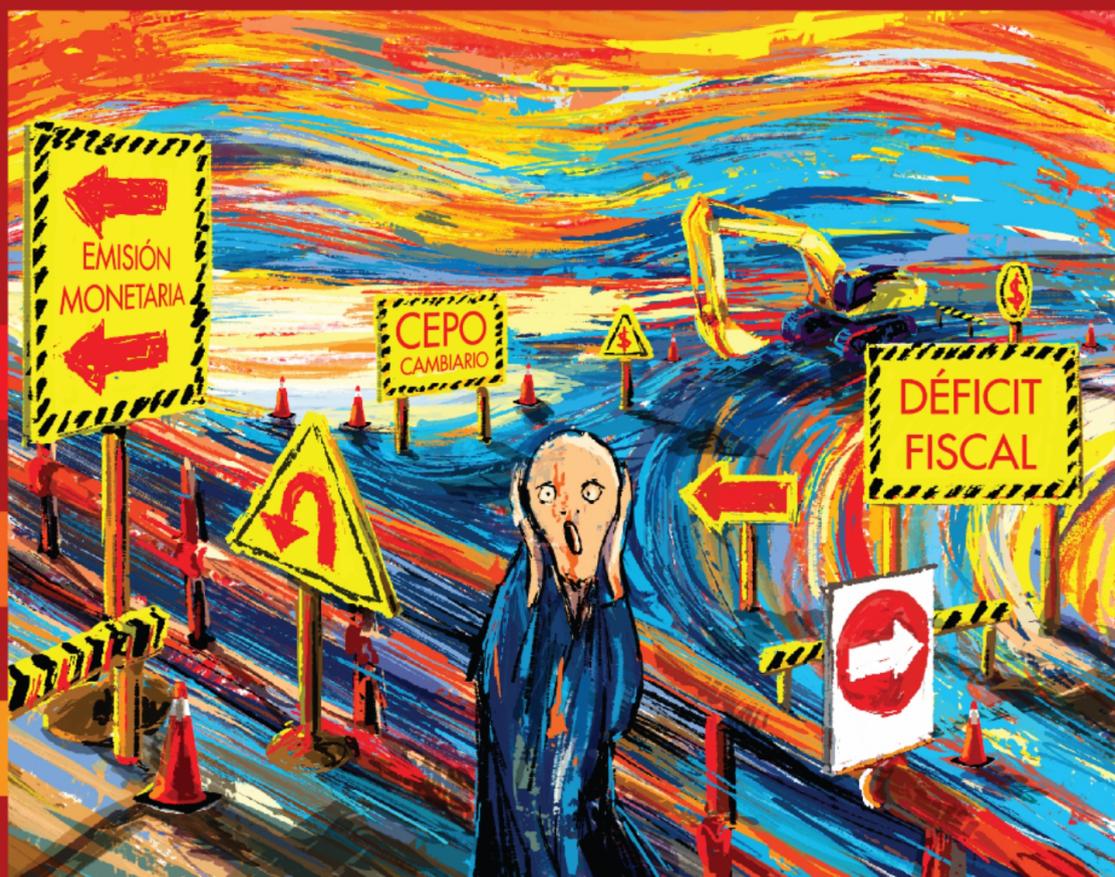


Javier Gerardo Milei

LECTURAS DE ECONOMÍA EN TIEMPOS DEL KIRCHNERISMO

Prólogo de
RICARDO LÓPEZ MURPHY



Grupo Unión

Milei, Javier

Lecturas de economía en tiempos del kirchnerismo / Javier Milei ; con prólogo de Ricardo López Murphy. - 1a ed. - Ciudad Autónoma de Buenos Aires : Barbarroja Lib, 2014.

330 p. ; 22x15 cm.

ISBN 978-987-3773-00-6

1. Economía Argentina. 2. Política Económica. I. López Murphy, Ricardo, prolog. II. Título

CDD 330.82

Fecha de catalogación: 23/07/2014

GRUPO UNION SRL

Jerónimo Salguero 1833

1425 Buenos Aires

+549 11 4550 5842

union@lugardelibros.com

www.barbarrojaediciones.com

@BarbarrojaLib

Colección dirigida por Rodolfo Distel

© Grupo Unión 2014

Compuesto por #MCHFS

Diseño tapa #Arghoost_Toons andres.rodriguez@arghoost.com.ar

Impreso por LA IMPRENTA YA en la República Argentina

Reservados todos los derechos. El contenido de esta obra está protegido por las leyes, que establecen penas de prisión y multas, además de las correspondientes indemnizaciones por daños y perjuicios, para quienes reprodujeran total o parcialmente el contenido de este libro por cualquier procedimiento electrónico o mecánico, incluso fotocopia, grabación magnética, óptica o informática, o cualquier sistema de almacenamiento de información o sistema de recuperación, sin permiso escrito del EDITOR.

LECTURAS DE ECONOMÍA EN TIEMPOS DEL KIRCHNERISMO

Javier G. Milei

Índice

Prólogo de Ricardo López Murphy	7
Palabras preliminares	9
Prefacio	13

PARTE I - POLÍTICA ECONÓMICA

El nuevo gobierno vs. los molinos de viento: los falsos dilemas al acecho del crecimiento y el bienestar	
I. Introducción	19
II. Los falsos dilemas	20
III. El modelo subyacente	26
IV. Reflexiones finales	31
Reservas, precios y crecimiento	34
Una mirada desapasionada sobre el rol de las reservas	37
El pago con reservas al FMI: “La eterna historia del maltrato de la política a la economía”	39
I. Análisis cuantitativo del pago al FMI con reservas	39
II. Análisis económico del pago al FMI con reservas	47
III. Análisis político del pago al FMI con reservas	53
IV. Conclusiones	55
Independencia del BCRA y tasa de inflación	57
La inflación: un fenómeno monetario	62
La visión monetarista de la inflación	65
Inflación en Argentina: cuando los economistas son parte del problema	71
El único culpable de la inflación es el gobierno	69
Emisión monetaria y el apocalipsis de Keynes	74
Impuesto inflacionario y sustitución de monedas	75
Sistema de precios, cepo y recesión	78
Inflación, control de precios y libertad	80
Tribulaciones de un keynesiano	84
El extraño caso del Dr. Wicksell y Mr. Keynes	87
Excusas keynesianas para escapar del fracaso	90

Milton Friedman: El destructor de falacias	94
1. Introducción	97
2. Una teoría de la función de consumo, Friedman 1 – keynesianos 0	99
La falacia del multiplicador	100
3. Estabilidad de la demanda de dinero y la inflación	
Friedman: 2 – keynesianos 0	104
4. Sobre la inversión y la rigidez de los precios Friedman 4 – keynesianos 0	110
5. El debate sobre la curva de Phillips Friedman 5 – keynesianos 0	114
6. Testeo final de la tesis Friedman-Schwartz Friedman	
(post mortem) 6 – keynesianos 0	121
Acorralados por el fantasma del rodrigo	130
Dólar: cuando ruge el sistema de precios	129
Un ajuste ortodoxo no será recesivo	134
La costosa factura heterodoxa	137
Un nuevo default kirchnerista	139
Kicillof, pobreza y principio de revelación	143
Kicillof, sindicatos y teoría monetaria	146
Mentiras keynesianas y el camino al 2015	149
Octubre de 2015 y más allá: recalculando	152
Resabios de la peste keynesiana	155
Donnellley: otra de las tantas víctimas del keynesianismo	158
Ley de abastecimiento y profundización del socialismo	162
Los fundamentos de la demanda de divisas	165
BCRA vs. la demanda de dinero: “Duelo de titanes	
al borde del precipicio”	168
Un puente sobre aguas turbulentas	171

PARTE II - POLÍTICA INTERNACIONAL

Política económica y desequilibrio global	175
Desequilibrio Global y la Crisis 2008-2011	175
El debate monetario en medio de la tormenta	176
Hacia una salida con más globalización	178
Política comercial y crecimiento liderado por exportaciones	
en el marco del desequilibrio global	180
Desequilibrio global, rebalanceo y guerra de monedas	183
I. Introducción	183
II. Anatomía del desequilibrio global	184
III. Bifurcación en la recuperación global	189
IV. Desequilibrio global y rebalanceo desde la teoría de los juegos	194
V. Reflexiones finales	198

El retiro de Bernanke y el futuro de los emergentes	201
La crisis americana y una interpretación pigouviana en el marco del “3-Equation Model” del nuevo consenso macroeconómico	204
1. Introducción	204
2. El Modelo del Nuevo Consenso Macro	205
3. El Nuevo Modelo, Bernanke y los hechos	214
4. Reflexiones Finales: Una mirada sobre el futuro	218
El costoso sofisma de Débora Giorgi	220
La política comercial de los Kirchner: ¿Nueva teoría o el regreso a la caverna de Platón?	222

PARTE III - CRECIMIENTO ECONÓMICO

Política económica y crecimiento	229
La agenda del crecimiento	236
Siglo XXI: La odisea del crecimiento	238
1. Las tres leyes del bienestar económico	238
2. Adam Smith y el crecimiento económico	239
3. La Lección de crecimiento económico	242
4. Crecimiento, convergencia y bienestar económico	244
Demografía y crecimiento en América Latina	246
Recursos naturales y crecimiento económico: ¿Bendición o regalo envenenado?	248
El rol de la infraestructura en el crecimiento	251
I. Introducción	251
II. Infraestructura, crecimiento y desarrollo	252
III. Evolución histórica reciente de la infraestructura en América Latina y el Caribe	257
IV. Rol del sector público y privado en la inversión en infraestructura	258
V. Financiamiento de la inversión en infraestructuras	260
VI. Brecha de la infraestructura en América Latina y el Caribe	262
VII. Conclusiones	268
Comercio y crecimiento luego de la crisis global	271
Despolarización y bienestar	274
Inflación, puja distributiva y crecimiento	276
Productividad y crecimiento en América Latina	278
Capital humano y crecimiento económico	281

En memoria de Gary Stanley Becker	284
1. Economía de la discriminación	284
2. Economía del crimen	285
3. Inversión en capital humano	285
4. Economía de la familia	286
5. Reflexión	286
¿Cómo contratar a un genio?	287
Crecimiento y productividad: la economía de las ideas	289
Instituciones, destrucción de valor y estancamiento	292
1. Instituciones y funcionamiento de la economía	292
2. Calidad de las instituciones y crecimiento económico	293
3. Creación de valor e inversión de empresas	295
4. La Destrucción de valor kirchnerista	299
5. Reflexiones Finales	302
Teoría de la inversión y mercados financieros: Si Tobin viviera quemaría Wall Street	305
I. Introducción	305
II. La Teoría de la inversión	306
III. Fundamentos de la valuación de empresas	307
IV. La “q” de Tobin y la valuación de empresas	308
V. Conclusiones	312
Roma: la primera víctima del populismo	314
Golpeando las puertas del paraíso	317
Hacia la singularidad en economía	320
Gráfico crecimiento, convergencia y singularidad	323
Breve biografía del autor	324

Prólogo

En estos ensayos, escritos por el Profesor Javier Milei, se pasa revista a un amplio conjunto de tópicos económicos.

Los mismos se extienden, desde las cuestiones analíticas sobre el uso y nivel de las reservas internacionales, a la independencia del Banco Central, pasando por la explicación de la evolución inflacionaria y los problemas de la formulación de raigambre Keynesiana.

No se agotan allí los campos abordados, incorporando a los ya mencionados, los tópicos de la economía internacional, la recuperación global con posterioridad a la crisis del 2008, así como la política comercial y sus consecuencias sobre el diseño de la política económica.

El análisis y la teoría del crecimiento económico forma parte del corazón del libro y constituye la contribución, quizá más lograda, en mi interpretación, de todo el enorme esfuerzo conceptual realizado.

El autor, Javier Milei, posee una formación formidable en la teoría económica, en la historia económica y de las doctrinas del pensamiento económico y es dueño, adicionalmente, de una cultura general muy vasta.

Desde esa capacidad ha hecho un singular esfuerzo de aplicar la variante pedagógica más sencilla y ayudar a la divulgación y dilucidación de complejos tópicos del debate social.

En todos los casos, el autor conserva sin atajos su rigor académico y la reciedumbre de su voluntad, de abordar los problemas sin temor a ser políticamente incorrecto.

A veces, no puede ni debe, dejar de señalarse su pasión lo desborda y llena de adjetivos la redacción de sus escritos.

Textos que resultan muy duros a quienes no comparten su paradigma epistemológico, que explican también el carácter altamente polémico de muchas de sus contribuciones, así como las reacciones que suscita en sus lectores y comentaristas.

Mi principal reflexión y consejo al lector de esta extensa obra, es que el estudio de este texto va a ser muy provechoso para cualquiera que lo aborde, tenga o no la formación académica en economía, que naturalmente subyace en las discusiones tratadas.

Tanto más se disfruta cuanto más se conoce del tema tratado.

Los tópicos candentes, planteados a veces sin ninguna cortapisa, han formado parte de un debate intenso en la sociedad argentina, que continúa en el presente con suma intensidad.

Los distintos problemas abordados han sido axiales en la discusión sobre la política económica de los últimos años, más allá de las anteojeras ideológicas, que informan a los participantes en los debates y que caracterizan a la pasión con las que siempre han sido tratados.

El autor y la temática abordada, tienen en otro matiz enriquecedor, ese optimismo envidiable, esa confianza en el futuro, esa aura de vaticinar un progreso sostenido, que desde los escritos de Adam Smith, está presente en gran parte de la elaboración académica de la ortodoxia económica.

Si debiéramos sintetizar a qué nos referimos en relación a ese clima académico y esa visión, la más lograda expresión que se nos ocurre es que lo mejor está por venir.

En el caso de este prologuista, debo confesar que me atrae mucho la discusión sobre el crecimiento económico, la dinámica poblacional y la confianza que trasluce Javier Milei que nos encontramos en una fase de aceleración de los descubrimientos tecnológicos, por lo que estaríamos frente a una convergencia entre las naciones y los seres humanos, del carácter más extraordinario en términos de nivel de vida, igualdad y progreso social.

Un consejo que no quiero omitir para el lector: si la lectura en los capítulos más polémicos y contenciosos, a veces lo hace enojar, no decaiga en el esfuerzo analítico de la revisión del texto, ya que lo mejor del mismo está al final.

Javier Milei no hace ningún esfuerzo para ocultar sus afectos y sus rechazos. Ello está en todas sus contribuciones, incluidas o no en este volumen. Forman parte de su genotipo.

En el pasado he intentado, en largas conversaciones, persuadirlo que dejara de lado los adjetivos, ello ha sido infructuoso, pero me he resignado a disfrutar sus contribuciones, aceptando sus entusiasmos, enfados y calificaciones.

En síntesis un libro importante, lleno de enseñanzas, vigoroso en su prosa, riguroso en su base académica, intenso en su carácter, de imprescindible lectura para entender nuestra sociedad y sus dilemas.

Dr. Ricardo López Murphy

Palabras preliminares

Arthur C. Clarke, a igual que Isaac Asimov (autor de las tres leyes de la robótica), desde sus escritos de ciencia ficción imaginó un conjunto de leyes que sobrepasa las fronteras de su propia obra. En este contexto nacieron las tres leyes referidas al progreso del conocimiento científico. La primera de ellas señala que cuando un científico distinguido afirma que algo será posible en el futuro, casi con toda seguridad está en lo correcto, mientras que cuando afirma que algo será imposible, seguramente está equivocado. La segunda sostiene que la única manera de descubrir los límites de lo posible es aventurarse a lo imposible. Finalmente, la tercera afirma que cualquier tecnología que sea lo suficientemente avanzada es indistinguible de la magia.

El paralelo a las tres leyes del avance científico del autor de “2001: Una Odisea del Espacio” en economía vendrían de la mano de la teoría, y muy especialmente por la evidencia empírica, del crecimiento económico. Así, la primera ley sobre el bienestar económico de la humanidad señalaría que si un especialista en historia del crecimiento asegura que el futuro será mejor que el presente probablemente tenga razón, mientras que los adalides del pesimismo estructural con sus sombrías visiones sobre la viabilidad del sistema seguramente están equivocados. Respecto a la segunda ley, la misma sostendría que uno debería ir más allá de la visión del corto plazo que se muestra llena de costos para lanzarnos al desafío del largo plazo (abrazados fuertemente a las regularidades estadísticas en la materia). Por último, toda visión sobre el futuro a largo plazo es indistinguible de una película de ciencia ficción.

En este sentido, el primer gran optimista y visionario del futuro fue Adam Smith, quien desde el título de su monumental obra de 1776 “Investigación sobre la naturaleza y las causas de la Riqueza de las Naciones” percibió con claridad los fundamentos del crecimiento económico. El sistema del padre de la economía se fundamentaba en las siguientes premisas: (i) el crecimiento económico estaba vinculado a la división del trabajo, (ii) el fomento de la libre competencia (que no es lo mismo que el modelo de competencia perfecta neoclásico), (iii) la exaltación del ahorro en el proceso de acumulación de capital (donde el diferimiento del con-

sumo en el tiempo es lo que financia a la inversión), (iv) la vinculación del crecimiento con la innovación o lo que también denominamos progreso tecnológico, (v) un gobierno que minimice su intervención en el funcionamiento de la economía y (vi) cuya función principal es la administración de justicia, cuidar por la seguridad de los ciudadanos y velar por el respeto de los derecho de propiedad.

Durante los últimos 2.000 años, la tasa de crecimiento del producto interno bruto per-cápita ha crecido a una tasa promedio compuesta del 0,13% anual, lo cual implicó que el nivel de riqueza se multiplicara 12,9 veces. Sin embargo, este proceso de crecimiento no fue uniforme. Así, separando la evolución del PIB per cápita entre el período que va desde el año 1 al 1800 y los restantes 200 años, podemos observar que la tasa de crecimiento pasó del 0,02% al 1,1% (se multiplicó 55 veces). A su vez, mientras que el nivel de riqueza que durante el primer período creció un 40,8% (concentrado en los siglos XIV y XV), durante el segundo período creció un 817,7%. Puesto en otros términos, el producto per cápita se multiplicó 9,18 veces (71,2% del crecimiento del período), lo que a su vez implica que durante los últimos dos siglos el crecimiento fue de un 817,7% (92,0% para el XIX y 378,1% en el XX). Es más, durante la segunda mitad del Siglo XX la economía mundial se expandió a un ritmo del 2,1% anual compuesto, por lo que el ingreso per cápita se multiplicó por 2,8 veces.

En función de esto, para hacernos una idea de lo que la convergencia junto a la aceleración de la tasa de crecimiento de la economía significa, supongamos que la misma tuviera lugar durante el siglo XXI. El producto per cápita inicial era de USD 6.000 (en dólares Geary-Khamis de 1990), donde dicho indicador para EEUU era de USD 30.000, mientras que para el resto del planeta promediaba los USD 4.960. A su vez, la economía de Estados Unidos durante el último siglo se ha expandido a una tasa del 3%, por lo que de mantener la misma tendencia y junto a una caída a la mitad en el crecimiento de la población (del 1% al 0,5%) su producto por habitante crecería al 2,5%. Así, de cumplirse la convergencia, el resto de los países deberían crecer un 4,36% anual compuesto, lo cual implicaría que el producto per-cápita mundial creciera al 4,18%.

De confirmarse esta hipótesis, el nivel de riqueza por habitante de la tierra se multiplicaría en 60,04 veces. Así, en un siglo habremos crecido 4,65 veces más que lo hecho en 20 siglos, lo cual no solo resulta difícil de imaginar, sino que implicaría ingresar a una singularidad en economía, donde la economía dejaría de ser la ciencia de administración de la escasez para convertirse en la ciencia del estudio de la acción humana frente

a una abundancia radical. Sin dudas, poder imaginarse dicho mundo y volcarlo en una producción cinematográfica no sólo sería un éxito de taquilla, sino que además conseguiría el galardón a la mejor película de “ciencia ficción” de la historia. Es más, quizás hasta se haga de un Premio Oscar al optimismo.

Prefacio

Cuando por diversas situaciones de la vida profesional uno se acostumbra a la lectura de los diarios tanto locales como internacionales, muy a pesar de la rutina, no deja de sorprenderse por la cantidad y calidad del debate que se produce en los medios de difusión de nuestro país. Hasta el 2004 yo nunca había participado del debate más allá de la posición de un lector pasivo y todas mis incursiones estaban relacionadas con una actividad del tipo académico que por cuestiones de ingresos y preferencias forzosamente eran de índole part-time. De este modo, la publicación de artículos no era más que un pasatiempo que me permitía estar razonablemente al día en los avances de la ciencia.

Sin embargo, a inicios de 2004, mi vida cambió radicalmente al ingresar al Estudio del Dr. Miguel Ángel Broda como Coordinador (función compartida con su hija mayor Andrea). Fueron cuatro meses a puro vértigo. Trabajaba desde las 7:00 de la mañana hasta las 23:30 dependiendo del horario al que colgaba los datos el BCRA, para que luego con Pablo Ayub armáramos la sábana (un conjunto de hojas con datos monetarios que el Dr. Broda pedía a primera hora de la mañana). Si bien hay gente que considera que el ritmo de trabajo del Estudio es insostenible, para mí fue una bendición. En esos meses aprendí el trabajo de economista profesional en serio. Todo el día estaba mirando datos y buscando un sustento teórico para explicar lo que estaba pasando en la coyuntura y en especial para generar informes que aportaran valor para los clientes. Todas las semanas enfrentábamos el desafío de escribir un nuevo informe que mostrara un punto novedoso o si el tema ya había sido tomado por otro consultor, buscar una nueva vuelta de rosca. Bajo esa dinámica, la lectura de las notas de opinión en mi vida dejó de ser lecturas pasivas y se convirtieron en un insumo fundamental, tanto como para ser mejoradas como para ser aniquiladas.

