente en el consumo autónomo (jubilaciones, planes sociales, salarios).

Gráfico8. Gasto público en Salarios y bienes (nominal % anual)

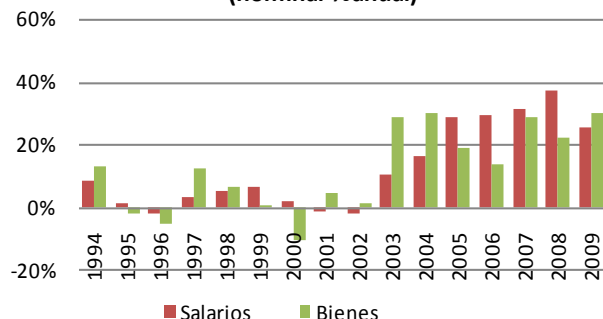
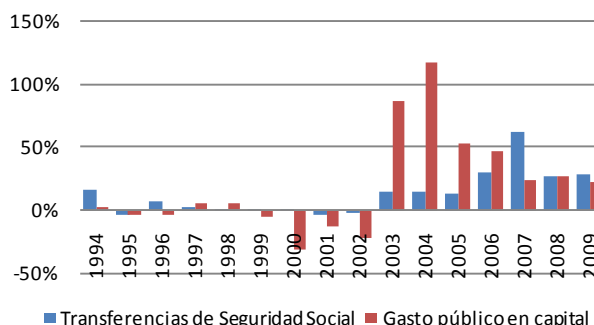


Gráfico9: Gasto publico en Seg. Social y capital (nom% anual)



Fuente: Ministerio de economía.

Por ejemplo, el gasto en seguridad social (que representaba en 2002 el 20% del gasto primario) pasó de una reducción en términos nominales (-4% en 2001 y -2% en 2002), a crecer 14% anual desde 2003 para acelerarse aún más desde 2006. Aún cuando estas cifras corresponden a valores nominales, son muy significativas. La reversión más impactante fue la del gasto público en capital, que venía de fuertes reducciones nominales en los años previos (-32% en 2000, -13% en 2001 y -22% en 2002) y pasó a crecer a tasas impactantes (87% en 2003, 118% en 2004) para estabilizarse en torno al 25% hacia 2009.

Asimismo, entre 2002 y 2007 el superávit primario aumenta al principio y luego se reduce levemente para estabilizarse en torno al 3% hasta por lo menos 2007, mientras en el mismo lapso se producen una expansión fiscal con efectos positivos sobre el nivel de actividad y de empleo. Esto se explica porque el componente más importante del superávit fiscal fue el impuesto sobre las exportaciones primarias. Y el efecto contractivo de los impuestos a las exportaciones es sustancialmente menor que el efecto expansivo del gasto del gobierno. El gobierno utilizó esos ingresos para pagar las obligaciones de la deuda externa reestructurada en 2005, aumentando significativamente su espacio fiscal al tiempo que las principales categorías de gasto primario (inversión pública, transferencias sociales y salarios) crecían a tasas más que significativas.

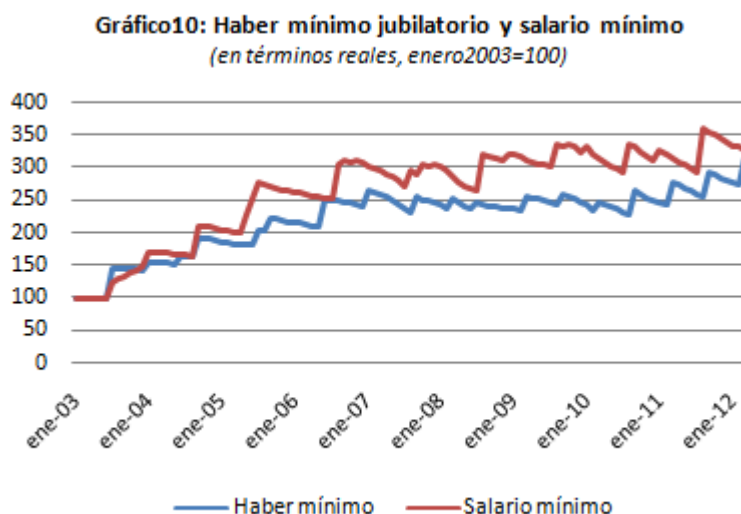
La política fiscal también fue un factor importante en el impulso *autónomo* al consumo privado debido a las significativas transferencias sociales que el gobierno comenzó a implementar desde 2007 en adelante. Por el lado del sistema de seguridad social, se puso en práctica en el primer semestre de 2007 el llamado Plan de inclusión previsional, que otorgó una prestación anticipada y permitió el acceso a cobertura a cerca de 1,4 millones de personas que no cumplían los requisitos para percibir una prestación (Damill & Frenkel, 2009). Este factor presumiblemente es la causa de que el consumo privado crezca entre 2007 y mediados de 2008 a tasas superiores

que la masa salarial real. Luego, hacia fines de 2009, el gobierno instrumentó la denominada Asignación Universal por Hijo (AUH) que implicó en su inicio un subsidio de 94 u\$s por familia, con 1.650.000 hogares beneficiarios y unos 1800 millones de u\$s de inversión total en su lanzamiento (Agis, Cañete & Panigo, 2010). Este es un factor adicional que contribuye a explicar la brecha entre el consumo privado total y la masa salarial desde 2010. Estos factores (la masa salarial y el consumo privado autónomo) serán los estímulos de demanda que más resistirán a la desaceleración del PIB que comienza hacia mediados-fines de 2011.

Estas medidas contribuyeron significativamente a reducir la pobreza y la indigencia, y también redujeron los niveles de desigualdad. Pero además fueron un factor relevante en el impulso al consumo privado autónomo y al propio crecimiento. Las medidas adoptadas en el área previsional implicaron un regreso al sistema de reparto y pusieron en cuestión el enfoque dominante –vigente desde los tiempos de la Convertibilidad– que consideraba a las transferencias basadas en los programas de reparto como perjudiciales para la acumulación de capital. Esta visión había servido de sustento teórico para la adopción de esquemas capitalización los que, presumiblemente, deberían haber estimulado la acumulación de capital al incentivar el aumento del ahorro. En este contexto, las transferencias del sistema de reparto (y de modo análogo también la AUH) deben considerarse como un componente del gasto autónomo, y por ende uno de los elementos que co-determinan la tasa de crecimiento de largo plazo (Cesaratto 2006). Por ende, las transferencias sociales deben considerarse como un determinante del producto más que una mera transferencia de ingresos desde un nivel *dado* de producto. En otras palabras: el gasto social representa un motor del crecimiento (más que una detracción) y por ende no existe necesariamente una contradicción entre mayor equidad social y crecimiento.

En los últimos años se produjo una acelerada recuperación del haber mínimo jubilatorio, que entre diciembre de 2002 y 2007 se incrementó en 75,3% en términos reales (Gráfico10). Luego, la aceleración de la inflación entre 2007 y 2009 llevó a la estabilización del haber mínimo en términos reales, que parece comenzar una nueva fase de recuperación real desde fines de 2011. De todos modos, entre 2002 y 2011 el haber mínimo jubilatorio prácticamente se duplicó en términos reales, y en marzo de 2011 la jubilación mínima, en términos reales, era 88,5% más elevada que la registrada a mediados de la década del noventa (Mendizabal, 2011). Similar patrón de crecimiento se registró para el salario mínimo en términos reales. Por su lado, el haber jubilatorio *medio* real se recuperó también, aunque a tasas más reducidas que el haber mínimo, y se encuentra en términos reales por debajo de los máximos alcanzados en la convertibilidad.¹²

¹² Esta evolución diferencial de los haberes jubilatorios se debió a una política que privilegió la recuperación de los mínimos al tiempo que la franja de beneficiarios alcanzados por la jubilación mínima se ampliaba por la moratoria previsional y el régimen de jubilación anticipada, reduciendo la desigualdad intraingresos.



Fuente: Ministerio de Economía-Cenda.

El sesgo expansivo se hizo aún más acentuado desde 2007, básicamente a partir de la mayor cobertura previsional y los planes de subsidios para hijos de trabajadores informales. De modo que el sector público estuvo afectando buena parte del consumo privado (autónomo e inducido) así como el consumo e inversión públicos, incidiendo indirectamente en el tamaño de los efectos multiplicadores, y por ende amplificando el alcance de la política fiscal.

2- Desequilibrio externo, tipo de cambio e inflación

Como se explicó, el crecimiento acelerado de la economía argentina en los años 2000 se basó en la fuerte expansión de la demanda doméstica (consumo e inversión), estimulada (directa e indirectamente) por una activa política fiscal. Se conformó *de facto* una estrategia que, siguiendo a Medeiros (2010), podríamos denominar “neo-keynesiana”, es decir, una estrategia focalizada en un mayor crecimiento económico mediante la expansión del mercado interno, la reducción de la pobreza y el aumento de los salarios reales. Pero al mismo tiempo, estas mejoras se lograron sin políticas sustantivas encaminadas a modificar los patrones de especialización comercial y/o a inducir un cambio estructural.¹³

En este contexto, la crítica dominante de este esquema es que habría fogueado la inflación. La aceleración inflacionaria registrada desde 2007 estaría revelando un exceso de gasto (particularmente público), profundizando la tendencia al déficit fiscal “financiado con emisión monetaria”. Esto produciría una tendencia creciente a la apreciación real del tipo de cambio, lo que llevaría al desequilibrio externo y a la caída de las reservas. La solución sería una mayor

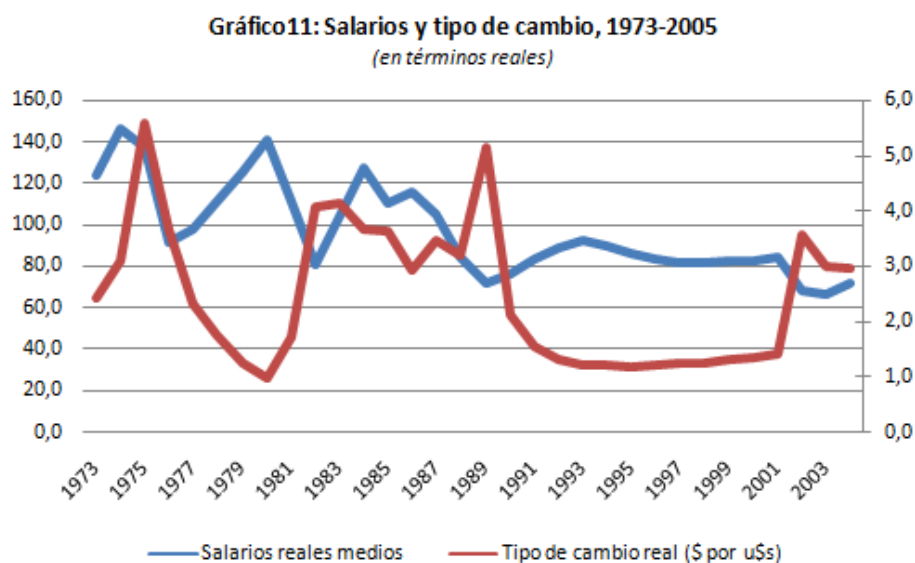
¹³ Como observó Medeiros (2010), esta estrategia se ubica a mitad de camino entre las vías “neo-desarrollistas” (como China) y las estrategias “pasivas e integracionistas” (como México). Pero a su vez mantiene distancia de la anterior estrategia de desarrollo (la industrialización sustitutiva liderada por el Estado) así como de la apertura e integración financiera de los años 90. Es una estrategia característica de países de fuerte base primario-exportadora y una “estructura productiva desequilibrada”.

devaluación del peso para recuperar la competitividad perdida de la economía. A su vez, para que el ajuste cambiario no resulte en una nueva escalada inflacionaria, la devaluación debería acompañarse de un ajuste del gasto interno (desaceleración de los salarios reales y del gasto público).

2.2. Las razones del desequilibrio externo

En primer lugar, es preciso identificar correctamente las razones del desequilibrio de la cuenta corriente externa. Aún en un contexto radicalmente diferente de los años 90 (básicamente, la ausencia de fragilidad financiera), el fuerte crecimiento produjo un *paulatino deterioro de la cuenta corriente* e hizo emerger el tradicional desequilibrio estructural entre importaciones y exportaciones. Pero este desequilibrio no está fundamentalmente causado por la apreciación del tipo de cambio real. Una devaluación real (si fuera de una magnitud suficiente) ajustaría el desequilibrio externo por su efecto *contractivo* sobre el nivel de actividad y la reducción consiguiente de las importaciones, a través de los mecanismos inflacionarios y redistributivos señalados por los viejos estructuralistas. Pero la evidencia disponible es abrumadora respecto de que el efecto de la devaluación real del tipo de cambio sobre las exportaciones e importaciones es muy reducido.¹⁴

Sin embargo, la devaluación real tiene un impacto fácilmente identificable y significativo sobre la inflación y los salarios reales. Históricamente, el tipo de cambio y los salarios (en términos reales) estuvieron negativamente correlacionados. En las fases de auge, los salarios reales crecían y el tipo de cambio se apreciaba, y viceversa.



Fuente: Cenda y Ferreres (2005).

¹⁴ Ver por ejemplo Berretroni & Castresana (2009), Mecon (2009) y Fiorito *et al* (2013).

Pese a la evidencia empírica, la idea de que la devaluación es expansiva y que fue el motor de la recuperación desde 2002 está ampliamente extendida, como por ejemplo, en Frenkel et al (2006), Levy Yeyati (2011) y Bein (2012), entre otros. Incluso, desde una perspectiva distinta, economistas de raíz heterodoxa adoptaron el mismo enfoque (Arceo & Schorr (2011), Campos, González & Sacavini (2010)).¹⁵ Sin embargo, si se considera que el efecto de la devaluación sobre el comercio exterior (exportaciones y sustitución de importaciones) es muy reducido y que el efecto del ajuste cambiario sobre el salario real es más significativo, en verdad la devaluación de la moneda tiene un efecto *global* contractivo, como en la visión de los viejos estructuralistas (y a la inversa, la apreciación cambiaria tiene un efecto global *expansivo* por su efecto benéfico sobre los salarios reales).

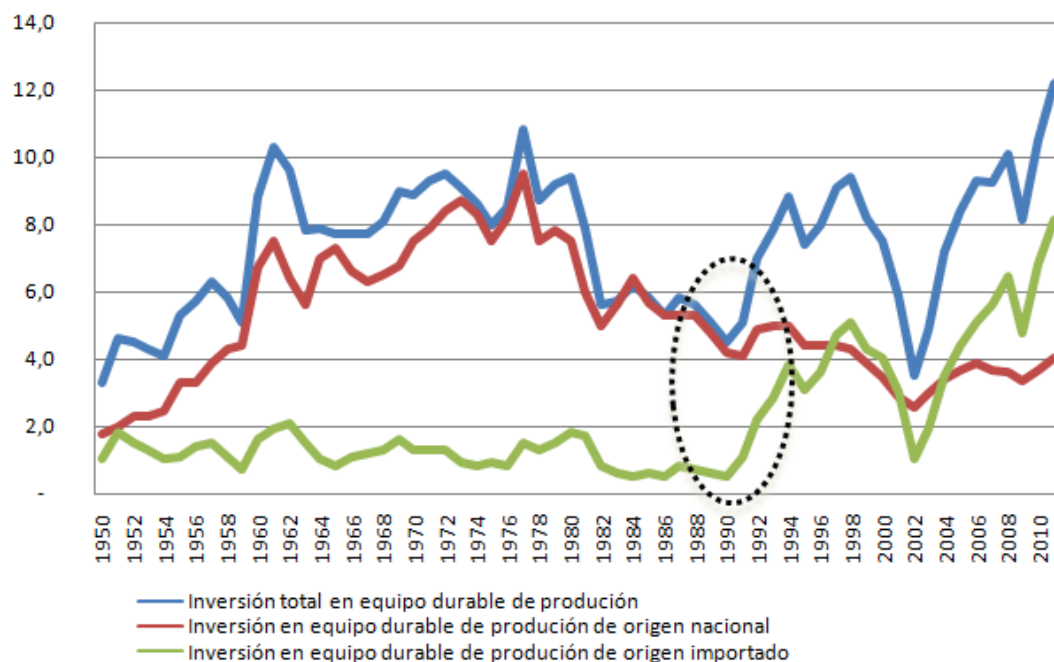
El desequilibrio externo entre importaciones y exportaciones se produce debido a razones *estructurales*, entre las cuales la composición de las exportaciones juega un rol central. La diferente elasticidad ingreso de exportaciones e importaciones, y la alta volatilidad de los precios de las materias primas en el mercado mundial, produjeron fuertes variaciones cíclicas en la capacidad de importación (así como una fuerte inestabilidad cambiaria).¹⁶

Esta condición estructural se agravó con las reformas arancelarias de la convertibilidad. Hasta 1990 la inversión en equipo –que crecía inducida por el empuje de la demanda final– estaba muy correlacionada con la producción nacional de bienes de inversión e insumos (ver gráfico). Así, cuando la economía crecía impulsada por el consumo, las exportaciones o el gasto público, ese crecimiento estimulaba la inversión en equipo de producción, que en buena medida era producido internamente.

