

DISTORSIONANDO LA MICRO PARA EMBELLECEER LA MACRO: EL CASO DE LA ARGENTINA

Domingo Cavallo and Joaquín Cottani
Traducción hecha por Gastón González Abad

Para una economía emergente que se ha recuperado totalmente de una crisis monetaria hace tres años, Argentina es una “rara avis”. Otras economías emergentes en América Latina, Eurasia y el Este Asiático, que también sufrieron crisis monetarias en los 1990s y 2000s, han disfrutado de prolongados períodos de estabilidad monetaria y de precios desde entonces. Argentina, por el contrario, está luchando contra la inflación, una enfermedad económica que muchos de nosotros pensábamos que había desaparecido en la década delos 90s.

Una diferencia importante entre la Argentina y las otras economías emergentes es que, si bien estas últimas adoptaron la regla monetaria denominada “metas de inflación” (inflation targeting, en inglés) como consecuencias de sus respectivas crisis, Argentina experimentó con el manejo del tipo de cambio real (real exchange rate targeting), una combinación de políticas heterodoxas cuyo objetivo es mantener el tipo de cambio real a un nivel bajo (“competitivo”), presumiblemente para promover las exportaciones y reducir la vulnerabilidad de la economía contra las crisis en el futuro.

La idea básica detrás del manejo del tipo de cambio real es que uno puede gestionar no sólo el tipo de cambio nominal, sino también el tipo de cambio real mediante una combinación de intervenciones esterilizadoras de la expansión monetaria y controles de capital. La intervención esterilizadora, a su vez, es la suma de la intervención del mercado de divisas (para evitar la apreciación nominal) y la esterilización monetaria, incluyendo, si es posible, la generación de superávit fiscal (para el control de la inflación doméstica).

Aparte de la inconsistencia de la política que surge si los controles de capital no son efectivos -conocidos en la literatura macro económica como la “trinidad imposible” de los controles de tipo de cambio, controles monetarios y movilidad de capital – en Argentina, la orientación del tipo de cambio real (real exchange rate targeting) tuvo otros problemas de implementación más obvios.

Para empezar, a excepción de un período de tiempo relativamente breve (2003-2004), la combinación de políticas fiscales y monetarias no fue lo suficientemente ajustada como para mantener un tipo de cambio real bajo en forma sostenible ya que haber hecho esto hubiera requerido una instancia mucho menos “acomodatícia”, una alternativa que no era acorde a la administración de Néstor Kirchner (2003-2007).

Por lo tanto, para mantener la depreciación real desafiando a las fuerzas del mercado, que dictaban una apreciación de la moneda, el gobierno reprimió la inflación doméstica a través de la intervención en el mercado, es decir, limitando las exportaciones, congelando las tarifas de los servicios públicos, y negociando salarios y aumentos de precios con los sindicatos y el sector empresario. Además, para compensar el efecto negativo de estas intervenciones sobre los incentivos de los productores, el gobierno distribuyó discrecionalmente, subsidios entre algunos

de los sectores afectados, socavando su propia política de manejo del tipo de cambio real, que requería fortalecer el superávit fiscal.

Más importante aún, la miríada de las distorsiones del mercado introducidas para mantener el tipo de cambio real alejado de la apreciación afectó los incentivos económicos al punto de crear desequilibrios micro económicos.

A pesar de la gravedad de estos problemas, el manejo del tipo de cambio real dio dividendos políticos considerables a la administración Kirchner ya que permitió el crecimiento de la economía y disparar importantes aumentos en los salarios reales y los niveles de empleo.

Sumado a esto, los impuestos a la exportación y los controles de precios amortiguaron el golpe doble de la depreciación real y el aumento de los precios de los commodities en el costo de la vida doméstico.

Por último, el gobierno se benefició de un aumento de los ingresos públicos sin precedentes, que se utilizaron para financiar un rápido crecimiento del gasto público.

La suma de estos efectos dio como resultado altos índices de aprobación para Nestor Kirchner, “pavimentando” el camino para la victoria de su mujer, Cristina, en las elecciones presidenciales de octubre de 2007.

En los últimos meses, sin embargo, la popularidad del gobierno se ha ido desvaneciendo. Influye el hecho de que (no sorprendentemente) la inflación fue reprimida pero nunca fue controlada correctamente. No obstante el torpe intento por parte del gobierno de manejar las expectativas inflacionarias adulterando el índice de precios al consumidor (IPC), la inflación real ha estado subiendo, y actualmente ronda el 25-30% anual (en contraste al prácticamente 0% en 1996-2001). Mientras tanto, la escasez de artículos de consumo básicos, tales como la carne, leche, gas y electricidad son generalizados.

En marzo de este año, el gobierno ha reaccionado a estos problemas mediante un aumento de los impuestos a la exportación, particularmente en productos de soja, mientras que mantenía las restricciones cuantitativas de exportación sobre el sector de la carne y los productos lácteos. Esto promovió una fuerte reacción de los agricultores, que boicotearon las políticas mediante el lanzamiento de un amplio cierre patronal.

La política de distorsionar lo micro para embellecer la macro parece estar llegando al límite.

Este artículo discute la falibilidad del “nuevo paradigma económico” de Argentina y las razones para su sorprendente longevidad. El asunto sería sólo una nota histórica (otro golpe accidental en el camino de Argentina hacia el desarrollo) si no fuera por el hecho de que el modelo se asemeja mucho a aquél seguido por China y por otros exportadores exitosos de Asia Oriental, y conocida en círculos académicos y políticos como Bretton Woods II (BW2). Esta similitud plantea una serie de preguntas interesantes. Por ejemplo, ¿es BW2 un modelo idiosincrático, es decir, no fácilmente adaptable a otros países o regiones? ¿Argentina falló al aplicarlo correctamente? (En

caso afirmativo, ¿qué debería haber hecho?) ¿Acaso BW2 no es aquella panacea que sus defensores afirman que es?

La organización de esta monografía es la siguiente: la sección I examina la evolución de la inflación y del tipo de cambio real en Argentina y en cinco otras economías de mercado emergentes que sufrieron crisis monetarias en los 1990s y 2000s. En todas, salvo Argentina, la inflación anual convergía a cifras de un dígito, mientras que el tipo de cambio real se mostraba apreciado a niveles no muy diferentes de los existentes antes de las respectivas crisis.

La sección II discute sobre si es posible manejar el tipo de cambio real para “hacerlo competitivo”, sin subvalorarlo significativamente. La respuesta es sí, pero sólo si el gobierno está dispuesto a endurecer las políticas monetarias y fiscales y/o liberalizar las importaciones. Esto puede cambiar la composición de la producción entre transables y no transables y ayudar a prevenir el “Dutch disease” (enfermedad holandesa). El hecho de que también se pueda mejorar el desempeño del crecimiento en el largo plazo en todo momento y todas las circunstancias es menos claro.

Luego, hablamos de Argentina, y lo que realmente ocurrió allí (Sección III).

En la sección IV, nosotros nos preguntamos cuán subvaluada está la moneda Argentina en la actualidad. Utilizando los resultados de un modelo econométrico de la cuenta corriente, encontramos que, en comparación con la situación en la que los mercados operan libremente, el tipo de cambio real se encuentra subvaluado en un 55 por ciento.

Por último, en la sección V, se discuten las diferencias y semejanzas entre Argentina, por un lado, y China y los otros países de BW2, por el otro.