Mi licenciatura y mis dos posgrados tomaban un sentido grandioso, donde la teoría llenaba de conceptos las series. Ahí entendí verdaderamente de que se trataba el enfoque epistemológico de Milton Friedman y la forma en que se construye el aparato metodológico neoclásico. Aquella frase de Albert Armen Alchian que señala que “todo lo que es, es eficiente,

porque si no lo fuera, hubiera sido diferente. Por supuesto si usted trata de cambiar algo que existe, eso también es eficiente.” comenzó a correr en mi sangre como nunca imaginé. Entendí que la lógica es que, dado el dato, el trabajo consiste en explicar como los agentes llevando a cabo acciones que les resultan óptimas arriban a dicho resultado. Así, los datos nos aportan información para deducir funciones de comportamiento de los agentes y con ello intentar espiar al futuro. Naturalmente, esto me hizo tomar conciencia del valor de los datos. El método de análisis de la política económica del Dr. Juan Carlos de Pablo se volvió vital, y en especial la primera de las consignas: “primero los datos”.

Simultáneamente, Hernán Hirsch me presentó a Diego Giacomini para que diera algunos temas vinculadas a Inflación en el Curso de Dinero, Crédito y Bancos que éste último tenía en la UBA. Con Diego nos hicimos amigos casi de manera instantánea. Estábamos en una sintonía perfecta. Como si ello fuera poco, al tiempo se separó y como no tenía donde ir, le propuse que se quedara en mi casa ya que había lugar de sobra para él, para mí y para Conan (mi formidable Mastín Inglés de un metro de altura a la cruz y 95 kilos de peso). Fueron siete meses únicos. Yo había dejado el Estudio y trabajaba como consultor independiente. Eso me obligaba a estar muchas horas al día pensando en economía como para generar ingresos y así poder hacer frente a los gastos. Diego trabajaba en TGS y cuando regresaba de la oficina nos poníamos a discutir de economía hasta la medianoche. Así es que empezamos a escribir juntos notas para el Cronista Comercial. Esto me generó dos hábitos: (i) el armado de modelos teóricos para explicar lo que pasaba en la economía del país (lo cual alimentaba mi producción de artículos académicos) y (ii) notas de divulgación para debate público. Cuando me quise dar cuenta, esa interacción entre los datos, la formalización matemática y la divulgación potenció mi productividad hasta niveles impensados.

Así, en el presente libro se recopila parte del material de divulgación que se ha generado desde el año 2007 en adelante, donde si bien la gran mayoría de los artículos son de mi autoría, algunos están escrito junto a mis, no solo colegas, sino también amigos: Federico Ferrelli Mazza, Hernán García, Nicolás Kerst, Mariné Bleyan y naturalmente Diego Giacomini. En función de ello, el libro consta de tres partes. En la primera de ellas se hace un racconto de lo que ha sido mi visión del debate de política económica durante las dos gestiones de Cristina Fernández de Kirchner. En la segunda parte se abordan algunas cuestiones de la economía mundial y temas relacionados con el comercio internacional. Por último, en la tercera parte se presentan los artículos vinculados al tema

del crecimiento y donde además, algunos de ellos vislumbran mi concepto de singularidad en economía. Naturalmente, dado que los artículos fueron publicados en distintos medios (Infobae, Perfil, Clarín, La Nación, el Cronista Comercial, *Ámbito Financiero* y la *Revista Actualidad Económica* de la UN de Córdoba y ON24) algunas veces se presentan repeticiones de los datos o de argumentos. Si bien, podría haber trabajado la edición como para que esto no ocurriera, sentía que Usted como lector al intentar cruzar la nota podría verse defraudado. Para bien o para mal, cada nota mantiene su forma original, ya que de haber hecho cambios muchos de ellos serían anacrónicos

Por otra parte, en este proceso de producción de generación de material no he estado solo y hay un conjunto de personas a los que estaré agradecido de por vida por todo lo que han hecho para mi depuración profesional (si bien entiendo que aún falta mucho, le puedo asegurar que no se podrá imaginar lo que era Javier Milei en estado bruto). Cronológicamente, mi primer agradecimiento es para Víctor Beker, María Teresa de Casparri, Adolfo Donadini, Julio Dreizen y Horacio Val, quienes desde sus distintos cargos en la Universidad de Belgrano me marcaron a fuego. Luego, en mi primer posgrado en el IDES/CEDES, Javier Finkman, Fabián Abadie, Jorge Streb, José María Fanelli y Roberto Frenkel me ayudaron en mi primer gran salto de calidad, el cual luego se reforzó en mi segundo posgrado en la Universidad Torcuato Di Tella, con profesores impresionantes como Alfredo Canavese, Diego Rial, Pablo Sanguinetti, Pablo Azcue, Pablo Guidotti, Ana Martirena Mantel, Daniel Heyman, Erwin Klein y Leonardo Gasparini. Al mismo tiempo también quiero agradecer a un conjunto de Profesores del Instituto de Economía y Finanzas de la Universidad Nacional de Córdoba con los que he interactuado, tales como Ernesto Rezk, Alberto Díaz Cafferata, José Luis Arrufat, Alberto Figueras y Enrique Neder.

Al tiempo que ocurría todo esto, desarrollé una gran amistad con el Gran Profesor Juan Carlos de Pablo. Este crack de la divulgación a quien tanto admiro y agradezco por la formación emergente de la lectura de sus libros, hoy compartimos un almuerzo por semana, donde la tarea de docencia excede ampliamente el plano de la economía (de ahí que tengamos un vínculo tipo tío-sobrino). A lo cual, tampoco puedo dejar de sumar el vínculo con Guillermo Nielsen, quien más allá de haberme ayudado en un momento complicado, es un economista de fuste que tiene además una perspicacia política y una capacidad de gerenciamiento únicas.

Viniendo más acá en el tiempo, he tenido la fortuna de toparme con un conjunto de personas increíbles. La oportunidad de conocer al Dr.

Guillermo Francos fue una de las mejores cosas que me pasó en la vida. No sólo me rescató como macroeconomista al confiarme el lugar de Economista Jefe de la Fundación Acordar, sino que además me permitió conocer a Domingo Cavallo, el Padre de la Convertibilidad.

Poco tiempo después, en la reunión del World Economic Forum (WEF) de Lima conocí al Dr. José Luis Cordeiro quien luego de afirmar “nosotros vamos a ver la muerte de la muerte” produjo en mí el cambio más radical que jamás podría haber imaginado, ya que sus charlas y escritos me introdujeron al estudio de la Singularidad, donde uno de mis proyectos es desarrollar dicho concepto para la economía (el cual tengo bastante avanzado y del cual deslizo algunas ideas en varios de los artículos sobre crecimiento). Luego de ello, tras la publicación del libro “Política Económica Contrarreloj” conocí al Dr. Guillermo Calvo (con quien hemos llegado a hablar 13 horas seguidas de economía en un solo día) y a su mujer Sara, excelentes economistas y mejores personas. Días después, luego del gran impacto causado por la nota “Acorralados por el fantasma del Rodrigazo”, me topé con Daniel Sticco, quien no solo es un gran economista aplicado (un verdadero triturador de datos y series) sino que además es un ser humano formidable.

Para cerrar, cómo si todo lo anterior fuera poco, he tenido la dicha de conocer al Dr. Ricardo López Murphy, quien no sólo es un coloso de la economía sino que además es dueño de una generosidad infinita, valores inquebrantables y un humor sorprendente, lo que en conjunto lo hace una persona mayúscula. Esto es, en estos años la vida me premió con la posibilidad de interactuar con mis tres grandes héroes de los ‘90s: Cavallo, Calvo y López Murphy. Le aviso que si por esas cosas de la vida sumo a la lista a Carlos Rodríguez y a Roque Fernández (ambos del CEMA) cantaré cartón lleno.

Espero sinceramente que las lecturas contenidas en este libro le resulten tan atractivas como me resultó a mí escribirlas. Si en algunos pasajes cree que se me ha ido la mano, le pido disculpas. Soy descendiente de italianos y mi personalidad es propia de una Ópera de Puccini (aunque por mi gusto musical yo prefiera más a Verdi, Bellini o Donizetti –todos italianos-) por lo que cuando escribo, a lo igual que cuando hablo y sin ir mas lejos hasta como vivo la vida a cada segundo, todo se caracteriza por una pasión desbordante. Ya está al tanto, por lo que “el que avisa no traiciona”.

PARTE I

POLÍTICA ECONÓMICA



El nuevo gobierno vs. los molinos de viento: los falsos dilemas al acecho del crecimiento y el bienestar

I. Introducción

La historia económica argentina es la historia de una decadencia sin parangón en los tiempos modernos. El país fue afortunado al haber comenzado el siglo XX como uno de los países más prósperos del mundo. Tal cómo señalara el historiador económico Carlos Fernando Díaz Alejandro, el “haber llamado a la Argentina subdesarrollada en el sentido actual del términos hubiera sido motivo de risa. No sólo el ingreso per cápita era alto, sino que también tenía una de las tasas de crecimiento más altas del mundo”. Este proceso se encontraba apoyado en un proceso migratorio de una población relativamente alfabetizada (la cual aportó mano de obra calificada), fluida integración al comercio internacional, estabilidad y credibilidad en materia económica y un alto nivel de recursos por trabajador (della Paolera & Taylor).

Sin embargo, aquél esplendor que parecía cegar los ojos de cualquier visitante puede que no fuese más que un gigante de pies de barro. Marcos Aguinis, en su libro “El atroz encanto de ser argentinos” describe la visita de Jacinto Benavente durante 1922 y en la anécdota arroja una posible pista acerca del origen de nuestros males. Mientras el dramaturgo viajaba por el interior de nuestro país, en la ciudad de Rufino fue informado que había sido galardonado con el Premio Nobel de Literatura. Así, en cada ciudad, el español fue interrogado sobre la Argentina de una manera obsesiva, lo que prácticamente se había convertido en un acoso y a lo cual el escritor esquivaba contestar. Al momento de embarcar, las demandas arreciaron, y entonces dijo: “armen la única palabra posible con las letras que componen la palabra argentino”. Su figura ya no estaba cuando fue posible descifrar el acertijo. La única palabra que se construye con las letras de argentino es ignorante (Aguinis).

Así, con la intención de poner en claro que tipo de errores deberían evitarse en el diseño de la política económica (al tiempo de intentar contradecir a Benavente), el presente trabajo intenta dejar de manifiesto cuales son los verdaderos retos que debería enfrentar el nuevo Gobierno y cuales, dada la teoría y la evidencia empírica (tanto internacional como local), representan solo falsos dilemas. Para ello, en la sección siguiente

reparamos el debate de la Curva de Phillips y el falso dilema entre inflación, desempleo y crecimiento. En la sección tercera, desarrollamos las bases del modelo subyacente de la economía (tipo de cambio real alto como impulsor del crecimiento) dejando de manifiesto el trade-off entre competitividad y gasto público. Por último presentamos las reflexiones finales, donde se trazan los lineamientos de la agenda fiscal y cambiaria que debería seguir el nuevo Gobierno para maximizar el crecimiento.

II. Los Falsos Dilemas

II.1. La Curva de Phillips y la Relación entre Inflación y Desempleo

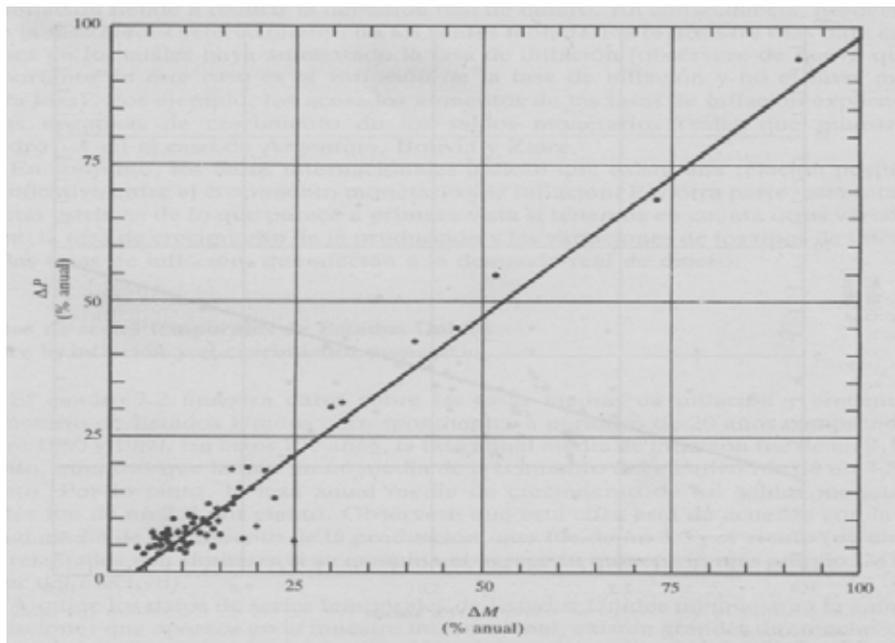
El desarrollo de la teoría contemporánea de la inflación se vio influenciado considerablemente por el desarrollo del modelo de la curva de Phillips, primero a través de la formulación y aceptación del modelo, y después a través de su crítica. Así, en la discusión de la Curva de Phillips pueden distinguirse tres etapas. La primera fue la formulación de Phillips (1958), la cual fue complementada con las contribuciones de Lipsey (1960) y de Samuelson y Solow (1960). La segunda etapa fue la dominada por la hipótesis de la “tasa natural de desempleo” a partir de las contribuciones de Friedman (1968 y 1975) y Phelps (1967), quienes establecían una diferencia entre el corto y el largo plazo. Por último, con el advenimiento de las expectativas racionales, se produce la tercera etapa del debate, en la cual se llega a la negación rotunda del postulado inicial del debate.

En el artículo original de Phillips (1958), se investigaba la relación entre la tasa de variación de los salarios nominales y la tasa de desempleo, lo cual terminó siendo una innovación interesante dentro de la teoría moderna de la inflación. En este contexto, Phillips descubrió que para datos de Gran Bretaña que iban desde 1861 a 1913, existía entre ambas variables una relación no lineal negativa (los salarios crecen cuando el desempleo cae) y que cuando la tasa de desempleo se ubicaba en torno al 5,5% la tasa de variación de salarios era nula. Sin embargo, la Curva de Phillips era una relación estrictamente empírica sin sustento teórico. A partir de dicha falencia, el trabajo posterior llevado a cabo por Lipsey (1960) consistió en la derivación de la Curva de Phillips a partir de un sistema de oferta-demanda del mercado de trabajo. Más tarde, en un trabajo publicado por Samuelson-Solow (1960), suponiendo la productividad del trabajo y el margen de ganancia constante, la Curva de Phillips fue transformada en una relación entre la tasa de inflación y desempleo, al tiempo que se complementaba el trabajo con una estimación de la misma para el caso de Estados Unidos, lo cual tenía como corolario el trade-off de

bien existe un trade-off en el corto plazo, en el largo plazo tal disyuntiva desaparece y el intento de perpetrar una menor tasa de desempleo solo conduce a una mayor tasa de inflación sin mejora alguna sobre la variable objetivo.

En este contexto, la única forma de explotar el trade-off entre inflación y desempleo a largo plazo es mediante el continuo aumento de la tasa de inflación, lo cual ha recibido el nombre de la “hipótesis aceleracionista”. Sin embargo, una continua aceleración de la tasa de inflación produciría una inestabilidad tan grande en el comportamiento del sistema económico y en especial de los precios relativos que podría abortar todo proceso de crecimiento de la economía.

La diferencia entre las Curvas de Phillips de corto y de largo plazo en el análisis de Friedman y de Phelps, es una consecuencia lógica del mecanismo de expectativas adaptativas. Sin embargo, este mecanismo de formación de expectativas está sujeto a dos tipos de críticas: (i) por un lado, puede llevar a expectativas sistemáticamente sesgadas y (ii) por otro lado, hace que los agentes económicos no usen información relevante para la toma de decisiones, aún cuando ésta se halla disponible. Así, en la tercera etapa del debate sobre la Curva de Phillips, aparece la escuela de



G2: RELACIÓN ENTRE INFLACIÓN Y LA TASA DE CREACIÓN DE DINERO

FUENTE: MACROECONOMÍA DE ROBERT BARRO .

las expectativas racionales, de la mano de Lucas (1972, 1973) y Sargent y Wallace (1975) quienes argumentaron que las expectativas son concebidas por personas inteligentes que deben aprovecharse de toda la información disponible acerca de la economía cuando forman sus planes. Bajo este esquema, la Curva de Phillips es vertical aún en el corto plazo y la única manera de conseguir explotar el trade-off entre inflación y desempleo es engañando a los agentes, aunque el uso sistemático de dicha estrategia llevaría en el largo plazo a una respuesta cada vez menor por parte de éstos. De este modo, el intento por parte de los hacedores de política de buscar algún rédito en materia de empleo, sólo tendría una respuesta en materia de inflación sin beneficio alguno en el objetivo primero.

Por lo tanto, en función del debate reseñado, a los hacedores de política económica y sobre todo para el caso argentino (donde la evidencia empírica es tan abrumadora –extremo superior derecho de la figura-) debería quedar claro que no es una buena idea intentar explotar el trade-off entre inflación y desempleo, ya que por un mínimo beneficio que se pudiera hallar de corto se terminarían soportando unos costos enormes en el mediano y largo plazo. De hecho, los resultados empíricos en contra de la Curva de Phillips de los teóricos keynesianos han sido tan contundentes, que hasta el propio James Tobin, en un trabajo publicado en 1980, ha aceptado la inexistencia de trade-off entre inflación y desempleo en el largo. En definitiva, plantear el debate económico como un problema de selección entre inflación y desempleo representa un falso dilema, ya que si a los agentes les disgusta tanto la inflación como el desempleo, aplicar políticas que solo llevan a una mayor tasa de inflación sin efecto sobre la tasa de desempleo (en el mejor de los casos) implica una franca caída en el bienestar.

II.2. La Relación entre Inflación y Crecimiento

El segundo falso dilema que nos ocupa es el que sostiene que “para crecer es necesario soportar tasas de inflación elevadas”. Claramente, al poner la discusión en estos términos nos obliga a remontarnos hacia los años ‘60, momento en el cual se comenzaban a discutir la inclusión del dinero en los modelos de crecimiento y se analizaba si la modificación en la tasa de creación de dinero tenía efectos reales sobre la relación capital-trabajo y por ende sobre el producto per-cápita. Dentro de la lógica del modelo de crecimiento de Solow (1956), el dinero fue incluido de tres maneras distintas. Por un lado, los trabajos de Tobin (1965) y Sidrauski (1967.b) incluían al dinero en la definición de ingreso disponible. Por otro lado, Harry Johnson (1966) lo incluía en la definición de riqueza, la cual estaba relacionada negativamente con la tasa de ahorro. Por úl-

timo, los trabajos de Marty (1962), Levhari y Patinkin (1968) y Stein (1970) incluían el dinero dentro de la función de producción como un factor adicional. A su vez, bajo el formato de un modelo del tipo Ramsey se destaca la contribución de Sidrauski (1967.a), cuyo trabajo determinó las condiciones bajo las cuales el dinero resultaba superneutral (esto es, cambios en la tasa de crecimiento de la cantidad de dinero no afecta a la relación capital-trabajo y por ende el producto per-cápita de largo plazo no se modifica) dejando así cerrado el debate sobre el tema.

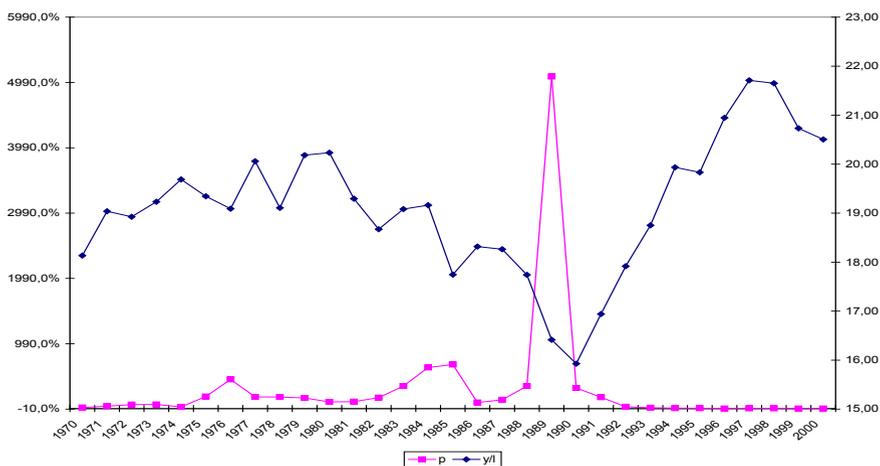
Sin duda, la primera de las líneas presentadas podría ser la que motiva a los hacedores de políticas a inclinarse por la generación de inflación como un elemento fundamental para incrementar el producto per-cápita de la economía. En esta familia de modelos, cuando se incrementa la cantidad de dinero, dada la tasa de crecimiento de la economía, implica un aumento de la inflación, lo cual significa que el dinero es neutral. Al presentarse un aumento de la tasa de inflación, el dinero se vuelve menos atractivo (dado que el retorno del dinero es la tasa de inflación con signo opuesto) respecto del activo alternativo (el capital), por lo que los agentes acumularían una mayor cantidad de capital físico, lo cual incrementaría la relación capital-trabajo y con ello, el producto per-cápita. Esto último significa que si bien el dinero es neutral no es superneutral. Concretamente, la mayor tasa de inflación (lo que implica una mayor tasa de interés nominal) implica una menor demanda de saldos reales en favor de una mayor acumulación de capital físico, lo cual conlleva a un nuevo punto de equilibrio donde la relación capital-trabajo es más alta y por ende a un mayor producto per-cápita.