¹⁵ El argumento dice que, tras la devaluación de 2002, los nuevos precios relativos recompusieron la tasa de ganancia gracias a la caída del salario. Este sería el impulso que permitió la recuperación del nivel de actividad. Hacia 2007, las subas salariales y la apreciación del tipo de cambio habrían inducido una pérdida de dinamismo industrial y de generación de empleo, señalando un “agotamiento” de la política de “tipo de cambio alto”. Sin embargo, este planteo no puede explicar el hecho de que en 2010 y 2011, con una apreciación real record del tipo de cambio, la economía creció a tasas muy altas otra vez. Este enfoque establece una relación directa entre distribución y crecimiento económico, donde la acumulación (y el empleo) es una función de la rentabilidad. Pero no existe una relación necesaria entre tasa de beneficio y crecimiento. Una vez satisfecho un piso mínimo de la tasa de ganancia, el crecimiento y la inversión dependen sólo de la expansión de la demanda agregada. Ver Cardoso. & Crespo (2012).

¹⁶ Ciertamente, también tuvo sus efectos el proceso inverso: la dependencia financiera y la inestabilidad cambiaria incidían negativamente en la posición del balance de pagos y en los términos de intercambio. Ver Medeiros (2008).

Gráfico12: Inversión en equipo durable nacional e importado, 1950-2011
(% del PIB)



Fuente: Estimación propia en base a Coremberg et al (2006) y Mecon.

Esta era, a su vez, una de las fuentes principales del crecimiento industrial, ya que la provisión de bienes de equipo, insumos e bienes intermedios era satisfecha crecientemente por producción doméstica alentada por las políticas de sustitución de importaciones. Pero desde 1990, tras la abrupta apertura arancelaria, la inversión pasa a correlacionarse mucho más fuertemente con la demanda de bienes de inversión y piezas de capital *importados*, y cualquier alza de la inversión se traduce desde allí en una aceleración de las importaciones.¹⁷

Más en general, este rasgo ayuda a comprender la sustancial reducción que se opera en las importaciones en los ciclos contractivos. Cuando se produce una devaluación significativa de la moneda —como en 2002— las importaciones se reducen *más que proporcionalmente* que el PIB. Esta disminución *no* se opera por efecto de la variación del tipo de cambio sobre los precios relativos (es decir, por la sustitución de importaciones inducida “espontáneamente” por el tipo de cambio) sino porque se reduce mucho el producto y el ingreso total. Al caer el producto, casi automáticamente la inversión productiva *sobre-reacciona* ajustando hacia la baja. Así, dado que Argentina importa gran cantidad de bienes intermedios y bienes de capital (y

¹⁷ Por ejemplo, en el lapso 1950-1989 la correlación entre la inversión total en equipo durable de producción y la inversión en equipo durable de producción de origen importado era 0.45, mientras que en lapso 1990-2011 dicha correlación aumentó a 0.95 (estimado sobre las series presentadas en “Patrones de la inversión y el ahorro en la Argentina”, Coremberg, Goldszier, Heymann y Ramos, Cepal, diciembre de 2007).

proporcionalmente más que antes), el principal determinante de las importaciones es la inversión, y no el tipo de cambio.¹⁸

Esta explicación pone en cuestión la hipótesis de que el desequilibrio externo argentino sería una manifestación de políticas “irresponsables”, resultado de un “exceso de demanda” y de una inversión que crece poco, lo que se traduciría en crecientes importaciones. Ocurre otra cosa: el déficit externo se produce por las ingentes importaciones de bienes de capital e insumos intermedios producto de un fuerte crecimiento de la inversión estimulado, su vez, por la sostenida demanda de bienes finales. En verdad, como anticiparon los viejos estructuralistas, la economía puede enfrentar una restricción externa mucho antes de alcanzar la “plena utilización de los factores” (cosa que, por otra parte, rara vez ocurre dado que la “oferta de factores” se ajusta a la tendencia de la demanda efectiva).

De modo que el crecimiento acelera la inversión y ésta expande las importaciones, mientras las exportaciones crecen a una tasa autónoma (menor) respecto de la inversión en equipo durable de producción. Este es el origen del creciente desequilibrio de la cuenta corriente en la actualidad y puede apreciarse en la altísima correlación existente entre la tasa de crecimiento de la inversión en equipo y la dinámica de las importaciones. En síntesis, la propensión a importar de la economía no es compatible con su base exportadora.

Esta explicación, a su vez, pone de manifiesto que el tipo de cambio real no es el factor que impulsa el crecimiento de la industria. Como muestra la evidencia empírica, el tipo de cambio real tiene un efecto acotado sobre las exportaciones y las importaciones, y un efecto *ambiguo* sobre el crecimiento industrial. Una regresión sencilla basada en datos trimestrales para el lapso 2002.1 a 2012.1 con 41 observaciones muestra que la inversión en equipo de origen nacional y las exportaciones típicamente industriales (MOI) explican la parte más significativa del crecimiento industrial en Argentina, en tanto el tipo de cambio real ni siquiera es *estadísticamente* significativo.¹⁹

¹⁸ Damill, Frenkel y Rapetti (2012) identifican como causa de la recuperación de 2002 a un muy breve (y extraño) proceso de sustitución de importaciones que, enseguida, habría dado lugar a una expansión liderada por la demanda doméstica. La evidencia de este fugaz proceso sustitutivo sería el aumento del componente nacional en la demanda agregada en 2002, algo que puede explicarse mejor sobre la base del acelerador de la inversión (debido a que una parte sustancial de la demanda de bienes de inversión se satisface con importaciones). El hecho de que la economía en 2002-2003 no registre el mismo coeficiente de importaciones que a fines de los años 90, se debe a que la participación de la inversión en el PIB era todavía menor que a fines de la década (por ende, implicaba un menor volumen de importaciones en relación al producto).

¹⁹ Cabe señalar, asimismo, que las exportaciones de origen industrial son poco sensibles en general a las variaciones del tipo de cambio, y altamente elásticas a los niveles de actividad de los socios comerciales (Brasil), por lo cual ni siquiera en este caso el tipo de cambio tiene un rol relevante.

Tabla1: Crecimiento industrial, inversión en equipo y exportaciones de manufacturas

Variable dependiente: volumen físico de la producción industrial

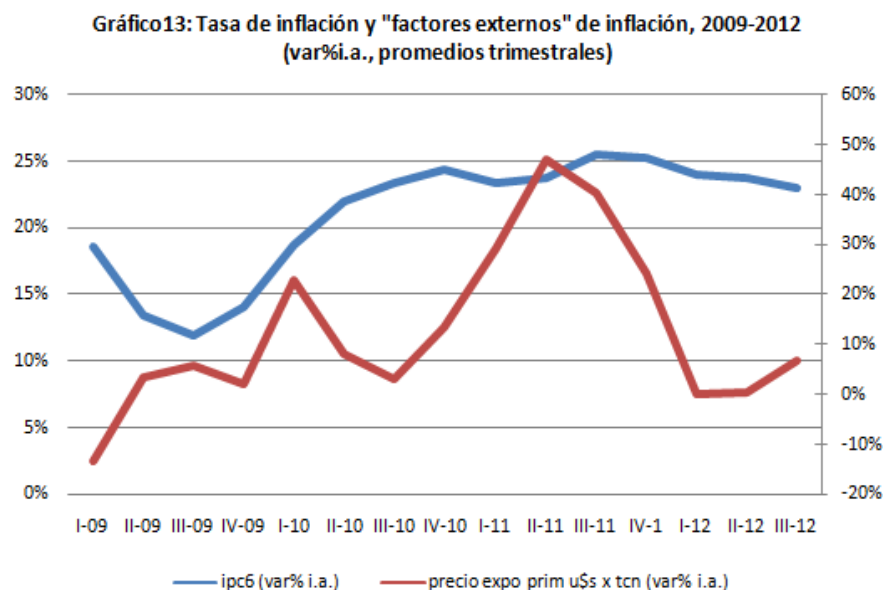
Variable	Coeficiente	Error Std	t-Statistic	Prob.
C	0.842240	0.843920	0.998009	0.3246
MOI	0.138990	0.037282	3.728.086	0.0006
IBEDNac	0.183044	0.039847	4.593.729	0.0000
R-cuadrado	0.805130	Durbin-Watson	2.006.878	

Fuente: Ministerio de Economía e Indec.

MOI: Manufacturas de origen industrial; IBEDNac: inversión en equipo durable de origen nacional;

2.2. Inflación y distribución del ingreso

Por tanto, estas comprobaciones relativizan la incidencia negativa de la inflación sobre el crecimiento a través de sus efectos sobre la apreciación del tipo de cambio y obliga a considerar más de cerca los efectos de la inflación sobre la distribución del ingreso y la demanda agregada.²⁰ Las tasas estimadas de inflación parecieron estabilizarse desde mediados de 2010 en un entorno cercano al 23/25%, con cierta tendencia a la desaceleración en los últimos meses. El gráfico13 muestra los principales “factores externos” de la inflación argentina (básicamente un índice combinado que incluye la variación del TC nominal y de precios en dólares de las exportaciones primarias) junto con la tasa de inflación.



Fuente: Ministerio de Economía-Cenda.

²⁰ Esto no quiere decir que el tipo de cambio real no sea un instrumento que pueda ayudar a diversificar la estructura de las exportaciones y mejorar la sostenibilidad externa del crecimiento, como sostenía Diamand (1972). Pero el efecto del tipo de cambio sobre el crecimiento de la economía es algo muy diferente. Además, considerando que el determinante principal de las importaciones es la inversión productiva, el rol del tipo de cambio en este punto se reduce considerablemente y cobran más importancia relativa las políticas industriales específicas y de sustitución selectiva de importaciones.

Si bien se aprecia una correlación positiva entre estos “factores externos” y la inflación agregada, no parecen suficientes para explicar la dinámica de la inflación doméstica en su totalidad. En particular, la reducción de la presión externa sobre los precios domésticos (tipo de cambio nominal y precios internacionales) no parece traducirse en reducciones de la misma magnitud en la tasa de inflación interna, la que exhibe una considerable rigidez. La explicación usual en este caso es que la inflación argentina se habría tornado predominantemente “inercial”, una respuesta *ad hoc* ante la evidencia de que la inflación no disminuye (o lo hace muy poco) cuando cede la presión de los precios internacionales de las commodities y/o del tipo de cambio, e incluso en las fases de contracción de la demanda agregada.

Tras la crisis de 2009, el argumento era que hasta 2008 la inflación habría tenido como causa un “sobrecalentamiento” de la demanda agregada, pero luego –cuando se verificaron tasas de inflación similares con *desaceleración* de la demanda agregada- la economía habría estado ajustando sus precios por la inflación pasada, los que habrían quedado relativamente independizados del nivel de actividad.

Esta visión “inercial” de la inflación fue muy popular en los años 80 y sirvió de base de las políticas denominadas de “shock heterodoxo”. Si bien el enfoque inercialista muchas veces se confunde con los modelos de inflación por conflicto distributivo, existen diferencias importantes entre ambas visiones con implicancias de política claramente diversas. En la visión inercialista, aún cuando el proceso inflacionario haya tenido origen en el conflicto distributivo, éste no tiene ningún rol en la *perpetuación* de la inflación. En ausencia de shocks, la inflación corriente reproduce (y es determinada por) la inflación pasada. Hay por ende un proceso de *adaptación* al conflicto que cierra la brecha entre el salario real promedio y el salario real “deseado”, y por lo tanto el conflicto original desaparece. En este contexto, en ausencia de nuevos shocks, la inflación es un proceso inherentemente *estable*.

En el enfoque de inflación por conflicto, en cambio, el conflicto distributivo está en el origen del proceso inflacionario *al mismo tiempo* que constituye un importante factor en la perpetuación de la inflación. El supuesto crucial que distingue este enfoque del inercialista es que el proceso de adaptación de las clases y grupos sociales a la inflación (y al conflicto) es *incompleto*, de modo tal que una “brecha de aspiración” siempre está presente en la inflación corriente. Así, el salario real “deseado” debe considerarse una variable exógena que no es influenciada necesariamente (y mucho menos determinada) por la evolución reciente del salario real promedio.

Esta adaptación incompleta de las clases y grupos sociales (o la no adaptación) a la inflación tiene implicancias importantes. La brecha entre el salario real “deseado” y el salario real medio juega un rol no solo en la explicación de los cambios en la tasa de inflación, sino también como un mecanismo que puede hacer “crónica” la inflación. Debido a esta adaptación incompleta, la “brecha de aspiración” no puede eliminarse y, llegado el caso, en ausencia de conflicto distributivo (con una “brecha de aspiración” cercana a cero), la inflación tendería forzosamente a desacelerarse. No es así en los modelos de inflación inercial, donde –en ausencia de nuevos shocks- la inflación permanece *constante* (Ros, 1989; Serrano, 2010).

Más concretamente, aún cuando no existan contratos formales de indexación, siempre la inflación pasada (la que corresponde al último ajuste del contrato y el presente) tiene un peso importante en la inflación corriente. Pero no hay razón para suponer que, *para la economía en su conjunto*, la indexación a la inflación pasada será *completa*. Existe gran cantidad de evidencia en todo el mundo, especialmente desde mediados de los 90, acerca de que los coeficientes de

persistencia de la inflación son menores a la unidad²¹. Y un fenómeno similar parece registrarse en Argentina.²²

Una hipótesis fundamental del enfoque de inflación inercial es que el markup *real* es fijo (y exógeno).²³ A su vez, la hipótesis de que el crecimiento del salario nominal es igual a la tasa de inflación del período anterior, implica suponer que los trabajadores alcanzan el pico de renta real del periodo anterior pero *no* buscan (o no pueden) aumentar sus salarios reales medios.

En un modelo más realista (y más cercano a la experiencia argentina), cuyo núcleo sea el conflicto distributivo, debería considerarse que los markups *nominales* –en general– no ajustan plenamente ante cambios en los costos salariales, por ende un aumento en la tasa de crecimiento de los salarios nominales, aún cuando más tarde termine por aumentar la inflación, aumentará también –al menos parcialmente– el salario real medio y provocará una reducción del markup real (Serrano, 2010). Por otra parte, en este contexto una reducción en la tasa de crecimiento de los salarios nominales llevará a un aumento del markup real y reducirá los salarios reales medios.

Esta conclusión tiene una implicancia muy importante para la política de ingresos (muy diferente del enfoque inercialista), ya que resulta evidente que para los trabajadores sólo tiene sentido renunciar a los reajustes nominales de sus salarios si los markups nominales *se redujeran al mismo tiempo y en el mismo monto*; en caso contrario, los trabajadores sufrirían una pérdida de sus salarios reales. En el modelo inercialista, en cambio, debido a la hipótesis de markup real fijo, la reducción de la tasa de crecimiento del salario nominal solo afecta la inflación pero no tiene consecuencias distributivas.