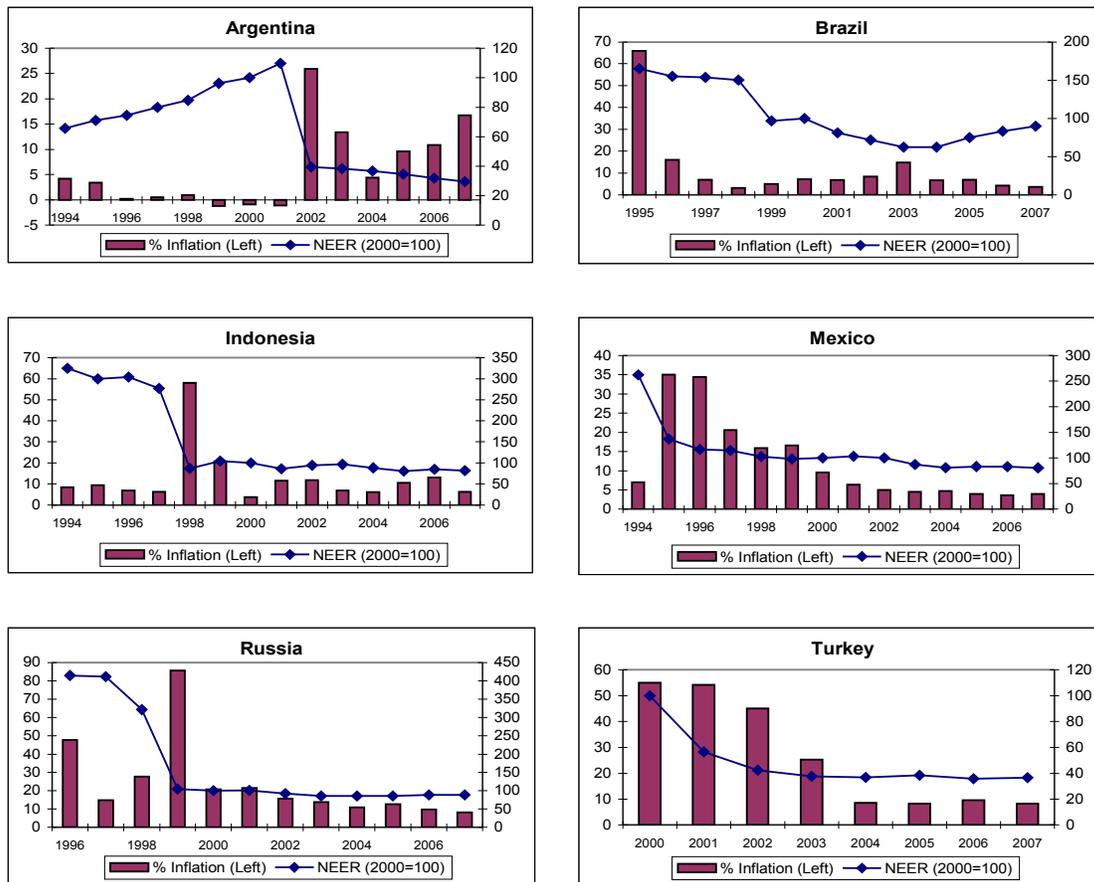
Evolución de la Inflación post-crisis y el Tipo de Cambio Real en los Mercados Emergentes.

La Figura 1 muestra los datos anuales sobre los tipos de cambio nominales efectivos (esto es, comercio ponderados) e inflación para seis economías de mercado emergentes que sufrieron crisis monetarias en algún momento durante los últimos 25 años. Los episodios de devaluación pueden ser fácilmente identificados en los gráficos mirando los años en los cuales los tipos de cambio nominales caen discretamente. Estos episodios son: Méjico (1994-95), Indonesia (1997-98), Rusia (1998-99), Brasil (1998-99 y 2001-03), Turquía (1993-94 y 2000-01) y Argentina (2001-02)¹. En todos los casos excepto en Argentina, la inflación cae a una cifra de un dígito en 2007 luego de alcanzar el punto máximo de crisis. En Argentina, por otra parte, la inflación cae de 25.9 por ciento en 2002 a 4.4 por ciento en 2004, pero luego aumenta a 16.7 por ciento en 2007.²

1 Los tipos de cambio nominales son promedios anuales de información mensual del BIS; la inflación anual es calculada en base a los deflatores del PBI.

2 La figura del 2007 es nuestra estimación debido a la poca credibilidad de las estadísticas de precios oficiales durante ése año.

Figura 1
Nominal Effective Exchange Rates and Inflation in Six Emerging Market Countries

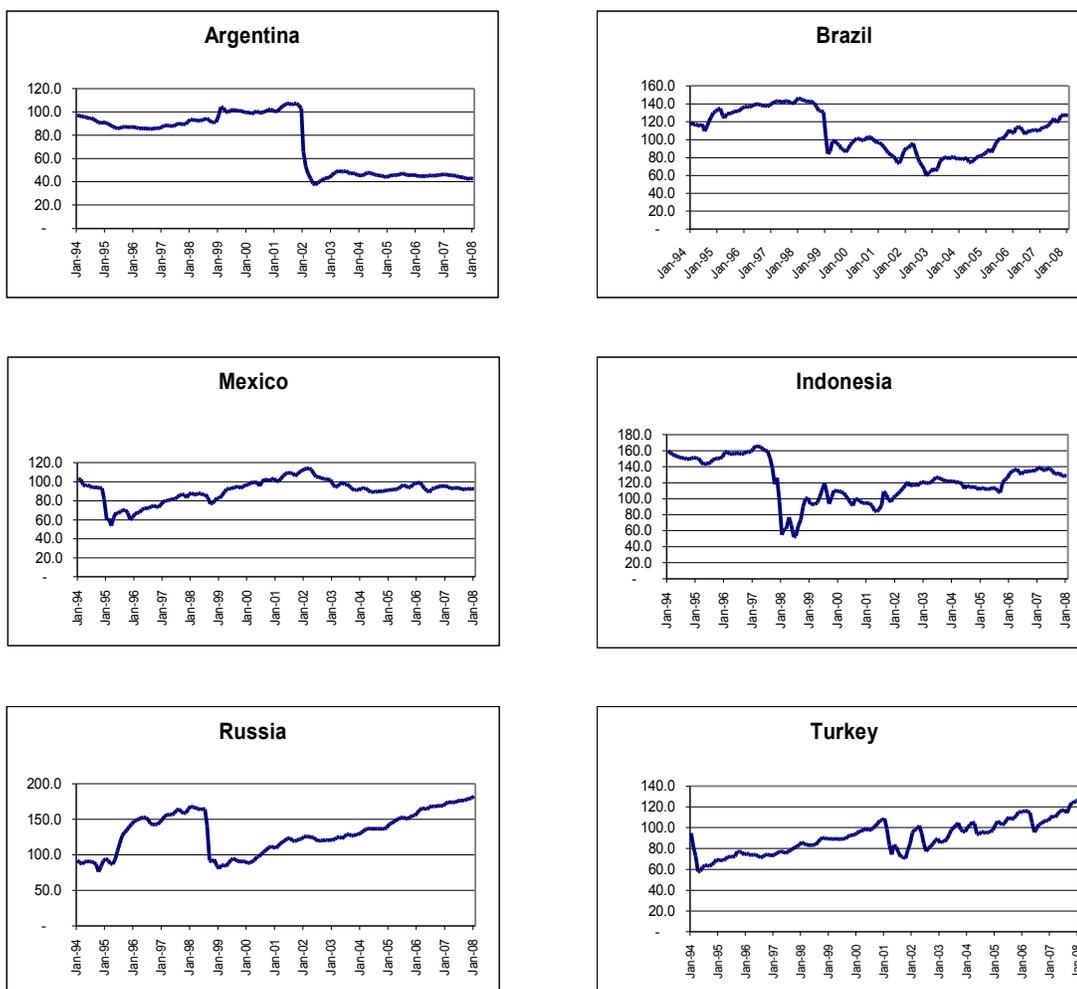


Sources: IMF for inflation and BIS for exchange rates.

Otro contraste interesante entre Argentina y los demás países de la muestra se plantea en relación con el comportamiento del tipo de cambio real efectivo (real effective exchange rate). Como se muestra en la Figura 2, en todos ellos menos en Argentina, una vez que el tipo de cambio real efectivo alcanza su punto mínimo luego se aprecia a un nivel no muy diferente del previo a la devaluación. Este patrón es consistente con:

- La adopción de tipos de cambio flexibles y de las metas de inflación (inflation targeting).
- Una mejora generalizada en las condiciones externas, es decir, los términos de comercio o, en el caso de Turquía (2000-01), la expectativa de anexión a la Unión Europea.
- La caída del dólar estadounidense vis-à-vis el Euro y otras monedas de reservas del mundo.
- Un refuerzo, aunque en gran medida endógeno, en los fundamentos fiscales y de deuda.

Figura 2
Real Effective Exchange Rates in Six Emerging Market Countries



Source: BIS

El hecho de que las monedas de Brasil, Méjico, Indonesia, Rusia y Turquía sean hoy casi tan fuertes como en los meses precedentes a las devaluaciones sugiere que sus tipos de cambio reales efectivos de equilibrio se apreciaron luego de las crisis³. Entonces, ¿qué es lo que hace diferente a la Argentina del resto? ¿Acaso las condiciones externas no mejoraron notablemente? La Figura 3 muestra que este no era el caso.

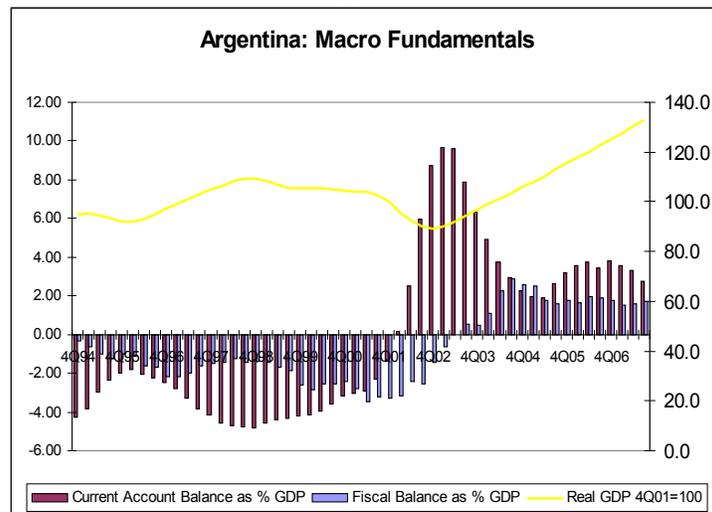
³ Hay que resaltar que a pesar de la reciente agitación de los mercados globales financieros, nadie dice que esas monedas están sobre-valoradas.