Sin embargo, sobre el modelo de Tobin (1965), Sidrauski (1967.b) realizó dos objeciones. En primer lugar, una mayor acumulación de capital no conduce necesariamente a un mayor bienestar, ya que si la relación capital-trabajo pasara a encontrarse por encima de la regla de oro (relación capital-trabajo que maximiza el consumo y el bienestar –Phelps (1961)-) el bienestar sería menor. En segundo lugar, el resultado de que una mayor tasa de inflación conduce a una mayor relación capital-trabajo depende de un supuesto crucial respecto al comportamiento del consumo con relación a la tasa de inflación esperada que señala que dicha conexión es negativa. Puesto en otros términos, para que dicho resultado se verifique uno debería corroborar que ante un aumento de la inflación esperada el consumo caiga. Naturalmente, los que han vivido en Argentina (de hecho Sidrauski era argentino) saben que ese supuesto es poco plausible, ya que una de las formas de protegerse de la inflación (en el caso de una economía cerrada) es consumiendo más bienes, ya que retener el dinero pro-

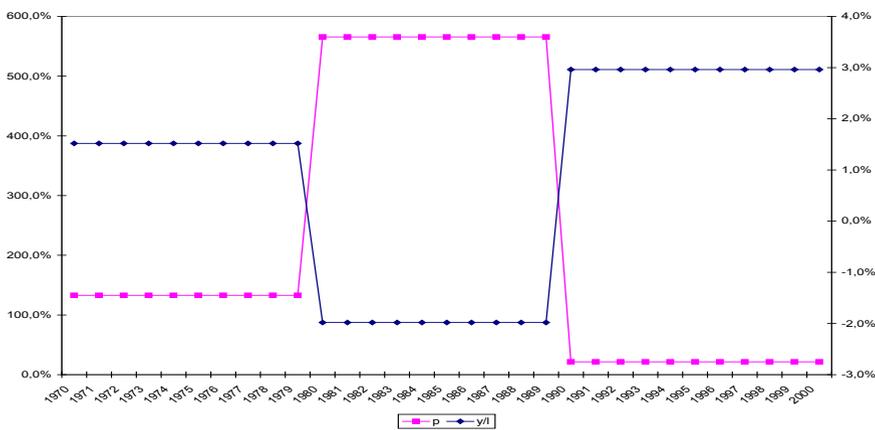
duciría grandes pérdidas de capital. Por otra parte, si se considera el caso de una economía, la sobre-reacción en el tipo de cambio real, en medio del proceso de devaluación, llevaría a una mayor acumulación de moneda extranjera, tanto en detrimento de la moneda local como de los bienes de capital (Milei 2007). Así, en este caso el dinero no sería superneutral, pero en lugar de ser beneficioso sería una fuente de estancamiento, ya que se produciría una desarticulación entre el ahorro y la inversión que haría muy complicado el proceso de acumulación de capital físico.

Por lo tanto, cuando uno examina con criterio este tipo de bibliogra-

G3: PRODUCTO PER-CÁPITA, TASA DE CRECIMIENTO E INFLACIÓN



Panel (A)



Panel (B)

fía debería ser muy cuidadoso, ya que de no cumplirse algunos de los supuestos esenciales podrían conducir a errores garrafales en el diseño de la política económica. En función de ello, resulta fundamental evaluar la evidencia empírica para determinar cuales son los supuestos que generan un resultado consistente con la realidad Argentina. A continuación se presentan dos gráficos que dejan de manifiesto la relación funcional entre el producto per-cápita y la inflación, cómo así también la conexión entre inflación y crecimiento.

En el panel A del Gráfico 3 es posible observar la relación entre el producto per-cápita (línea oscura) y la tasa de inflación. Por otra parte, en el Panel B del mismo gráfico es posible dar una mirada a la relación entre la tasa de crecimiento (línea oscura) y la tasa de inflación, ambas en promedio, para las décadas del '70, '80 y '90. De este último surge con toda claridad que la relación entre tasa de inflación y crecimiento es negativa (es más, si se analizara el período que va desde 1914 hasta 2006, la correlación, aunque más débil, también es negativa). Así, cuando la tasa de inflación aumenta, los argentinos no solo demandan menos saldos reales, sino que demandan menos capital físico para buscar refugio en la moneda extranjera (Milei 2007). De esta manera, el ahorro disponible para realizar inversiones en capital físico cae y con ello se reduce el producto per-cápita, al tiempo que se deteriora la distribución del ingreso y se incrementan los índices de pobreza e indigencia. Por lo tanto, si la teoría había dejado alguna duda sobre si la inflación era beneficiosa para el crecimiento (aunque, los resultados eran una cuestión abierta frente a los resultados estadísticos de cada economía), la evidencia empírica para el caso argentino es contundente: la inflación es mala para el crecimiento y el bienestar.

III. El Modelo Subyacente

III.1. Hechos Estilizados de la Economía Argentina 2002-2007

A mediados de 2002, cuando se puso en marcha el actual programa económico, su concepto central se basaba en la idea de restablecer la confianza de los agentes económicos en un contexto de tipo de cambio real alto y una tasa de interés baja. Éstas serían las señales correctas para generar un crecimiento liderado por la recuperación de consumos postergados, exportaciones e incluso por la sustitución de importaciones. Como la economía se encontraba debajo de su potencial productivo, el exceso de oferta de moneda, tanto extranjera como local, desembocó en un auge de demanda de bienes que estimuló la recuperación del nivel de

actividad con efectos modestos sobre el nivel de precios (3,7% en 2003 y 6,1% en 2004). Para fines de 2004 la brecha entre el producto potencial y el observado se había cerrado, por lo que al continuarse con el mismo esquema se duplicó la tasa de inflación (12,3%). Durante 2006, ante la escalada de la tasa de inflación se implementaron los “acuerdos de precios”. El impacto inicial fue constructivo ya que llevó la tasa de inflación al 9,6%, sin embargo, la falta de compromiso en la contención de la demanda (resultado fiscal decreciente y sostenido aumento de la cantidad de dinero) hizo que al finalizar el período de los acuerdos, la tasa de inflación se acelerara nuevamente. El motivo para semejante aceleración inflacionaria es simple: tras cerrarse la brecha productiva, mantener alto el tipo de cambio real y bajar las tasas de interés exige un mayor superávit fiscal. Sin embargo, el camino elegido fue el opuesto. Al estímulo cambiario/monetario se le sumó el fiscal -en particular impulsado por la moratoria previsional que aumentó el número de las prestaciones mensuales que paga la ANSES en un 50%-, la expansión de la obra pública (+60%) y los subsidios al sector privado para mantener precios constantes en algunos servicios (que durante los últimos meses crecen al 207%). Como si esto fuera poco, apareció también el estímulo a la política de ingresos. En este contexto, evitar que la manzana de Newton cayera del árbol hubiera sido mucho más fácil que bajar de manera legítima la inflación.

III.2. Los Fundamentos del Nuevo Modelo

La evidencia empírica sugiere que aquellos países que persiguen una meta para el tipo de cambio real no solo crecen más, sino que también enfrentan una mayor inflación. Un tipo de cambio real alto implica un exceso de oferta en el mercado de divisas, cuya contracara es un exceso de demanda de bienes. Así, en una economía con pleno empleo, cuando el Banco Central emite dinero para evitar la apreciación nominal de la moneda, alimenta la demanda de bienes generando un aumento de precios. De esta manera, para que la estrategia tenga éxito, es necesario que otros instrumentos de política económica se adecuen para esterilizar el dinero sobrante y escapar así del trilema monetario. En el fondo, mantener la estrategia sin un conjunto de políticas consistentes, trae aparejado el riesgo de espiralización inflacionaria, lo cual podría terminar abortando el proceso de crecimiento. En este contexto, ante la necesidad de absorber los pesos sobrantes aparecen, entre otras, la política fiscal contracíclica y colocación de deuda por parte del Banco Central. Sin embargo, la primera de las alternativas, al no presionar sobre la tasa de interés no solo permite controlar la inflación sino que genera mayor crecimiento.

Para entender como trabaja este proceso con mayor facilidad, uno debería comparar el tipo de cambio real objetivo del Banco Central respecto del que surge del equilibrio de cantidades, cuyo resultado principal viene dado por la siguiente expresión:

$$p = \frac{\phi C_N}{(1-\phi)C_T} = \frac{\phi(Y_N - G)}{(1-\phi)(Y_T + B)}$$

donde el tipo de cambio real “p” esta dado por el cociente entre el consumo de no transables (C_N) ponderado por las preferencias de los consumidores respecto de los bienes transables (ϕ), sobre el consumo de bienes transables (C_T) ponderado por las preferencias en no transables ($1-\phi$). A su vez, si reemplazamos en las condiciones de equilibrio de cada uno de los mercados, obtenemos que el consumo de no transables es igual a la producción de no transables (Y_N) menos el gasto público (G), mientras que el consumo de transables será igual a la producción de transables (Y_T) mas la balanza comercial con signo negativo (B) (ver apéndice). Esta formulación permite observar con claridad el trade-off entre competitividad y el gasto público (cuanto mayor el gasto público menor la competitividad de la economía y por ende mas baja la tasa de crecimiento). Así, bajo este esquema analítico, cuando el Banco Central intenta mantener un tipo de cambio real por encima del nivel de equilibrio, si la política fiscal no se acomoda al mismo, lo único que se generará es un continuo aumento de la tasa de inflación, ya que para perseguir la meta cambiaria será necesario devaluar la moneda constantemente, lo cual retroalimentará el aumento de precios y terminará conspirando contra la estrategia misma.

III.3. Tipo de Cambio Real, Gasto Público y Demanda de Dinero

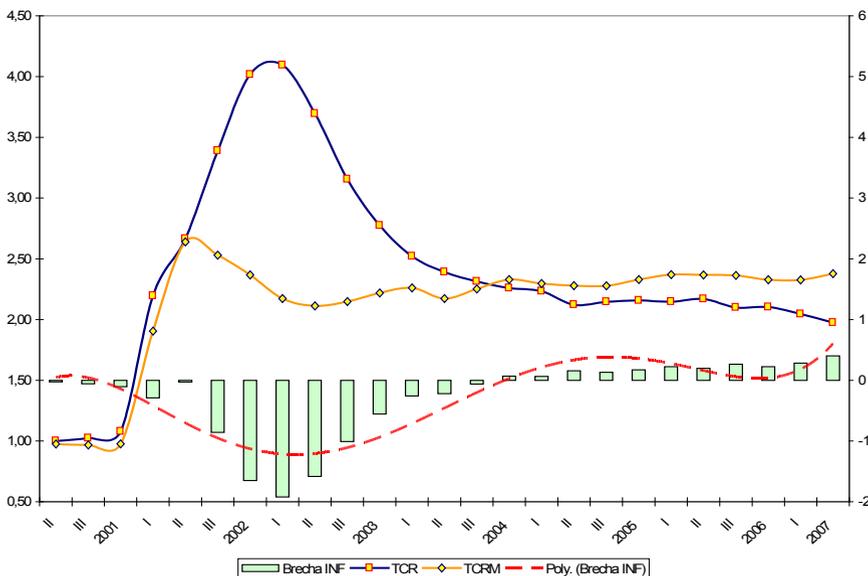
En función del modelo señalado en la sección precedente y la estrategia seguida por el Banco Central de la República Argentina, se procedió a estimar el tipo de cambio real de equilibrio consistente con el desempeño de las variables reales de la economía para el período 2001-2007 y se lo comparó con el tipo de cambio real objetivo.

En el Gráfico 4 es posible observar cómo tanto el tipo de cambio real de equilibrio (línea con cuadrado) y la meta (línea con rombo) a la salida de la convertibilidad sufren un salto pronunciado. El alto grado de sobre-reacción del tipo de cambio nominal produjo un fuerte deterioro de la demanda de no transables (tanto por caída del sector privado como por recomposición del resultado fiscal global vía licuación), al tiempo que los bienes transables que no eran consumidos por la economía se exportaban,

de esta manera, se produjo un salto del tipo de cambio real de equilibrio muy por encima de la meta. Así, en el mercado de divisas se produjo un fuerte exceso de oferta, que en la medida que el BCRA defendía la meta cambiaria, generaba un incremento de la cantidad de dinero que estimulaba la recuperación de la economía vía impulso de la demanda agregada sin consecuencias significativas en precios.

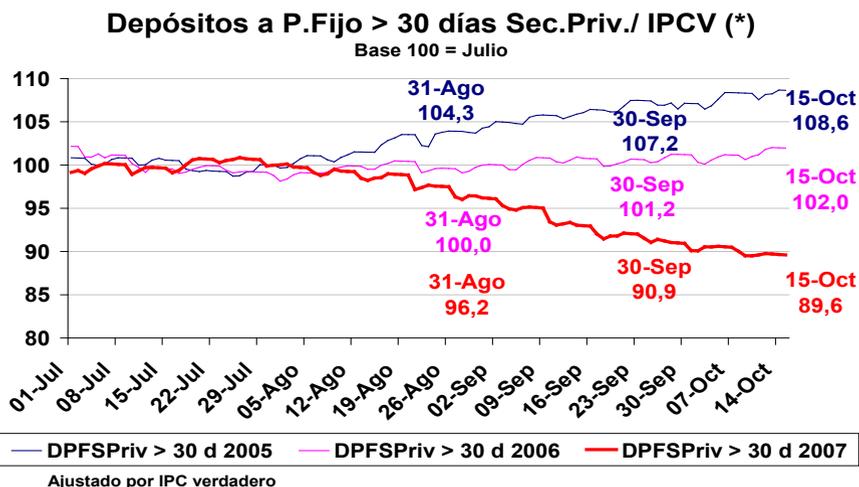
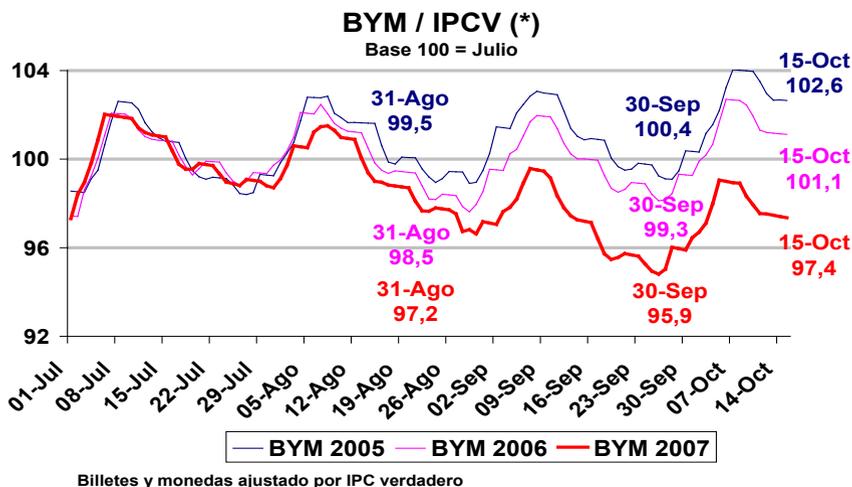
Sin embargo, para fines de 2004 el output gap se había cerrado y para el 2005, cuando se necesitaba de un mayor esfuerzo fiscal, el gasto público comenzó a desbordarse, deteriorando el resultado fiscal pese a las fuertes tasas de crecimiento de la recaudación. Ante esta situación el BCRA llevó a cabo un enorme esfuerzo para esterilizar la emisión monetaria, aunque dada la presión que comenzó a ejercer sobre la tasa de interés, cambió el objetivo del programa monetario desde el control de la base a M2, de modo tal que no se penalizara el crecimiento vía una mayor tasa de interés. De esta manera, el impulso monetario-fiscal llevó a una continua presión del tipo de cambio real de equilibrio hacia su apreciación (el equilibrio de cantidades se ubica debajo de la meta). Por otra parte, como el BCRA no resignaba la meta cambiaria respecto al tipo de cambio real multilateral ello derivó en una continua aceleración de la tasa de inflación, la cual fue disimulada transitoriamente por los “acuerdos de precios”.

A partir de la presente situación es donde verdaderamente aparece el



G4: TIPO DE CAMBIO REAL DE EQUILIBRIO Y LA META DEL BCRA
FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA EN BASE A DATOS DEL BCRA

gran dilema de la política económica. Si se desea mantener la meta de tipo de cambio real multilateral, se deberá mejorar el resultado fiscal hasta el punto en el cual el tipo de cambio real estimado desde los fundamentos se iguale a la meta. Alternativamente, si no es posible resignar la dimensión del gasto público resultaría mucho más eficiente apreciar nominalmente. Esta última afirmación surge del hecho de que si no se modifica la tendencia fiscal y se mantiene la meta del tipo de cambio real multilateral, el sistema entraría en un espiral inflacionario, ya que el BCRA debería estar



G5: EL DETERIORO DE LA DEMANDA DE DINERO

FUENTE: INFORME DE COYUNTURA DE GABRIEL RUBINSTEIN

devaluando continuamente para compensar la inconsistencia fiscal. Claramente, si los agentes no son amantes de la inflación, dado que el tipo de cambio real inexorablemente tenderá hacia sus fundamentos, la mejor opción sería apreciar por la vía nominal, ya que para un mismo tipo de cambio real la tasa de inflación sería menor.

Por otra parte, la estrategia inflacionaria genera el riesgo que en medio del proceso la demanda de dinero se reduzca de manera abrupta, profundizando aún más el proceso inflacionario. De hecho, en el Gráfico 5 es posible observar como tanto la demanda real de billetes y monedas como los depósitos a plazo fijo del sector privado en términos reales se vienen deteriorando de manera persistente. En efecto, los depósitos del sector privado han dejado de crecer en términos reales desde el cuarto trimestre de 2006, la tasa de crecimiento de los depósitos nominales comenzó a desacelerarse en Marzo de 2007 y en el mes de Septiembre hubo salida de depósitos.

En definitiva, pareciera que la demanda de dinero, a la tasa de inflación actual, se ha saturado y que seguir apostando por la inflación está incrementando los riesgos de volatilización de los agregados monetarios de manera exponencial. Por lo tanto, o se reduce el gasto público real o se aprecia la moneda, ya que en su defecto, la continua aceleración inflacionaria impactará de manera negativa sobre la demanda de dinero y con ello se espiralizará la tasa de inflación, lo cual no solo abortará el proceso de crecimiento, sino que además empeorará la distribución del ingreso y deteriorará los índices de pobreza e indigencia.

IV. Reflexiones Finales

Tanto la teoría como la evidencia empírica internacional y local señalan que no existe dilema entre inflación y desempleo de largo plazo, ni mucho menos entre inflación y crecimiento, al tiempo que nadie se ha internado en la busca de alguna mezcla esotérica entre ambos campos. Vivir a espaldas de esta realidad, no solo agiganta la figura de Benavente sino que nos ha llevado a un círculo vicioso de inflación y estancamiento. Hay que entender que el crecimiento surge de un proceso de acumulación de factores y que coyunturalmente, una vez cerrada la brecha de producción, la estimulación de la demanda no trae mayor nivel de actividad, sino mayor inflación y deterioro en las condiciones del sector externo. A su vez, la historia argentina de los últimos cincuenta años muestra con claridad que cuanto mayor es la tasa de inflación, menor será la tasa de crecimiento y peor la distribución del ingreso (lo cual implica un menor nivel de bienestar¹). Así, una vez lanzado el proceso inflacionario y sus mecanismos

1 El bienestar agregado suele medirse por la función de Sen, la cual pondera el ingreso

inerciales en un contexto de menor credibilidad en la política económica, bajar la tasa de inflación no solo llevaría a una brusca caída en el crecimiento, sino también a un menor nivel de actividad.

Debemos comprender que el verdadero dilema de política económica es entre extravagancia fiscal y competitividad y que intentar mantener la segunda desde la vía monetaria sin el compromiso del sector público, violentará la consistencia macro y su consecuencia será una mayor tasa de inflación, mientras que la insistencia en esta dirección solo acelerará el proceso inflacionario, poniendo en jaque la estrategia de crecimiento. De esta manera, el desliz fiscal no solo está siendo costoso en materia de precios y competitividad, sino que ya está repercutiendo sobre la tasa de interés. La situación es tan grave que, si uno computara la capacidad de pago bajo el nuevo escenario fiscal y las tasas de interés de mercado, el país sería insolvente. Esta no es una cuestión trivial, ya que las necesidades de financiamiento (al roll-over de la deuda se le deben sumar la necesidad de fondear, por ejemplo, las inversiones en infraestructura) exceden ampliamente la billetera chavista. Afortunadamente, dada la vida promedio de la deuda, la tasa relevante es la promedio, por lo que aún existe tiempo para corregir el rumbo que permita al país volver a los mercados de capitales.

El gran desafío del nuevo Gobierno es reverdecer los logros en materia de política fiscal sin aumentar la presión tributaria, ya que un mayor superávit no solo implica menor inflación y mayor competitividad, sino que además reduce la probabilidad de una crisis, al tiempo que menores tasas de interés derivan en mayor crecimiento, menores niveles de pobreza e indigencia, mejor distribución del ingreso y mayor bienestar. En otras palabras, un mayor superávit fiscal no estaría matando dos pájaros de un tiro sino que aniquilaría una bandada, con lo cual cambiaríamos el riesgo de crisis y estancamiento por el riesgo derivado del reclamo ecologista. Naturalmente, el mayor resultado fiscal debería estar acompañado por un conjunto de mejoras institucionales que no solo permitan reestablecer el funcionamiento del sistema de precios como mecanismo generador de incentivos para la inversión (lo cual debería reducir el gasto en subsidios), sino que también se debería acompañar con acciones concretas que pongan fin a los “holdouts” y a la deuda con el Club de París. Esto nos permitiría plantear una nueva política financiera que no solo estimule una mayor tasa de crecimiento, sino que además, nos alejaríamos del círculo vicioso de crisis, inflación, estancamiento, pobreza y desigualdad.

Si todo esto resulta tan obvio y existe tanta evidencia empírica al res-

promedio por el recíproco de la desigualdad, de modo tal que cuanto menor ingreso promedio y peor distribución del ingreso, menor el nivel de bienestar.

pecto, uno debería indagar sobre los motivos para no llevarlo a cabo. En parte, es probable que los economistas, en materia de divulgación, estemos en deuda con la sociedad. Por otra parte, también es probable que los argentinos (y en especial los políticos), en lugar de enfrentar nuestros desafíos con seriedad, estemos tentados a resolver todos nuestros problemas vía la pócima mágica del enigmático Dr. Dulcamara², la cual, salvo la presencia de un error del Tipo II (resultado deseado con el modelo incorrecto), nos dejará como corolario una terrible resaca al mejor estilo Puccini.

2 En la ópera “L’Elixir d’Amore” de Donizetti, Dulcamara es un “médico” que vende una pócima mágica que permite la cura de todos los males, incluso los del corazón. Sin embargo, el brebaje no es más que un simple licor y el facultativo un verdadero embustero, aún cuando la historia tenga un final feliz.

Reservas, precios y crecimiento

Recientemente, las reservas internacionales del Banco Central de la República Argentina superaron los USD 30.000M, lo cual fue presentado desde lo político como un logro importante. Sin embargo, uno debería preguntarse si es necesario acumular una determinada cantidad de reservas y, en caso de tener una respuesta positiva, cabría analizar si el proceso que conduce a dicha acumulación es óptimo y/o eficiente.