Como los trabajadores carecen de la posibilidad de afectar directamente los markups nominales de las empresas, es natural que exista una fuerte (y comprensible) resistencia de los asalariados a cualquier reducción en la *tasa de crecimiento* de sus salarios nominales. Por ende, no hay ninguna “irracionalidad” en esta conducta de los trabajadores. A su vez, este comportamiento es el que hace “crónica” la tasa de inflación y explica su dinámica “inercial”.²⁴ Esta “inercia” es en verdad el resultado de una puja por modificar la distribución (y/o resistir sus cambios) y no de la mera reproducción de algún conflicto distributivo o shock de oferta *original*. Mientras para los inercialistas, la inflación es un proceso estable que tiende *resolver* el conflicto original, para los modelos de inflación por conflicto dicho fenómeno está lejos de configurar un proceso estable,

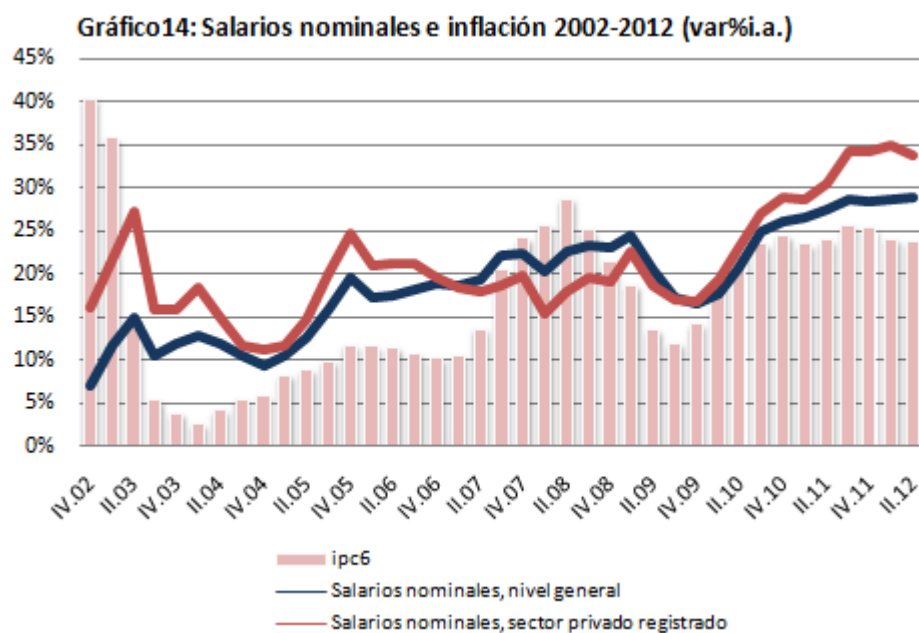
²¹ Por ejemplo Fair (1997, 1999 y 2004). Setterfield & Lovejoy (2006) muestran que cuando se introduce explícitamente una variable *proxy* del conflicto distributivo en la curva de Phillips para USA, la estimación del coeficiente de inercia cae significativamente y resulta claramente inferior a la unidad.

²² D’Amato & Garegnani (2009) estimaron una Curva de Phillips “híbrida” neo-keynesiana para el período 1993-2007, incorporando el efecto de la devaluación nominal y la inflación internacional, y encontraron que la importancia relativa de la inflación pasada es mayor que en el caso forward-looking y que la inercia también es parcial.

²³ Nótese que este supuesto tiene la implicancia de que el crecimiento de los salarios nominales no puede alterar nunca la distribución del ingreso: el salario real será siempre *endógeno* sea cuál sea la tasa de reajuste nominal entre periodos.

²⁴ Ver Serrano (2010, sección4).

y su *intrínseca inestabilidad* encierra diversos riesgos (entre ellos, la caída de los salarios reales y sus efectos sobre la distribución del crecimiento y sobre el crecimiento).²⁵

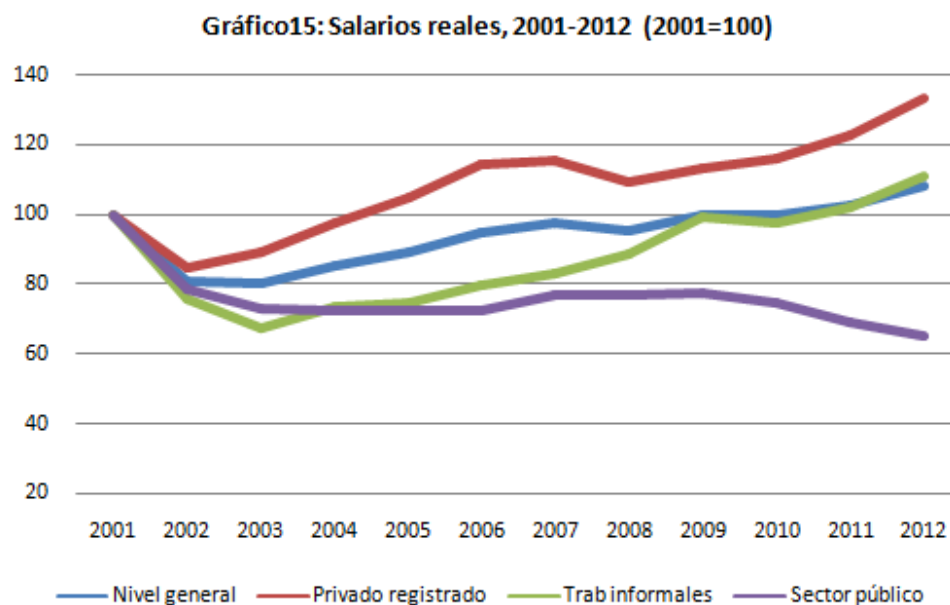


Fuente: Indec-Cenda y elaboración propia.

Esta lógica de interacción entre el conflicto distributivo e “inercia” encuentra en Argentina su manifestación más palmaria, ya que particularmente en los últimos tres años la tasa de inflación se torna rígida y fluctúa en torno al 22/25% anual. Pero este nivel de inflación no implica necesariamente una caída (o constancia) del salario real y es, más bien, el resultado de la recuperación del poder de compra salarial, particularmente de los trabajadores del sector privado registrado (Gráfico14).

Excepto en momentos puntuales (como el shock de precios internacionales de 2007-2008 o el shock de precio de la carne en el primer trimestre de 2010), tanto los salarios del sector formal privado como las remuneraciones nominales medias crecen persistentemente por encima de la inflación desde 2003. De este modo, a excepción de los trabajadores del sector público, hacia 2012 el conjunto de los asalariados había superado los niveles reales vigentes en 2001.

²⁵ Asimismo, como observa Summa (2012), una parte de la inflación pasada puede explicarse por factores estructurales e institucionales. Las economías reales se organizan en cadenas productivas; por ende, un cambio en el precio de las materias primas o insumos básicos, por ejemplo, se traduce en costos más altos para los bienes intermedios y finales, y este proceso de transmisión de los precios lleva algún tiempo. Así, *parte* de la inercia inflacionaria podría ser explicada por los rasgos intrínsecos de un sistema de input-output.

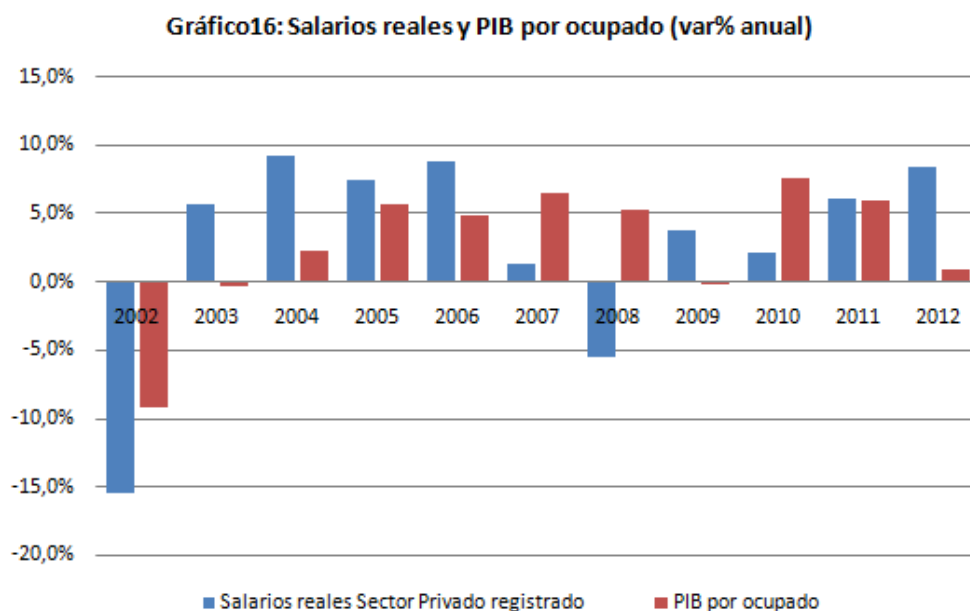


Fuente: Indec y elaboración propia en base a IPC6 provincias.

Ciertamente, la evolución de los ingresos reales de los distintos grupos de asalariados presenta una creciente heterogeneidad, observable en la brecha creciente entre el salario del sector privado registrado y el promedio. Asimismo, respecto de la relación entre salarios y productividad, si se compara la variación acumulada entre 2001 y 2012 de los salarios reales (privados formales) y la productividad global (aproximada por el PIB por ocupado) resulta que los salarios reales han crecido prácticamente en línea con la productividad (alrededor de 33%).

Sin embargo, esa medida puede ser engañosa, porque podría dar la imagen de que los salarios reales crecieron en línea con la productividad *a través del tiempo* (lo que no es real). En la realidad, al comienzo los salarios reales cayeron bruscamente (por la gran devaluación de 2002) y luego iniciaron un sendero de vigoroso aumento, para ingresar en una etapa de subas más graduales desde 2007. Esta trayectoria puede dar por resultado una tendencia al aumento de la inflación, en la medida en que los costos laborales crecientes son un índice de que los trabajadores intentan (y paulatinamente consiguen) cambiar la distribución del ingreso mientras los empresarios tratan de defender la participación previamente alcanzada en el excedente. Todo esto, además, ocurre en medio de shocks de oferta (precios internacionales y otros) que agravan el cuadro.

La tendencia de los salarios reales a crecer sistemáticamente por encima de la productividad entre 2003 y 2006 no es neutra en términos de niveles de inflación. Pero, además, tras los shocks de costos de 2007/2008 y 2010, el conflicto se reanuda y los salarios reales tienden a subir otra vez por encima de la productividad (Gráfico16).



Fuente: Indec e ipc6 provincias.

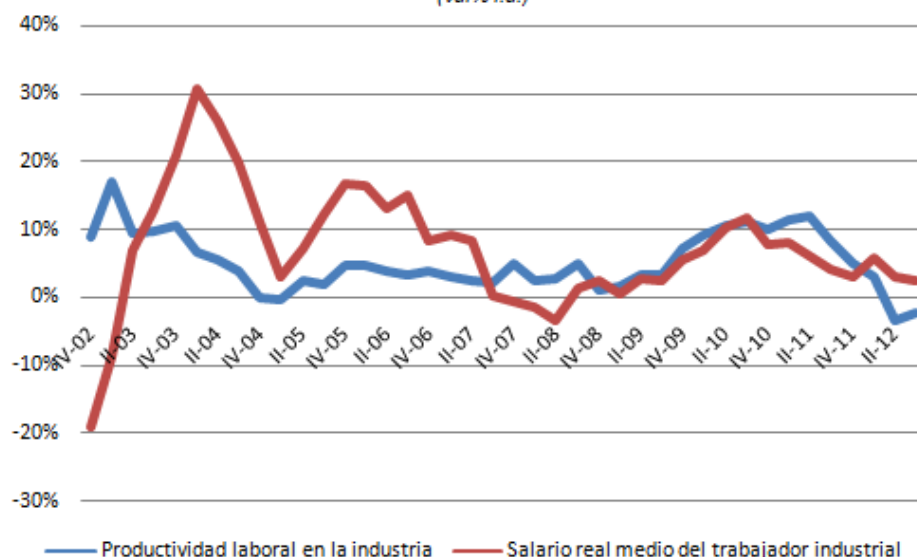
Lo mismo ocurre en el sector industrial (Gráfico17). Sin embargo, en el caso de que los salarios hubieran crecido siempre en línea con la productividad, la inflación habría tendido a permanecer constante e incluso a desacelerarse.²⁶

²⁶ Existe un argumento adicional que no podemos discutir extensamente aquí y que adjudica la aceleración de la inflación a la conducta de empresas con gran poder de mercado. Si la inflación estuviera siendo causada por el aumento *autónomo* de los markups (sea por la presencia de oligopolios o no), entonces debería verificarse una caída persistente de la participación de los salarios en el ingreso. En efecto, supongamos:

$$\pi = \Delta\mu + \Delta W - \Delta\gamma$$

donde : π es inflación, μ es el markup, W salario y γ es la productividad. Desde un enfoque de *cost push inflation*, esta ecuación es tautológica y no contiene indicación de comportamiento. Sin embargo, si los empresarios se apropiaran de todas las ganancias de productividad y además generaran la inflación mediante la suba autónoma de μ , la participación de los salarios en el ingreso debería caer *constantemente*, cosa que no ocurre.

Gráfico17: Productividad y salarios en el sector industrial
(var% i.a.)



Fuente: Indec e ipc6.

No existe impedimento para que en determinadas circunstancias adversas se produzca una baja del salario real o su estancamiento, ni existe ningún mecanismo automático que provoque la suba de los salarios reales por encima de lo estrictamente necesario para lograr condiciones de vida socialmente tolerables en cada momento histórico. Entre el mínimo nivel salarial considerado “civilizado” y la tasa máxima de salario (que corresponde al excedente neto de las inversiones necesarias para la reproducción material del sistema), existe una amplia gama de valores que el salario real puede adoptar y que depende estrictamente de la fuerza negociadora de los trabajadores.²⁷

En este contexto, la inflación es siempre la manifestación de un conflicto latente sobre la distribución del ingreso (al margen de si uno cree que el salario es muy alto o es muy miserable). El estado de este conflicto, así como los hábitos que determinan el patrón (“normal”) de consumo asalariado, son el resultado de treguas temporales, es decir, un compromiso (más o menos transitorio) entre intereses en conflicto. Esta tregua (que define la “normalidad” de la distribución del ingreso) es factible de ser quebrantada apenas una de las partes se siente lo suficientemente fuerte para intentarlo. En este sentido, el conflicto distributivo que caracteriza a la economía argentina desde 2003 debe entenderse como una batalla en la cual se busca definir, tras el dramático episodio de la devaluación de 2002 (y que llevó los salarios reales a un inéditamente bajo nivel histórico), cuál será, finalmente, el nivel del salario “normal” de los años por venir.

Las prevenciones de muchos economistas a admitir que los salarios tienen una relación necesaria con el conflicto distributivo y la inflación, se originan en el temor de que ese

²⁷ La otra variable en juego, que sirve de *referencia* a la tasa de ganancia, es la tasa *real* de interés (Pivetti, 2008).

reconocimiento pueda legitimar políticas de represión salarial que conduzcan a un empeoramiento de la situación de los trabajadores y a congelar una cierta situación distributiva. Sin embargo, existe un peligro mayor, a saber: que un diagnóstico erróneo del proceso inflacionario conduzca a políticas erróneas (o a la inexistencia de toda política), dejando librada la tasa de inflación a lo que resulte del conflicto con el riesgo potencial de una aceleración que produzca una desorganización de la economía y/o un deterioro de la distribución del ingreso.

Estas prevenciones reaparecen una y otra vez en las expresiones cargadas de consideraciones éticas, según el cual los salarios no serían "culpables" de la inflación. Pero aquí no se trata de ética. Los trabajadores ciertamente no son "culpables" de que el salario sea el principal costo de producción de la economía (además de su propio medio de vida), y de modo análogo los capitalistas no son "culpables" de que sus costos de producción involucren ingresos de otras personas. La pregunta acerca de quiénes son los "culpables" de la inflación constituye un planteo erróneo. La pregunta relevante es de qué manera y en qué dirección el proceso inflacionario transfiere ingresos entre los grupos sociales, y cómo intervenir en ese proceso de manera tal que los grupos sociales más débiles no sufran pérdidas en sus ingresos reales.

En este contexto, es importante señalar que uno de los peligros de este proceso es que la ampliación de la brecha salarial (como parece registrarse en los últimos tres años) termine perjudicando a los trabajadores de menores salarios (de hecho, existe una diferencia no menor en la evolución de las diferentes categorías de salarios) o bien que la potencial aceleración de la inflación termine por producir una caída del salario real medio, con sus implicancias en términos de distribución y crecimiento.

3. Desaceleración y dilemas de política

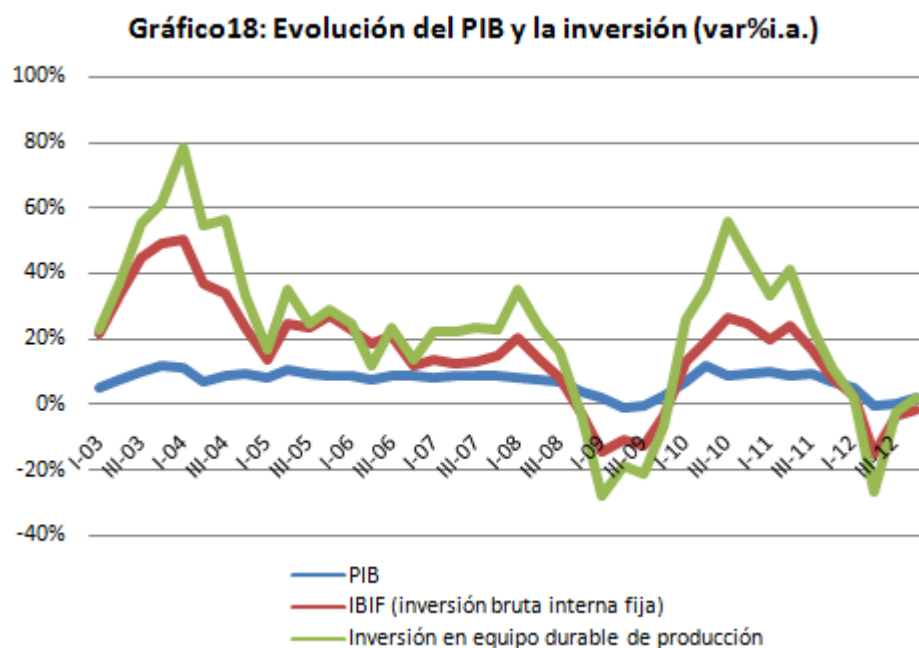
El PIB agregado había crecido 9,2% en 2010 y 8,9% en 2011, mientras el consumo privado se expandía al 9% y 10,7%. Si bien la cuenta corriente externa exhibía un progresivo deterioro, ingresando en una fase de cuasi equilibrio, la posición del balance de pagos no mostraba signos de fragilidad financiera como en el pasado.