Figura 3



¿Es porque, a pesar de la mejora de las condiciones externas, la economía sigue siendo débil y/o vulnerable a los shocks externos y fiscales? Una vez más, la respuesta es negativa (véase la Figura 4).

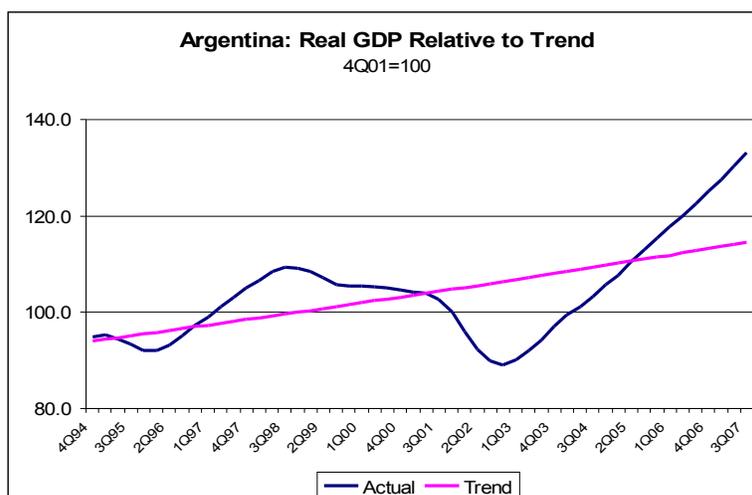
Figura 4



¿O es sólo que el tipo de cambio real efectivo estaba tan sobrevaluado antes de la crisis que el nivel más bajo observado hoy refleja el equilibrio en lugar del desequilibrio? Aquí, nuestra opinión es que, si bien el tipo de cambio real efectivo estaba sobrevaluado en 2001, hoy se encuentra definitivamente subvaluado. Para empezar, como mostraba el gráfico anterior, hay un superávit significativo (2,8% del PBI) en la cuenta corriente. Además, como se indica en la Figura 5, la brecha de producción es negativa y también significativa (el PBI actual se encuentra en un 16% por encima de su potencial). Así como la combinación de una economía débil y un déficit de cuenta corriente grande es un clásico caso de sobrevaluación del tipo de cambio real efectivo, el opuesto es el clásico caso de subvaluación.⁴

⁴ Ver, por ejemplo, James Meade, *The Balance of Payments*, Oxford University Press, London, 1951.

Figura 5



Por lo tanto, la pregunta no es *si* el tipo de cambio real efectivo está subvaluado, sino *cuán* subvaluado. En la sección IV, se intenta responder esta pregunta. Antes de hacerlo, revisemos las bases teóricas de la orientación del tipo de cambio real (real exchange rate targeting).

II. ¿Pueden haber metas de tipo de cambio real?

Lo que está en cuestión en Argentina es la sustentabilidad de un modelo que basa su crecimiento económico en las metas del tipo de cambio real efectivo (targeting the effective real exchange rate) a un nivel artificialmente bajo. Esto, sin embargo, no significa necesariamente que las metas del tipo de cambio real efectivo no puedan ser manejadas mediante un uso apropiado de políticas monetarias, fiscales y políticas comerciales. Para aclarar este punto, permítasenos utilizar un simple marco analítico en forma de un Diagrama de Swan (T.W. Swan, el economista australiano que, junto con W. Slater y M. Corden, popularizó el famoso modelo de una economía pequeña y abierta de transables y no transables). La aplicación del modelo Swan-Slater-Corden a la Argentina requiere cierta adaptación. Para esto, considere la Figura 6.

Figura 6
REER Overvaluation

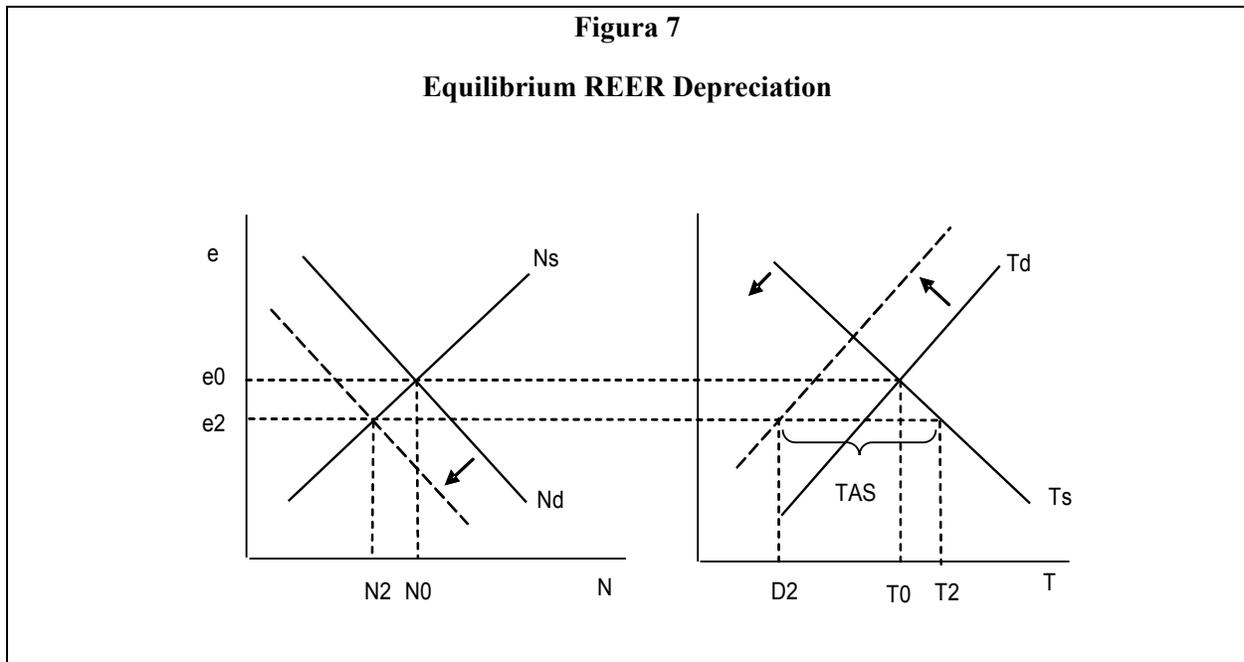
El panel de la izquierda representa el mercado para no transables (N), y el de la derecha, el mercado de transables (T). La demanda doméstica y las curvas de oferta se grafican en función del precio relativo de N respecto a T, denominado e . La oferta de T tiene dos componentes, que, por simplicidad, llamamos commodities (C) y manufacturas (M). Asumimos que todos los commodities son exportables y que las manufacturas son comerciables (es decir, exportables y/o importables). Las exportaciones de commodities y las importaciones de manufacturas están gravadas con impuestos. La exportación de manufacturas, por el otro lado, posee subsidios a la misma tasa que el impuesto sobre las importaciones. Los precios internacionales y los niveles de protección doméstica son constantes para M y variables para C. Sin embargo, en el caso de C- donde los niveles de protección nacional son negativos dado que se gravan las exportaciones- el gobierno estabiliza los precios domésticos mediante el aumento de los impuestos a la exportación cada vez que los precios internacionales aumentan, y viceversa. De esta manera, en cualquier punto del tiempo, el precio relativo entre M y C (dos transables) es dado y e representa el tipo de cambio real efectivo.

Donde $e=e_t$, la economía se encuentra en desequilibrio, tanto interno como externo. Mientras que el PBI “teórico” es $e_t N_t + T_t$, el PBI actual es $e_t N_t' + T_t$ (ya que la producción N se encuentra determinada por la demanda). La diferencia $(N_t N_t')$ representa el exceso de oferta de no transables (ESN). Esto es el equivalente a la “brecha de producción” en un modelo macro económico de economía cerrada de un bien (Keynesiano). El hecho de que el e esté sobrevaluado implica que también hay un déficit de la balanza comercial (TAD).