En una serie de trabajos académicos de reciente publicación hemos establecido las condiciones para que una economía pudiese mantener un tipo de cambio fijo sin reservas. Si bien el resultado en cuestión es “impactante”, uno podría preguntarse a modo de ejemplo si Estados Unidos hubiese podido mantener un tipo de cambio fijo respecto de la moneda Argentina sin acumular un solo billete emitido por el BCRA. La respuesta no sólo que es afirmativa, sino que además los americanos deberían dar las gracias por no haberlo hecho, salvo que mostraran un amor fanático por la inflación.

De todos modos, más allá del ejemplo, para que sea posible tener un tipo de cambio fijo sin reservas, ello debería estar enmarcado no sólo en una economía absolutamente flexible, sino que además sería necesario que la demanda de dinero sea no decreciente y/o que la política fiscal sea lo suficientemente flexible a la baja como para restaurar el equilibrio monetario en caso de un shock adverso.

Naturalmente, esta situación ideal de la economía solo existe desde lo normativo, por lo que cuando aparecen rigideces en el mercado de trabajo, inflexibilidades de los precios a la baja (incluyendo el de la deuda) y la existencia de información asimétrica, las reservas deben entonces ser positivas. Si a esto le sumamos la inestabilidad de la demanda de dinero y el irreducible gasto público en términos nominales propios de Argentina, la idea de acumular una gran cantidad de reservas es excelente. A su vez, la evidencia empírica internacional demuestra que aquellos países con mayores reservas están mejor preparados para enfrentar pánicos financieros y reversiones de los flujos de capitales. Sumado a esto, mayores niveles de reservas no solo hacen que los costos de las crisis sean menores, sino que además hacen que las mismas sean menos probables. Tal es así que, desde

1990 a 2005, las reservas de los países emergentes, en contraste con los desarrollados, han crecido a una tasa anual del 17,4%.

De lo anterior surge que, tanto la teoría como la evidencia empírica respaldan el accionar del BCRA. Por lo tanto, ahora habría que determinar si la estrategia de acumulación es la mejor, teniendo en cuenta que al público le desagrada la inflación y que le gusta el crecimiento. Por otra parte, el Gobierno considera que para lograr este último objetivo es necesario mantener alto el tipo de cambio real y baja la tasa de interés, al tiempo que las Reservas trabajan como un seguro.

En el contexto actual, donde el tipo de cambio real se encuentra por encima del nivel de equilibrio, esto genera un exceso de oferta de moneda extranjera. Por lo tanto, el sostenimiento del tipo de cambio y la acumulación de reservas no serían objetivos en conflicto. Sin embargo, dado que la economía ha cerrado el output gap, el problema pasa por el lado de los precios y de la tasa de interés. Al sostenerse el tipo de cambio nominal, este mercado se cierra y el exceso de oferta se trasmite al mercado monetario. Al aumentar la cantidad de dinero en manos del público, la demanda de bienes aumenta y con ello aparece la inflación, lo cual no resulta grato. Por otra parte, si el BCRA esteriliza los pesos mediante colocación de títulos, el desequilibrio de oferta conduce a una suba de la tasa de interés, lo cual, al trasladarse al resto de las tasas penaliza tanto al consumo como a la inversión y el crecimiento. En el fondo, el problema es que el Banco Central tiene tres objetivos:

- tipo de cambio/reservas,
- precios y
- tasa de interés

y sólo cuenta con dos instrumentos:

- la oferta de dinero y
- los bonos

lo cual deriva en que siempre una variable esté fuera de control. Si se mantiene el tipo de cambio y los precios, sube la tasa de interés penalizando al crecimiento. Si se prioriza los precios y la tasa, cae el tipo de cambio y la acumulación de reservas, aumentando la vulnerabilidad. La solución a todo esto es adicionar un instrumento, siendo el más idóneo para ello la política fiscal. De esta manera, el BCRA podría comprar todos los dólares necesarios para mantener el tipo de cambio, mientras que el excedente monetario debería ser esterilizado por un aumento del superávit fiscal, evitando de esta manera poner presión sobre la tasa de interés y por ende sobre el crecimiento. En el fondo, dada una tasa de inflación,

lo que surgiría es un trade-off entre el resultado fiscal y el crecimiento, siendo la tasa de interés la válvula de escape.

Por lo tanto, bajo este esquema queda claro que la acumulación de reservas es una buena estrategia y que la mejor forma de hacerlo, ya que minimiza la inflación y potencia el crecimiento, es mediante una política monetaria que compra todos los dólares necesarios para sostener al dólar y un sector público que, mediante superávit, esteriliza los pesos sobrantes. De hecho, esta estrategia funcionó bien hasta fines de 2004, donde los dólares eran comprados en un 60% por el BCRA y el resto por el Gobierno. Sin embargo, durante 2005 el gobierno comenzó a consumir el resultado fiscal, por lo que hoy sólo aporta el 10% de los pesos necesarios para sostener la moneda americana. A esto se le debe sumar que la economía está al límite de su capacidad y la esterilización posible por devolución de redescuento será modesta. Así, el gobierno perdió un instrumento y al no ceder en materia de tipo de cambio y tasa de interés (aunque han subido algo) los precios se escaparon. Ante esta situación, al perderse “el instrumento” se lo sustituyó por “los acuerdos de precios”, donde los mismos generan distorsiones que tarde o temprana impactarán negativamente en el crecimiento. En definitiva, es bueno acumular reservas, pero el camino elegido está plagado de inconsistencias que tarde o temprano saldrán a la luz.

Una mirada desapasionada sobre el rol de las reservas

La remoción de Martín Redrado como Presidente del BCRA y “la intención de crear el Fondo del Bicentenario” utilizando reservas ha reabierto el debate acerca de cual debería ser el nivel óptimo de las mismas. En términos generales, con tipo de cambio totalmente flexible las reservas deberían ser nulas (siendo el precio de la moneda extranjera la variable de ajuste), mientras que bajo otro esquema, para el caso de una economía normal (caso distinto al argentino), el nivel estaría vinculado principalmente a dos motivos:

- la necesidad de sincronizar los pagos y cobros que debe realizar la economía (transacción) y
- disponibilidad de fondos líquidos ante un shock externo negativo de tipo transitorio (precautorio).

Puesto en estos términos, la medida resultaría neutra, ya que la deuda neta no cambiaría y solo habría una reasignación de activos, aunque la tasa de interés podría variar según fueran utilizados los fondos.

Por otra parte, respecto al nivel óptimo de reservas bajo tipo de cambio fijo, no es cierto que el precio de la moneda extranjera deba guardar relación con el cociente entre la base y los activos externos. De hecho, el nivel óptimo podría ser nulo, con solo cumplirse algunas de las tres condiciones:

- una demanda de dinero no decreciente y/o,
- una política fiscal lo suficientemente flexible como para compensar las fluctuaciones en el mercado de divisas y/o
- pleno acceso al mercado de capitales.

Claramente, Argentina no cumple ninguna de dichas condiciones. Asociado con el alto nivel de inflación (lo cual derivó en el cambio de cinco signo monetario y la eliminación de trece ceros) y las recurrentes crisis de balanza de pagos, la demanda de dinero muestra un comportamiento altamente inestable. Respecto a la política fiscal, la regla ha sido la compulsión por gastar, donde la única forma de bajar el gasto real ha sido la vía de la licuación inflacionaria. En cuanto a la posibilidad de acceder a fondos externos para nivelar los desequilibrios cambiarios parecería una tarea gigante hasta para el propio Cíclope. Por lo tanto, desde este otro punto de vista, la medida es inapropiada, ya que deteriora la calidad de los

activos con los que cuenta el BCRA para amortiguar los desequilibrios cambiarios-monetarios, lo cual implica que el nivel de precios será más alto, el crecimiento menor y la distribución del ingreso peor.

A su vez, respecto a la determinación del nivel óptimo de reservas con el que debería contar Argentina, más allá de las cuestiones cuantitativas, la evidencia empírica señala que cuando viene la crisis no hay nivel razonable de reservas que pueda evitarla (aunque las hacen menos severas) y que lo más importante no es acumular reservas, sino que lo más relevante es mostrar una política económica consistente, sustentable y sostenible. Desde este punto de vista, si uno considera que la medida se halla relacionada con un fuerte deterioro de las cuentas públicas y con claras intenciones de utilizar los fondos disponibles para incrementar el gasto público, la señal es mala, alimenta las expectativas de crisis y al tiempo que un menor nivel de reservas aumentará el dolor cuando haya que afrontar una nueva crisis.

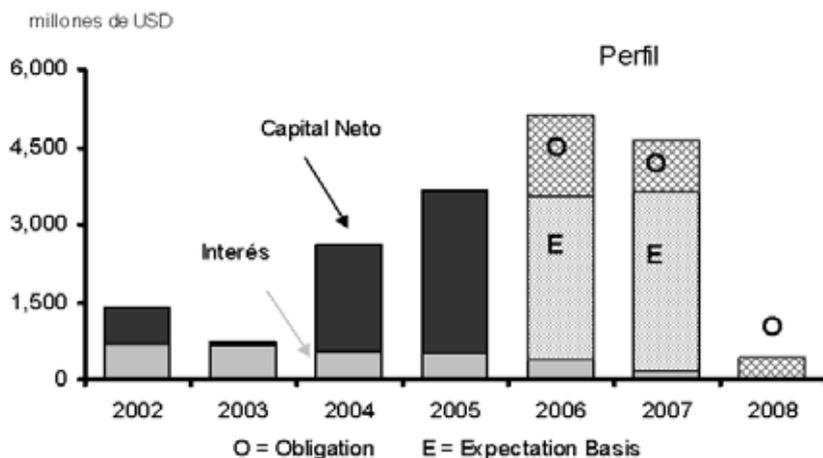
Por último, existe una línea analítica que pivotea sobre las cuestiones institucionales (discrecionalidad del Banco Central) y es el vinculado al tema de inconsistencia temporal de la política monetaria. En este sentido, cuanto más averso a la inflación es el Banco Central más baja sería la tasa de inflación de equilibrio, al mismo tiempo que la evidencia empírica internacional muestra que cuanto menos independiente sea el Organismo de Control Monetario mayor la tasa de inflación. Un ejemplo concreto de ello se presentó cuando la Presidencia del BCRA pasó de manos de Alfonso Prat-Gay a manos de Martín Redrado. Mientras que el primero se declaraba a favor de seguir una política de metas de inflación, el segundo se mostraba más laxo al aceptar un esquema de metas para el tipo de cambio real, dejando a cargo de la política fiscal la absorción del excedente monetario. Claramente, como el sector público no cumplió su parte (no solo no aumentó el resultado fiscal sino que lo redujo) la política monetaria terminó siendo sumamente expansiva generando una tasa de inflación creciente.

Extendiendo el análisis para la situación actual, si Redrado ha sido más laxo que Prat-Gay y ello ha derivado en una mayor tasa de inflación, uno debería esperar que Marcó del Pont sea más laxa que su predecesor, lo cual implica que de mediano-largo plazo la inflación debería ser más alta. Esperemos que la nueva Presidente del BCRA, en caso que sea ratificada en su cargo por el Senado, muestre un mayor compromiso con la teoría económica, los datos reales y la evidencia empírica argentina, de lo contrario deberemos soportar tasas de inflación crecientes y estancamiento económico.

El pago con reservas al FMI: “La eterna historia del maltrato de la política a la economía”³

I. Análisis cuantitativo del pago al FMI con Reservas Internacionales

A mediados de diciembre de 2005 el Gobierno anunció la intención de cancelar el 100% de la deuda con el FMI, que por aquel entonces ascendía a USD 9,530m. Dicho pago finalmente fue realizado en los primeros días del mes de enero de 2006. Recordemos que poco tiempo antes, similar decisión había sido concretada por Brasil, aunque el proceso decisorio y el impacto que sobre la opinión de la comunidad financiera internacional tuvo dicha medida fueron marcadamente distintos. Básicamente, en Brasil el proceso decisorio recorrió un camino que nace de las entrañas del Palacio de Hacienda y del Banco Central, para luego ser aprobado por el presidente Lula. Vale decir que la medida fue desde lo económico a lo político. En Argentina el camino fue justamente el inverso: nació como necesidad política, independientemente del impacto económico que pudiera generar.



LOS VENCIMIENTOS CON EL FMI.

FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA EN BASE AL MINISTERIO DE ECONOMÍA

³ El presente trabajo fue escrito en colaboración con Hernán Marcelo García

Para poder hacer efectivo el pago, fue necesario la creación, por medio de un Decreto de Necesidad y Urgencia, de la figura de “Reservas de Libre Disponibilidad” (RLD), que no es otra cosa que el monto de reservas internacionales (RI) del BCRA que exceden el 100% del stock de Base Monetaria al tipo de cambio de referencia. De esta manera, las RLD pueden ser utilizadas sin restricciones para efectuar pagos a los organismos multilaterales de crédito.

Los análisis posteriores a la medida giraron en torno a los efectos sobre la mejora en el perfil de vencimientos de la Deuda del gobierno y por ende sobre el programa financiero para los próximos años. Efectivamente, éste es quizás el aspecto más destacable de la decisión de precancelar deuda, independientemente de la forma en que se lo hizo.

(en millones de USD)

	2006 *	2006 **	2007 *	2007**
Fuentes	8,669	8,669	8,200	8,200
Fondos acumulados a dic-05	0	0	0	0
Superávit Primario (Nación)	6,500	6,500	7,000	7,000
Financiamiento intra SPunF	969	969	0	0
Adelantos transitorios BCRA	1,200	1,200	1,200	1,200
Usos (I)+(II)+(III)	16,848	11,808	20,230	12,329
Pagos de Principal (I)	12,785	8,148	16,432	8,792
FMI (E + O)	4,637	0	7,640	0
Otros Organismos	2,447	2,447	2,532	2,532
Deuda Performing (incl. Bogar, Boden, PGs)	4,650	4,650	4,437	4,437
Deuda Reestructurada	0	0	0	0
Recompra de Deuda + GDP Units	1,051	1,051	1,823	1,823
Exceso de capacidad de pago	273	273	300	300
Recompra por exceso de crecimiento	389	389	762	762
Pago GDP Units	389	389	762	762
Pagos de Interés (II)	3,063	2,660	2,798	2,537
FMI	403	0	261	0
Otros Organismos	767	767	685	685
Deuda Performing (incl. Bogar, Boden, PGs)	1,279	1,279	1,238	1,238
Deuda Reestructurada	613	613	614	614
Otras necesidades financieras netas (III)	1,000	1,000	1,000	1,000
Resultado Financiero sin refinanciación OI	-8,179	-3,139	-12,030	-4,129
Refinanciación Organismos Internacionales	4,069	979	4,486	1,012
FMI (expectation basis)	3,090	0	3,473	0
Otros Organismos	979	979	1,012	1,012
Necesidades luego de refinanciación OI	-4,110	-2,160	-7,544	-3,116

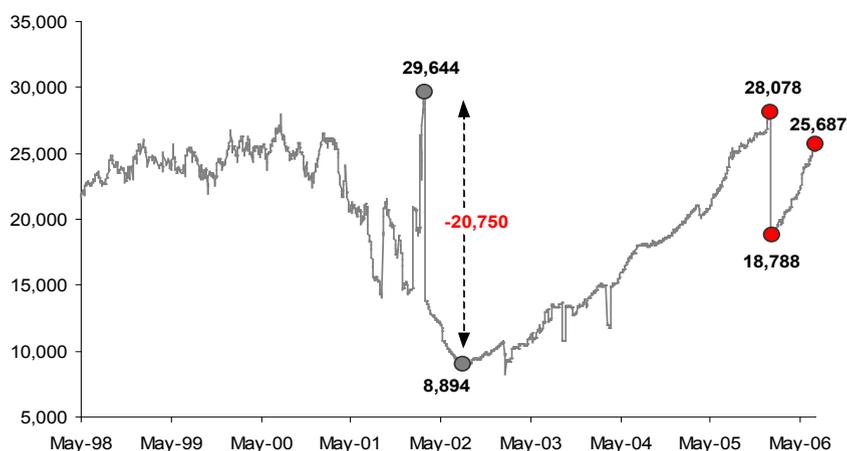
* Cifras sin considerar la cancelación anticipada con el FMI

** Cifras incluyendo la cancelación anticipada con el FMI

PROGRAMA FINANCIERO ANTES Y DESPUÉS DEL PAGO.

FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA

Recordemos que hace ya varios años que el gobierno viene cancelando sus pasivos con los Organismos Internacionales de Crédito. En particular, al FMI se le pagó en concepto de capital e intereses cerca de USD 4,800m entre 2002 y 2004, y en 2005 otros USD 4,000m adicionales. De los USD 9,500m de vencimientos contractuales de capital que aún faltaban por amortizar, más del 95% vencían entre los años 2006 y 2007. De esta forma, con relación al programa financiero del Gobierno, el efecto más notorio recayó sobre las necesidades financieras netas para los próximos años, reduciéndolas en una cuantía importante. En primer lugar, los menores pagos de intereses reducen las necesidades de financiamiento mejorando así el resultado global del Sector Público no Financiero. En este sentido, mientras que la deuda con el FMI devengaba un interés anual promedio de 5.5% aproximadamente, el nuevo instrumento en poder del BCRA terminará devengando 2.5% (que es la renta promedio obtenida por las reservas internacionales en poder del BCRA). En términos del flujo de caja, dicha mejora representa unos USD 400m para 2006 y USD 260m en 2007. Adicionalmente, la disminución de las amortizaciones producto de los menores vencimientos no refinanciables (obligation basis) con el FMI, totalizan otros USD 1,550m y USD 4,160m en 2006 y 2007, respectivamente. Considerando ambos efectos, las necesidades financieras del gobierno caen para 2006 en aproximadamente USD 1,950m y USD 4,430m en 2007. De esta manera, el gobierno necesitaría, una vez realizado el pago, cubrir con emisiones de deuda en el mercado un gap de solamente USD 2,180m en 2006, y USD 3,100m aproximadamente, en 2007.



EVOLUCIÓN DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES DEL BCRA. FUENTE: BCRA

Es interesante destacar en función de esto último que, asumiendo un roll over del 50% de los vencimientos con tenedores residentes de deuda pública (principalmente de inversores institucionales), las menores necesidades de emisión (producto de la cancelación anticipada al FMI) podría generar una compresión de spreads soberanos, de querer los acreedores externos mantener un nivel de exposición al riesgo soberano argentino similar al actual.

Vale decir que, la menor oferta neta de bonos que surge a partir de la cancelación apuntala los precios de los mismos, a igual nivel de demanda, con el consiguiente impacto positivo sobre la reducción de tasas, pudiendo verificarse un efecto de “crowding in” sobre el sector privado de la economía.

Sin embargo, más allá de los efectos positivos sobre la caja del gobierno para los próximos dos años, resulta fundamental también analizar el impacto de la medida sobre la hoja de balance del BCRA. En primer lugar, recordemos que hacia fines de diciembre de 2005, el stock de RI era de USD 28,077m. Por su parte, la base monetaria ascendía a USD 18,050m (al tipo de cambio de referencia del BCRA), por lo que el monto disponible en concepto de RLD era de unos USD 10,000m, aproximadamente. Finalmente, el pago realizado ascendió a USD 9,530m por lo que el stock de reservas posterior al pago quedó en USD 18,548m. Una vez concretado el pago, el primer efecto sobre el mercado fue la creencia de que con el fin de recomponer el stock de reservas, el BCRA se mostraría mucho más activo en sus intervenciones cambiarias diarias pudiendo afectar la evolución del tipo de cambio, sospecha que se confirmó con el correr de los días.



EVOLUCIÓN DEL TIPO DE CAMBIO LUEGO DEL PAGO AL FMI. FUENTE: BCRA

Es importante recordar que por ese entonces el BCRA presentaba el Programa Monetario ante el Senado en el que explicitaba como uno de los objetivos de la política monetaria para el 2006 la acumulación de reservas internacionales. De hecho, el mismo día del anuncio el BCRA seguía presentando públicamente un modelo de acumulación óptima de reservas, que daba USD 32,000m.

Esto deja a las claras algunas de las inconsistencias que generó la medida, enviando una señal peligrosísima: para el BCRA, la mejor forma de velar por el valor de la moneda, de cara a las potenciales vulnerabilidades externas asumidas en sus modelos, requería incrementar las reservas internacionales; para el Gobierno había reservas de sobra.

Como contrapartida de la cancelación, el BCRA recibió una letra del tesoro nacional en dólares, de carácter intransferible, a 10 años de plazo con vencimiento en enero del año 2016, que devenga una tasa de interés acorde con la renta que obtenga el BCRA por las reservas internacionales invertidas, con un techo de tasa Libor – 1%, pagadera semestralmente. Vale decir que el BCRA cambió la composición de una tercera parte de su activo, reduciendo la tenencia dólares billetes e incorporando bonos del gobierno. Claramente, los perdedores en este intercambio son los acreedores netos del BCRA, es decir, las familias y el sistema financiero.

En cuanto a las implicancias cuantitativas de la medida, la forma más directa de medirlas es mediante el análisis de la hoja de balance del BCRA antes y después de la cancelación. Claramente, si bien la misma no tuvo un efecto monetario directo, es decir, no se modificaron los pasivos monetarios del BCRA, sí modificó la composición del activo y por lo tanto los balances parciales con los diferentes sectores de la economía. En primer lugar, agrupando a las familias y al sector financiero notamos que en conjunto representan más del 65% de los pasivos del BCRA, es decir, unos \$ 80,400m aproximadamente. Antes del pago, la cobertura con RI de dichos pasivos ascendía a \$ 85,090m, es decir, algo más del 100%.