Sin embargo, en el tercer trimestre de 2011 el PIB comienza un proceso de franca desaceleración. Entre el tercer trimestre de 2011 y el primer trimestre de 2012 la demanda agregada se contrae un 8% en términos reales. En términos puramente contables, 2,1 puntos de esa reducción son explicados por un aporte negativo de las exportaciones, mientras 6,2% constituye el aporte negativo de factores domésticos. El consumo privado fue el factor de "resistencia" a la tendencia contractiva.

3.1. Las causas de la desaceleración

El primer componente de la demanda que se desacelera es la inversión productiva. Esta desaceleración es consistente con el principio del acelerador. La inversión en equipo sigue la tendencia de crecimiento de los gastos autónomos que impulsan el PIB. Primero, cuando el PIB aumenta su tasa de crecimiento, la inversión describe un *overshooting* ("acelera"), ya que debe crecer más que el PIB para ajustar la capacidad a la demanda; cuando el crecimiento del PIB se estabiliza, la inversión tiende forzosamente *converger* a esa tasa y naturalmente tenderá a desacelerarse (lo mismo ocurrió entre 2003 y 2009, ver gráfico). De modo que por esas razones

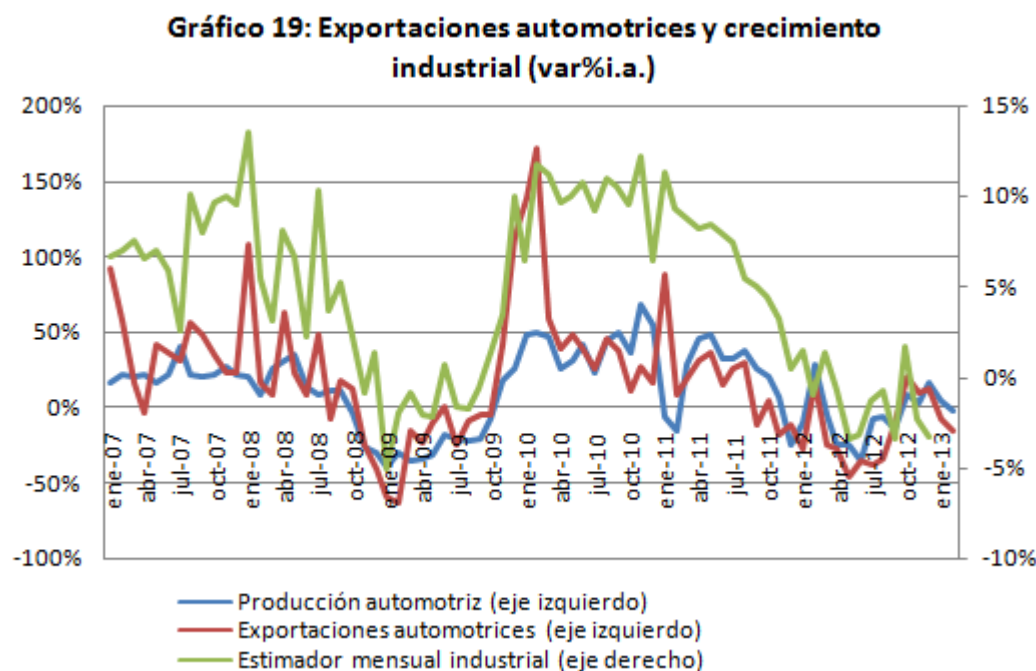
la inversión ya había comenzado a desacelerarse a mediados de 2010, cuando la tasa de crecimiento del PIB se había estabilizado.



Fuente: Ministerio de Economía.

Esta desaceleración de la inversión implica por supuesto un impulso contractivo sobre el crecimiento de la demanda agregada. Por otro lado, las exportaciones pasan de crecer 28% interanual en el tercer trimestre de 2010 a mostrar crecimiento *nulo* en el segundo trimestre de 2011. Luego exhiben una cierta recuperación y vuelven a derrumbarse en el segundo trimestre de 2012 (-10% interanual). Pero el impacto de la contracción de las exportaciones solo puede explicar una parte menor del impulso contractivo total y no muestra una correlación clara con la dinámica del PIB.

No obstante, en el sector industrial el peso de las exportaciones (básicamente automotores) como fuente de demanda es mucho más importante que en el caso de las ventas externas para el PIB global. Por eso se aprecia una alta correlación entre el ciclo industrial y las exportaciones automotrices (que en más de un 80% se dirigen al mercado brasileño) (Gráfico19). De este modo, el mercado externo afecta la evolución de la producción industrial y por esta vía puede afectar la dinámica global de la economía.



Fuente: Indec y Adefa.

Sin embargo, como se explicó, la dinámica de las exportaciones, aunque significativa como fuente de demanda (particularmente en la industria), no puede explicar la abrupta desaceleración del PIB global. Asimismo, los términos de intercambio estaban en sus niveles más elevados de los últimos años. Cabe subrayar, además, que si el “viento de cola” (las favorables condiciones externas) son condiciones necesarias pero no constituyen la explicación principal del importante crecimiento argentino reciente, ahora no puede ser ese “viento de cola” el principal responsable de la desaceleración (ni podrá ser la causa de la recuperación de un crecimiento vigoroso). La prueba de esto es que mientras Argentina encabezó el ranking de mayores tasas de crecimiento en América Latina en los últimos años, actualmente se ubica bien por debajo de ese promedio. Y ciertamente es factible pensar que la situación internacional afecta a toda la región.

Tabla2: PIB, tasas de variación anual

(En millones de dólares a precios constantes de 2005)

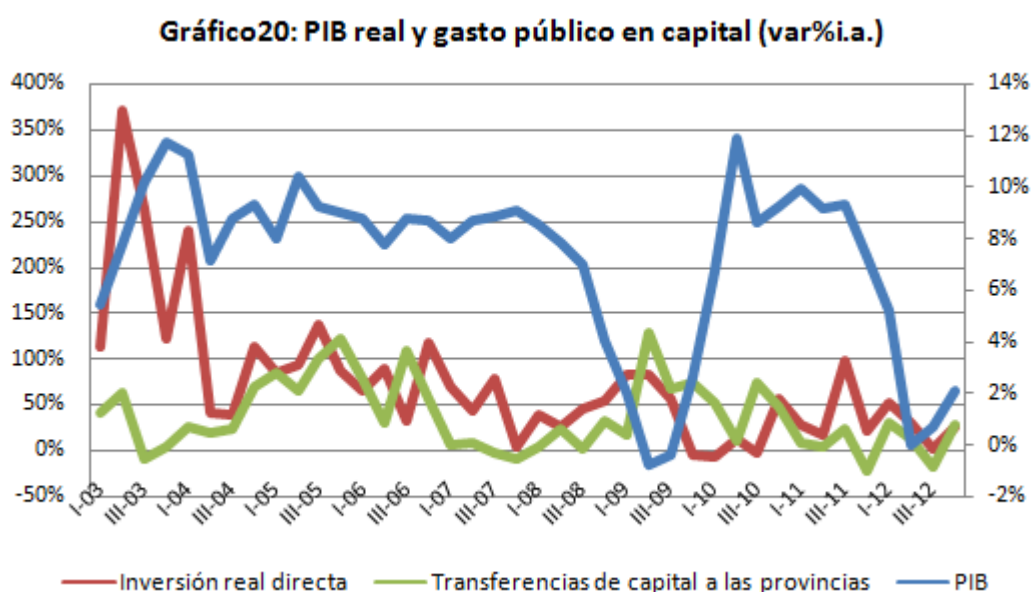
	Argentina	Brasil	Chile	Colombia	México	Perú	Uruguay	Venezuela
2010	9,2	7,5	6,1	4,0	5,6	8,8	8,9	-1,5
2011	8,9	2,7	6,0	5,9	3,9	6,9	5,7	4,2
2012	2,2	1,2	5,5	4,5	3,8	6,2	3,8	5,3

Fuente: Cepal

Nota: 2012 es estimado.

Por ende, debemos focalizar el análisis en la política macroeconómica. Tras el amplio triunfo en las elecciones de octubre de 2011, el gobierno anunció algunos cambios significativos en la política económica bajo el rótulo de “sintonía fina”. Aumentos graduales en los servicios públicos, límites sugeridos a los aumentos salariales, restricciones a las importaciones y la puesta en práctica de un amplio control de cambios fueron algunas de las modificaciones. Presumiblemente, el cambio en la política fiscal se debió a que se había ingresado en una tendencia al déficit fiscal y eso llevó a una paulatina reducción de los subsidios al sector privado, junto con la desaceleración de otros gastos, para recomponer el equilibrio fiscal.

Este giro de la política macroeconómica hacia una mayor austeridad fiscal tuvo lugar en momentos en que ya estaban operando tendencias graduales hacia la desaceleración económica (tasas decrecientes de la inversión productiva, estabilización de la situación distributiva y una reducción de las exportaciones). El cambio en la posición fiscal se aprecia claramente comparando la desaceleración actual con los dos episodios previos de recesión o desaceleración (2002 y 2009) y sus correspondientes respuestas de política.



Fuente: Ministerio de Economía.

Mientras en 2002 y en 2009 es fácil observar la vigorosa respuesta anti-cíclica de la inversión pública frente a la reducción del ritmo de crecimiento, en 2012 la respuesta de política es enteramente procíclica. Debe aclararse, además, que la inversión pública no fue la única respuesta de política en 2009, como se observa en la Tabla3, puesto que hubo también una fuerte expansión de las transferencias sociales. También en estos ítems se observa una *desaceleración* posterior en términos reales hacia 2012.

Tabla3: Planes sociales (incluida AUH)

(precios de 2011)

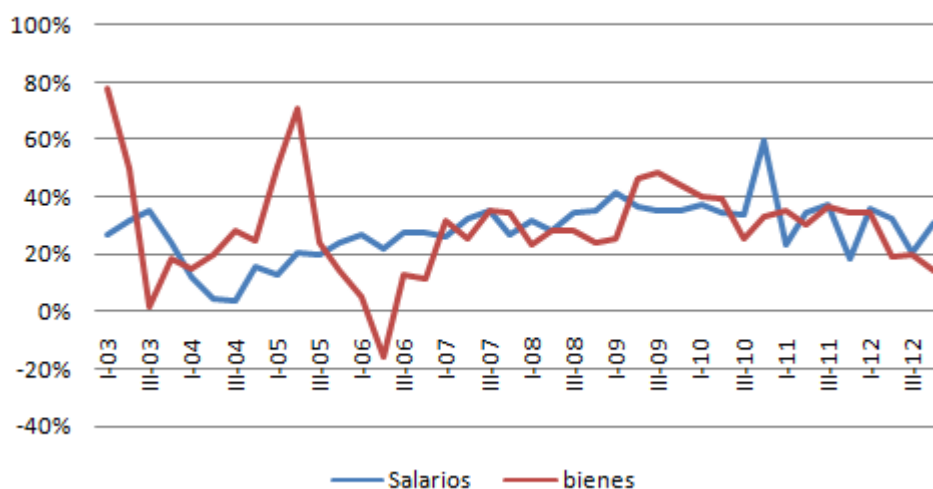
	monto	var%
2005	25513	
2006	30083	17,9%
2007	31790	5,7%
2008	32818	3,2%
2009	39527	20,4%
2010	52332	32,4%
2011	56933	8,8%

Fuente: Capello & Galassi (2012).

Asimismo, la misma tendencia a la desaceleración es verificable en términos del gasto público nominal en consumo y salarios (Gráfico21).

Gráfico21: Gasto público en salarios y bienes

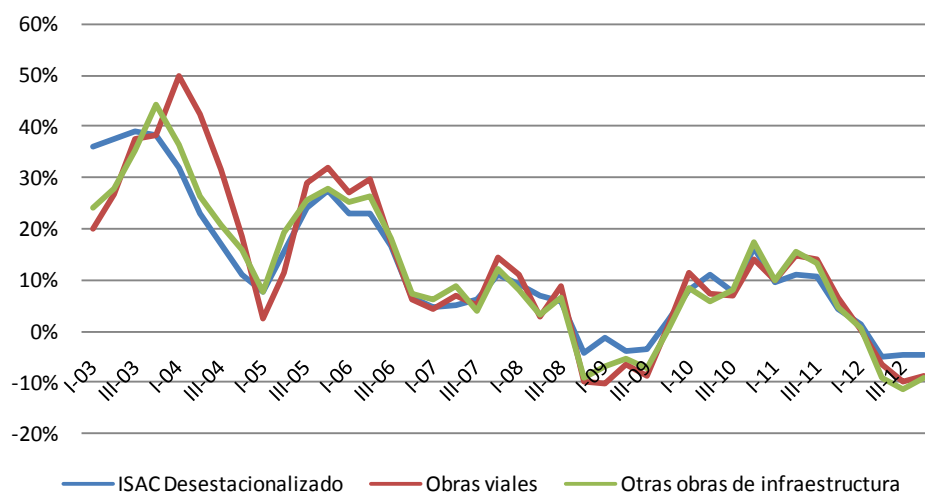
(precios corrientes, var%i.a.)



Fuente: Ministerio de Economía.

Por otro lado, el rubro de obras viales y otras obras de infraestructura, que indican la tendencia del gasto público en esa área también muestra signos de evidente caída, constituyéndose en un determinante principal de la reducción del nivel de actividad en la construcción (Gráfico22).

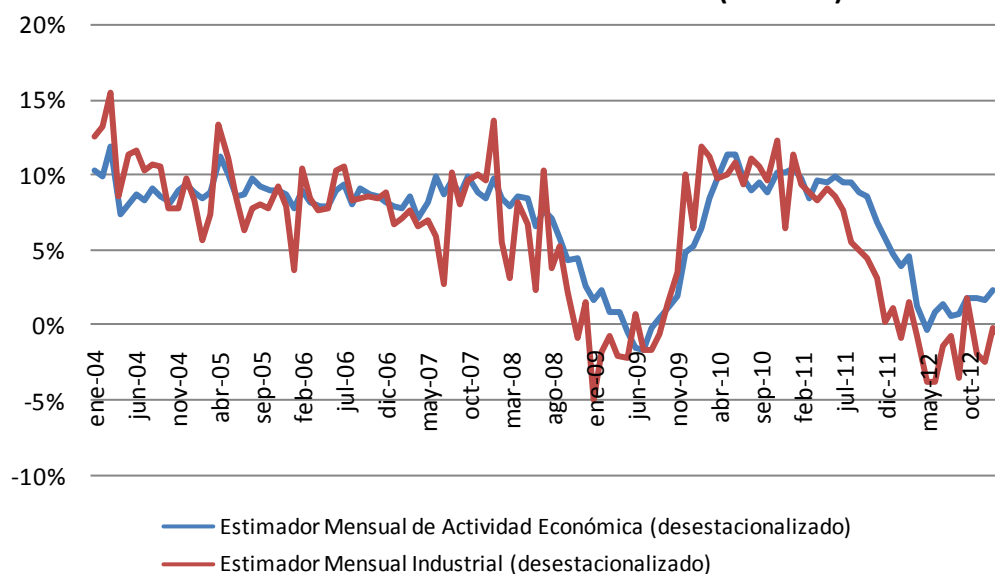
Gráfico22: Indicador Sintético de Actividad de la Construcción, Obras viales e infraestructura (var%i.a.)



Fuente: Ministerio de Economía.

En síntesis, esta política de mayor austeridad fiscal se combinó con las tendencias contractivas antes mencionadas dando por resultado una caída abrupta de la actividad global e industrial, y generando una de las desaceleraciones más fuertes respecto de la comparación internacional (Gráfico23).

Gráfico23: Nivel de actividad económica (var%i.a.)