Es posible corregir ambos desequilibrios, tanto el ESN y el TAD, mediante la devaluación del tipo de cambio nominal. La única razón por la cual la devaluación nominal es efectiva en este caso es porque hay desempleo. Esto reduce el efecto de paso por la devaluación, resultando en una depreciación real. Una vez que la economía alcanza el equilibrio, sin embargo, la devaluación nominal deja de ser efectiva. En el punto e_0 , el mercado N se clarifica y la cuenta corriente se balancea. La economía produce N_0 unidades de N, M_0 unidades de M, and $M_0 T_0$

unidades de C. Cualquier intento del gobierno de aumentar la competitividad solamente mediante la devaluación, causaría que los precios nominales de T y de N aumentarían proporcionalmente sin afectar e . El mecanismo de transmisión es bien conocido: la depreciación nominal induce al público a vender dólares al Banco Central, causando que aumente la oferta de dinero. Pero, dado que la economía se encuentra en el punto de pleno empleo, más dinero significa más inflación, por lo tanto no hay cambios en los saldos reales de dinero, las tasas de interés reales, o e . En otras palabras, la devaluación nominal (equivalente a una política monetaria expansiva en este caso) es neutral.

Pero, ¿qué pasaría si, a partir de una posición de equilibrio, el gobierno esterilizara el exceso de oferta de dinero provocado por la devaluación? Esto causaría que la oferta real de dinero disminuyera ya que los precios nominales aumentarían, en particular para los transables, mientras que la oferta nominal de dinero se mantendría constante. Como se muestra en la Figura 7, la contracción monetaria desplazaría la demanda para N y T a la izquierda, reduciendo e y generando un superávit comercial (TAS). Fijese, no obstante, si bien hay un cambio en la composición de la producción (la economía produce menos N y más T), el PBI real no cambia. Lo mismo sucedería si la devaluación nominal estuviera acompañada de una contracción fiscal: un aumento de los impuestos o una reducción en el gasto público desplazaría N^d y T^d a la izquierda con resultados idénticos.



La eficacia de una intervención esterilizada no está asegurada, sin embargo, sobre todo si la cuenta de capital se encuentra ampliamente abierta. La “trinidad imposible” (the impossible trinity) de la gestión del tipo de cambio, control monetario y la apertura financiera ha recibido mucha atención en la literatura económica; la idea es que la contracción monetaria se deshacería si las mayores tasas de interés atraen ingresos de capital. Lo que es menos enfatizado es que el mismo principio aplica a la política fiscal. Una mejora en las condiciones presupuestarias reduce

el riesgo crediticio, que también atrae capital. Así pues, el éxito de la intervención esterilizada depende de la viabilidad de controlar la movilidad de los capitales.

Otra forma de manejar el tipo de cambio real efectivo es mediante la política comercial. Por ejemplo, si el objetivo es bajar el tipo de cambio real efectivo para hacer que ciertas industrias (por ejemplo, los exportables no tradicionales, el turismo, etc) más competitivas, una devaluación compensada puede “hacer el trabajo”. Por “devaluación compensada”, nos referimos a la combinación de devaluación nominal, el aumento de los impuestos sobre las exportaciones y la reducción de los aranceles sobre las importaciones. Naturalmente, si esto fuera hecho en las mismas proporciones para todos los bienes transables, no habría ningún efecto sobre los precios relativos. Así pues, la clave es gravar impuestos (liberalizar) sobre algunas exportaciones (importaciones) más que otras. Por ejemplo, los impuestos a la exportación podrían ser gravados a los commodities, y los aranceles de importación reducidos para los bienes de capital. Esto aumentaría la protección efectiva en los sectores que el gobierno está intentando subsidiar. Los economistas de diferentes tendencias ideológicas diferirían sobre si esta es una buena política o una mala política, pero eso es otra cuestión.

Los impuestos a la exportación también pueden actuar como estabilizadores del tipo de cambio real efectivo en economías con un alto grado de volatilidad en los precios de exportación. En muchos mercados emergentes, la producción y la exportación de commodities como el petróleo y el gas, los metales básicos y minerales está controlada por el gobierno. Estos países son generalmente aconsejados de crear fondos de “día lluvioso” (rainy day funds) para permitirles mejorar la gestión de “turbulencias” y reducir la probabilidad de un Dutch Disease.⁵ Sin embargo, en los países en que las mercancías son producidas y exportadas por el sector privado, la única manera de crear un fondo como éste es mediante los impuestos. En un mundo perfecto, un sistema de impuestos progresivo sobre la renta, actuando como estabilizador automático, se ocuparía de este problema. En el mundo real, los administradores tributarios pueden ser incapaces (o no querer) de capturar las rentas derivadas de una bonanza de los precios de exportación a través de sólo un impuesto a la renta. Si es así, pueden recurrir a medios más simples, como gravar las exportaciones.

El problema con los impuestos a la exportación es que son altamente distorsivos. Como sabemos de la teoría del segundo mejor, si el objetivo no económico del gobierno es ayudar a los productores de M para hacer frente a la apreciación real, la política óptima no es restringir las exportaciones de C , sino subsidiar la producción de M . Del mismo modo, si el objetivo no económico es reducir el impacto de los mayores precios de los commodities sobre los precios domésticos, el mejor instrumento es subsidiar el consumo de C . En ambos casos, los subsidios deberían ser financiados con impuestos generales más que impuestos a la exportación.

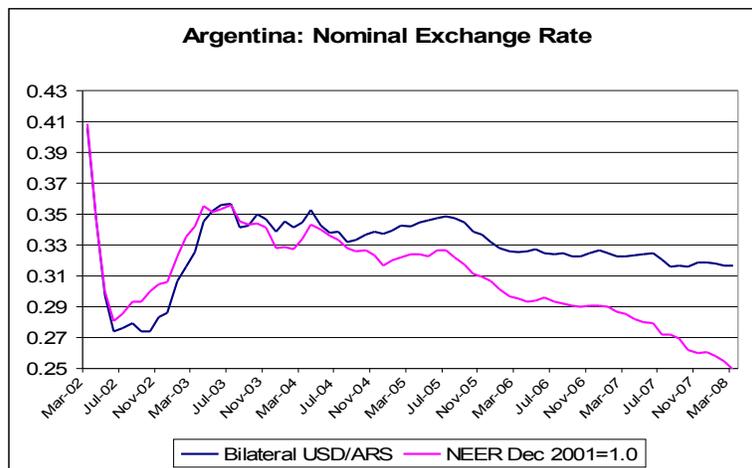
⁵ Un Dutch Disease (enfermedad holandesa) ocurre cuando, como resultado de un boom de los commodities, hay muchas divisas persiguiendo una oferta limitada de no transables, resultando en una apreciación real mayor, que exprime la rentabilidad de otras industrias transables al punto de hacer que algunas de estas industrias desaparezcan.

III. ¿Qué es lo que hizo Argentina en realidad?

Las políticas que conforman lo que la Argentina se ha convertido en el “Nuevo Paradigma Económico” nunca fueron anunciadas como partes de un plan integrado, probablemente porque nunca hubo uno. Medidas como la derogación de la Ley de Convertibilidad y la pesificación forzada de los depósitos bancarios y de otros instrumentos financieros domésticos, lo que resultó en una maxi-devaluación del peso; la reintroducción de los impuestos a la exportación luego de 11 años de ausencia; la congelación de las tarifas de servicios públicos; y el default de la deuda pública, se han tomado apresuradamente en respuesta a la crisis de diciembre de 2001. En el momento en que Néstor Kirchner asumió (Mayo 2003), el tipo de cambio real efectivo subvaluado estaba dado. Todo lo que el Presidente Kirchner hizo fue mantener el status quo, ya que era funcional a sus necesidades políticas.

Sin embargo, hubo dos períodos distintos en la presidencia de Néstor Kirchner. Desde el tercer trimestre de 2003 al segundo trimestre del 2005, la administración mantuvo sus políticas fiscales y monetarias relativamente controladas y dejó que el tipo de cambio nominal flotara, aunque dentro de ciertos límites. A pesar de la fuerte devaluación del peso (65% entre Diciembre 2001 y Junio 2005), la inflación se mantuvo bajo control, en parte debido a una elevada tasa de desempleo y una baja utilización de la capacidad de producción, en parte debido al congelamiento de las tarifas de servicios públicos del 2002, también, en gran parte, debido al efecto de restricción de las políticas fiscales y monetarias de absorción doméstica (ver Figura 8).