	<i>Antes</i>	<i>Después</i>		<i>Antes</i>	<i>Después</i>
Activos	119.464	119.464	Pasivos	119.464	119.464
<i>contra el sector privado (RI)</i>	85.090	56.210	<i>contra las familias</i>	54.900	54.900
			Base Monetaria	54.900	54.900
<i>contra el sector público (neto)</i>	34.374	63.255	<i>contra el Sector Financiero Neto</i>	25.472	25.472
Títulos del Tesoro	21.411	50.292	Encajes	6.534	6.534
Adelantos transitorios	14.862	14.862	Pases	7.024	7.024
Depósitos del Gobierno	(1.899)	(1.899)	Lebac	26.081	26.081
			Redescuentos	(14.167)	(14.167)
			<i>Otros neto</i>	39.092	39.092

en millones de \$

EL BALANCE DEL BCRA ANTES Y DESPUÉS DEL PAGO AL FMI

FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA EN BASE AL BCRA

Una vez realizado el pago, si bien los pasivos contra el sector privado no se modificaron, cayó considerablemente la cobertura de los mismos con RI, ubicándose en torno al 70%.

Si bien podría argumentarse que las acreencias que el Banco Central mantiene con el Gobierno también constituyen un respaldo de los pasivos del primero con el Sector Privado, los repetidos acontecimientos de crisis y default ocurridos en nuestro país nos indican que llegado el momento esto no es así. Por otro lado, más allá de que contablemente los títulos públicos estén valuados a valor técnico, y que éste no difiera sensiblemente de su valor de mercado en tiempos de estabilidad, sí lo hace considerablemente cada vez que dichos activos requieren ser utilizados.

A diferencia de las reservas en dólares que incrementan su “valor de mercado” por ser justamente el activo demandado en presencia de una crisis de moneda, el valor de los títulos del sector público transita el camino inverso, sobre todo en la Argentina, en que las crisis de moneda generalmente estuvieron explicadas directa o indirectamente por crisis fiscales. De esta forma, el valor de los activos del Banco Central se hace más pro-cíclico que antes del pago, ya que ante un escenario recesivo que empeora el superávit fiscal, caería el valor de los mismos, agravando aún más la cobertura de los pasivos. Por lo tanto, los principales perjudicados son las familias y el sistema financiero. Frente a este escenario, dado el deterioro que muestran las cuentas públicas desde fin de 2004 (Giacomini-Milei 2005) la cancelación de la deuda actual con RI termina siendo financiada con un incremento futuro de los impuestos, entre los cuales obviamente se destaca el impuesto inflacionario.

Adicionalmente, el carácter intransferible del nuevo activo hace esta cuenta aún más deficitaria. Utilizando una tasa de descuento de un bono en dólares del gobierno de similar vida promedio negociado en el mercado, y asumiendo un cupón de Libor - 1% (el máximo posible), el valor de mercado de la Letra intransferible que surgiría es de USD 49 por cada USD 100, lo cual muestra a las claras el deterioro en la calidad del activo que da respaldo a la moneda.

Sin embargo, un análisis profundo del pago con reservas al FMI no debería terminar aquí, ya que sería muy limitado, no sólo desde el punto de vista del análisis económico, sino también desde el punto de vista de lo político, siendo este último punto una cuestión fundamental, que en el fondo es el elemento motivador de la medida. A partir de ello, en el resto del artículo intentamos dar una respuesta más amplia, organizándolo de la siguiente manera. En la sección II, se analiza la medida desde el punto de vista del análisis económico. A su vez, dicha sección se subdivide

en cuatro segmentos donde se analizará: (i) porqué son importantes las reservas, (ii) un modelo de reservas óptimas, (iii) el problema de la inconsistencia temporal, la independencia del banco central y la inflación y (iv) el papel del dinero en los modelos de crecimiento y la tasa de inflación. Una vez realizada esta serie de análisis se concluye que la medida, desde la perspectiva económica es negativa, independientemente del modelo elegido, y ello abre la puerta a la sección III. En esta última, procuramos encontrar una respuesta desde un punto de vista político, ya que si el análisis económico sugiere que la medida es tan mala, uno debería tener que explicar el motivo desde una visión alternativa. Por último, en la sección cuarta se presentan las conclusiones.

II Análisis Económico del Pago al FMI con Reservas

II. 1. ¿Por qué son Importantes las Reservas Internacionales?

El aumento de la globalización financiera ha estado acompañado por frecuentes y dolorosas crisis. Desde 1982, en la que estuvo involucrada prácticamente toda América Latina, un nuevo cataclismo financiero en alguna parte del mundo en desarrollo ha aparecido con cierta regularidad. Algunos de los mejores ejemplos son México 1995, Sudeste Asiático 1997, Rusia 1998, Turquía 1994 y 2001, Brasil 1999 y Argentina 2001. Dichas crisis han generado una gran cantidad de literatura y han llevado a los hacedores de política a tomar medidas que protejan a las economías de tales eventos. Martin Feldstein (1999), luego de la crisis asiática, señala que los países en desarrollo no deberían depender del FMI o de reformas en el sistema financiero internacional para protegerse de estas crisis. Según este autor, la mejor manera de protegerse de estos eventos es mediante el aumento de las reservas internacionales. Dicha recomendación surge del hecho de que aquellos países que cuentan con mayores niveles de liquidez en activos externos están mejor preparados para enfrentar pánicos financieros y reversiones de los flujos de capitales. Adicionalmente, mayores niveles de liquidez no sólo hacen que los costos de las crisis sean menores sino que además hacen que las mismas sean menos probables.

En función de ello, los distintos gobiernos fueron tomando medidas para mejorar sus niveles de reservas. Tal es así que mientras en las décadas del '70 y '80 el nivel de reservas oscilaba en torno al 8% del PBI, durante la década del '90 dicho indicador creció de manera acelerada hasta llegar a representar un 30% del producto de los emergentes en el año 2004. Esta situación contrasta fuertemente con el comportamiento de los países desarrollados, los cuales, desde la década del '50 han mantenido una relación estable en torno al 5%.

En cuanto a la literatura sobre el tema, durante principios de los años '70 se presentó un importante debate acerca del nivel óptimo de reservas con el cual debía contar un país. En el mismo, una de las líneas analíticas que tomó mayor preponderancia es la que se corresponde con la demanda de dinero (Flanders 1971, Grubel 1971, Cohen 1975). La idea es simple, se analiza el comportamiento del Banco Central sobre el hecho de que es el agente que retiene y utiliza dichos recursos (las reservas) y se determina el nivel de reservas estudiando los factores que influyen en el cálculo de la cantidad deseada. En función de ello, la existencia de una divergencia entre la cantidad deseada y la observada debería dar lugar a un ajuste de las reservas.

Para determinar esta demanda de dinero, existen tres motivos por los cuales un Banco Central demanda reservas internacionales. El primer motivo es el vinculado con las transacciones, el cual se encuentra ligado a las necesidades de sincronizar los pagos y los cobros que debe hacer el país. El segundo motivo es el precautorio, donde el elemento central que sostiene a este argumento es que se debe contar con liquidez suficiente para el caso en que se deban enfrentar cambios repentinos, no esperados y transitorios de las condiciones internacionales, sin que ello deba desembocar en mecanismos de ajustes sobre la demanda doméstica. Por último, está el motivo especulativo, el cual no tiene una definición clara, pero en general se la asocia a los usos alternativos de las reservas.

Por lo tanto, si tomamos como referencia la relación reservas sobre importaciones, la misma debería modificarse ante la presencia de determinados factores. A modo enunciativo, este ratio debería incrementarse en presencia de una mayor inestabilidad de las exportaciones, mayor retorno de las reservas y/o una mayor volatilidad de las mismas. Asimismo, un mayor costo de financiamiento en los mercados de capitales internacionales también debería reflejarse en un incremento de la cobertura en relación a las importaciones. A su vez, cuanto más eficiente sean los mercados de capitales y cambiario, mayor el costo de oportunidad de retener reservas, mayor la voluntad de modificar el tipo de cambio ante la presencia de desequilibrios de balanza de pagos (y soportar los costos del ajuste) y la existencia de inventarios de bienes exportables, menor será la relación en cuestión y por ende menor el nivel de reservas.

Por lo tanto, cuando se toma como referencia este marco analítico, surge que desde esta perspectiva la medida no es adecuada. Básicamente, el problema radica en: (i) los episodios de default en que se ha visto involucrada Argentina hace complicado su acceso al financiamiento externo voluntario, (ii) en un contexto donde el nivel de actividad mundial se des-

acelera, dada la fuerte concentración de los bienes primarios dentro de las exportaciones, es de esperar que el país experimente un deterioro de los términos de intercambio, (iii) la suba de las tasas de interés en los países desarrollados reducirá los fondos disponibles para los emergentes, lo cual se encuentra relacionado con “el vuelo hacia la calidad”, (iv) las experiencias inflacionarias vividas en el país han hecho de la moneda extranjera un refugio de valor que vuelve a la demanda de dinero local sumamente inestable, con impactos fuertemente negativos en materia de actividad. Desde este punto de vista, es posible observar que la medida tomada por el Gobierno, dada las características de Argentina, va estrictamente en la dirección opuesta a lo que sugiere este bloque de la teoría económica.

II. 2. Tipo de Cambio Fijo y Nivel Óptimo de Reservas

Siguiendo a Milei (2006), en esta sección presentamos un modelo macro, donde el principal objetivo es analizar el pago al FMI a partir de la interrelación entre la política fiscal, el mercado monetario y el nivel de reservas. Para ello nos concentraremos solamente en el análisis de los mercados de bienes y dinero, suponiendo que este último es el numerario y que el mercado de trabajo es perfectamente flexible, de modo tal que el exceso de demanda de trabajo siempre sea nulo. Además, como supondremos que el tipo de cambio está fijo⁴, las condiciones emergentes del mercado monetario afectarán al nivel de reservas. Por otra parte, asumimos que existe plena movilidad de capitales, por lo que la tasa de interés local siempre será igual a la tasa de interés internacional más la prima de riesgo. A partir de esto, es posible determinar las funciones de exceso de demanda de bienes (X) y de dinero (F).

La función de exceso de demanda del mercado de bienes, dependerá positivamente de la demanda del sector privado y del gasto del gobierno, mientras que la oferta de bienes es un dato (la economía está en pleno empleo) e interviene en la función con signo negativo. A su vez, la demanda de bienes por parte del sector privado depende negativamente del nivel de precios y de la tasa de interés, mientras que lo hace positivamente respecto del nivel de reservas internacionales. Esto último se explica porque al tener un tipo de cambio fijo, un incremento de reservas está asociado a una mayor cantidad de dinero y por ende con un nivel más alto de consumo. Por otra parte, la función de exceso de demanda de dinero depende positivamente de la demanda de dinero y negativamente

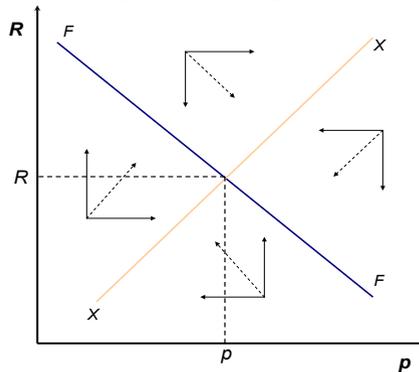
⁴ Si bien en Argentina se intenta mostrar como un modelo con tipo de cambio flexible, cuando se analiza la volatilidad del nivel de reservas internacionales y del tipo de cambio, es posible asimilar al modelo con uno de tipo de cambio fijo o uno que opera entre bandas muy acotadas.

del crédito interno y de la cantidad de reservas multiplicada por el tipo de cambio (expansión por sector externo). En cuanto a la demanda de dinero, asumimos que la misma depende negativamente tanto con relación a los precios como respecto de la tasa de interés. Nótese que el efecto respecto a los precios viene dado por el hecho de que al subir los precios domésticos, los bienes locales serían menos competitivos respecto de los extranjeros, por lo que se demandaría una mayor cantidad de moneda extranjera para comprar bienes en el exterior, debilitando así la demanda de dinero local.

Respecto a la dinámica de ajuste, supondremos que cuando exista un exceso de demanda de bienes, el precio de éstos aumentará, mientras que cuando exista un exceso de demanda en el mercado de dinero lo que ajustará hacia arriba será el nivel de reservas internacionales. Como es posible observar en el gráfico 1, el equilibrio está determinado por la intersección de la recta XX , que representa el equilibrio en el mercado de bienes, y la recta FF , que representa el equilibrio en el mercado de dinero, mientras que las flechas muestran la dirección en que se movería la economía en caso de encontrarse en una zona de desequilibrio.

En cuanto a la interpretación económica de las pendientes podemos señalar que: (i) en el mercado de bienes, cuanto mayor sea el nivel de reservas, mayor la cantidad de dinero, mayor la demanda agregada, por lo que para una oferta agregada fija, el nivel de precios será mayor, (ii) en el mercado de dinero, cuanto mayor sea el nivel de precios, mayor la demanda de moneda extranjera, menor la demanda de dinero doméstica y con ello un menor nivel de reservas internacionales.

A su vez, cuando aumenta el gasto público tenemos que la curva XX se desplaza hacia la derecha (gráfico 2.A), por lo que el efecto sobre el nivel

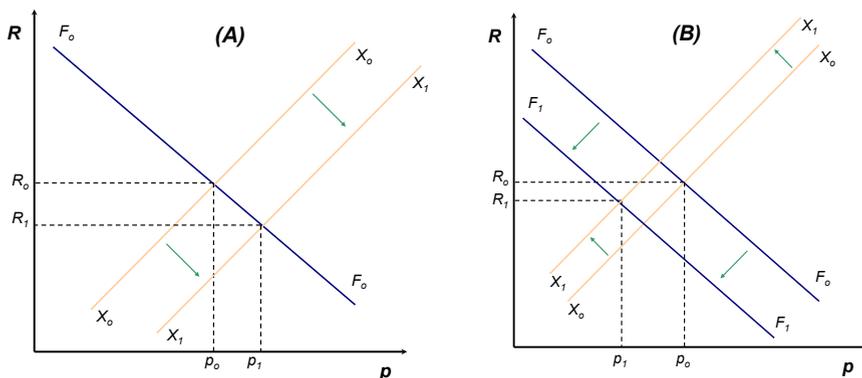


G 1: EQUILIBRIO EN BIENES Y DINERO CON TIPO DE CAMBIO FIJO

de precios es positivo mientras que sobre las reservas es negativo. Esto quiere decir que cuando aumenta el gasto público se produce un exceso de demanda de bienes, lo cual (dada la oferta), impulsa a un incremento en el nivel de precios. A su vez, este mayor nivel de precios, dado el tipo de cambio fijo, conlleva a una pérdida de competitividad de los bienes locales respecto de los externos, por lo que la demanda de dinero local para transacciones se reduce. Por lo tanto, esto da lugar a una mayor demanda de dinero de moneda extranjera, lo que en definitiva lleva a una reducción de las reservas a consecuencia del exceso de oferta resultante en el mercado monetario.

Por otra parte, cuando se produce una expansión de la base monetaria por sector financiero (la cual la asociaremos a una corrida bancaria), donde la misma se presenta junto a una menor demanda tanto de bienes como de moneda local, tanto la curva FF como la XX se retraen (Gráfico 2 B), lo cual genera un efecto negativo tanto sobre el nivel de precios como en las reservas. En otros términos, al caer la demanda de bienes los precios deben reducirse, mientras que la emisión de redescuentos genera un aumento de la oferta de dinero que no es compensada (dado que los efectos directos dominan a los cruzados) por la mayor demanda de dinero asociada a menores precios, por lo que la cantidad de reservas caen. A su vez, vale la pena mencionar que cuanto más rígidos sean los precios a la baja, no habría mejora en la competitividad de la economía y por ende no habría aumento en la demanda de dinero, por lo que la caída de las reservas sería aún mayor. En términos concretos, la caída sería idénticamente igual a la expansión de crédito interno.

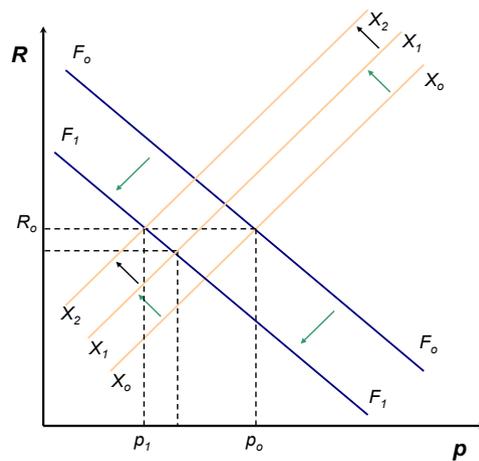
Naturalmente, si uno quisiera trabajar con un modelo con tipo de cambio fijo y sin un adecuado nivel de reservas, es evidente entonces que



G 2: EFECTOS DE UN AUMENTO DEL GASTO PÚBLICO (A) Y DE UNA CORRIDA (B)

los aumentos del gasto público, la presencia de corridas o la inestabilidad de la demanda de dinero serían verdaderos problemas para el Banco Central. Por lo tanto, si tomamos el caso de un modelo con tipo de cambio fijo, dado que la política monetaria se vuelve pasiva (endógena), a la luz del primer resultado, resulta fundamental que lo que debe ajustar es la política fiscal de modo tal que se pueda restaurar el equilibrio monetario. La idea es muy simple, cuando el sector público incrementa el resultado fiscal ello conlleva a una contracción del crédito interno, por lo tanto, cuando se produce una caída en la demanda de dinero y/o se genera una corrida financiera que induce a una expansión del crédito interno, la respuesta del Gobierno deberá ser un aumento del superávit fiscal, de modo tal que se produzca la esterilización monetaria consistente con la restauración del equilibrio monetario. Ello implica que el resultado fiscal se debe incrementar en la misma cuantía que la emisión de base monetaria por sector financiero, neteado del aumento de la demanda de dinero consecuente de una reducción en el nivel de precios. Obviamente, cuanto más rígidos los precios a la baja, mayor debería ser el esfuerzo fiscal.

En el Gráfico 3 es posible observar que cuando se produce una corrida aunada a una contracción en la demanda de bienes, el sector público deber llevar a cabo una política fiscal contractiva de modo tal que sea posible contrarrestar el exceso de oferta generado en el mercado monetario. Adicionalmente, el gráfico deja de manifiesto también el descenso que debe producirse en el nivel de precios, lo cual implicaría que ante la pre-



G 3: AJUSTE FISCAL REQUERIDO PARA NIVELAR EL MERCADO MONETARIO

sencia de rigideces la economía se alejará del nivel de pleno empleo. En dicho caso, la continuidad del esquema dependerá de comparar las pérdidas de bienestar asociadas a un menor nivel de empleo versus un incremento de los precios (entre otros factores) asociado a una devaluación.

Por lo tanto, en este modelo sencillo se demuestra que aun con tipo de cambio fijo, es posible que el nivel de reservas necesario sea nulo sin por ello tener que recurrir al financiamiento externo. Sin embargo, para que ello sea posible deberían cumplirse algunas de las siguientes condiciones: (i) la demanda de dinero sea inmutable, o que si se mueve sólo lo haga en dirección ascendente, y/o (ii) la política fiscal sea lo suficientemente flexible como para contrarrestar (mediante el crédito interno) las fluctuaciones del mercado de dinero.

A partir de esto, si el Gobierno, ha consumido parte de las reservas del BCRA, ello implica que para restaurar la situación monetaria es necesario que las reservas se incrementen y ello se conseguirá con un mayor superávit fiscal. Por otra parte, si bien el modelo marca cuáles son las condiciones para que un país pueda tener tipo de cambio fijo sin reservas, por oposición de argumentos señala cuando es necesario que la cantidad de dinero esté fuertemente respalda por divisas. Siguiendo la misma línea argumental y aplicándola para el caso argentino es posible señalar que: (i) dada la volatilidad la demanda de dinero, (ii) la mayor predisposición de los agentes por correr contra un sistema financiero que opera con encaje fraccionario y (iii) la rigidez del gasto público a la baja, el BCRA debería contar con un gran nivel de reservas internacionales para respaldar los activos domésticos, aún mayor que la propia base monetaria (sobre todo, a la luz de la Convertibilidad). Por lo tanto, este análisis, al igual que el caso precedente, pone de manifiesto lo impropio de la medida, juicio que se ve reforzado aún más cuando se analiza la tendencia decreciente que ha mostrado el superávit fiscal tanto en términos del PIB como en términos reales (Giacomini-Milei 2005).

II. 3. El Dinero y la Inflación en los Modelos de Crecimiento

A finales de los años sesenta, se produjo un fuerte debate acerca del papel del dinero en el contexto de una economía con crecimiento. Sin lugar a dudas, el más prominente de dichos trabajos fue el de Miguel Sidrauski (1967), quien trabajando con un modelo de optimización dinámica, demuestra que en este caso el dinero no sólo es neutral, sino que además es superneutral (modificaciones en la tasa de creación de dinero no modifican al producto per-cápita).

Naturalmente, cuando uno trabaja con un modelo de las características del desarrollado por Sidrauski, uno de los elementos necesarios para

resolver este ejercicio es la imposición de las condiciones de transversalidad. Las mismas señalan que el valor actual de los saldos reales (cantidad de dinero sobre nivel de precios) debe ser no negativa. Naturalmente, si la tasa de descuento es positiva y el intervalo de tiempo es infinito, está condición se cumple con el simple paso del tiempo, ya que cuando éste avanza el factor de descuento tiende a cero.

Sin embargo, cuando el horizonte temporal no es infinito, las cosas se ponen un poco más complicadas. Ahora el factor de descuento no es nulo y por ende, para que el valor actual de los saldos reales sea nulo, lo que debe ser nulo es el nivel de los saldos reales. La idea detrás de esto es bien simple. El dinero tiene valor en función de que nos permite llevar a cabo transacciones para hacer viable el consumo presente y futuro. Naturalmente, cuando la economía llega a su instante final el dinero no puede ser trasladado hacia adelante en el tiempo, por lo que nadie desearía tenerlo en su poder. De esta manera, en el último período todos intentarían deshacerse de sus tenencias monetarias, por lo que las mismas podrían ser eliminadas por dos vías. La primera de ellas es una hiperinflación, donde para que el valor de los saldos reales se haga nulo, debería llevar a un nivel de precios infinito. La segunda de ellas es el rescate por parte del sector público consolidado (banco central y gobierno), lo cual implicaría el reconocimiento explícito del dinero como deuda, la cual debería ser cancelada al final del período para cumplir así con la restricción presupuestaria intertemporal.