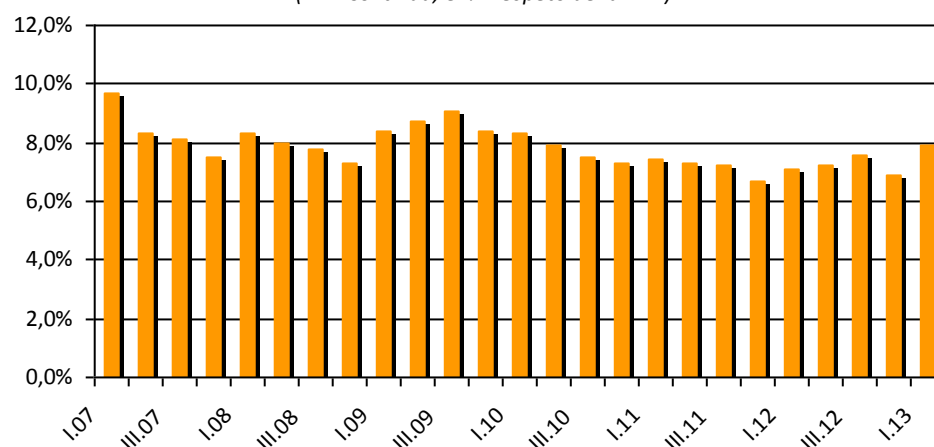


Fuente: Ministerio de Economía.

Así, el aumento del desempleo registrado en el primer trimestre del año es el resultado directo de la desaceleración del nivel de actividad.²⁸ De allí la exigencia de una tasa vigorosa y estable de crecimiento del producto, exigencia que encuentra una razón adicional en el nivel de informalidad laboral.

Gráfico23a: Tasa de desempleo

(EPH Continua, en% respecto de la PEA)



Fuente: Indec.

En verdad, la tasa de desempleo abierto no es un indicador adecuado de la situación del mercado de trabajo, donde el ajuste no sólo se produce por variaciones en el nivel de desempleo sino también por cambios en el nivel de empleo informal. Un menor nivel de actividad económica no solo se traduce en una mayor tasa de desempleo, sino que también implica un aumento del trabajo informal. De este modo, la situación global del mercado de trabajo no puede considerarse aisladamente del comportamiento de largo plazo de la demanda (como queda implícito en los modelo de tasa “natural” o NAIRU).²⁹ Recientemente se ha estimado que la economía argentina debe crecer al menos 4,3% para mantener el desempleo en un nivel constante (Panigo et al (2012)).

3.2. Salidas de capital y restricción externa.

Los cambios en la política oficial tras las elecciones apuntaron también al sector externo, aumentando las restricciones a las importaciones y poniendo en práctica un amplio control de cambios que se intensificó desde mediados de 2012. La evidencia disponible indica que el efecto de las restricciones a las importaciones ha sido poco relevante en la práctica, ya que la variación del nivel de demanda agregada siguió siendo el principal determinante del nivel de

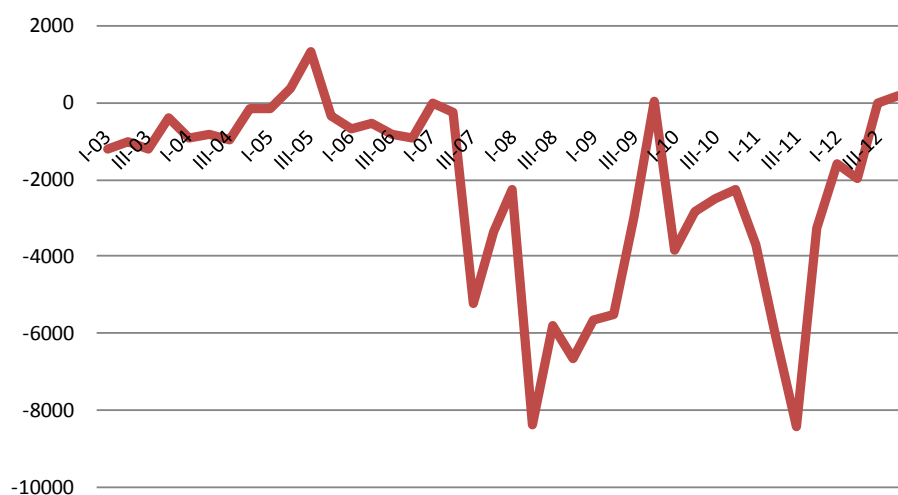
²⁸ Este resultado puede pensarse en términos de la Ley de Okun. Como estima Matías Vernengo, un aumento en la tasa de crecimiento del PIB de 1,87% reduce el desempleo en un 1%, una relación cercana a 2 a 1 (ver: <http://nakedkeynesianism.blogspot.com.ar/2013/01/okuns-law-at-50.html>).

²⁹ Ver Persia et al (2010).

compras externas.³⁰ Los controles de cambios, por el contrario, tuvieron efectos importantes y a fines de 2012 habían logrado reducir significativamente la formación de activos externos del sector privado (FAE) (Gráfico24).

Casi de manera simultánea a la instauración de controles, emergió un mercado paralelo de divisas, que se desarrolló principalmente como resultado de las restricciones impuestas, las que indujeron a los particulares y empresas a buscar fuentes alternativas de moneda extranjera. Esta creciente demanda por divisas en Argentina tiene una razón estructural, relacionada con el hecho de que los tenedores de riqueza en los países en desarrollo suelen tener una “alta preferencia” por activos externos, lo que impone (de un modo u otro, como se explicará más adelante) restricciones a la política económica.

Gráfico24: Formación de activos externos del sector privado no financiero (millones de u\$s)



Fuente: BCRA.

El objetivo de los controles hacia fines de 2011 era restringir la rápida formación de activos externos que se registraba particularmente desde principios de 2011, para evitar una mayor depreciación del tipo de cambio y preservar las reservas internacionales. Sin embargo, al adoptar ese camino, la política económica mantuvo inalterado un diferencial negativo de intereses interno-externo, sosteniendo incentivos en una dirección opuesta a la manifestada con la aplicación de los controles.

Algunos economistas descartan el uso del diferencial de intereses como herramienta para evitar las fugas de divisas, consideran que significan un retorno a las políticas de sesgo ortodoxo y representarían políticamente una suerte de “capitulación” ante los mercados financieros.

³⁰ En términos macroeconómicos, el impacto del uso de las denominadas licencias no automáticas no ha sido significativo. En el primer semestre de 2009 el uso de estos instrumentos explicó 1,8 puntos porcentuales de la caída anual de 38,3% en las importaciones. Ver Dikovskiy & Grosso (2009).

Creemos que esta afirmación no tiene fundamentos reales. Antes que nada, es interesante repasar el pensamiento de economistas estructuralistas, como Marcelo Diamand, sobre el manejo de los flujos de capitales y el uso de los controles de cambios como variante regulatoria, para comprobar que hace décadas esta opción ya había sido explicitada. De hecho, de la visión de Diamand surge que en verdad la presión cambiaria solo puede controlarse eficaz y racionalmente modificando los precios y los incentivos que determinan la demanda especulativa por activos externos.

La descripción de Diamand (1985) respecto de las condiciones en el uso de los controles de cambio en la experiencia argentina no difiere marcadamente de lo que ocurre hoy:

“Hasta ahora el advenimiento de la corriente popular al poder en Argentina coincidió siempre con una acumulación circunstancial de las reservas del banco central debido a una coyuntura internacional favorable o a una recesión previa. La expansión económica que se operaba se alimentaba con esas reservas. Pero para poder seguir con ella, en cada caso había que actuar enérgicamente a fin de contrarrestar la tendencia de la estructura productiva al desequilibrio externo. En vez de ello, la corriente popular generalmente, mientras podía, ignoraba el problema e, incluso, frecuentemente, contribuía a agravarlo”.

Diamand decía que la sustitución de importaciones se solía atrasar entre otras cosas por la ausencia de nuevas inversiones en rubros básicos de la economía y por la dilación del Estado para concretar esos proyectos de inversión. Continuaba:

“Finalmente, en cuanto a la salida de capitales, se trata de restringirla mediante controles de cambio. Estos controles efectivamente contribuyen a frenar la salida de capitales *contabilizados oficialmente*. Pero la aparición del mercado paralelo crea fuertes incentivos para la sobrefacturación de importaciones y subfacturación de exportaciones, desviando una parte de divisas a dicho circuito paralelo. Dada otra característica habitual de los regímenes populares, que fue *el uso de tasas de interés reales negativas*, estos capitales tienen a fugarse al exterior. De este modo, la brecha entre la cotización oficial del dólar y la paralela se mantiene alta y con ella los incentivos para la sobrefacturación y subfacturación, perpetuándose así el problema (...) tarde o temprano los controles se agotan...” (Diamand, 1985, énfasis agregado).³¹

Diamand sostenía que la IED (los “capitales de riesgo”) eran un “paliativo transitorio” en la medida en que tales inversiones no se canalizaran hacia sectores que produjeran y/o ahorraran divisas. Respecto de los flujos financieros afirmaba que sin medidas estructurales (que actúen sobre la estructura del comercio exterior) “el paliativo se confunde con el remedio” y terminaría usualmente en un esquema tipo *Ponzi*. Sin embargo, no concluía por eso que no debieran usarse en absoluto: “el uso de los capitales financieros debería reservarse para las *emergencias* del sector externo, para *anticipar* el ingreso de divisas hasta tanto las medidas simultáneas de sustitución de importaciones y promoción de exportaciones rindan sus frutos” (Diamand, 1985, p.35, énfasis agregado). Estas medidas no solo debían apuntar a asegurar el ingreso y permanencia de capitales externos, sino también a impedir o desalentar su fuga, y

³¹ Veremos enseguida que no es la tasa de interés doméstica respecto de la inflación lo que importa, sino su variación *nominal* respecto de la tasa internacional más el riesgo y el cambio esperado en el tipo de cambio.

constituían el eje de lo que Diamand denominaba un “manejo racional de los capitales financieros”.

En este punto, distinguía “dos métodos”. El primero era fijar la tasa de interés interna en un nivel “al menos igual a la suma de la tasa de interés internacional y la prima de riesgo tal como la percibe el ahorrista”. El segundo “método” consistía en adoptar tasas de interés domésticas más bajas acompañadas del atraso del tipo de cambio nominal necesario para compensar la diferencia. Es decir,

$$i \geq i^* + P + e^{\text{exp}} \quad (1)$$

Donde i es la tasa de interés doméstica), i^* la tasa de interés internacional), P la prima de riesgo) y e^{exp} la variación esperada del tipo de cambio nominal. Obviamente, si el gobierno tiene una meta de tipo de cambio *real*, el objetivo de evitar la fuga de divisas “impone una fuerte atadura de las tasas de interés internas a las internacionales” (Diamand, 1985, p.15). Asimismo, si las expectativas de devaluación son crecientes, la ecuación (1) puede implicar tasas de interés domésticas excesivamente altas. En este punto descansa la “racionalidad” de los controles de cambios, ya que permiten una desvinculación *parcial* (aunque temporaria) entre las tasas de interés internas y las externas.

Pero el mercado financiero interno, observa Diamand, “sigue vinculado al externo a través del mercado paralelo de divisas”. Diamand sostiene que el canal que vincula el mercado paralelo con el oficial es básicamente la vía de las múltiples subfacturaciones y sobrefacturaciones a que da lugar la creciente brecha cambiaria. Sin embargo, insiste en que aún con control de cambios es imposible fijar la tasas de interés interna “con total prescindencia” de las tasas externas. Así,

“Cuando la tasa nominal interna es mucho menor que la tasa de referencia citada antes, la fuga de capitales a través del mercado paralelo y la consecuente alza del tipo de cambio paralelo se hacen *incontrolables*. Las expectativas de aumento, a su vez, realimentan la fuga de capitales en forma de un círculo vicioso que *termina arrastrando el dólar oficial*” (Diamand, 1985, p.36, énfasis agregado).

Por ello, concluye:

“Con el fin de proveer incentivos para que el capital permanezca en el país, es necesario mantener instrumentos captadores de ahorro interno a largo plazo, indexados, y con tasas de interés tales que el rendimiento total no sea inferior al vigente en el exterior” (1985, p.36).³²

En lo que sigue, se presentará un modelo simplificado para la determinación del tipo de cambio nominal, que creemos representativo de las líneas generales trazadas por Diamand (1985), y exploraremos otro canal a través del cual el mercado paralelo puede influir sobre el tipo de cambio oficial y sobre el conflicto distributivo y los precios internos.

³² Diamand aclara algo muy importante: lo antes expuesto se refiere a la tasa *básica* de interés, “y no se contradice con la creación de franjas de créditos racionadas y subsidiadas para determinadas actividades promocionadas en los rubros prioritarios” (1985, p.36).

Ciertamente, la aplicación del control de cambios que dispuso el gobierno argentino desde octubre de 2011, apuntó a poner un límite a las crecientes expectativas devaluatorias que venían manifestándose desde tiempo atrás mediante la creciente formación de activos externos. Por ello, es importante analizar brevemente cómo se forman estas expectativas de devaluación. El tipo de cambio nominal esperado (e^{exp}) depende en buena medida de la evolución reciente del TC nominal.³³ Supongamos que el balance de pagos puede resumirse así:

$$F_{\text{CP}} + F_{\text{LP}} + \text{CC} = R^* \quad (2)$$

Compuesto por los flujos de capital de corto (F_{CP}) y largo plazo (F_{LP}), la cuenta corriente (CC) y un cierto target mínimo de reservas internacionales (R^*). Suponiendo que en el largo plazo los flujos de capital (básicamente, inversión directa) son exógenos, en el corto plazo tenemos que:

$$F_{\text{CP}} = a [i - (i^* + P + e^{\text{exp}})] \quad (3)$$

Donde i es la tasa de interés doméstica, P (riesgo país), i^* la tasa de interés internacional y a mide la sensibilidad de los flujos de capital al diferencial de intereses. La tasa doméstica (i) es determinada *políticamente* por el banco central y el nivel estipulado estimula los ingresos o salidas de capital. Por ende, tenemos:

$$a [i - (i^* + P + e^{\text{exp}})] + F_{\text{LP}} + \text{CC} = R^* \quad (4)$$

El punto clave es que las expectativas sobre la evolución del TC nominal son mayormente *adaptativas* y por ende siguen de cerca la evolución reciente de la paridad cambiaria nominal. En términos de la experiencia argentina actual, eso significa que tras un proceso de devaluación cambiaria nominal, los especuladores tenderán a esperar una mayor tasa de devaluación en el futuro. Los operadores del mercado aumentarán su demanda de moneda extranjera a la espera de que su precio suba en el futuro. Esto profundizará 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. Como resultado, la tendencia *efectiva* a la devaluación de la moneda puede dar lugar al *fortalecimiento* de las expectativas de devaluación. Se trata de un proceso básicamente *inestable*.

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, $e^{\text{exp}} = e_{-1}$), agrupando los flujos exógenos de capital y la cuenta corriente ($F = \text{CC} + F_{\text{LP}}$) y reescribiendo (4), tenemos:

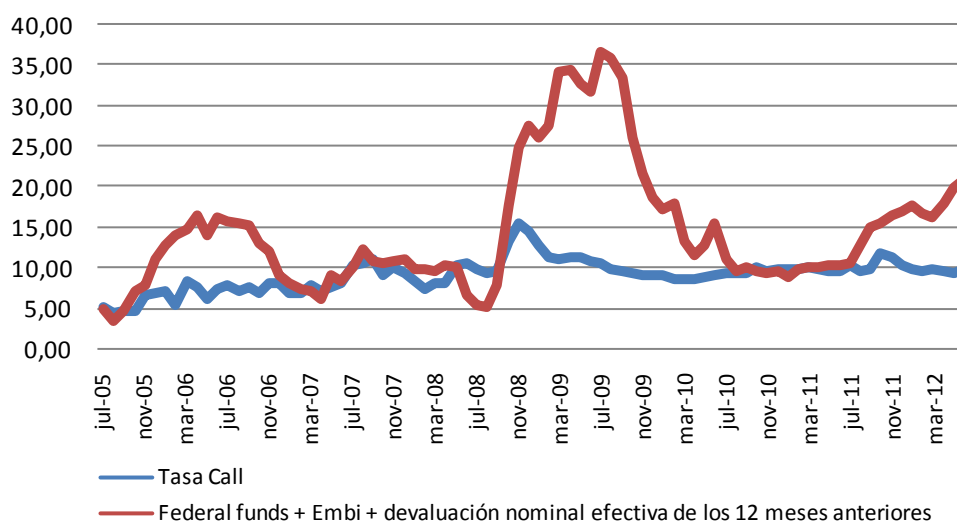
$$e = e_{-1} - (i_d - i^* - P) - (F / a) \quad (5)$$

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, el *cambio* en el tipo de cambio ($e - e_{-1}$), especialmente en el corto plazo, dependerá del diferencial de intereses (más el *spread* de riesgo).

³³ Ver Serrano & Summa (2011). También Frenkel & Taylor (2006).