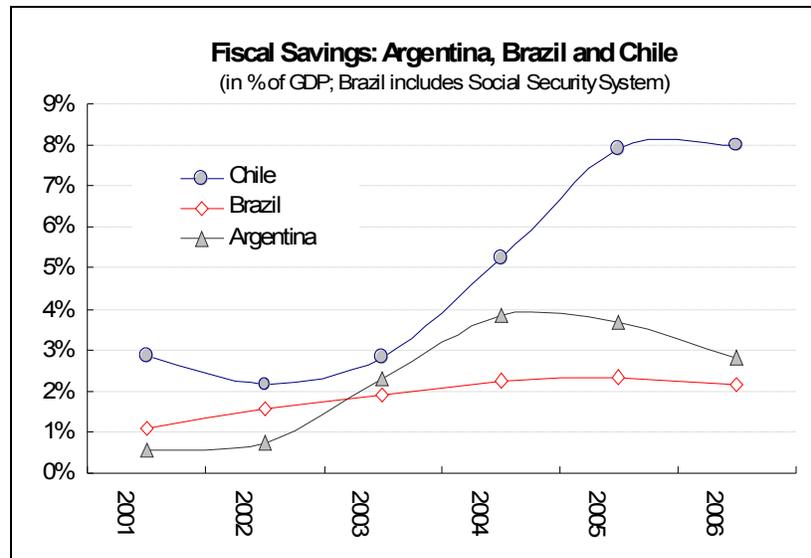
Figura 8



A partir del tercer trimestre de 2005, el gobierno comenzó a empujar el peso hacia abajo mediante la intervención activa del mercado de divisas, que resultó en una política monetaria más expansiva. Lamentablemente, esto ocurrió en un momento en el que la economía había alcanzado la plena utilización de su capacidad productiva (Figura 5) y el superávit fiscal había comenzado a disminuir (Figura 9). No sorprendentemente, las presiones inflacionarias empezaron a acumularse. Si el tipo de cambio real efectivo no se apreció más durante este período, fue porque la administración Kirchner:

- Mantuvo el peso junto a un dólar estadounidense que se debilitaba.
- Utilizó agresivamente los impuestos a las exportaciones y las restricciones cuantitativas de exportación para compensar el efecto inflacionario de los aumentos de los precios de los commodities.
- Controló los precios y exigió a los sindicatos, productores y minoristas negociar aumentos de salarios y precios directamente con la administración.
- Adulteró el IPC.

Figura 9



El Rol de la Política de Ingresos

Desde el principio, el gobierno intentó aminorar el impacto de la depreciación real y el aumento de los precios internacionales sobre la inflación interna interviniendo en los mercados locales de bienes y servicios. Algunas de las intervenciones, como la introducción de impuestos y restricciones cuantitativas a la exportación, colocaron una diferenciación entre los precios de bienes transables domésticos e internacionales. Otros amordazaban la inflación, en particular el sector de no transables, mediante controles de precios y salarios. En ambos casos, los subsidios del gobierno ayudaron a los productores a seguir participando por un tiempo sin quedar demasiado heridos.

Para estar seguros, el objetivo principal de los impuestos y las restricciones y los controles de precios era la subvención de los productos salarios.⁶ Si estos están subvencionados es más fácil para el gobierno negociar con los sindicatos. Una vez que los salarios están bajo control, un tipo de cambio real efectivo depreciado puede ser sostenido por un mayor período de tiempo. Los impuestos a la exportación ayudan mediante la reducción de los precios de los bienes exportables

⁶ Nos referimos a los de consumo básico, aquellos que los trabajadores toman primariamente en cuenta para formar expectativas inflacionarias y, por lo tanto, demandar ajustes de salarios.

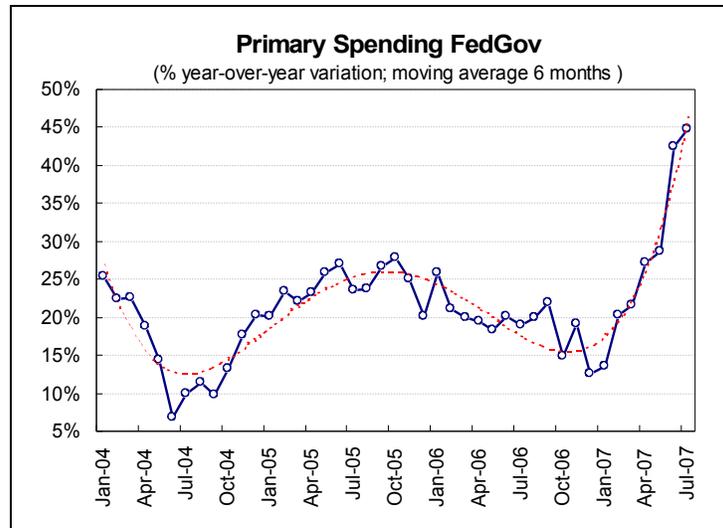
pagados por los consumidores domésticos. En Argentina, estos impuestos son especialmente elevados para el trigo, maíz, aceites vegetales, carne, leche en polvo, y la gasolina; que, en conjunto, representan una parte importante del IPC. Sin embargo, en algunos sectores (por ejemplo, carne y leche), los impuestos por sí solos no fueron suficientes, y el gobierno tuvo que imponer restricciones al comercio adicionales, como las prohibiciones de exportación y las cuotas, para mantener la inflación baja (véase el recuadro 1 para ejemplos específicos).

En Argentina, el principal commodity de exportación es la soja⁷. Como el consumo doméstico es relativamente bajo, los cambios en el precio internacional de la soja no son tan importantes, en términos del IPC, como los cambios en el precio internacional de, por ejemplo, la carne o la leche. Sin embargo, los impuestos sobre la exportación de productos de soja son, normalmente, superiores a los de otros productos. Mientras que el motivo principal en este caso es fiscal, los impuestos a la exportación de soja juegan un rol significativo en el esquema de la política del plan de ingresos diseñado por el gobierno, ya que proporcionan gran parte de los ingresos que el gobierno necesita para subsidiar las necesidades de otros consumos.

Esencialmente, hay un mecanismo de transferencia público que opera como éste. El gobierno recauda impuestos sobre las exportaciones de soja y otros productos de la agricultura y agroindustria, el gas y el petróleo y distribuye los ingresos para (i) compensar a las compañías de transporte y distribuidores de gas natural, cuyas tarifas están congeladas; (ii) invierte en estos sectores, aliviando a los operadores privados de tener que hacerlo, ya que sería imposible dadas sus bajas tarifas; y (iii) importa aquello que tiene poca oferta –notablemente, fuel-oil, gas natural y electricidad- a causa políticas de intervención equivocadas. En resumen, el gobierno otorga subsidios, pero los que realmente los pagan son los productores de commodities exportables. Este mecanismo de transferencia se ha traducido en una rápida aceleración del gasto público, como se muestra en la Figura 10.

Figura 10

7 Esto incluye productos de soja procesados y derivados como aceites y los pellets



Volviendo a las bases

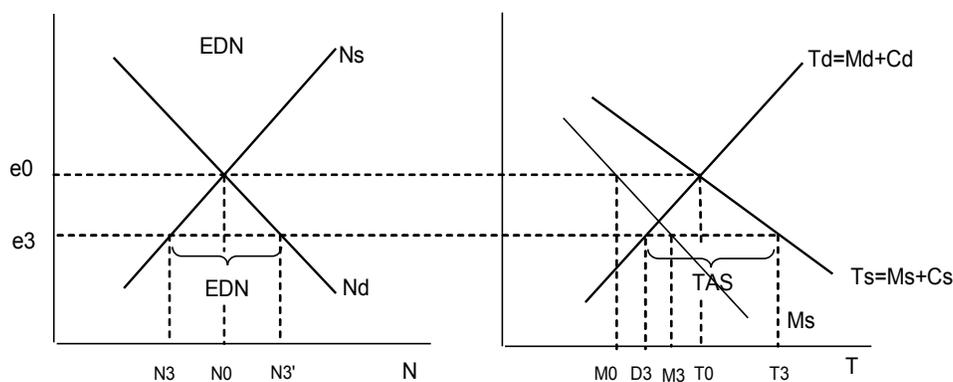
En términos de los diagramas de la sección II, lo que el gobierno argentino ha estado haciendo es establecer un e inferior al del nivel de equilibrio de libre mercado mediante la imposición de retenciones a las exportaciones cada vez que aumentan los precios internacionales y limitando la flexibilidad de alza de los precios de los no-transables, incluyendo las tarifas de servicios públicos.⁸ El PBI real en el tipo de cambio real efectivo distorsionado e_3 está representado por $e_3N_3 + T_3$. La oferta “nacional” (notional supply), por otra parte, es $e_3N_3 + T_3$. La diferencia (N_3N_3') representa el exceso de demanda de no-transables (EDN). Ya que la producción en el sector N es determinada por la demanda, esto representa una brecha de producción negativa.

El verdadero objetivo de subvaluar e no es crear un exceso de demanda para N, sino aumentar la oferta de M. Esto se observa mediante el movimiento de M_0 a M_3 . En este sentido, la diferencia entre e_0 y e_3 equivale a una subvención pagada por N a M. Como sobrevaluar e también ayuda a aumentar la oferta de C y reducir la demanda de M y C, el resultado es un superávit comercial (TAS). En Argentina, este superávit fue suficientemente alto como para producir un saldo positivo en la cuenta corriente.