Naturalmente, es la segunda acepción la que se vincula con la decisión del pago al FMI con reservas. El Gobierno, al tomar las reservas del BCRA para pagar la deuda con el FMI deja sin respaldo la base monetaria, por lo que cuando la economía llegue a su instante final, al tipo de cambio vigente, la base monetaria no podría ser rescatada en su totalidad por lo que el nivel de precios debería ser más alto. Ello implica una mayor recaudación de impuesto inflacionario, lo que de fondo no es más que un nuevo default. Sin embargo, el Gobierno no se llevó las reservas de manera gratuita, sino que emitió deuda para compensar al BCRA por las reservas entregadas. En principio, la medida no es buena ni mala si como contrapartida de la misma hubiera un incremento del resultado fiscal para pagar esta deuda adicional. Sin embargo, la historia de Argentina es la historia de un defaulteador serial, ya sea vía repudio explícito de la deuda o por la vía inflacionaria. Por lo tanto, a juzgar por esto último la medida es inadecuada porque implica un nivel de precios más alto. Esta situación es aún peor cuando una analiza la evolución del resultado fiscal en términos reales o en términos de producto, el cual viene cayendo continuamente desde diciembre de 2004 (Giacomini-Milei 2005).

II. 4. Inconsistencia Temporal e Independencia del BCRA

Una de las cuestiones más controversiales sobre la política monetaria es si el banco central debería tratar de utilizar dicho instrumento de manera activa para estabilizar la economía o basarse en el cumplimiento pasivo de una regla. Este debate fue iniciado por Milton Friedman (1962), quien sostenía que si bien la política de estabilización podría mejorar los resultados del mercado, la carencia de conocimientos, la competencia y la fortaleza necesaria de los políticos para llevar a cabo la tarea hacía preferible, aunque no perfectos, los primeros, por lo que se sugería el seguimiento de una regla fija. Años más tarde este debate fue retomado por Kydland & Prescott (1977) quienes señalaban que la curva de Phillips aumentada por expectativas era una tentación para los hacedores de política. En este contexto, el banco central vía emisión puede reducir el desempleo, lo cual es valorado por la población. Sin embargo, el problema radica en que este recurso puede utilizarse de vez en cuando, y cuando las expectativas son racionales, vale decir muy pocas veces. Si las expectativas son racionales, no puede existir una brecha sistemática entre la inflación esperada y la efectiva. Por lo tanto, un banco central que se concentre en obtener resultados de corto plazo terminará provocando más inflación sin un mayor nivel de empleo.

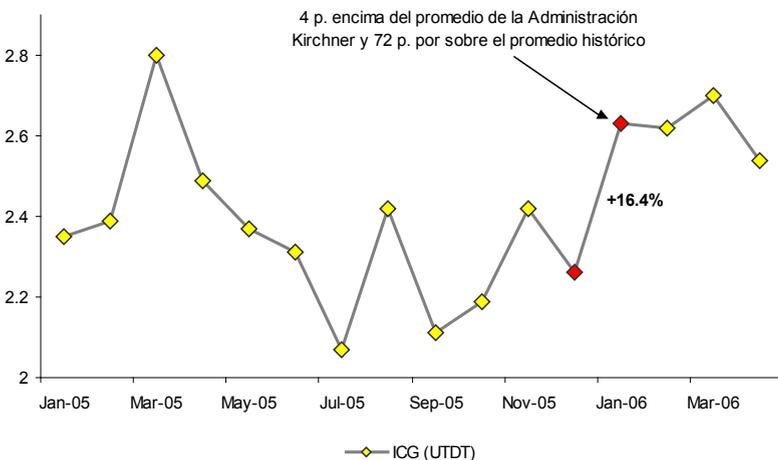
En esta familia de modelos, la brecha entre la inflación deseada y la efectiva es función del grado de aversión a la inflación que muestre el titular del banco central. Así, Rogoff (1985) postula que la política monetaria debería ser independiente y confiada a un agente con un grado de aversión a la inflación mayor que el resto de la población. Por lo tanto, con un banco central independiente y con una actitud francamente opuesta a la existencia de inflación, el resultado debería ser una tasa menor, sin pérdida alguna en términos de empleo.

Desde esta perspectiva también la decisión resulta inapropiada. Ello se deriva de que la forma en que la misma fue implementada muestra una total falta de independencia del BCRA, cuando la evidencia empírica muestra que cuando menor la independencia del banco central mayor la tasa de inflación sin efectos positivos sobre el nivel de empleo. Por lo tanto, un resultado normal es que Argentina, bajo estas circunstancias, siga experimentando tasas de inflación elevadas sin beneficio alguno en materia de producto en el largo plazo.

III. Análisis Político del Pago al FMI con Reservas

Más allá de que se puedan mencionar varios aspectos que indican que desde un punto de vista económico la medida es desafortunada, desde la óptica del impacto que tuvo sobre la opinión pública la misma parece ser muy acertada.

Por un lado, para el imaginario colectivo el FMI es el “gran acreedor” del país, a pesar de que al momento de la cancelación, la deuda con dicho organismo representaba menos del 10% del total de deuda pública. Por otro lado, existe también la creencia de que el Fondo fue el principal culpable de lo ocurrido en la pasada crisis al fomentar políticas de ajuste recesivo de corte ortodoxo, a pesar de que según la opinión de la comunidad internacional, el FMI tuvo gran responsabilidad, pero por ser demasiado “blando” con el seguimiento de las cuentas fiscales. De todas formas, pensando en el 2007, “desendeudarse” con el “verdugo” de la Argentina parecía tener buenos réditos electorales. Siguiendo la evolución del Índice de Confianza en el Gobierno (ICG), elaborado por la Escuela de Gobierno de la Universidad Torcuato Di Tella, vemos como la medición para el mes de enero de 2006 registra un incremento del 16.2% respecto de diciembre de 2005. El ICG tiene como objetivo medir la evolución de la opinión pública respecto de la labor que desarrolla el gobierno nacional y el mismo acusó el impacto de la medida. En la composición del resultado del mes de enero, la característica que más sobresalió fue que el 71% de los entrevistados opinó que el gobierno está resolviendo los problemas del país o al menos sabe como hacerlo, pero necesita tiempo para hacerlo. Esto significó un incremento del 8% respecto de diciembre. Adicionalmente, también mostró un incremento del 25% la imagen positiva del gobierno. Ambos aspectos, sobre un total de cinco preguntas que contiene la encuesta, fueron los de mejor performance y sobre los que más incidencia seguramente tuvo la medida.



EVOLUCIÓN DE LA CONFIANZA EN EL GOBIERNO. FUENTE UTDT

Teniendo en cuenta estos resultados, así como diversos sondeos de opinión realizados con anterioridad al pago, que indicaban un amplio apoyo popular a la medida, pareciera cobrar sentido la hipótesis de que la decisión tuvo que ver más con motivaciones de política interna e influencia en las expectativas de la población de cara a las elecciones, que con necesidades estrictamente económicas. En este sentido, la intención de “pagar para ganar más autonomía” esconde el deseo erróneo (ver puntos II.2 y II.3) de incrementar el margen para la heterodoxia económica y las medidas populistas. Sin embargo, queda por responder quien reemplazará en el futuro el rol que hasta el momento ocupaba el FMI cada vez que se requirió un ajuste o incluso como organismo depositario de las culpas de las malas políticas internas.

IV. Conclusiones

En el presente trabajo se ha analizado el pago al FMI con reservas desde cinco perspectivas distintas. De las mismas, la única que resulta “positiva” es la que se concentra en los efectos sobre el programa financiero. Sin embargo, ello surge del hecho de consumirse un stock de seguridad, con lo cual la mejora sólo obedece a un spread de tasas, por lo que la medida termina teniendo un beneficio modesto.

Por otra parte, cuando el análisis se lleva a cabo desde un modelo de demanda de reservas, un modelo de determinación de reservas óptimas, un modelo de crecimiento con dinero y un modelo que contempla la independencia del banco central el resultado de la medida es altamente negativo.

Cuando se lleva a cabo el análisis desde el modelo de demanda de reservas y se tiene en cuenta:

- los episodios de default en que se ha visto involucrada Argentina que hacen complicado su acceso al financiamiento externo voluntario,
- un contexto donde el nivel de actividad mundial se desacelera, por lo que es de esperar que el país experimente un deterioro de los términos de intercambio,
- que la suba de las tasas de interés en los países desarrollados reducirá los fondos disponibles para los emergentes y,
- que las experiencias inflacionarias vividas en el país han hecho de la moneda extranjera un refugio de valor que vuelve a la demanda de dinero local sumamente inestable, con impactos fuertemente negativos en materia de actividad.

Tomando en consideración todos estos aspectos, es posible concluir que la medida tomada por el Gobierno va estrictamente en la dirección opuesta a lo que sugiere este bloque de la teoría económica.

Por otra parte, desde el modelo de nivel óptimo de reservas, el uso de reservas por parte del Gobierno implica que para restaurar la situación monetaria es necesario un mayor superávit fiscal. Si a ello le sumamos:

- la volatilidad la demanda de dinero,
- la mayor predisposición de los agentes por correr contra el sistema financiero y
- la rigidez del gasto público a la baja, arribamos a la conclusión de que el BCRA debería contar con un gran nivel de reservas internacionales para respaldar los activos domésticos, aún mayor que la propia base monetaria.

Por lo tanto, este análisis, al igual que el caso precedente, pone de manifiesto lo impropio de la medida, juicio que se ve reforzado aún más cuando se analiza la tendencia decreciente que ha mostrado desde fines de 2004 el superávit fiscal, tanto en términos del PIB como en términos reales.

Por otra parte, cuando se utilizan los modelos de crecimiento con dinero, en principio, la medida no es buena ni mala si como contrapartida de la misma hubiera un incremento del resultado fiscal para pagar esta deuda adicional. Sin embargo, la historia de Argentina es la historia de un defaulteador serial, ya sea vía repudio explícito de la deuda o por la vía inflacionaria. Por lo tanto, a juzgar por la historia y por el deterioro que vienen mostrando el resultado fiscal desde fines de 2004, la medida es mala, porque de largo plazo implica un nivel de precios más alto.

Por último, desde los modelos de reglas versus discrecionalidad con solución basada en la delegación también la decisión es mala. Ello se deriva de que la forma en que la misma fue implementada muestra una total falta de independencia del BCRA, cuando la evidencia empírica muestra que cuando menor la independencia del banco central mayor la tasa de inflación sin que ello implique efectos positivos sobre el nivel de empleo. Por lo tanto, un resultado normal es que Argentina, bajo estas circunstancias, siga experimentando tasas de inflación elevadas sin beneficio alguno en materia de producto en el largo plazo.

Sin embargo, lo sorprendente es que una medida tan desafortunada desde lo económico ha llevado a un aumento de la popularidad del Gobierno, lo cual abre un interrogante hacia la viabilidad de implementar políticas racionales consistentes con el crecimiento de largo plazo. Puesto en otros términos, mientras que por un lado los argentinos se muestran preocupados por la inflación y con elevar el ingreso, por otro lado apoyan medidas que conducen a mayor inflación y estancamiento.

Independencia del BCRA y tasa de inflación

Durante un Seminario organizado por el Banco Central de la República Argentina y como parte de los festejos del 75° aniversario de la entidad, la Presidenta de la Nación expuso su posición respecto a la Independencia bajo la cual debería operar el organismo encargado del diseño de la política monetaria. En función de ello, dijo que no cree que “nadie pueda creer en la autonomía de las entidades financieras centrales de los países” y que “todo sigue un proyecto político de país o de gobierno. Nadie puede creer esas cosas. Sólo se las repite como una letanía o una liturgia, porque queda bien”. Al mismo tiempo, increpó al auditorio señalando “¿Ustedes creen que el titular de la FED hace lo que le parece o lo que le conviene a los Estados Unidos?”

¿Ustedes creen que el titular del Banco Central de Inglaterra hace lo que quiere independientemente de lo que le convenga a su gobierno? ¿Ustedes creen que la autonomía es tal que se hacen cosas que no tienen nada que ver con el proyecto económico?”. Al día siguiente y en la misma dirección, la Presidente del BCRA Mercedes Marcó del Pont, llamó a recuperar el rol “histórico” de la entidad monetaria y que al mismo tiempo sirva para promover “un cambio estructural”. Además, señaló “No creemos en la proclamada independencia, ni que el banco central debe estar sólo para controlar la inflación” ya que “el BCRA tiene un compromiso muy grande para avanzar en el proceso de bancarización porque es una forma de inclusión social y el acceso al financiamiento es una forma de distribuir el excedente económico”.

Poniendo en blanco y negro ambas declaraciones, el postulado sería el siguiente: el Banco Central no debería preocuparse sólo por controlar la tasa de inflación (esto es, preservar el valor de la moneda) sino que debería diseñar su política monetaria en función de los objetivos del Gobierno y que para ello el BCRA debería retomar su rol histórico en la promoción del crédito, lo cual estimula la inversión (el crecimiento) y a su vez mejora la distribución del ingreso. Claramente y sin dudas, un especialista en temas de economía monetaria, frente a esta concatenación de premisas (modelo) se quedaría mudo, ya sea por sentirse absolutamente descolocado por un cambio tan radical en la materia o por un problema de con-

gestión de argumentos frente al límite físico y tecnológico que impone el hecho de tener solo una boca. En este sentido, uno se ve obligado a re-examinar que señala al respecto tanto la teoría económica como la evidencia empírica para nuestro país.

Frederick Mishkin (ex miembro de la Junta de Gobernadores de la Reserva Federal) en el capítulo 19 de su más reciente libro “Monetary Policy Strategy” hace un listado de las nueve premisas básicas bajo las cuales debería conducirse un Banco Central, estas son: (1) reconocimiento de la importancia de la estabilidad de precios para el crecimiento, (2) la estabilidad de precios requiere como precondition solidez fiscal, financieras, e (3) independencia del Banco Central, (4) exposición (transparencia) de las cuentas del BC, (5) el uso de metas de inflación, (6) flexibilidad en el sistema de metas, (7) optimalidad del sistema de metas, (8) transparencia en los objetivos e instrumentos y (9) reconocimiento el rol de los activos financieros en el diseño de la política monetaria. De más estaría decir que, Argentina, salvo durante el período del Plan de Convertibilidad, no ha cumplido ni cumple con gran parte de las mismas (por no decir todas). No en vano el país ha destruido 5 signos monetarios y le ha quitado 13 ceros a la moneda. De todos modos, si bien cada uno de los puntos mencionados ameritaría por lo menos un paper, dada la discusión plateadas por CFK y MdeP, sólo nos concentraremos en los puntos (1) y (3) de la lista de Mishkin.

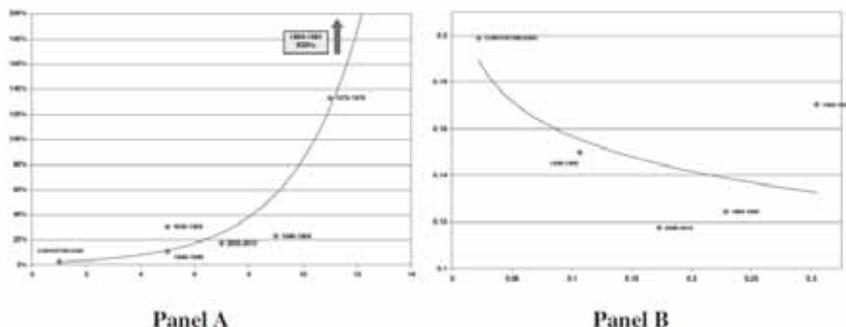
En cuanto a la idea que sostiene que la estabilidad de precios es importante para el crecimiento se basa en tres desarrollos teóricos, los cuales fueron validados por la evidencia empírica internacional. El primero es el que postula la inexistencia de relación negativa entre inflación y desempleo a largo plazo, esto es, la negación de la Curva de Phillips. Hoy sabemos que incrementar la tasa de crecimiento de la cantidad de dinero, no sólo generará una mayor tasa de inflación sino que además no logrará reducir la tasa de desempleo. O lo que es lo mismo, creer que se podría bajar la tasa de desempleo de manera permanente mediante mayor emisión de dinero es hacer retrasar al reloj académico en casi cincuenta años, en el fondo, dicho intento implicaría viajar a un mundo que no se lo creería el más fanático de los keynesianos.

En segundo lugar, tanto en el mundo académico como para el público en general se avanzó en la comprensión que la inflación es costosa en términos sociales, ya que una mayor y más volátil tasa de inflación genera menor inversión, menor crecimiento y por ende un peor nivel de vida.

En este sentido es que todos los bancos centrales del mundo que han tenido éxito en la lucha contra la inflación han hecho una bandera de la defensa del valor de la moneda.

Por último, y sin lugar a dudas la contribución teórica más relevante de los últimos treinta años se halla el problema de la inconsistencia temporal. El problema de la inconsistencia temporal es uno con el que debemos tratar en forma persistente en el día a día. A pesar de que a veces tenemos la certeza de que determinado plan dará buenos resultados a largo plazo, recurrentemente nos desviamos de la trayectoria del mismo dado que ello genera ganancias de corto plazo. Un ejemplo de ello es cuando uno mismo se hace la promesa de ponerse a dieta, por el hecho de estar convencido de que es saludable, pero al momento que sigue se ve tentado por una porción de torta y sucumbe finalmente a la tentación, tomando primero un pequeño mordisco y luego otro y otro, hasta comerse tres porciones sucesivas, por lo que la dieta fracasa y su nivel de peso termina siendo más alto. En la jerga económica a un plan así se lo denomina “un plan intertemporalmente inconsistente”. Por otra parte, en cuanto a la utilización del concepto en teoría monetaria le proponemos un ejercicio, reemplace el término “una porción adicional de torta” por “una mayor tasa de crecimiento de la oferta monetaria (lo cual baja transitoriamente el desempleo y permitiría sumar mayor cantidad de votos en una elección)” y en lugar el “nivel de peso” utilice la expresión “nivel de precios”. Si con este mecanismo llega a la conclusión que la inconsistencia temporal resulta en una tasa de inflación más alta, su razonamiento es correcto.

En cuanto a la independencia del Banco Central, esta fue la solución que han hallado los teóricos monetarios para lidiar con la inconsistencia temporal. Es lo mismo que la pasó a Ulises, quién sabía que conseguiría mejores resultados si se ataba al mástil, aun cuando en el corto plazo no le hiciera mucha gracia. Dados los retardos que tiene una economía, los resultados de la política monetaria deben evaluarse en un contexto de largo plazo. A su vez, si consideramos que en general los políticos y los medios de comunicación no son conocidos ni por su paciencia ni por tener una mirada de largo, para mantener la tasa de inflación a raya se busca despolitizar la política monetaria, poniéndola en manos de profesionales que tienen un muy alto prestigio académico-profesional, disponiendo de largos mandatos y aislados del bullicio de la política (¿se imagina cuanto crecería la cantidad de dinero si dependiera de un político?). A su vez, para medir la independencia de un BC se han utilizado diversas medidas tales como: rotación de los presidentes y del directorio, naturaleza del mandato y disposiciones legales, entre otras. En este sentido la evidencia empírica internacional muestra que en aquellos países donde el BC es más independiente (menos dominados por la política), la tasa de inflación es más bajo. En definitiva, tanto la teoría como la evidencia empírica in-



INDEPENDENCIA DEL BCRA, INFLACIÓN Y CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO NF

ternacional están en las antípodas de las afirmaciones de Cristina Fernández de Kirchner como de Mercedes Marcó del Pont. Sin embargo, podría ser que Argentina sea un país tan distinto que haría temblar, entre otros, a los Nóbel de Economía Friedman, Lucas, Kydland, Prescott y Phelps.

En función de ello, presentamos dos gráficos para el caso de nuestro país. En el Panel A se presenta la relación entre tasa de inflación y el número de Presidentes que tuvo el BCRA en el período, donde la pendiente positiva muestra que a mayor cantidad de Presidentes (esto es, menor independencia) mayor tasa de inflación promedio. En este sentido se destacan la década del '80, donde por las oficinas de Reconquista 266 pasaron 13 Presidentes, lo cual dejó como saldo una tasa de inflación promedio del 630%. En el otro extremo tenemos la década del Plan de Convertibilidad, donde si bien hubo dos Presidentes, en los hechos es como si no hubiera habido cambio (ello se debe al paso de Roque Fernández al Ministerio de Economía, siendo sucedido por Pedro Pou, quien se desempeñaba como Vice del BCRA), donde, a mucho pesar de las afirmaciones de CFK y MdeP, tal como predice la teoría la tasa de inflación anual promedio fue la más baja de la historia (1,8%). En la misma línea, la evidencia señala que desde la estatización del BCRA en 1946 (a su inicio en 1935 era mixto), la tasa de inflación anual promedio fue del 141%, donde la tasa de variación de precios promedio en el período de baja independencia (167%) fue 91 veces mayor que la inflación que hubo durante la convertibilidad y 63 veces mayor a la tasa de los Estados Unidos, país que durante 1950-2010 tuvo 6 Presidentes al mando de la Reserva Federal. Al mismo tiempo, las elevadas tasas de inflación dieron como resultado un proceso de continua caída de la demanda de activos locales, lo cual se tradujo en una pobre expansión del crédito al sector privado no financiero. En este sentido, el Panel B deja de manifiesto la

relación negativa entre crédito al sector privado no financiero y tasa de inflación, por lo que cualquier medida pro inflación contraerá al crédito disponible, impactando sobre la inversión y la tasa de crecimiento de manera negativa.

Por lo tanto, la evidencia para el caso Argentino señala que cada vez que el BCRA fue presa fácil de los políticos, la inflación fue elevada, la gente huyó de la moneda local, el ahorro se fugó al exterior, los agregados monetarios se estancaron y el crédito para el sector privado no financiero se pulverizó. En este contexto de altas tasas de inflación, la economía se contrajo en términos per-cápita, la distribución del ingreso se tornó más regresiva y los indicadores sociales se deterioraron al mismo ritmo que Argentina pasó de ser un país desarrollado a inicios del siglo a ser uno de frontera. En función de dichos resultados, no debería resultar extraño que poco antes de morir, Federico Pinedo (creador del BCRA junto a E. Bosch y R. Prebisch) haya manifestado su dolor y arrepentimiento por haber creado un Banco Central que en lugar de velar por el Bienestar de los argentinos terminó transformándose en una burda papelera.