Gráfico27: Argentina: diferencial de interes interno-externo

(datos mensuales, en% nominal anual)



Fuente: BCRA-EMBI.

Una implicancia clave del análisis anterior es que un diferencial de intereses persistentemente *negativo* como el que exhibe Argentina desde finales de 2005 (tras la reestructuración de la deuda y la reducción abrupta del riesgo-país), es uno de los factores clave que inducen una tendencia a la devaluación de la moneda.³⁴ Esto resulta precisamente por el hecho de que, como se explicó, las expectativas acerca del cambio esperado en el tipo de cambio son en buena medida *endógenas* al tipo de cambio efectivamente vigente. En un contexto en el cual las expectativas son elásticas respecto del resultado efectivo en el presente, un diferencial de intereses nulo o negativo puede llevar a profundizar el proceso de devaluación del tipo de cambio. Luego, esto inducirá expectativas de nuevas rondas de devaluación, conduciendo a nuevas devaluaciones *efectivas*, y así de seguido. En la práctica, esta inestabilidad resultante de la retroalimentación entre expectativas y evolución efectiva del tipo de cambio, obliga a los bancos centrales a manipular los diferenciales de tasas de interés, junto con las intervenciones de compra y venta de divisas, como único modo de estabilizar el mercado.³⁵

Ciertamente, entre 2003 y 2007 el resultado de la cuenta corriente *más que compensó* esta tendencia creciente a la formación de activos externos. Un aspecto central fue que la abundancia de dólares “comerciales” condujo al banco central a persistentes intervenciones compradoras para evitar las tendencias hacia una excesiva apreciación del tipo de cambio, determinando que prevalecieran expectativas de apreciación.

³⁴ Para la estimación del tipo de cambio esperado se tomó como *proxy* la devaluación efectiva anual del período anterior.

³⁵ Esta es la razón, como sugieren Serrano y Summa (2011), del “miedo a flotar” y de que en la práctica no exista tal cosa como un régimen de libre flotación.



Fuente: BCRA.

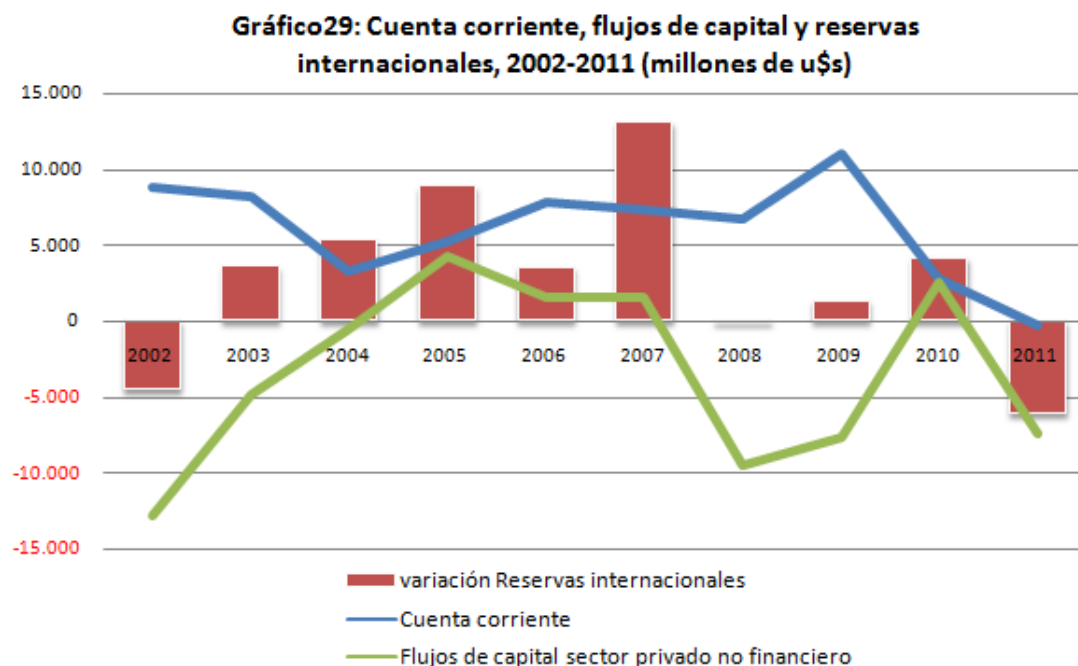
Sin embargo, desde 2007 las cosas fueron cambiando sustancialmente (Gráfico29). En esta etapa, la tendencia estructural al desequilibrio externo entre importaciones y exportaciones llevó a que el resultado de la cuenta corriente ya no lograra compensar la alta preferencia por liquidez en dólares de los tenedores de riqueza, y por ende la variación de reservas internacionales empezó a mostrar otra dinámica. En esa transición, las tendencias (y expectativas) de apreciación comienzan a dar paso a crecientes expectativas de devaluación. Este proceso ingresa en una nueva etapa en octubre de 2011, cuando el gobierno opta por imponer un control de cambios que se irá extendiendo con medidas adicionales durante todo 2012.³⁶

Una consecuencia importante de esto es que en la medida en que el flujo de demanda de divisas con motivos especulativos resulte considerablemente más alta que el flujo de divisas “comerciales”, la dinámica del tipo de cambio nominal pasará a estar crecientemente determinada por la especulación y, por ende, mayor será el peso de los componentes del balance de pagos más dependientes de expectativas en la determinación del tipo de cambio nominal, en detrimento de la importancia de los factores más “estructurales” del sector externo (como la cuenta corriente o el flujo de IED).

En Argentina, este movimiento (del paso de un resultado positivo determinado por la cuenta corriente hacia un resultado negativo determinado por la cuenta de capital) comienza hacia 2008, se revierte apenas en 2009 y 2010 para ingresar en un franco deterioro en 2011. La presión cambiaria emergente (esto es, la persistencia de un exceso de demanda neta por divisas)

³⁶ Entre principios de 2007 y fines de 2011, se habían registrado al menos cinco corridas cambiarias, y si bien todas fueron controladas por la intervención del BCRA, los costos de tales intervenciones fueron crecientes. Por ejemplo, una minicorrída a comienzos de 2008 implicó que el banco central vendiera reservas por aproximadamente 1700 millones de dólares, mientras la última corrída cambiaria, de agosto de 2011, provocó al BCRA una pérdida de reservas de 4783 millones de dólares.

es la expresión de los condicionamientos que la restricción externa impone sobre la política económica.



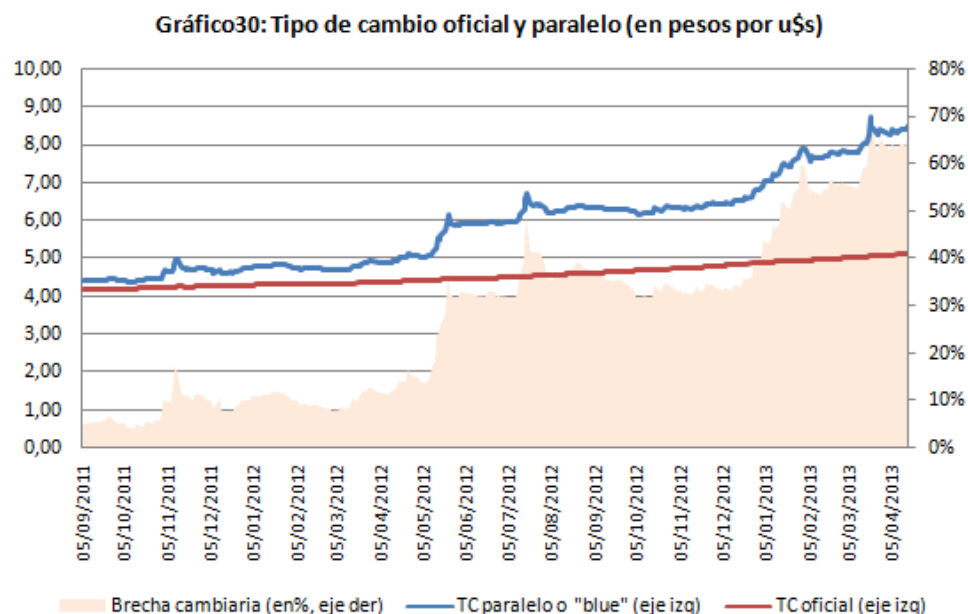
Fuente: Ministerio de Economía.

El desequilibrio estructural entre importaciones y exportaciones, que emerge cuando la economía crece a tasas sostenidas, es ampliamente reconocido. La etapa que comenzó en 2003 aprovechó muy bien las posibilidades abiertas en los años 2000, aunque tuvo una marcada carencia en el terreno de las necesarias políticas estructurales para sostener el proceso hacia el futuro. Estas carencias son las que en buena medida ahora se hacen sentir como condicionamientos y restricciones sobre la política económica. Sin embargo, la necesidad de tales políticas fue ampliamente reconocida tanto por el gobierno como por la enorme mayoría de los economistas de sesgo heterodoxo.

No ocurre lo mismo con lo que Diamand denominó “una manejo racional de los capitales financieros”. La resistencia de muchos economistas a adoptar políticas en esa dirección es notoria. Sin embargo, es fácil ver que en Argentina, mientras la cuenta corriente ingresa en una tendencia deficitaria³⁷, el diferencial de intereses interno-externo es *negativo*, con lo cual la política monetaria, de hecho, está estimulando en buena medida las salidas de capital que, por otro lado, la conducción económica intenta evitar extendiendo los controles.

³⁷ Los controles de cambio impiden hoy la remisión de utilidades de empresas extranjeras al exterior (estos giros consumieron el 45% del saldo positivo de la balanza comercial de 2011), una situación que no puede sostenerse indefinidamente.

En la práctica, los mercados paralelos proporcionan un alivio temporal frente al *trade-off* entre el ajuste de precios y el ajuste de las reservas. Se hacen necesarios controles cada vez más severos para aislar significativamente las reservas, y tales controles devienen prácticamente imposibles de sostener en el tiempo cuando los incentivos para los movimientos de capital son fuertes y persistentes.



Fuente: BCRA-Reuters.

Es importante explorar otro canal -además del señalado por Diamand- a través del cual el mercado paralelo puede influir sobre el conflicto distributivo y los precios internos. Bajo la hipótesis de que la tasa de interés monetaria constituye un “piso” de referencia para la tasa de ganancia, ya sea porque hay un costo financiero y la tasa de ganancia debe cubrir al menos la tasa de interés sobre el préstamo, o porque las empresas (aún sin haberse endeudado) incorporan el costo de oportunidad de hacer una inversión financiera en vez de producir, esto puede eventualmente constituir una canal de impulso de la inflación por el lado de los costos (Pivetti 1991). En efecto, supongamos:

$$\pi = \Delta\mu + \Delta w - \Delta\gamma \quad (6)$$

Donde π es la tasa de inflación, μ es el markup nominal, w es el salario nominal y γ es la productividad. Si i_d es la tasa de interés doméstica, entonces, según lo expuesto, toda variación persistente de i_d tenderá a producir una variación de μ en la misma dirección ($\Delta\mu = \Delta i_d$). Si se considera el caso de una economía relativamente abierta en términos comerciales y financieros, el banco central enfrenta restricciones en la determinación de la tasa de interés interna.³⁸ La

³⁸ Como observó Pivetti (1991), “en una economía abierta y financieramente integrada al mundo, una tasa de interés doméstica inferior a la internacional no puede ser un fenómeno persistente”.

política monetaria del banco central debe, por ende, satisfacer una restricción básica para evitar la fuga persistente de capitales y una potencial crisis cambiaria:

$$i_d > i^* + P + e^{\text{exp}} \quad (7)$$

En este contexto, la persistencia salida de capitales puede generar una presión cambiaria y derivar en una devaluación más o menos forzada, produciendo un aumento de los costos (importados) y un encarecimiento de los bienes-salarios (por el alza interna de los alimentos). Esta es otra forma de manifestación de la restricción expresada en (7). No obstante, si la política económica intenta aislar las tasas de interés internas de las internacionales mediante la aplicación de controles de cambios que eviten las fugas de capitales, la contrapartida es la emergencia de un tipo de cambio paralelo sobre el cual el banco central no tiene capacidad de intervención (es un mercado “libre”) y que puede crecer en importancia.

El peligro en este caso es que los precios internos de los bienes transables (importables y exportables) comiencen a seguir el ritmo de devaluación del mercado negro en lugar del tipo de cambio oficial. Un peligro adicional en la economía argentina actual (dado el diferencial de intereses negativo) es que todos los precios (incluso los de los bienes no transables) comiencen a verse afectados por la dolarización del costo de oportunidad del capital.³⁹ Si el banco central persiste en estabilizar un diferencial de intereses *negativo* ($i_d < i^* + P + e^{\text{exp}}$), es probable que en algún punto las empresas dolaricen su costo de oportunidad, tomando directamente al retorno en el exterior ($i^* + P + e^{\text{exp}}$) como referencia para ajustar sus márgenes nominales en lugar de la tasa de interés doméstica, y que eventualmente el cambio esperado en la tasa de cambio (e^{exp}) comience a regirse por la cotización del mercado paralelo de cambios.⁴⁰

Este escenario hipotético es sumamente peligroso porque, independientemente de que ciertos indicadores correspondientes a algunos *Fundamentals* parezcan robustos, si la economía dolariza sus costos siguiendo un tipo de cambio determinado por una demanda especulativa (y no por el banco central) eso puede conducir a un recrudecimiento del conflicto distributivo y una fuerte aceleración de la inflación, como consecuencia de la pérdida de control del tipo de cambio nominal.

4. Resumen y conclusiones

Entre 2003 y 2011 la economía argentina creció liderada por una política fiscal crecientemente expansiva y en menor medida por las mejoras distributivas (y por ende, en el aumento del efecto multiplicador de la economía). El espectacular crecimiento alcanzado en el período no puede explicarse como reflejo exclusivo de las favorables condiciones internacionales y mucho menos por los supuestos efectos del tipo de cambio real “competitivo” sobre el crecimiento.

³⁹ Este es un canal diferente de pensar que la brecha creciente del tipo de cambio paralelo afecta la inflación “esperada”. No son las “expectativas” de inflación la que explicarían este fenómeno, sino la inflación de costos (en este caso, cuando los costos de oportunidad del capital se han dolarizado).

⁴⁰ Esta posibilidad fue parcialmente reconocida por Oscar Braun (1973), cuando sostenía que el margen bruto de las empresas incluía un “margen de reserva” para reponer el capital fijo que tendía a preservarse en términos reales. Si la mayoría de ese capital fijo es importado, el valor de tal “margen de reserva” será reformulado con cada devaluación “si el precio del equipo de capital tiende a crecer más rápido que el precio de los insumos medidos en iguales unidades monetarias” (Braun, 1973, p.131).

La mejora en la distribución funcional del ingreso fue un factor expansivo importante entre 2003 y 2007, aunque en años posteriores se insinuó una tendencia hacia la *relativa estabilidad* de la situación distributiva, ya que el empleo creció menos y el salario real aumentó a un ritmo más lento. Entre 2007 y 2011 fue central para el crecimiento el rol de las transferencias sociales del gobierno, las cuales no solo contribuyeron a reducir la pobreza y la desigualdad, sino que fueron un factor relevante en el impulso autónomo al consumo privado y al propio crecimiento.

Sin embargo, hacia 2012 la política económica ingresó en una fase de “austeridad” fiscal. Con la desaceleración del crecimiento registrada ese año, por primera vez en una década la política fiscal fue *procíclica en la crisis*. Así, los principales componentes del gasto público primario acompañaron y *amplificaron* la desaceleración de los componentes inducidos (estabilidad del multiplicador, desaceleración de la inversión productiva) y autónomos (exportaciones, construcción) de la demanda agregada.

Los cambios en la dinámica distributiva y en la participación del componente importado en la demanda agregada, tienen importantes implicancias sobre el patrón de crecimiento de los últimos años. Por un lado, la estabilidad distributiva implica que el tamaño mismo del efecto multiplicador alcanza una cierta estabilidad (y no aumenta como en el lapso 2003-2007). Por otro lado, si bien la propensión a invertir se muestra elevada, el comportamiento de la inversión productiva aparece muy correlacionado con el nivel de importaciones. Esto implica que el porcentaje de componente nacional con que se satisfacen los estímulos de demanda provenientes de la inversión se hace cada vez menor. Esto supone que el efecto global de la interacción entre los efectos multiplicadores ya aceleradores (el “supermultiplicador”) se fue reduciendo en los últimos años.