⁸ El nivel de equilibrio de libre Mercado, nos referimos al nivel que hubiera existido en ausencia de la intervención del mercado de divisas(FX), la esterilización monetaria, los impuestos a la exportación, subsidios del gobierno, congelamiento de tarifas y controles de salarios y precios.

Figura 11

REER Undervaluation



Recuadro 1. Argentina: Distorsiones Micro económicas en los distintos sectores

Energía (gas y electricidad): Las tarifas de los consumidores se han congelado en los niveles anteriores a la devaluación del 2002. Las tarifas mayoristas se han ajustado, pero todavía están por debajo de los costos marginales de producción de largo plazo. Dado que, con estos niveles arancelarios bajos, el sector privado no puede realizar nuevas inversiones, sino apenas mantener las existentes, la inversión pública es necesaria para expandir la capacidad de producción doméstica.

Combustible (en particular, diesel oil): Varias capas de intervención existen en éste sector, incluyendo los impuestos a las exportaciones, prohibiciones a las exportaciones y controles de precios domésticos.

Transporte urbano y de larga distancia: Los precios de los servicios de tren, autobús y subte son fijados por el gobierno a niveles extremadamente subvencionados. Los proveedores privados son parcialmente compensados del presupuesto, pero no lo suficiente como para garantizar un buen servicio, por no hablar de mayor inversión.

Carne y productos lácteos: En condiciones normales, estos sectores estarían en auge gracias a altos precios y demanda internacionales. En Argentina, sin embargo, sus mercados están distorsionados por las tres capas de intervención que hacen poco rentables las actividades rentables. Estas capas son los impuestos a la exportación, restricciones cuantitativas de exportación y los controles de precios internos que establecen que los precios locales se encuentren por debajo de los internacionales netos de impuestos a la exportación.

Granos (cereales y oleaginosas): Estos commodities están sujetos al aumento y la variabilidad de los impuestos sobre las exportaciones. Y, mientras mantienen márgenes de rentabilidad razonables gracias a precios internacionales y la productividad doméstica, el aumento de los impuestos a la exportación ha erosionado los ingresos de los productores en una medida considerable. Mientras

permanece por ser visto si estos impuestos a la exportación caerán si y cuando disminuyan los precios internacionales, nuestra opinión es que esto es muy poco probable dado el efecto negativo que dicha recaudación tendrá en las cuentas fiscales.

IV. Evaluando la sub valuación del Tipo de Cambio Real Efectivo y la magnitud de la Inflación reprimida en Argentina

¿Cuán subvaluado está el tipo de cambio real efectivo en Argentina? Para poder determinar esto con un cierto grado de precisión, utilizamos un modelo econométrico de cuenta corriente utilizando datos trimestrales del 4T94 al 3T07 y, encontramos que el balance de la cuenta corriente depende críticamente de dos variables: el PBI real y el tipo de cambio real efectivo⁹. En particular, encontramos que:

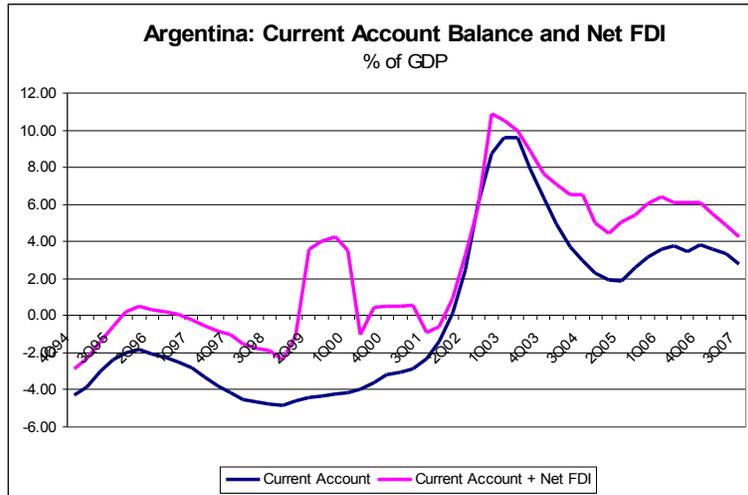
- Por cada crecimiento del uno por ciento del PBI por encima de su tendencia, el balance de la cuenta corriente se deteriora en 0.25 puntos porcentuales del PBI.
- Una depreciación del 10% del tipo de cambio real efectivo mejora el balance de cuenta corriente en 0.57 puntos porcentuales del PBI.

Armados con estos resultados empíricos, luego nos preguntamos cuál sería el tipo de cambio real efectivo si, en vez de tener un superávit de cuenta corriente del 2.8% del PBI, Argentina tuviera un déficit del 2% del PBI-es decir, en consonancia con el importe de la inversión extranjera directa neta (foreign direct investment) que recibe del resto del mundo (véase la Figura 12).

El promedio de la proporción de inversión extranjera directa neta respecto del PBI durante el período de muestra fue del 2.7%. Excluyendo únicamente la adquisición de YPF por parte de Repsol, que representa la joroba en la línea rosa, la proporción cae a 2.2%. Por lo tanto, es razonable suponer que una cifra de inversión extranjera directa “normal” para Argentina es el 2% del PBI. Dada nuestra elasticidad del tipo de cambio real efectivo estimada del 0.057, la apreciación necesitada para transformar el superávit del 2.8% de la cuenta corriente en un déficit del 2% es 84%. Esto, sin embargo, es una cifra conservadora dado que no tiene en cuenta el efecto indirecto de la apreciación real sobre la cuenta corriente vía el crecimiento. Por lo tanto, supongamos que nada haya impedido un traslado del tipo de cambio real efectivo al equilibrio. Lo más probable es que el crecimiento del PBI hubiera sido inferior a la tasa realmente observada (2% trimestre/trimestre), aunque probablemente no tan baja como la histórica tasa del 0.4% trimestre a trimestre. Tal vez, habría sido uno por ciento trimestre a trimestre, en línea con el potencial de expansión del PBI. Si así fuera, el efecto sobre la producción hubiera sido una reducción del 8.7%, como lo ilustra la brecha entre el gráfico trazado plenamente y aquél trazado por líneas punteadas en la Figura 12.

⁹ Los resultados econométricos están disponibles por encargo.

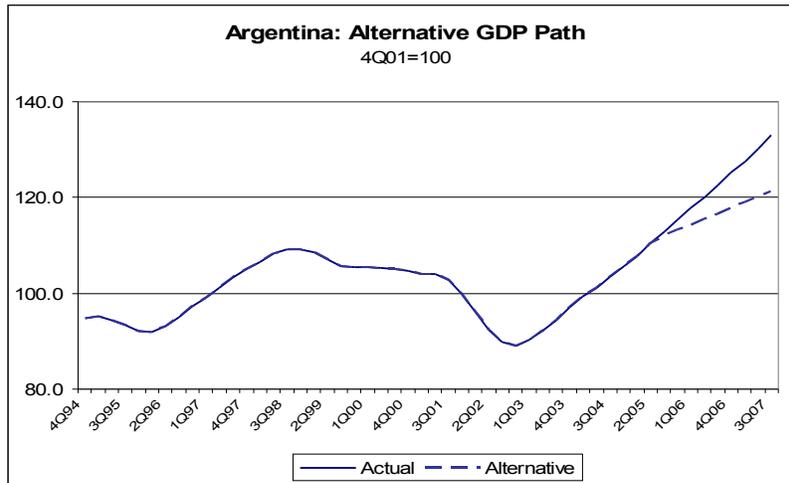
Figura 12



El cambio a una menor tasa de crecimiento habría causado que el superávit de la cuenta corriente fuera mayor. Dado que la elasticidad de producción es 0.25, el aumento en el balance de la cuenta corriente hubiera sido de 2.2 puntos porcentuales del PBI, lo que significa que, para el mismo tipo de cambio real efectivo, el superávit hubiera aumentado de 2.8% del PBI al 5%. Pasando este excedente en un déficit del dos por ciento hubiera requerido una apreciación real del 122%. Dado que en 4T07 el tipo de cambio real efectivo era 43.2 (frente a un número de índice base de 100 en 4T01)¹⁰, aumentarlo en 122% lo hubiera llevado a 96, sólo un 4% debajo del nivel de tipo de cambio real efectivo observado en 4T01!