La inflación: un fenómeno monetario

Milton Friedman señalaba que la inflación era siempre y en todo lugar un fenómeno monetario. Para hacer dicha afirmación se basaba en dos pilares: (i) la teoría cuantitativa y (ii) la evidencia empírica, elementos con los cuales demolía a cuanto keynesiano se le cruzara por el camino. De hecho, el debate entre monetaristas y keynesianos terminó con un resultado muy abultado en favor de los seguidores de Friedman. Sin embargo, los argentinos somos seres románticos que nos ponemos del lado de los perdedores, haciendo de nuestras vidas un tangazo permanente.

Así, nos empeñamos en negar las lecciones de Friedman, aún cuando nuestro país se halla entre los cinco países con mayor tasa de inflación en el mundo, al tiempo que nuestra tasa de variación de precios es nueve veces mayor a la del promedio de los países desarrollados y casi seis veces a la del promedio de América Latina (sacando Venezuela). Aún bajo este cuadro, en lugar de mirar la tasa de creación de dinero nos ponemos a desarrollar argumentos de lo más esotéricos que intentan dar una explicación creativa para lo que es una obviedad. De este modo, se exploran los determinantes de los precios detrás de las curvas de oferta y de demanda agregada, como si la simple suba del nivel pudiera ser definido como inflación.

Los argumentos por el lado de la oferta se basan en una matriz productiva con fuerte peso del sector agropecuario, mercados oligopólicos que fijan precios según un margen sobre costos y sindicatos poderosos que presionan sobre los salarios. Si bien estos elementos pueden generar un efecto contractivo en la oferta y con ello hacer subir los precios, ello no es inflación. En este sentido, si algunos de estos factores se disparan, la oferta se contrae, los saldos reales se reducen, la demanda cae y la economía queda en un estado de mayores precios y un producto debajo del potencial. Dado que dicho punto no es de equilibrio, la restauración del mismo implicará que los precios vuelvan a su lugar original. Por lo tanto, cuando se cierre el circuito, los precios serán los mismos. Estas hipótesis, solo podrían tener sentido si el BCRA estuviera siguiendo una política de dinero pasivo con patrón mercancía (la oferta monetaria crece en respuesta a la suba de precios). Si bien este no es el caso, aún cuando lo fuera,

ello necesita de la convalidación monetaria, por lo que así volveríamos al mundo de Friedman, en el que de largo plazo, la inflación es un fenómeno monetario y no un fenómeno estructural.

Por otro lado están los argumentos que se focalizan en la demanda, haciendo énfasis sobre la política fiscal, el incentivo al consumo, el precio del dólar y la política monetaria. Si bien el incentivo al consumo podría ser visto desde una perspectiva similar a la del caso anterior donde el exceso de demanda se reduciría penalizando a la inversión, los otros tres elementos son parte de un trípode que definen si dominan las fuerzas del trilema monetario o se ajustan las conductas políticas a un esquema de metas para el tipo de cambio real. En este sentido, cuando se fija el tipo de cambio por encima del equilibrio (el dinero se vuelve endógeno), si la política fiscal no se contrae para eliminar el exceso de oferta de dólares (contracara del exceso de demanda de bienes) el nivel de precios aumentará, proceso que continuará hasta que el tipo de cambio real retorne a su nivel de equilibrio. Nuevamente, los precios suben por el aumento convalidante de la cantidad de dinero (oferta pasiva patrón externo) y ese aumento se transforma en inflación si el gobierno persiste en la estrategia del tipo de cambio alto sin alinear la política fiscal con la meta cambiaria, lo cual solamente se logra mediante devaluaciones y/o fijando el tipo de cambio respecto de una moneda que pierde valor internacional de manera sistemática. Si a esto agregáramos déficit fiscal financiado con emisión monetaria, el resultado es un cóctel explosivo, el cual podría pasar su factura en cualquier momento.

Por último y no por ello menos esotérico se suman otros tres argumentos. Allí aparecen los que ven las causas de la inflación en la insuficiencia de inversión, expectativas que generan inercia inflacionaria y el crecimiento. El primer punto no resiste el menor análisis, ya que considerar que una mayor inversión, esto es una mayor demanda agregada, haga bajar los precios es como invertir la ley de la gravedad. Respecto a las expectativas, las mismas se hallan en función de la tasa de creación de dinero, por lo que si la emisión cesara, tarde o temprano la inflación cederá. Por último, vale la pena mencionar que el crecimiento no viene dado por la expansión de la demanda sino por la acumulación de factores y el progreso

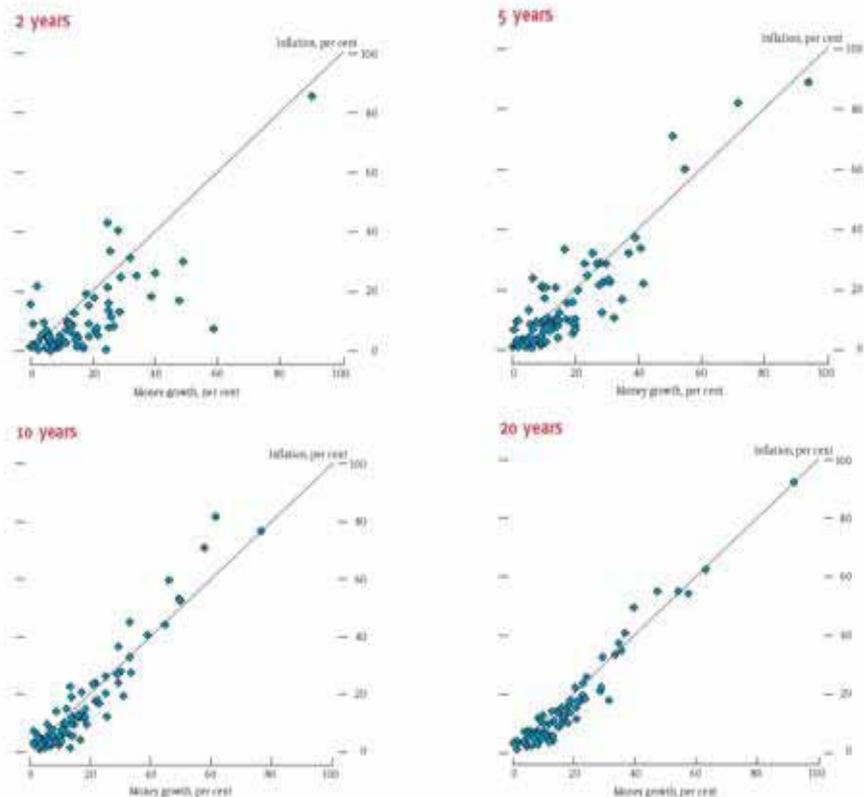
tecnológico, por lo que cuando esto sucede la oferta se expande y los precios caen en lugar de subir. Por lo tanto, habiendo revisado las distintas visiones sobre la inflación argentina, queda claro que cuando se sale de lo superficial, más allá de nuestra pasión tanguera, es posible deducir que: la inflación es siempre y en todo lugar un fenómeno monetario y si la frase de Friedman fuera pasible de modificación alguna, esta sería la hecha por Fischer, quién afirmó que “la inflación es siempre y en todo lugar un fenómeno fiscal”.

La visión monetarista de la inflación

Si un extranjero, con conocimientos básicos de economía monetaria, visitara nuestro país, le resultaría sorprendente las continuas descalificaciones que recibe la Universidad de Chicago, en especial su escuela Monetarista, por parte de las más diversas personalidades de la vida pública. Resulta más interesante aún si uno tiene en cuenta que casi uno de cada cinco laureados con el Premio Nobel de Economía ha pasado por Chicago. Puesto en otros términos, luce difícil creer que con tantos logros hayan estado tan equivocados y que las condecoraciones de la Academia Sueca sean una suerte de conspiración contra el bienestar de la humanidad.

Sin embargo, más allá de los premios, lo importante son los datos y si las premisas monetaristas han fallado deberíamos dejarlas de lado. En términos generales podríamos señalar que las cuatro grandes contribuciones del monetarismo a lo largo del siglo XX han sido: (i) una interpretación alternativa al keynesianismo sobre la Gran Depresión, (ii) el rescate de la teoría cuantitativa (desterrada por Keynes en la Teoría General) como herramienta del análisis económico, (iii) una reinterpretación de la Curva de Phillips y (iv) la convicción en que las soluciones propuestas por el gobierno son siempre inferiores a la ofrecida por el mercado, factor por el cual se aboga por una política de reglas en detrimento de la discreción.

Si bien cada uno de los puntos mencionados es apasionante, la realidad argentina en materia de inflación obliga a focalizarnos sobre las contribuciones mencionadas en los puntos dos y tres, los cuales están vinculados al debate sobre la neutralidad del dinero. Esto es, si modificaciones en la cantidad de dinero afectan al equilibrio real de la economía. Para ello, Milton Friedman decide revivir la vieja Teoría Cuantitativa, la cual señalaba que la cantidad de dinero (M), multiplicada por la velocidad de circulación (V) es igual al PIB nominal (esto es, el producto entre el Nivel de Precios “ P ” y la producción de la economía “ Y ”). Puesto en fórmulas: $M.V = P.Y$. De esta manera, bajo pleno empleo y con velocidad estable, los aumentos en la cantidad de dinero generarían un mayor nivel de precios sin afectar al equilibrio real de la economía. Por lo tanto, bajo este esquema, el dinero resulta neutral. De ahí la frase del Padre del Monetarismo que señala que “la inflación es siempre y en todas partes un



**TEORIA CUANTITATIVA DEL DINERO: FUENTE: DE GREGORIO
EN BASE A ESTADÍSTICAS MUNDIALES RELEVADAS POR EL FMI**

fenómeno monetario” (mejorada años más tarde por Stanley Fischer al reemplazar la palabra monetario por fiscal).

Por otra parte, en la medida que el análisis riguroso de Friedman & Schwartz daba cuenta de la precariedad empírica de las ideas keynesianas (punto primero), sumado al hecho de que a mediados de los ‘50s se produce una aceleración de la tasa de inflación, los discípulos de Keynes se refugiaron en la Curva de Phillips. Dicha curva fue desarrollada por Lipsey en 1960 (argumento presentado por Irving Fisher ya en 1926) a partir de un trabajo de Phillips (1958) para luego ser testada por Samuelson y Solow (1962). Dichos estudios hablaban de la existencia de un conflicto (trade-off) entre inflación y desempleo, por lo que si un hacedor de política quería bajar la tasa de desempleo debía pagar un costo en términos de mayor inflación, lo cual refutaba la hipótesis de la neutralidad del dinero. Sin em-

bargo, Friedman y Phelps demostraron que este “trade-off” es válido solo en el corto plazo, pero que en el largo plazo, cuando los agentes incorporan en sus expectativas el accionar de los hacedores de política, el “trade-off” desaparece dejando inalterada la tasa de desempleo en su nivel natural, al tiempo que la inflación resulta ser más alta. Claramente, los monetaristas no se quedaron tranquilos con esta paliza teórica-empírica, por lo que de la mano de Lucas dieron a luz a la Hipótesis de las Expectativas Racionales (1972/3), sepultando definitivamente a los keynesianos. Sin embargo, para que la discusión precedente no quede solo en el plano virtual, en el gráfico adjunto se presenta evidencia empírica internacional sobre la relación tasa de inflación y crecimiento de la cantidad de dinero.

En el gráfico, la evidencia empírica de corte transversal permite observar que durante los primeros dos años, los incrementos en la cantidad de dinero, aunque positivo, el impacto en la tasa de inflación es bajo. Esto deja de manifiesto que en el corto plazo existe “trade-off” entre inflación y desempleo, por lo que una política monetaria activa ejerce efectos reales sobre el nivel de actividad y empleo. Sin embargo, cuando uno pasa a estudiar los resultados a cinco años, el efecto se diluye de manera sustancial, mientras que para períodos mayores a diez años no queda efecto alguno, esto es, no hay efecto en actividad y solo queda una mayor inflación. De todos modos, vale la pena mencionar que para el caso argentino, la evidencia señala que este proceso es mucho más rápido. Por lo tanto, mal que le pese a los detractores de la Escuela Monetarista, la evidencia empírica está totalmente del lado de los discípulos de Milton Friedman.

Por último, en función de lo analizado y respecto al caso argentino, desde la salida de Prat-Gay del BCRA la política monetaria ha sido altamente expansiva, lo cual comenzó a generar trastornos a mediados de 2005 (momento en que la economía cerró su output gap). Respecto a ese momento ya han pasado casi cinco años y la evidencia empírica señala que estamos a las puertas de comenzar a sufrir los efectos de una inflación más severa. Sin embargo, puede que esto le resulte muy abstracto, por lo que le propongo que vaya al supermercado, llene mes a mes el changuito con los mismos bienes y luego compare con el costo del mismo mes del año anterior, de esta manera, si la misma compra le cuesta entre un 25%-30% más, usted podrá decidir si la verdad está del lado monetarista o de sus detractores.

Inflación en Argentina: cuando los economistas son parte del problema

Desafortunadamente para los argentinos y en especial para los acérrimos defensores del actual modelo, la inflación real se ha desbocado. A raíz de ello se han revivido los viejos debates de los '80s acerca de las causas y las medicinas para enfrentarla. Sin embargo, mucho del material publicado carece de la rigurosidad técnica deseable que exige un tema por demás delicado y de consecuencias tan devastadoras en términos de bienestar. Un buen ejemplo de ello es la nota publicada el 14 de Marzo por este semanario a cargo de la Directora del Centro de Economía Regional y Experimental (CERX), Victoria Giarrizzo. Según la autora, el problema inflacionario no se debe ni a un exceso de oferta de dinero, ni a un desborde del gasto público, ni a una imprudente política cambiaria, ni a que, por el lado de la oferta, la economía esté al borde de su capacidad instalada, sino que obedece pura y exclusivamente a un problema de puja distributiva entre empresas y asalariados. Sin embargo, cuando uno revisa los datos de la economía argentina, la nota mencionada pareciera describir un fallido experimento teórico más que un hecho concreto de la realidad. En otras palabras, Giarrizzo podría revisar con provecho el reciente libro de Alan Greenspan (pag. 112) cuando señala "tienes derecho a tener tu propia opinión, pero no tus propios datos" o al mejor estilo J.C. de Pablo (1977) "primero los datos". Además, como si esto fuera poco, la autora se señala que para analizar la inflación en argentina el caudal de teoría es insuficiente, cuando solamente en J STOR existen 36.550 trabajos que tocan el tema inflacionario. Más allá de si hay poca o mucha teoría y, por mi parte, no habiendo leído tantos papers sobre el tema, propongo mirar y discutir los datos con algún detalle.

En primer lugar, en una economía donde la tasa de inflación real supera el 20%, afirmar que el mercado monetario está en equilibrio es algo fuerte. Uno podría entenderlo en un informe del BCRA (ver IM 01/08), pero repetirlo es otra cosa. La Dra. Giarrizzo debería saber que los agregados monetarios ex-post siempre están equilibrados, aún en una hiper, ya que los mismos surgen de identidades contables. En un artículo publicado por la Universidad Nacional de Córdoba (UNC), Giacomini-Milei (2005) proponen un método para medir el desequilibrio monetario que consta en

comparar la expansión de la base por sector externo respecto a la variación por usos. Medido de esta manera, mientras que la oferta de base crece en torno al 50% anual, la demanda lo hace al 25%, por lo que según este método –teoría cuantitativa mediante–, el desequilibrio monetario implicaría una tasa de inflación en torno al 25%. Es más, en un proceso inflacionario como el presente, la hipótesis de la puja distributiva –cuyo mecanismo de causación actualmente no se verifica ya que arrancó desde precios a salarios - requiere de una oferta de dinero pasiva (Olivera 1970) que convalide la dinámica de precios. Por lo tanto afirmar que no hay un desequilibrio monetario es incorrecto. Si a ello le sumamos que la demanda de dinero en términos reales viene cayendo desde fines de 2006 y que en el segundo semestre de 2007 el Sector Privado no Financiero fugó la módica suma de U\$S 8.800M, resulta claro que en este mercado sobra dinero y mucho.

En segundo lugar, afirmar que la política fiscal llevada a cabo por el gobierno no ejerce presión sobre los precios porque existe superávit es grave. Si uno desea determinar si la política fiscal está siendo expansiva debería utilizar el método que mide el balance estructural. En un trabajo de Katz (2007) se muestra que para 2006, el sesgo de la política fiscal consolidada era de dos puntos del PIB. En el mismo sentido, un trabajo de Martín Basso (2006) muestra que según sea el método para estimar ingresos y gastos en el balance estructural, el desvío puede ser aún mayor que el sugerido por Katz. Es más, en un trabajo realizado por Hernán García (2008) de próxima publicación, aplicando un criterio de optimalidad intertemporal en el gasto, demuestra que el sesgo para el 2007 llega a 6% del PIB. En otros términos, dado que el país volvió a crecer por encima de la tendencia y que el resultado fiscal en términos de PIB sin el maquillaje previsional cayó casi a la mitad, esto señala que la política fiscal fue escandalosamente expansiva, convirtiéndose en un factor preponderante en la escalada inflacionaria.

En tercer lugar, afirmar que por el lado de la oferta muy pocas empresas trabajan al límite de su capacidad instalada, no es experimental sino ciencia ficción. José María Rodríguez (2007), de la UNC; en un trabajo presentado en la reunión de la Asociación Argentina de Economía Política, demuestra que la economía argentina habría cerrado su brecha productiva a fines de 2004. Esto quiere decir que, dada la inversión observada, desde 2005 en adelante la demanda agregada ha estado por encima de la oferta potencial de la economía. Por lo tanto, para hacer afirmaciones tan tajantes hay que ser muy cuidadosos respecto al peso en el PIB del dato que se tome como referencia y el nivel de utilización que se considera como “plena capacidad”.

Por último, la Directora del CERX, como si lo anterior fuera poco, deja de manifiesto su opinión sobre la política cambiaria, señalando que por esta vía es muy poco lo que se podría hacer. Error! Justamente, es la política cambiaria, junto a una política fiscal inconsistente en un sistema de meta para el tipo de cambio real lo que nos ha metido en este problema (Milei 2004/05/06/07). Recurrentemente, la mayoría de los economistas locales, haciendo una mala lectura de la coyuntura mundial han festejado la mejora en los términos de intercambio (TI), lo cual estaría muy bien si fuese cierto. Si analizamos el precio de los commodities a través del CRB (Commodity Research Bureau), es posible observar que desde el año 2001 a la fecha el índice aumentó un 56% en dólares. En el mismo período y como fruto de políticas monetarias y fiscales muy expansivas, el déficit de cuenta corriente americano se duplicó (paso de -2,8% a -5,7% del PIB), generando que el dólar se depreciara un 52.6% frente al Euro. De este modo, si uno expresa el CRB en Euros, el precio de los commodities casi no ha variado (por lo que no existe tendencia creciente), al tiempo que la volatilidad muestra un desvío estándar máximo del 20%. En definitiva, los datos muestran que no existe tal mejora de los TI y que en realidad, estamos frente a un proceso en el que lo que se deteriora es el poder de compra del dólar frente a los bienes de la economía mundial.

Por lo tanto, ante el presente cuadro de situación, mantener el actual esquema de política económica sería un error. Atar el tipo de cambio nominal al dólar (y más aún devaluar) implicaría estar importando mayores precios en un marco de presiones inflacionarias crecientes con una demanda de dinero que ha dado muestras de saturación. Por otra parte, al margen de la eficiencia dinámica, el continuo deterioro del resultado fiscal consolidado pone bajo sospecha la factibilidad de mantener el tipo de cambio real genuinamente. En este sentido, si inexorablemente el peso se terminará apreciando en términos reales frente al dólar, mejor será que lo haga por la vía nominal y no por la inflacionaria. Así, resulta necesario que tanto el Gobierno (con la política fiscal), el BCRA (con la política monetaria) y los Economistas Profesionales (con análisis que aclaren en lugar de confundir) sean prudentes y tomen conciencia del nuevo escenario internacional, ya que una mayor tasa de inflación dañará el crecimiento, incrementará la pobreza, deteriorará la distribución del ingreso y acumulará una nueva frustración sobre nuestras espaldas.

El único culpable de la inflación es el gobierno

Milton Friedman señalaba que la inflación era siempre y en todo lugar un fenómeno monetario. Para hacer dicha afirmación se basaba en dos pilares: (i) la teoría cuantitativa y (ii) la evidencia empírica, elementos con los cuales demolía a cuanto keynesiano se le cruzara por el camino. De hecho, el debate entre monetaristas y keynesianos terminó con un resultado muy abultado en favor de los de Chicago. Sin embargo, los argentinos somos seres románticos que nos ponemos del lado de los perdedores, haciendo de nuestras vidas un tangazo permanente. Nos empeñamos en negar las lecciones del Padre del Monetarismo, aún cuando nuestro país está entre los cinco países con mayor inflación del mundo, donde nuestra tasa de variación de precios es quince veces mayor a la del promedio de los países desarrollados y seis veces mayor a la del promedio de América Latina (sacando Venezuela).

Ningún gobierno, y mucho menos el actual, está dispuesto aceptar la responsabilidad de haber provocado la inflación. Los funcionarios públicos siempre encuentran excusas para la suba de precios: hombres de negocios voraces, sindicatos codiciosos, consumidores despilfarradores, los jeques árabes, el mal tiempo o cualquier otra cosa que pueda resultar remotamente plausible. Es cierto, los empresarios son voraces, los sindicatos codiciosos, los consumidores despilfarran, los jeques árabes aumentan el precio del petróleo y las condiciones meteorológicas a menudo son malas. Todo esto puede conducir a aumentos de precios de bienes individuales, pero no pueden llevar a un incremento general de los precios de todos los productos. Pueden provocar una suba o una baja temporal de la tasa de inflación pero, no pueden ser la causa de una inflación continua por una razón muy simple: ninguno de estos aparentes culpables posee una maquina de imprimir estos trozos de papel que llevamos en nuestros bolsillos.

La inflación se produce cuando la cantidad de dinero aumenta más rápidamente que la de bienes y servicios. Cuanto mayor es el incremento de la cantidad de dinero por unidad de producción, la tasa de inflación es más alta. Probablemente no existe en economía una proposición tan bien establecida como esta. A pesar de ello, muchos grupos consideran que dicha proposición es falsa, en gran parte debido a la cortina de humo con

la que los gobiernos intentan esconder su propia responsabilidad en la aparición de la inflación.