Este resultado está determinado fundamentalmente por el crecimiento de la participación del componente importado en la demanda agregada. Por ejemplo, el coeficiente de penetración de importaciones en la industria⁴¹ en todos los años posteriores a 2003 supera el nivel máximo (17,2%) alcanzado en 1998 bajo la convertibilidad. Mientras en la etapa 1993-2001 el coeficiente promedio de penetración de importaciones en la industria fue de 14,9%, en el lapso 2003-2011 alcanza a 18,9%.⁴² Este resultado aparece claramente asociado al aumento de la propensión a invertir y a su impacto sobre las importaciones. Por otro lado, no se observa ninguna correlación entre la suba del contenido importado y el tipo de cambio real; de hecho, la penetración de importaciones es más rápida entre 2003 y 2005, cuando el tipo de cambio real registraba uno de los mayores niveles de las últimas décadas.⁴³ Esta tendencia a la suba de contenido importado puede reducir drásticamente la creación de valor agregado nacional y el volumen de empleo, como parece ocurrir en los últimos años.

⁴¹ El coeficiente representa el componente importado respecto de la demanda agregada total.

⁴² Según datos oficiales del CEP (Centro de Estudios para la Producción), Ministerio de Industria.

⁴³ Una razón adicional del rápido crecimiento de las importaciones de bienes de capital e insumos es que las ramas más dinámicas (automotriz, química básica, etc.) tienen coeficientes de importación muy elevados. Por ende, cuando la industria crece liderada por estos sectores (que pueden crecer al 40% interanual o más) el coeficiente *promedio* de importación de la industria crece sustancialmente. Una tercera razón del aumento *generalizado* de las importaciones es el aumento de la brecha tecnológica y la inexistencia de políticas estatales apuntadas a lograr algún *up grade* de la estructura industrial.

En este contexto analítico, los problemas relacionados con la inflación ya no se vinculan con sus efectos sobre la apreciación del tipo de cambio y los supuestos efectos negativos sobre el crecimiento que tendría esta apreciación, como aparece casi obsesivamente en el debate económico actual. Tampoco la inflación es un proceso exógeno a la puja distributiva que habría llevado a una caída de los salarios reales. En verdad, cualquiera que sea el índice de precios adoptado, surge que los salarios reales promedio siguieron creciendo en los últimos años. Además, es un hecho estilizado que la economía argentina crece mientras el tipo de cambio real se aprecia (por la suba de los salarios reales). Así, el uso del tipo de cambio como herramienta para facilitar la diversificación de exportaciones (o la sustitución de importaciones), por ende, debe contemplar los efectos negativos de las devaluaciones sobre la distribución del ingreso y los niveles de actividad.⁴⁴

El riesgo de la inflación alta es que su *aceleración* conduzca a un recrudecimiento del conflicto distributivo y a una desorganización general de la economía, especialmente cuando interactúa con crecientes presiones cambiarias derivadas de la restricción externa. En este contexto, cabe señalar que la “inercia” inflacionaria que se observa puede ser causada básicamente por el conflicto distributivo y por ende es un proceso básicamente inestable. De allí la necesidad de instrumentar políticas de ingreso adecuadas.⁴⁵

La cuestión relevante es cómo el proceso inflacionario transfiere ingresos entre los distintos grupos y clases sociales, y de qué modo debe actuar la política económica para que los grupos sociales más débiles no terminen sufriendo pérdidas en sus ingresos reales. El diagnóstico correcto del problema plantea, de hecho, una exigencia a la política económica, ya que esta debe reconocer explícitamente cuál es el *target* distributivo que está contenido en las diversas alternativas de política de ingresos (o en la inexistencia de una política explícita de ingresos).

Por lo expuesto, la economía se desaceleró en 2012 no por la apreciación cambiaria o por los efectos del proceso inflacionario sobre los ingresos de los asalariados. El proceso contractivo se inició con la caída de las exportaciones justo en momentos en que la política económica ingresaba en una fase de “austeridad fiscal”, en un contexto en el cual los elementos *inducidos* de la demanda agregada ya mostraban signos de estabilización (la participación de los salarios en el ingreso) o desaceleración (la inversión productiva).

Así como la hipótesis del “viento de cola” (esto es, la mejora de la demanda externa y de los precios internacionales de las commodities que Argentina exporta) no puede explicar el inédito crecimiento registrado entre 2003 y 2011, ahora la crisis internacional no puede explicar una de las desaceleraciones más importantes de la región y del mundo. De hecho, el conjunto de América Latina creció durante 2012 a tasas superiores a las de Argentina (Argentina pasó de encabezar el grupo de países de mayor crecimiento en la región a descender a los últimos

⁴⁴ Las diversas variantes de tipos de cambios múltiples, desdoblados, así como el uso de devaluaciones compensadas con impuestos a las exportaciones y subsidios a las importaciones, son los caminos adecuados para mejorar la diversificación del sector externo evitando los efectos contractivos del ajuste cambiario.

⁴⁵ Los controles-acuerdos de precios implementados recientemente, más cierta moderación de las paritarias, produjeron una desaceleración de la inflación. Ciertamente tales políticas requieren ser extendidas al conjunto de la economía (incluyendo al resto de los sectores que no comercializan bienes finales), sincronizando y coordinando los ajustes de precios relativos, y otorgando a estas políticas un rol más institucionalizado y permanente que permita gradualmente una regulación más adecuada de precios y salarios.

lugares el año pasado). Como se explicó, esto se debe a que, por primera vez desde 2002, la política fiscal fue *procíclica* en la crisis; y es la razón también de que la economía no logre ahora retomar tasas de crecimiento adecuadas.

Las razones de esta “austeridad fiscal” pueden hallarse en cierta tendencia a juzgar la “sostenibilidad” fiscal en términos de la lógica de las “finanzas sanas”. Una vez más, así como el resultado fiscal (superavitario) desde 2003 puede llevar a equívocos respecto de cuán expansiva o contractiva estaba siendo la política fiscal, lo mismo puede ocurrir hoy: la variación del déficit fiscal no es un buen indicador del impacto de la política fiscal sobre la demanda agregada. Más aún, la aparición del déficit puede no representar una política anticíclica.

Ante una reducción de la demanda agregada, la recaudación tributaria sufrirá una desaceleración, y si los gastos se mantienen constantes, aparecerá una tendencia al déficit fiscal (o a la reducción del superávit). En este caso, el gobierno no estaría haciendo ninguna fiscal anticíclica, ya que esto implicaría aumentar el gasto público profundizando el déficit (o la reducción del superávit).

Esto ocurre porque el espacio fiscal es una variable en gran medida endógena. Una política fiscal activa afectará el equilibrio fiscal mediante la alteración de la situación macroeconómica debido al impacto del sector público en los ingresos del sector privado y por los impuestos percibidos de esos ingresos. En este marco, la reducción del gasto público, debido a su impacto negativo sobre la demanda agregada y la base imponible, dará lugar a menores ingresos fiscales y por tanto puede obstaculizar cualquier objetivo de obtener un equilibrio fiscal (UNCTAD, 2011). Dado que el gasto corriente es difícil de ajustar (porque se compone principalmente de salarios y gastos sociales), todo intento de “austeridad” comienza siempre por recortes o desaceleraciones en la inversión pública. Este fue el caso en Argentina desde la segunda mitad de 2011.

Ciertamente, una fuerte expansión fiscal habría impulsado el crecimiento económico en el corto plazo a costa de agravar la tendencia al desequilibrio del balance de pagos. Como ocurrió en 2010, una fuerte política anticíclica habría derivado en un fuerte estímulo a la inversión, acelerando el crecimiento de las importaciones. Es difícil predecir en qué medida esa hipotética expansión hubiera sido sostenible más allá del corto plazo.

Algunos economistas, sin embargo, tienden a subestimar el problema de las fugas de capitales con el argumento de que los *Fundamentals* de la economía y del balance de pagos (relación deuda/reservas, bajo endeudamiento, etc.) serían robustos. Admiten el desequilibrio de la cuenta corriente, pero sostienen que la creciente presión cambiaria (cuya manifestación hoy es la persistente suba de la cotización del dólar paralelo) tiene que ver con maniobras especulativas de unos pocos agentes y no tiene relevancia para la economía “real”. Aseguran que no existe correlación entre el dólar paralelo y los precios domésticos, y afirman que pese a que la demanda de divisas con fines especulativos ha adquirido importancia, el juego de la especulación genera una volatilidad de algún modo “ficticia”, ya que no tiene fundamentos “reales” (productivo-estructurales) y por ende las expectativas que genera hacia el futuro son de igual modo “falsas”.

Esta visión es errónea y peligrosa. No percibe que la interacción del desequilibrio estructural (la incompatibilidad entre la base exportadora primaria y la propensión a importar) con la “alta preferencia” por activos externos de los tenedores de riqueza co-determinan los resultados económicos *reales*. Y en el contexto argentino actual, la dimensión financiera adquiere una

relevancia principal, puesto que los flujos de capitales financieros tienen un rol esencial en la determinación del tipo de cambio nominal y en el resultado global del balance de pagos.

Esta interpretación fallida que subestima el rol de los flujos de capitales y de la especulación, tiene parcialmente un origen remoto en la propia concepción estructuralista, en cuyo contexto los problemas de la cuenta de capital son prácticamente un reflejo (y contraparte) de la dinámica de la cuenta corriente, y carecen de una entidad autónoma.⁴⁶ Pero, contrariamente, se trata de un factor autónomo de carácter estructural: existe una demanda financiera por divisas que no tiene –es cierto– relación directa con la estructura productiva, pero que surge por una (no menos real) “fragilidad financiera” estructural. Así, en la medida en que el déficit de cuenta corriente aumenta, el peso de los factores financieros (más dependientes de expectativas) se torna más importante y la creciente fragilidad financiera macroeconómica resultante comienza a sembrar sospechas crecientes de que el nivel corriente del tipo de cambio no podrá ser ya administrado por el banco central. Por ende, se impone un “manejo racional” (Diamand) de los flujos de capitales.

Obviamente, este rasgo estructural se relaciona con la intrínseca fragilidad de toda moneda periférica vis-à-vis la moneda hegemónica. Para cualquier tenedor de riqueza líquida (sean familias o empresas) esa fragilidad de la moneda periférica como medio seguro de sostener riqueza siempre resulta confirmada por la experiencia histórica. Simplemente, hay una tendencia crónica de los flujos de capital a alejarse de las monedas periféricas y este movimiento impulsa una tendencia de largo plazo de tales monedas a depreciarse. Esta tendencia puede morigerarse e incluso, por largos períodos, puede anularse por completo. Pero su fuerza sigue operando aún en estado latente. Como es obvio a esta altura, este no es el resultado de una conspiración contra tal o cual gobierno, como sugiere la fábula de los “golpes de mercado”, sino una tendencia estructural de las economías periféricas insertas en un mundo financiero desregulado.⁴⁷

Este problema (que enfrentan todas las economías periféricas) se ve particularmente agravado en el caso argentino, básicamente, porque el diferencial de intereses es negativo. En este marco, por tanto, la idea de instaurar controles de cambios cuantitativos y prohibir la compra de divisas con fines de atesoramiento, para evitar las fugas de divisas, entra en flagrante

⁴⁶ Sobre estos problemas y su relevancia histórica y presente para América Latina, ver el excelente *paper* de Medeiros (2008).

⁴⁷ Como explicó Diamand (1985), los “golpes de mercado” no surgen de una cierta paridad de fuerzas político-sociales, sino de *inconsistencias* (inevitables o autoinflingidas) de la política económica, las cuales más tarde derivan en crisis externas y fugas de capitales. Pero las fugas de divisas son una manifestación de esas inconsistencias. Las crisis argentinas (1975, 1981, 1989, 2001) no pueden interpretarse como si las clases sociales fueran sujetos sociales preconstituidos que operaran sin mediaciones y guiaran su conducta económica por prescripciones políticas. Así, por motivos políticos estas clases dejarían de invertir (recordar la afirmación de Kalecki: “los capitalistas hacen muchas cosas como clase, pero ciertamente no invierten como tal”), fugarían capitales, subirían caprichosamente los precios hasta generar una inestabilidad explosiva para derrumbar los gobiernos que no responden a sus intereses. Además de ser teóricamente inconsistente e incompatible con la experiencia histórica (¿por qué hubieron “golpes de mercado” contra gobiernos ultra conservadores y pro-capitalistas, como la dictadura militar en 1981, o la Alianza en 2001?), es una clase de trama que se acerca demasiado a las viejas teorías conspirativas de la historia. Pero la lucha de clases, en el sentido marxista más tradicional, es algo muy distinto de una conspiración política.

contradicción con un esquema de incentivos que estimula la demanda especulativa por dólares y las salidas de capital.

La alternativa de generar un diferencial positivo de intereses ha sido rechazada por distintos motivos. Pero este rechazo no tiene fundamentos sólidos. Ciertamente, el aumento de la tasa de interés doméstica tiene distintos efectos sobre la economía. Un argumento convencional es que la suba de la tasa de interés doméstica tiene efectos contractivos sobre el nivel de actividad y de empleo. Sin embargo esta afirmación no es necesariamente cierta y depende de los mecanismos de transmisión específicos a través de los cuales se postula que la tasa de interés afectaría la demanda agregada y el crecimiento.

Con respecto a que la suba de las tasas afectaría el crédito al consumo, es plenamente factible que los bancos oficiales intervengan en el mercado a fines de reducir los *spreads* bancarios y atenuar así la suba de las tasas. También pueden crearse directamente franjas de créditos racionadas y subsidiadas para actividades consideradas importantes (como sugería Diamand). Por otro lado, en general no parece existir un efecto claro y sistemático de las tasas de interés sobre la inversión productiva.⁴⁸

Otra crítica a la generación de un diferencial positivo de intereses es que llevaría a una apreciación excesiva del tipo de cambio real, dañando el crecimiento del producto y el empleo. Sin embargo, caben dos observaciones sobre este punto. Primero, la generación de un diferencial de intereses positivo no implica necesariamente un nivel “excesivo” de apreciación real. Si retomamos la expresión (1):

$$i > i^* + P + e^{\exp}$$

Vemos que esta condición no dice mucho a priori sobre los *niveles* de la tasa de interés doméstica y del tipo de cambio en términos *reales*. En verdad, el diferencial intereses es una condición sobre rendimientos *nominales* (es decir, la clave *no es* la tasa de interés doméstica en términos reales). Diamand pensaba en el cumplimiento de la condición (1) en el contexto de un esquema de tipos de cambios múltiples (lo que suponía un tipo de cambio real relativamente más alto para la industria). Esto se conseguía mediante la combinación de un esquema de *crawling peg* pasivo, que buscara gradualmente ajustar el tipo de cambio a la evolución de los costos y precios internos, y una política de precios y salarios.

En verdad, cuando se discute el papel de la tasa de interés doméstica en relación al flujo de capitales y sus efectos nocivos en la apreciación cambiaria, todo el mundo piensa en el caso brasileño. Sin embargo, ha sido muy sobreestimado el efecto supuestamente pernicioso de la apreciación del real en la economía brasileña (ver Serrano & Summa, 2013), además de que tampoco es necesario tener el *nivel* de tasas de interés domésticas de Brasil para evitar las fugas de divisas. Por último, en este trabajo se mostraron evidencias de que el nivel de producto y empleo no dependen del tipo de cambio real, y que la mayor responsabilidad ante el proceso de crecimiento recae en verdad sobre la política fiscal.

⁴⁸ El estudio econométrico de Coremberg *et al* (2006) sobre el caso argentino mostró que las variables proxy del costo de invertir (tasas de interés nominal y real (activa y pasiva), etc). “no resultan significativas en una relación de largo plazo con la inversión privada” y que el comportamiento de la inversión “es consistente con la predominancia del acelerador”. Agregan que el volumen de crédito no resulta significativo en general para explicar la inversión privada.

El aumento de las tasas de interés domésticas como método para atraer capitales en el corto plazo, es una de las medidas quizás más eficaces y que menor resistencia política genera (al menos en la coyuntura internacional actual) para reducir la demanda neta a corto plazo de dólares. La tasa de interés tiene la función de reducir la liquidez en dólares de los especuladores, al tiempo que la generación de un diferencial positivo de intereses aumenta el costo de oportunidad de la especulación cambiaria.

Obviamente, el diferencial de intereses no puede evitar la especulación cambiaria cuando los tenedores de riqueza y los especuladores están seguros de que el tipo de cambio se desvalorizará. Por ello, una condición ineludible en la coyuntura actual de la economía argentina es que el banco central retome el control del mercado de cambios (y del tipo de cambio nominal), para reorientar las expectativas. Esta posibilidad está coartada hoy en la medida en que el sostenimiento de los controles aumenta la importancia del mercado paralelo, el cual, sin intervención del banco central, funciona como un mercado de “libre flotación”, y por ende la prima del mercado negro (la “brecha”) la determina endógenamente la especulación cambiaria y no la política del banco central. De todos modos, en el camino de retomar el control del tipo de cambio nominal, el manejo de la tasa de interés es también un factor importante, ya que la relación entre el diferencial de intereses y las expectativas cambiarias no puede considerarse como una relación fija: la variación del diferencial afectará las mismas expectativas acerca de la evolución futura del tipo de cambio.