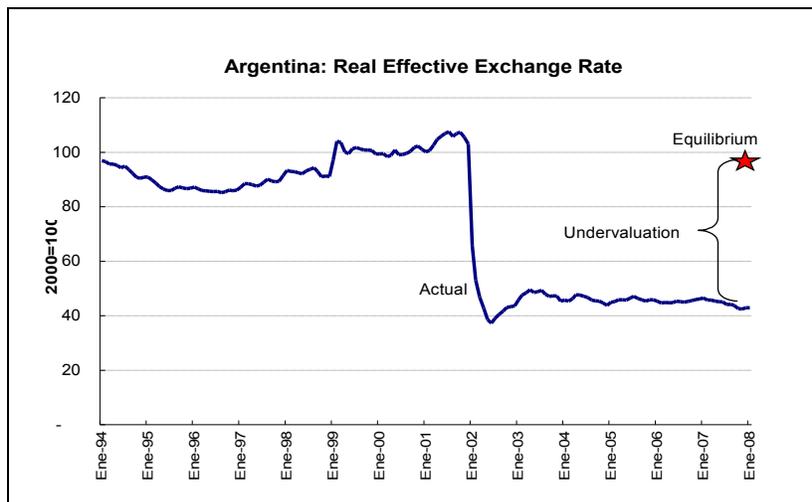
¹⁰ Nuestras series del tipo de cambio real efectivo son un promedio en movimiento de 4trimestres de información trimestral del tipo de cambio real efectivo del BIS.

Figura 13



En conclusión, nuestro análisis empírico sugiere que, en relación a una situación la que los mercados operan libremente, el tipo de cambio real efectivo se encuentra subvaluado en un 55%. Esto se puede ver gráficamente en la Figura 14.

Figura 14

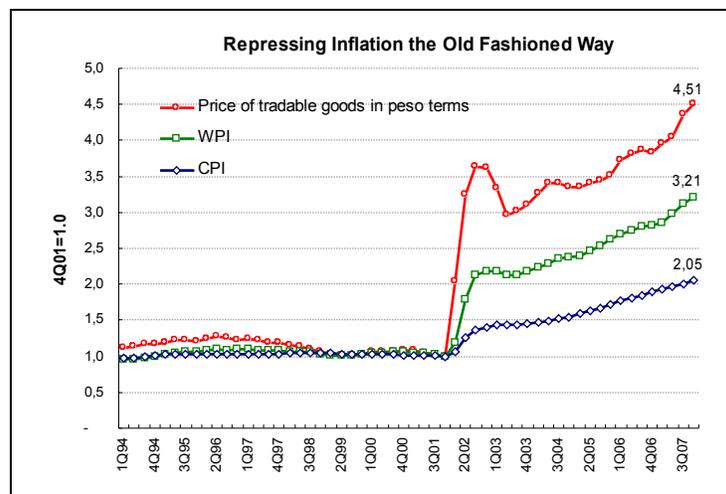


Cual es la magnitud de la inflación reprimida?

Habiendo determinado que, ante la ausencia de la intervención de mercado, el poder adquisitivo del peso argentino hoy sería tan alto como lo era en 2001, la siguiente pregunta es si podemos cuantificar la importancia relativa de las distintas intervenciones utilizadas para asegurar un tipo de cambio real efectivo subvaluado. Un punto importante de este análisis es estimar la cantidad de inflación “reprimida” que existe en la economía.

La siguiente figura muestra tres índices de precios alternativos. Ya que todos ellos se basan en información oficial, no se considera la distorsión resultante de la manipulación de las estadísticas de precios por parte del gobierno. PT representa el precio internacional de los transables en pesos. La serie se construye tomando el promedio de precios en dólares de exportación y de importación, convirtiéndolos a pesos utilizando el tipo de cambio bilateral con el dólar. Esta medida captura el efecto de la depreciación del dólar (o apreciación) vis-à-vis otras monedas ya que la última se encuentra ligada a la evolución de los precios extranjeros en dólares. Las otras dos variables son el Índice de Precios Mayoristas (IPM), una aproximación para precios de los transables domésticos (por oposición a los internacionales), un índice de precios al consumidor (IPC), un índice general de precios con un peso dirigido por los no transables en su cálculo.

Figura 15

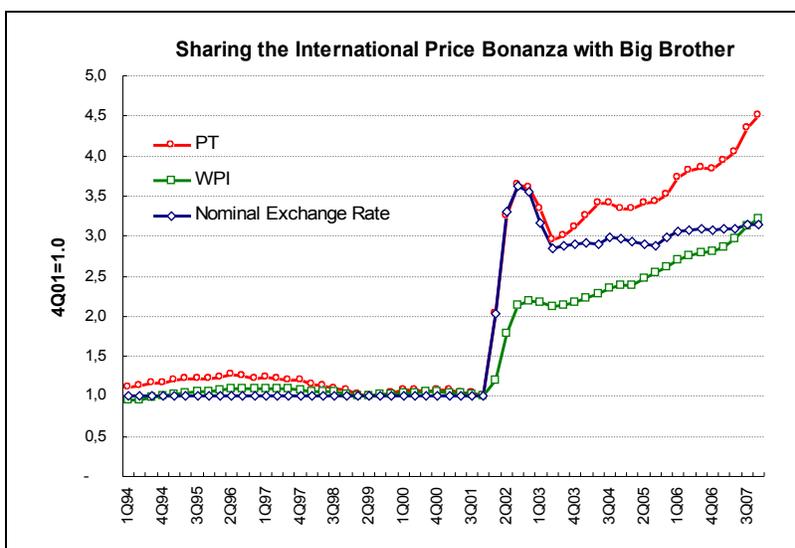


De este análisis, surgen dos conclusiones principales. Primero, si como hemos indicado anteriormente, el nivel de equilibrio del tipo de cambio real hoy no es muy diferente del (posiblemente sobrevaluado) nivel observado en el 4T01, en ausencia de la intervención del gobierno (incluyendo impuestos que no son a la exportación), la política de vinculación (pegging) el tipo de cambio al dólar estadounidense y, tener una política monetaria relativamente acomodada para que coincidan hubiera resultado en una inflación acumulada del 350% desde el comienzo del 2002. En cambio, el IPC aumentó sólo 105%. ¿Cómo es que el gobierno pudo evitar estos 250 puntos porcentuales frente a la inflación del IPC? Como indica el gráfico anterior, la mitad del trabajo fue hecho introduciendo una creciente brecha entre los precios transables internacionales y domésticos (entre PT e IPM) mediante los impuestos a las exportaciones (retenciones) y las prohibiciones y, la otra mitad mediante el congelamiento de tarifas, la regulación de los salarios y precios y compensando a los productores a través de subsidios presupuestarios (representa la diferencia entre IPC e IPM). Por supuesto, nada de esto hubiera sido posible con condiciones internacionales menos favorables.

Pero, a menos que creamos que estas condiciones no van a revertirse, la cantidad de inflación reprimida en la economía está en el rango entre 56% (asumiendo que sólo el segundo tipo de intervención se elimina) y el 125% (asumiendo que ambos tipos de intervención se eliminan).¹¹

En segundo lugar, como lo muestra el siguiente gráfico, el aumento en el IPM entre 4T01 y 3T07 fue aproximadamente el mismo que el aumento en el tipo de cambio nominal del dólar estadounidense en términos de pesos. Esto implica que, mediante los impuestos a las exportaciones (retenciones) y otras restricciones al comercio, el gobierno fue capaz de “confiscar” prácticamente todo el aumento en los ingresos resultado del mejoramiento de los precios internacionales dejando a los productores (particularmente a aquellos que exportan commodities) el aumento debido a la depreciación nominal del peso. Pero, como el último se encontraba en 215% y la inflación del IPC era de 105%, quienes exportaban estaban mejor en términos reales en promedio lo que explica porqué no han protestado por la intervención del gobierno en sus mercados, excepto en casos en los que, debido a las prohibiciones de exportación y controles de precios domésticos, los precios relativos bajaron (por ejemplo: carne, productos lácteos, fuel oil y gas natural).

Figura 16



Qué esperar

Mantener el peso argentino en su valor actual en términos reales efectivos (o reducirlo aún más, como ha sugerido el gobierno), sin cambiar drásticamente la combinación de políticas fiscal/monetaria y comercial/ingresos va a agravar las distorsiones y, últimamente, será insostenible. Esto, asumiendo que el entorno internacional sigue siendo favorable. Si, por otra

Estos valores están calculados dividiendo el índice del 4Q07 (4Q01=1) del IPM (3.210) y el precio de los transables (3.210) con respecto al IPC (2.053), respectivamente

parte, se vuelve desfavorable, los superávits gemelos de Argentina (fiscal y externo) desaparecerán y el tipo de cambio real sería probable que se deprecie en vez de apreciarse. El riesgo es que, en este contexto, el gobierno perderá el control de la inflación. Si esto ocurre, la economía, muy probablemente, se estancaría. Considere los dos escenarios alternativos siguientes.