Por último, la suba de la tasa de interés doméstica tiene efectos sobre los precios y la distribución del ingreso. La tasa de interés tiene influencia en el mecanismo de determinación de precios y de la distribución a través del llamado canal de costos de la política monetaria. La idea básica es que las tasas de interés nominales son un costo de oportunidad para cualquier capital invertido, sea prestado o no. Por ende, los márgenes de ganancia se moverán en línea con la tasa de interés nominal de referencia.⁴⁹

Asimismo, es importante señalar que la política de tasas de interés nominales, además de desempeñar un papel fundamental tanto en la dinámica inflacionaria como en la determinación de la distribución, también juega un rol importante en la determinación de la tasa de cambio. Por ende, la política monetaria tiene una eficacia *múltiple* en la economía al influenciar, tanto directa como indirectamente, la distribución del ingreso. Lo hace de modo directo, estableciendo una referencia para los markups nominales de las empresas; e indirectamente, al influir sobre el tipo de cambio y, por esta vía, amplifica o amortigua el impacto inflacionario de los bienes transables.⁵⁰

Sin embargo, el costo eventual en términos distributivos de las subas de las tasas de interés domésticas no puede evaluarse de manera realista sin considerar los costos involucrados en las políticas alternativas. Si la política económica persistiera en sostener un diferencial de intereses negativo ($i < i^* + P + e^{exp}$), entonces la tendencia a la devaluación más rápida de la moneda terminaría afectando tanto la distribución *como* el crecimiento.

⁴⁹ En circunstancias normales, el nivel de los markups nominales será mayor que la tasa de interés, ya que a la tasa básica de ganancia deberá sumarse el riesgo propio de cada sector de actividad.

⁵⁰ Sobre los efectos globales de las tasas de interés y su interacción con el tipo de cambio en una economía con heterogeneidad estructural en una perspectiva sraffiana, ver Fiorito & Amico (2010).

En el contexto real de una economía abierta e integrada financieramente al mundo, si la política económica fijara una tasa de interés doméstica persistentemente por debajo de la internacional (más el *spread* por riesgo), esta política estimulará las fugas de capitales. Si el gobierno establece amplios controles de cambios (como hoy), producirá el surgimiento de un mercado negro y la prima entre este mercado y el oficial será fijada por la especulación. Por ende, puede ser creciente en el tiempo.

En esas condiciones, cuando la tasa de interés doméstica ha dejado de ser relevante como referencia de los markups nominales de la economía, el costo de oportunidad del capital podría tender a dolarizarse. Por ende, las firmas podrían incorporar el costo de oportunidad siguiendo la dinámica del tipo de cambio *paralelo*, lo que produciría una suba de todos los markups, junto con una aceleración de la inflación y una agudización del conflicto distributivo. Este es eventualmente el “costo de oportunidad” de mantener un diferencial de intereses persistentemente negativo.

Estos costos podrían evitarse temporalmente si el superávit de cuenta corriente fuera lo suficientemente grande como para compensar el déficit creciente de la cuenta de capital y mantener un nivel crítico de reservas internacionales a fines de desalentar las expectativas de devaluación. Este fue el modo en que Argentina pudo sostener un diferencial negativo o nulo de intereses en la etapa 2003-2009. Pero hoy la cuenta corriente muestra una tendencia deficitaria y, en general, no parece un método sostenible para financiar una persistente salida de capitales.

El endeudamiento externo por parte del gobierno podría ser un alivio de corto plazo, pero sólo serviría para financiar la formación de activos externos de los tenedores de riqueza sin alterar la persistente sangría de divisas y por ende (sin modificación en los diferenciales de interés) sería insustentable. Asimismo, teóricamente, una mayor devaluación del tipo de cambio podría ser una política eficaz en países con deuda externa reducida, que muestren una alta elasticidad del saldo comercial a las variaciones del tipo de cambio y no tengan un elevado *pass-through* del tipo de cambio a precios (y de precios a salarios). Es difícil afirmar si un país así existe, pero definitivamente no es el caso de Argentina. Por ende, la devaluación no puede corregir la presión cambiaria (el exceso de demanda neta por dólares) sin provocar grandes disturbios inflacionarios.⁵¹

Si la devaluación no es suficiente para eliminar la presión cambiaria, y el gobierno no quiere endeudarse en el exterior ni modificar la política monetaria, podría, en principio, adoptar una política contractiva que mantenga a la economía en una situación de cuasi estancamiento. Pero estas políticas no son sostenibles más allá del muy corto plazo. Las políticas contractivas pueden tener el efecto de mejorar el saldo comercial, pero este método es muy lento e

⁵¹ El eventual retorno a una sistema de flotación administrada (con desdoblamiento cambiario formal o *de facto*) podría implicar un ritmo de devaluación algo mayor al actual como un costo inevitable de la transición a fines de facilitar la administración y las intervenciones eventualmente vendedoras del banco central. Habría un trade-off entre devaluación y pérdida de reservas en la estrategia para estabilizar el mercado cambiario. Pero en este caso no es la devaluación la que estabiliza el mercado sino las ventas de reservas del banco central y la suba de las tasas. De hecho, el ritmo de devaluación nominal hoy se acerca al 20% anual, pero sin corregir las tasas y sin emplear la capacidad de intervención del banco central, este ritmo de ajuste solo sirve para fogonear el proceso inflacionario y alimentar las expectativas de mayores devaluaciones en el futuro, ya que no forma parte de una estrategia coordinada para retomar el control del tipo de cambio nominal.

insuficiente para reducir la presión cambiaria (y muy costoso). Además, la reducción del crecimiento tiene efectos ambiguos en los componentes que definen la dinámica del tipo de cambio nominal, como se aprecia con la desaceleración económica actual en Argentina, donde pese a todo la presión cambiaria persiste.

Por último, el estancamiento o la recesión serían métodos entendibles para reducir la presión cambiaria en un contexto de elevada iliquidez internacional y bajos precios internacionales, y donde el país no tuviera ningún acceso al financiamiento externo de largo plazo a costos razonables.⁵² Por ende, la corrección del diferencial de intereses es inevitable si se quieren evitar las persistentes salidas de capital y la creciente formación de activos externos, al tiempo que se recupera la capacidad de intervención del banco central sobre la evolución del tipo de cambio nominal.

Esta dependencia financiera de una economía periférica como la Argentina plantea un serio problema en términos de economía política. El problema principal es cómo conciliar los intereses privados (los “derechos de propiedad” en moneda soberana) con los objetivos de cierto desarrollo y equilibrio social. Desde la liberalización financiera de fines de los 70, la riqueza nacional y la riqueza de los residentes no se ejercen ya en un mismo territorio monetario regulado por un estado soberano (Medeiros, 2003). Los Estados nacionales deben cumplir ciertos requisitos (por ejemplo, subiendo las tasas de interés) para evitar la volatilidad cambiaria y las crisis.

En Argentina, como en la región, este proceso liberalizador tuvo lugar a través de la brutal apertura de la cuenta de capital, que implicó una enorme expansión de la riqueza financiera privada denominada en dólares, expansión que no solo fue protagonizada por las clases capitalistas, sino también por muchas familias ricas y de clase media igualmente “dolarizadas”. De modo que cuando hay una crisis externa y una gran devaluación, esa franja social dolarizada siempre logra preservarse y posicionarse por encima de los otros grupos y clases sociales.

Esto tiene una raíz histórica. Como ha argumentado Medeiros (2008), los problemas de balanza de pagos de las economías exportadoras primarias no provenían directamente de la inserción productiva, sino que la volatilidad del tipo de cambio y las crisis externas estuvieron determinadas principalmente por los flujos financieros. De hecho, la integración financiera siempre ha sido el contexto en el cual se desarrolló el propio modelo “primario exportador”, ampliando su vulnerabilidad estructural. Y este es un rasgo que persiste aún hoy.

La cuestión crucial, por ende, es la siguiente: ¿cómo subordinar los derechos de propiedad (ahora “dolarizados”) a los intereses del desarrollo? El punto principal aquí es que si los elencos gobernantes que son elegidos mayoritariamente por la sociedad no aspiran a cambiar la estructura de propiedad capitalista de la Argentina, entonces la política económica —si apunta a evitar crisis externas recurrentes— debe generar políticas e incentivos para “encajar” esos intereses con el esquema general de desarrollo.⁵³ En un mundo donde hay libertad para los

⁵² Esos costos serían “razonables” si fueran menores o al menos iguales a la tasa de crecimiento de las exportaciones.

⁵³ Tras la experiencia del *rodrigazo*, Aldo Ferrer escribió en 1978: “El peronismo nunca se propuso salir de los límites de una economía mixta” pero, al mismo tiempo, resultaba claro “que las políticas seguidas no eran consistentes con el sistema dentro del cual pretendía operar”.

flujos financieros y comerciales, tales serían las exigencias de hacer “keynesianismo en un solo país”.

Por supuesto, la corrección del diferencial de intereses no impide que la política económica pueda dedicar sus principales esfuerzos a formular y ejecutar agresivas políticas industriales que actúen sobre los componentes estructurales de la cuenta corriente, impulsen la modernización del aparato productivo y de la infraestructura productiva y social, al mismo tiempo que retoma los estímulos al crecimiento que generaron la “etapa de oro” de 2003-2011.

Referencias:

Agis, E., Cañete, C. y Panigo, D. (2010). “El impacto de la asignación universal por hijo en Argentina”, Documento de trabajo CEIL-PIETTE, Argentina.

Amico, F., Fiorito, A. y Hang, G. (2011). “Producto potencial y demanda en el largo plazo: hechos estilizados y reflexiones sobre el caso argentino reciente”, Cefid-Ar, Documento de Trabajo N° 35 - Enero de 2011.

Arceo, N. & Schorr, M. (2011). “Crecimiento industrial y empleo”, Revista Caras y Caretas.

BCRA (2012). “Boletín de Estabilidad Financiera”, Primer Semestre de 2012, Abril 2012.

Berretroni, D. & Castresana, S. (2009), —Elasticidades de comercio de Argentina para el período 1993-2008 ||, Anales de la Asociación Argentina de Economía Política, XLIV Reunión Anual, Mendoza, Noviembre, p. 1-14.

Braun, O. (1973). “El capitalismo argentino en crisis”, Siglo XXI, Argentina.

Campos, L., González, M. & Sacavini, M. (2010). “El mercado de trabajo en los distintos patrones de crecimiento”, Realidad Económica 253, 1º de julio/15 de agosto de 2010.

Capello, M. & Galassi, G. (2012). “Salarios, Jubilaciones y Planes impulsaron el consumo en el último lustro. Perspectivas para 2012 y sustentabilidad a futuro”, enero de 2012. DT, Año 18, Edición N°113, enero de 2012.

Cardoso, M. & Crespo, E. (2012). “Some critical appraisals on the profit-led models of growth”, Centro Sraffa, Young Researchers' Papers.

Cesaratto, S. (2006). “The saving-investment nexus in the debate on pension reforms”, incluido en “Economic Growth and Distribution: On the Nature and Causes of the Wealth of Nations”, edited by Neri Salvadori, Edward Elgar.

CIFRA (2012) “ El incremento del monto de la Asignación Universal por Hijo”, Centro de Investigación y Formación de la República Argentina, Septiembre de 2012.

Coremberg, A., Marotte, B., Rubini, H. & Tisocco, D. (2006). “Inversión privada en Argentina (1950-2000)”, Academia Nacional de Ciencias de la Empresa, Centro de Estudios Avanzados, UADE, Buenos Aires, Julio de 2006.

- D'Amato, L. & Garegnani, M.L. (2009). "Studying the Short-Run Dynamics of Inflation: Estimating a Hybrid New-Keynesian Phillips Curve for Argentina (1993-2007)", BCRA, Working Paper 2009 | 40.
- Damill, M. & Frenkel, R. (2009). "Las políticas macroeconómicas en la evolución reciente de la economía argentina", Cedes, Buenos Aires.
- Damill, M., Frenkel, R. & Maurizio, R. (2011). "Macroeconomic policy for full and productive employment and decent work for all: an analysis of the Argentine experience", International Labour Office, Employment Sector, Employment Policy Department, Geneva: ILO.
- Damill, M., Frenkel, R. & Rapetti, M. (2012). "The fiscal adjustment after the 2001-02 crisis in Argentina", ITF, Policy Brief, lectura 65.
- Diamand, M. (1972). "La Estructura Productiva Desequilibrada Argentina y el Tipo de Cambio", Desarrollo Económico Vol. 12 N° 45. 1972.
- Diamand, M. (1985). "El péndulo argentino: ¿Hasta cuándo?", Revista Argentina de Política Económica y Social n° 4, Instituto de Política Económica y Social, Buenos Aires, pp.93-134.
- Dicovski, J.P. & Grosso, J. (2009). "Importaciones: descripción e impacto de las medidas de política comercial", Nota Técnica, Informe Económico N°68, 2do trimestre de 2009, Mecon.
- Fernandez, A. y González, M. (2012) "La desigualdad en los ingresos laborales. Su evolución en la posconvertibilidad", Apuntes para el Cambio N°3.
- Fiorito, A. & Amico, F. (2010). "Exchange rate policy, distributive conflict and structural heterogeneity. The Argentinean and Brazilian cases", Sraffa Conference, Roma, 2010.
- Frenkel, R. & Rapetti, M. (2011). "Fragilidad externa o desindustrialización: ¿Cuál es la principal amenaza para América Latina en la próxima década?", Cepal, División de Desarrollo Económico, Santiago, noviembre de 2011.
- Levy Yeyati, (2011). "10 años de convertibilidad, 10 años después" (en <http://colectivoeconomico.org/2011/12/16/10-anos-de-convertibilidad-10-anos-despues/#more-1132>).
- Levy Yeyati, E. & Cohan, L. (2012). "What have I done to deserve this? Global winds and Latin American growth", VoxEU.org, 12 de enero de 2012.
- Levy-Yeyati, E. & Cohan, L. (2011). "Latin America Economic Perspectives: Innocent Bystanders in a Brave New World", The Brookings Institution, November 2011.
- Mecon (2009). "Comercio Argentina-Brasil Una Perspectiva Desagregada", Notas Técnicas N°15 (<http://www.mecon.gov.ar/peconomica/informe/indice.htm#>).
- Medeiros, C. (2003). "A Riqueza das Nações e a Riqueza dos Residentes Nacionais", Revista Reportagem, Nro.7, set.2003.
- Medeiros, C. (2008). "Financial dependency and growth cycles in Latin American countries ||", Journal of Post Keynesian Economics, Fall 2008, Vol. 31, No.1 79.
- Mendizabal, N. (2011). "El sistema previsional argentino y su reestatización", Apuntes para el cambio, Año 1, N°1, noviembre-diciembre de 2011.

Panigo, D., Kiper, E. & Garriz, A. (2012). “La política económica frente a la restricción externa en un contexto de incertidumbre global”, Congreso de AEDA, 2012.

Persia, J., Toledo, F. & Mira, P. (2010). “Consideraciones Críticas Sobre la Tasa Natural de Desempleo a Partir de la Experiencia Argentina”, Nota Técnica N°34, Ministerio de Economía y Finanzas Públicas.

Pivetti, M. (1991). “An essay on money and distribution”, London: MacMillan, 1991.

Pivetti, M. (ed) (2008). “Piero Sraffa: contribuciones para una biografía intelectual”, UNAM, 2008.

Ros, J. (1989). “On inertia, social conflict, and the structuralist analysis of inflation”. WIDER, Working Paper 128, 1989.

Serrano, F. & Summa, R. (2012). “Mundell-Fleming without the LM curve: the exogenous interest rate in an open economy”, 16th ESHET Conference, St Petersburg.

Serrano, F. & Summa, R. (2013). “La desaceleración rudimentaria de la economía brasileña desde 2011”, *Circus*, Revista argentina de economía, N°5, Otoño de 2013, pp.1-30.

Serrano, F. (2010). “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* / Fall 2006, Vol. 29, No.1 117.

Summa, R. (2012). “An alternative model to the open-economy “new consensus”, First Young Researchers’ Workshop of Theoretical and Applied Studies in Classical Political Economy, Setiembre de 2012, Roma.

UNCTAD (2011). “Trade and Development Report. Post-crisis policy challenges in the world economy”, United Nations, Génova, 2011.

Weisbrot, M., Ray, R., Montecino, J. & Kozameh, S. (2011). “The Argentine Success Story and its Implications”, Center for Economic and Policy Research, Washington D.C. octubre de 2011.