En primer lugar, suponga, con optimismo, que el mundo puede evitar una recesión global. Para garantizar el rendimiento económico a largo plazo, el modelo de crecimiento de Argentina debe sufrir ciertos cambios fundamentales. Para empezar, los precios domésticos deben ser liberalizados. Esto incluye el reajuste de tarifas de los sectores de energía y servicios públicos y la eliminación de los controles de precios sobre los productos de consumo básico. Estas políticas producirían una aceleración de la inflación inevitablemente y una disminución del tipo de cambio real. El gobierno podría limitar estos efectos implementando una política fiscal más rigurosa acompañada de la liberación del comercio (particularmente, importaciones). Pero, esto es moverse en una dirección opuesta a la adoptada por Argentina durante los últimos tres años.

Ahora, imaginemos que hay una recesión mundial. Una vez más, Argentina no está bien preparada para poder enfrentarla. A diferencia de Brasil, que dejó que su tipo de cambio real se apreciara y que el déficit fiscal se contrajera durante la fase expansiva del ciclo, Argentina aplicó la receta opuesta: dejó que el tipo de cambio real se depreciara hasta que finalmente se subvaluó groseramente y, permitió que el superávit fiscal cayera si bien hubo un récord en la recaudación de impuestos (ver recuadro 2). Mediante la implementación de esta combinación de políticas pro-cíclicas, Argentina hizo exactamente lo opuesto a lo que ordenaba el doctor. Entonces, ahora, cuando la toma de decisiones políticas racional dictaría que hay que dejar que se deprecie la moneda en respuesta a fundamentos externos más débiles y que el superávit fiscal cayera en respuesta a la reducción de la recaudación de impuestos endógena, hay poco lugar para ambas.

V. ¿Qué tiene que ver esto con China?

El hecho de que la Argentina ha estado creciendo muy rápido en los últimos cinco años, mientras que hace el esfuerzo de evitar la apreciación nominal y real, ha llevado a que algunos observadores sugieran que, quizás, se está siguiendo el mismo modelo que China. En esta sección, nosotros argumentamos que incluso si esto fuera cierto, no significaría necesariamente algo bueno.

Las opiniones de los economistas de este lado del hemisferio sobre el modelo chino están divididas. Algunos piensan que el modelo es bueno y que puede ser sostenido (por ejemplo, aquellos que defienden la hipótesis BW2). Otros piensan que podría ser bueno para China, pero no para la economía global, sin mencionar que es globalmente insostenible. Y luego hay un tercer grupo al que nos adherimos, que piensan que, independientemente de la sustentabilidad o no del modelo de China no es bueno para nadie, incluso para China.

Por “modelo chino” nos referimos a la política de buscar tasas de crecimiento altas previniendo una apreciación del tipo de cambio. Aquellos que proponen el modelo BW2 racionalizan esta estrategia diciendo que ayuda a los mercados emergentes como China a acumular reservas en moneda extranjera, que luego son utilizadas como garantía para atraer la inversión extranjera. Esto no es necesario para cerrar la brecha entre la inversión total y el ahorro doméstico, que en los países Asiáticos es típicamente negativo, pero sí para incorporar progreso tecnológico y de gestión, aumentando la productividad total de los factores.

La historia suena interesante salvo porque, para acumular reservas en moneda extranjera, un país no solamente necesita evitar la apreciación nominal, sino también la apreciación real. Si es así, el hecho de que los chinos han vinculado históricamente su tipo de cambio nominal al de los Estados Unidos y esterilizaron parte del crecimiento de demanda de dinero es necesario pero no suficiente para llegar a tipo de cambio real subvaluado, como hemos argumentado en la sección II. Más importante que el sistema de tipo de cambio formal y la política monetaria son las dos formas mediante las cuales China interfiere con el reajuste macroeconómico global. Estas son: controles de capital, sobre todo en salidas y controles de precios, sobre todo en alimentos y servicios públicos. Es en estos sectores del establecimiento de políticas en la que China esta todavía lejos de ser una economía de mercado.

Considere lo que ocurriría si la cuenta de capital estuviera abierta y los precios de los bienes de salarios y los no transables fueran determinados por el mercado, en vez de por controles administrativos del gobierno y la subvención masiva proveniente del presupuesto. Parte del exceso de oferta de dinero causado por la monetización del superávit de las cuentas de inversiones extranjeras directas y corriente sería eliminado a través de las salidas de capitales y, la otra parte, por la inflación doméstica. En el primer caso, la distribución internacional de los bienes chinos se llevaría a cabo por el sector privado en lugar del Banco Central de China. En el segundo caso, el tipo de cambio real se apreciaría facilitando el ajuste macroeconómico mediante la reducción del superávit de cuenta corriente. Más importante, habría menos distorsiones microeconómicas, por lo tanto, se garantizaría una mayor eficiencia en la asignación de los recursos. En ese mundo, los gobiernos nacionales y sub-nacionales de China serían capaces de reorientar los recursos públicos de la subvención de salarios productos al aumento del gasto social en áreas como la salud, la educación y la seguridad social, por lo tanto, mejorando el bienestar.

Es probable que China no crezca más rápidamente como consecuencia de estos cambios de políticas, pero crecería mejor. En este momento, la economía China debe invertir alrededor del 40% de su PBI (neto de amortizaciones) para crecer entre el 10-11% por año. Esto implica que el incremento de la proporción producción-capital es 0.25. Importante, pero muy por debajo del potencial de China. Si lo aumentamos a 0.35, mediante un aumento de la eficiencia de la inversión, sería posible aumentar el consumo en 12 puntos porcentuales del PBI sin reducir el crecimiento.

Al igual que China, Argentina siempre ha sido capaz de manipular (aunque sólo durante los últimos tres años) el tipo de cambio real. A diferencia de China, sin embargo, Argentina tiene un índice de ahorro bajo (menos que el 25% del PBI, lo que hace que se desperdicien recursos en proyectos de inversión malos e intertemporalmente onerosos), limitando la oferta vinculante

(debido a la falta de inversión en sectores clave como el energético), una oferta de trabajo firme (como los trabajadores formales se encuentran casi todos empleados), y una historia inflacionaria que hace que el control de capital y de precios sea bastante ineficaz. Entonces, si el modelo de crecimiento de acumulación de reservas mediante la introducción de distorsiones a los salarios y los precios no es bueno para China, debe ser todavía peor para Argentina, donde se hacen evidentes los primeros signos de agotamiento provenientes de la aceleración de la inflación desde el 2005, una aceleración que las distorsiones de mercado y la manipulación de las estadísticas del IPC no pueden disimular.

Recuadro 2: Subvaluación del tipo de cambio real y el crecimiento impulsado por las exportaciones

El crecimiento impulsado por las exportaciones- la idea de que la preservación de la rentabilidad del sector que exporta ayuda a mejorar el rendimiento del crecimiento- tiene muchos adherentes no sólo entre economistas profesionales, sino también entre los políticos. Sin embargo, no todo defensor del crecimiento impulsado por las exportaciones realmente sabe de lo que él/ella está hablando. Para algunos, es simplemente una cuestión de evitar la “brecha de divisas”, sin importar lo que eso significa. Para otros, es el hecho de que la productividad es mayor en el sector de los productos exportables.

El problema con estas interpretaciones lineales es que pueden ser utilizadas para justificar la subvaluación de la moneda doméstica como una forma de lanzamiento de un proceso de crecimiento. Consideremos, por ejemplo, el argumento de que, porque la productividad laboral crece más rápido en el sector de los transables, el gobierno debe mantener el tipo de cambio real tan alto como sea posible durante los despegues. Esto equivale a poner el efecto “Balassa-Samuelson” en su cabeza. Lo que Samuelson y Balassa mostraron es que la diferencia entre el crecimiento de la productividad laboral observado en los sectores transables y los no transables explica porqué el tipo de cambio real se aprecia más en los países de rápido crecimiento que en los países de crecimiento lento. Si existe esta causalidad, va de crecimiento al tipo de cambio real y no al revés. Más aún, la correlación es negativa y no positiva!

Mientras que es común invocar el rol exitoso del tipo de cambio real depreciado para los exportadores de Asia Oriental, de Japón en los cincuentas, Korea en los sesentas y setentas y de China en los ochentas, noventas y todavía hoy – el vínculo entre ambos era más sofisticado que lo que los activistas del tipo de cambio real asumen típicamente.. En esos países, el crecimiento de los ingresos se vio reforzado por un aumento fenomenal en las tasas de ahorro e inversión. Típicamente, el ahorro aumentó más que la inversión, generando superávits comerciales y depreciación del tipo de cambio real. Fíjese, sin embargo, que la causa probable del crecimiento no fue el tipo de cambio real alto en sí mismo, sino el hecho de que, para llegar a este, los países tuvieron que aumentar su ingreso nacional más rápido que su consumo.