Por lo tanto, si bien la afirmación de que la inflación es un fenómeno monetario es importante, sin embargo, sólo es el principio de la respuesta sobre las causas y las soluciones a la inflación. Es importante porque encausa la investigación en busca de las causas básicas y limita las posibles soluciones. Pero no es toda la respuesta, porque la cuestión más importante consiste en saber porque se produce un crecimiento excesivo de la oferta monetaria.

A su vez, vale la pena destacar que un gasto público más elevado no siempre conducirá a un crecimiento monetario acelerado y a una mayor inflación si este gasto adicional se financia mediante impuestos o mediante préstamos. En este caso, el estado tiene más dinero para gastar y el ciudadano menos. Así, un gasto público más elevado se corresponde con menor consumo e inversión por parte del sector privado. Sin embargo, la imposición fiscal y la colocación de deuda constituyen vías poco atractivas para financiar el gasto público adicional. Muchos agentes dan la bienvenida a un gasto público más elevado, pero pocos quieren pagar más impuestos. Por otra parte, la colocación de deuda desvía el dinero de los usos privados por su efecto sobre la tasa de interés. Bajo esta situación, el único camino para financiar un gasto público más elevado estriba en el aumento la cantidad de dinero.

La financiación del gasto público mediante el aumento de la cantidad de dinero constituye una alternativa a menudo muy atractiva para los políticos. La emisión permite aumentar el gasto público y proporcionar bienes y servicios sin tener que aprobar impuestos ni tener que tomar deuda. Así, la financiación del gasto público mediante el aumento de la emisión monetaria luce como algo mágico, donde de repente se consigue algo de la nada. Sin embargo, esos recursos han sido aportados por los tenedores de dinero. El dinero adicional emitido es un impuesto sobre el dinero efectivo existente en la actualidad y el único responsable de dicha emisión es el déficit del sector público.

La inflación siempre es perniciosa. En general produce indeseables transferencias de ingresos y riquezas, debilita la estructura social y puede deformar la estructura productiva. Sin embargo, bien es dañosa, si los precios se mueven libremente, el sistema de empresa privada se adaptará al movimiento y continuará operando eficientemente. Por otra parte, si la inflación es combatida por controles de precios, el daño que puede causar sobre el sistema económico es enorme. La intervención estatal puede llevar a la destrucción del sistema de libre empresa y junto a ello

lesionar la libertad política. Así, cuanto mayor la inventiva de los agentes para evadir los controles y mayor la tolerancia política menos sufrirá el sistema, mientras que cuanto mayor el aparato represivo del Estado para controlar los precios mayor será el daño sobre el nivel de actividad económica y el crecimiento. Por lo tanto, si bien es importante bajar la tasa de inflación, si no se puede hacer de forma genuina (vía una menor emisión de dinero), mejor dejar que se desarrolle libremente, ya que de lo contrario el remedio terminará siendo peor que la enfermedad.

Emisión monetaria y el apocalipsis de Keynes

Allá por el año 1920, en «Las Consecuencias Económicas de La Paz» (p. 236), John Maynard Keynes afirmaba: «No hay medio tan sutil y tan seguro para subvertir la sociedad por su base, como la adulteración de la moneda. Este proceso pone en marcha, y de parte de la destrucción, todas las fuerzas ocultas de las leyes económicas, de tal manera que ni un solo hombre entre un millón sería capaz de diagnosticarla». Si bien el mismo Keynes trabajó en la Teoría General con rigideces de precios a la baja como una forma de explicar el desempleo durante la Gran Depresión, ello no implica que no viera a la inflación como un problema. Así, independiente de la fuente, el indicador se ubica por encima de los niveles observados tanto para países desarrollados como para emergentes (aún los que crecen mucho). Por lo tanto, más allá de las causas, el primer paso hacia una solución es reconocer que tenemos un problema.

Respecto de las causas del presente fenómeno inflacionario se han ensayado tres tipos de explicaciones. Por un lado están los argumentos desde el lado de la oferta, los cuales se basan en una matriz productiva con fuerte peso del sector agropecuario, mercados concentrados que fijan precios según un margen sobre los costos y sindicatos poderosos que presionan sobre los salarios.

Si bien estos elementos pueden generar un efecto contractivo sobre la oferta y con ello hacer subir los precios, ello no necesariamente es inflación. Cuando uno de estos factores se gatilla, la oferta se contrae, los precios suben, la demanda se ajusta al nuevo nivel de precios, la actividad se contrae y con ello el desempleo aumenta. Sin embargo, el desempleo no es una solución de equilibrio, por lo que las propias fuerzas del sistema llevarán a la restauración del equilibrio, donde el poder de cada uno de los agentes involucrados determinará la posición final del sistema en términos de precios de bienes, margen de beneficio, salarios, producción, empleo y, por ende, en la distribución del ingreso. La economía ajusta a un nuevo equilibrio, pero, si la cantidad de dinero no ha cambiado, el total de precios, como conjunto, no cambia. En definitiva, esta hipótesis sólo tendría sentido si el Banco Central ajustara de manera continua la

cantidad de dinero al precio de los bienes. Por lo tanto, sin emisión monetaria convalidante no habría inflación.

Por otra parte, están las explicaciones que ligan la inflación a cuestiones como insuficiencia en el nivel de inversión o al crecimiento. El primer argumento no resiste el menor análisis. En terminología keynesiana, si cada punto de crecimiento requiere cinco puntos de inversión en términos de PBI, emitiendo al 35% anual, para situar la inflación en un 5%, la economía debería crecer un 30%, esto es, deberíamos invertir un 150% del PBI, lo cual no tiene sentido. A su vez, en cuanto a las explicaciones basadas en el crecimiento, debemos entender que éste viene dado por acumulación de factores (capital y trabajo) y progreso tecnológico, y que cuando esto sucede, la oferta aumenta y los precios caen en lugar de subir.

Por último, están los que hacen el foco en la demanda como consecuencia de la emisión monetaria. Así, un déficit fiscal creciente y sin financiamiento en el mercado de deuda impulsa a mayor emisión monetaria y con ello, a mayor inflación hasta que se recomponga el equilibrio fiscal. Al mismo tiempo, si los precios suben y el tipo de cambio no acompaña, la moneda local se aprecia, la economía opera bajo restricción externa y, salvo mejoras en las condiciones internacionales, se estanca, por lo que cae el salario real y/o sube el desempleo. Por otra parte, si se induce a un aumento compulsivo de la demanda de dinero, en el proceso de adecuación con la oferta, los precios saltarán por la suba transitoria del consumo. En definitiva, en este cuadro de situación la inflación es un fenómeno monetario emergente de un déficit fiscal que no puede ser financiado con deuda ni con mayor demanda de dinero.

Milton Friedman señalaba: «Puede que los empresarios sean voraces, los sindicatos ambiciosos, los consumidores despilfarradores, los jeques árabes hagan subir el precio del petróleo y las condiciones meteorológicas a menudo sean malas. Todo esto puede conducir a aumentos de precios de bienes individuales, pero no puede llevar a un incremento general de los precios de los productos. Puede provocar una subida temporal de la tasa de inflación. Pero no puede ser la causa de una inflación continua por una razón muy simple: ninguno de estos aparentes culpables posee la máquina de imprimir estos trozos de papel que llevamos en nuestros bolsillos». En definitiva, la inflación es siempre y en todo lugar un fenómeno monetario y no existe caso en el mundo en el que la tasa de inflación haya bajado sin haber cesado la emisión. Por lo tanto, si queremos evitar el apocalíptico final sugerido por Keynes, debemos frenar el motivo que nos lleva a imprimir moneda: el déficit fiscal.

Impuesto inflacionario y sustitución de monedas

John Maynard Keynes, hace ya más de 70 años, señalaba: “El gobierno puede vivir largo tiempo imprimiendo dinero. Por este medio puede obtener control sobre recursos reales, los cuales son tan reales como los obtenidos por la tributación. El método se condena, pero su eficacia, hasta cierto punto, debe admitirse... Lo que se recauda emitiendo dinero se toma del público del mismo modo que a través de un impuesto a la cerveza o un impuesto al ingreso. El público paga lo que el gobierno gasta. No existe ningún déficit que no se cubra”. Esta capacidad de los gobiernos para financiar su gasto imprimiendo dinero es el señoreaje derivado de su monopolio en la emisión de moneda, fenómeno estrechamente asociado con el impuesto inflacionario (porción de la emisión no demandada que va a precios).

Así, la inflación generada por financiar el déficit fiscal con emisión monetaria supone una transferencia de recursos a expensas del sector privado, donde el aumento en los recursos del sector público tiene como contrapartida la pérdida de valor del dinero. A su vez, la recaudación por impuesto inflacionario, como cualquier impuesto, tiene una base imponible y una alícuota, donde la primera vendrá determinada por los saldos monetarios reales de los agentes, mientras que la segunda estará dada, en principio, por la tasa de inflación. Sin embargo, los tenedores de dinero no permanecerán insensibles ante aumentos en este impuesto y, tal como ocurre con cualquier otro gravamen, reducirán la actividad sometida al mismo. Así, los agentes ajustarán su demanda de saldos reales acorde con su sensibilidad a la tasa de interés nominal.

Pensando en términos gráficos (midiendo ingresos en el eje vertical e inflación en el horizontal), la recaudación del impuesto inflacionario presenta la forma de una U invertida. De este modo, en el tramo creciente de la curva, aumentos en la tasa de inflación dominan sobre la caída en la demanda de dinero por lo que la recaudación total aumenta. Sin embargo, lo que se gana por una mayor tasa, dada la caída de la base, es cada vez es menor y cuando estos efectos quedan compensados, la recaudación alcanza un máximo (pico de la función). Pasado este punto entramos en el lado malo de la curva, donde a mayores tasas de inflación menor la recaudación. Por lo tanto, existe una tasa de inflación óptima que maxi-

miza la recaudación por impuesto inflacionario, donde para el caso de una economía cerrada y sin crecimiento, la tasa de emisión óptima viene dada por la inversa de la elasticidad de la demanda de dinero respecto a la tasa de interés nominal.

La evidencia empírica para la región ubica dicho parámetro en torno a la unidad, por lo que la tasa de inflación que maximiza la recaudación es del 100%. A su vez, si tomamos el caso de una economía cuyo PIB crece al 6,5% y cuya elasticidad ingreso de la demanda de dinero es igual a 2, la tasa de inflación que maximiza los ingresos fiscales (Friedman 1971) estaría en torno al 90%. Sin embargo, si a dicha tasa de inflación o a la que sea óptima según el caso, la demanda de dinero cae abruptamente, se fugan capitales y los gobiernos comienzan a: (i) restringir la compra de moneda extranjera; (ii) gravar, restringir o prohibir la salida de capitales; (iii) reducir los intereses pagados sobre cuentas privadas sustitutivas y/o (iv) emiten deuda pública que sustituye a la privada, ello implicaría estar en el lado malo de la curva.

Consecuentemente, de ser esta la situación, los resultados arrojados por los modelos tradicionales sobre maximización del impuesto inflacionario estarían mal, ya que los mismos estarían en contraposición a lo que sugiere la realidad. Esto es así porque dichos modelos fueron pensados para economías cerradas, donde la única forma de sustituir dinero es comprando bienes. Supongamos entonces una economía abierta, donde la tasa de interés local viene dada por la tasa de interés internacional más la devaluación esperada y donde además los agentes pueden sustituir el dinero local también por moneda extranjera. En este caso, la tasa de emisión óptima vendría determinada por la inversa de la elasticidad de sustitución entre monedas. Así, para valores del parámetro en el rango de 4 a 6, la emisión óptima se ubicaría entre el 17% y 25% anual, cuya inflación asociada sería del 5% al 13%. Por lo tanto, si el nivel de déficit fiscal de una economía condujera a un mayor crecimiento del dinero, esto implicaría que la política fiscal no sería eficiente, al menos desde lo tributario.

Sistema de precios, cepo y recesión

El Rol del Sistema de Precios

La idea clave de La Riqueza de las Naciones de Adam Smith es profundamente sencilla: si un intercambio entre dos partes es voluntario, el mismo no se llevará a cabo salvo que ambas partes crean que dicha transacción los beneficiará. Probablemente, uno de los mayores méritos del Padre de la Economía consistió en reconocer que los precios que se establecían en transacciones voluntarias podían coordinar la actividad de miles de millones de personas, donde cada una de ellas en busca de su propio interés, colabora con la maximización del bienestar general.

Esta coordinación realizada por el sistema de precios, es llevada a cabo sin necesidad alguna de una dirección centralizada. Ni siquiera requiere obligar a las personas a hablar entre sí o a que se gusten mutuamente. Por otra parte, el sistema de precios libres desempeña tres funciones en la organización económica: (i) transmite información; (ii) aporta los incentivos para adoptar los métodos de producción más eficientes, lo cual induce a emplear los recursos disponibles en los sectores mejor remunerados; y (iii) determina la distribución del ingreso. Es más, el sistema de precios funciona tan bien y con tanta eficiencia, que la mayoría de las veces no nos percatamos de ello hasta que alguien lo estropea.

El sistema de precios sólo transmite la información importante y únicamente a las personas que necesitan conocerla. Los que transmiten la información tienen interés en buscar a la gente que puede utilizarla y que están en situación de encontrarla. Las personas capaces de utilizar esa información tienen interés en obtenerla y están en situación de conseguirla. A su vez, todo este proceso de transmisión de información a través del sistema de precios se ha visto enormemente facilitado en la actualidad por los profundos avances en el sistema de comunicaciones. Por otra parte, todo aquello que impida que los precios expresen libremente las condiciones de oferta y demanda, obstruirá la transmisión de la información correcta.

La implementación del CEPO

Propio con la lógica de un esquema populista, el fuerte crecimiento del gasto público derivó en un déficit fiscal creciente a pesar los récords

históricos en materia de recaudación. A su vez, la falta de financiamiento externo, derivó en el uso intensivo de la emisión monetaria para cerrar la brecha fiscal (aún habiendo estatizado el sistema previsional). Este continuo incremento en la tasa de aumento de la cantidad dinero comenzó a generar una inflación creciente, que al no tener correlato en el plano cambiario apreció la moneda llevando a un estrangulamiento en el sector externo (pese a tener la mejor combinación de la historia de términos de intercambio y tasas de interés internacionales), el cual se mitigaba perdiendo reservas. En este marco, durante 2011, la fuga de capitales privados (USD 21.504M) y la pérdida de reservas del BCRA (USD 6.109M), sumado a la voluntad de no devaluar derivó en la instauración del cepo cambiario. El cual, a la luz de los hechos, no sólo no logró frenar la pérdida de dólares del Central, sino que además ha producido un daño enorme en el sistema de precios sumergiéndonos en una recesión.

De esta manera, el cepo cambiario podría ser interpretado como una restricción sobre el sistema de precios. La contrapartida matemática para dicha medida vendría dada por el Teorema de Le Chatelier, el cual sostiene que cuando a un programa de optimización (en este caso sería el de la maximización del bienestar vía precios libres) se le suma una restricción (el cepo que impide hacer transacciones libres al precio que fija el gobierno) el resultado final nunca será mejor, esto es, si la restricción no es efectiva se estará igual y si lo es se estará peor. Por ejemplo, suponga que está con problemas respiratorios, asiste al médico y éste le prohíbe fumar; de este modo si Ud. no es un fumador le resulta indiferente, ahora bien, si es un fumador compulsivo que fuma unos cinco atados por día, claramente la recomendación del médico no le resultará graciosa. De más está decir que, las restricciones al mercado de cambio no fueron puestas de decorado, sino que buscaron un “ajuste artificial en las cantidades demandadas” para que al precio fijado por el BCRA no se esfumaran las reservas. Esto es, se devaluó sin tocar el precio explícito, donde una medida aproximada del daño estaría dada por la brecha con el paralelo (donde de ello emerge el desatino informativo de por lo menos dos precios para el mismo bien).

La Inexorable Recesión

Finalmente, habiendo demostrado como trabaja el sistema de precios y como el cepo ha dañado al mecanismo de transmisión de información, estamos en condiciones de analizar el motivo por el cual dicha medida es recesiva. La situación es muy simple, dada la existencia de brecha ello nos dice que la restricción es efectiva. Puesto en otros términos, al precio fijado por el gobierno existe un exceso de demanda de moneda extranjera,

motivo por el cual en el resto del sistema en su conjunto se debe observar un exceso de oferta. Así, el exceso de oferta en el mercado de dinero hace subir los precios. El del mercado de bonos (en moneda extranjera) hace subir la tasa de interés vía la caída de sus precios. Mientras que el exceso de oferta para el mercado de bienes se traduce en caída de producción y una retracción en la demanda de trabajo, donde el sistema presionará a la caída del salario real para mantener el pleno empleo o ajustará por la vía del desempleo o ambas a la vez.

La simple inspección de los datos da cuenta del daño causado. La brecha ha oscilado en niveles que van desde el 20% al casi 100%. El riesgo país medido por el EMBI+ de Argentina se ubicó en un promedio del orden de los 1.000 puntos básicos, mientras que el CDS de 5 años (medida más representativa del riesgo) osciló en niveles de los 2.000 a 4.000 puntos básicos. En paralelo, el aumento de la cantidad de dinero para financiar al fisco generó un rebote del nivel de actividad en 2013, pero cuando el giro expansivo del dinero terminó, la demanda de dinero observada se ubicó por encima del nivel de equilibrio (5% del PIB). Esto es, la imposibilidad de salir del dinero local (lo cual favorecía el cobro de impuesto inflacionario) sumaba un nuevo exceso de demanda a la economía, lo cual incrementaba el tamaño del exceso de oferta en bonos, bienes y trabajo. Por ello, hoy no es extraño ver como se derrumban los indicadores de producción, empleo, pobreza e indigencia.

Cómo afirmara Friedrich August von Hayek: “Estamos empezando apenas a comprender que el funcionamiento de la sociedad avanzada se basa en un sistema de comunicación sutilísimo que llamamos mercado y que resulta ser un mecanismo más eficaz para ordenar información dispersa que ningún otro ideado deliberadamente por el hombre”. En definitiva, cuanto mayor sea el empeño por parte de los hacedores de política en corregir los efectos de malas decisiones vía la manipulación del sistema de precios (llegando en el extremo a su eliminación) mayor será la divergencia de los resultados observados con los objetivos propuestos.

Inflación, control de precios y libertad

Muchos gobiernos y funcionarios públicos, a pesar de la evidencia empírica adversa, sostienen que el control de precios es una medida efectiva para controlar la inflación. No existe ninguna otra medida de política económica, salvo por los estudios sobre la estrecha relación entre la tasa de emisión monetaria e inflación, cuyos efectos se hayan visto reflejados en momentos históricos tan diversos, en distintos lugares del planeta, con diferentes pueblos, sistemas de gobierno y sistemas de organización económica.

Ya desde la quinta dinastía de Egipto (2830 AC), en Sumeria, en Babilonia con el Código de Hammurabi, la Grecia antigua y en la Roma Imperial mediante el tristemente célebre edicto de Diocleciano, los soberanos respondieron repetidamente a las alzas de precios exactamente del mismo modo. Increparon a los “especuladores”, pidieron a los simples particulares que muestren un sentido de responsabilidad social y recurrieron a leyes u otros expedientes buscando fijar los precios y salarios para evitar así que los precios sigan subiendo. Sin embargo, tal como se lo documenta en el libro “4.000 Años de Controles de Precios y Salarios” de Schuettinger-Butler, los hechos muestran una secuencia uniforme de fracasos reiterados. No existe un solo caso en la historia en el que el control de precios haya detenido la inflación o haya superado el problema de la escasez de productos.

En este sentido, el caso argentino es emblemático. Los controles de precios, salvo en los períodos 1959-62, 1967-68 y 1991-2005, ha sido la política anti-inflacionaria por excelencia de los últimos 70 años, los cuales han tenido como resultado la destrucción de cinco signos monetarios que le quitaron trece ceros a la moneda y en contradicción con la evidencia empírica internacional sobre convergencia transformaron a un país rico en uno de frontera.

Sin embargo, pese a los malos resultados, no es difícil encontrar las razones por qué tales creencias son tan populares. A nadie le gusta sentirse responsable de las cosas desagradables que ocurren. Para un gobierno resulta mucho más fácil atribuir la inflación a los especuladores o a los sindicatos obreros que insisten en obtener salarios más altos o a la

testarudez de los productores agrícolas que son incapaces de aumentar la producción de alimentos, que aceptar su incapacidad y/o culpa en el desmanejo de la política económica.

Tal como señalara Milton Friedman: “puede que los empresarios sean voraces, los sindicatos ambiciosos, los consumidores despilfarradores, los jeques árabes hagan subir el precio del petróleo y las condiciones meteorológicas a menudo sean malas. Todo esto puede conducir a aumentos de precios de bienes individuales, pero no puede llevar a un incremento general de los precios de los productos. Pueden provocar una suba temporal de la tasa de inflación, pero no pueden ser la causa de una inflación continua por una razón muy simple: ninguno de estos aparentes culpables posee la máquina de imprimir estos trozos de papel que llevamos en nuestros bolsillos”. En este sentido, “la inflación es siempre y en todo lugar un fenómeno monetario y esta se contuvo solamente cuando se impidió que la cantidad de dinero continuara creciendo demasiado rápidamente; y este remedio resultó eficaz, se hubieran adoptado o no otro tipo de medidas”.

El control de precios y salarios no detienen la inflación; sencillamente lo que hacen es desplazar la presión a otra parte y adormecen algunas de sus manifestaciones. Además, la intervención estatal en los menores detalles de la actividad económica puede destruir el sistema de libre empresa y la libertad política. El mal estriba en que el intento de control impide que obre libremente el sistema de precios, donde el gobierno termina suministrando un remedio aún peor que la enfermedad. De esta manera, cuanto mayor sea la inventiva de los individuos para eludir los controles de precios y cuanto mayor sea la tolerancia de los funcionarios en cerrar los ojos a esas evasiones, tanto menor será el daño producido. Por otra parte, cuanto más obedientes a la ley sean los ciudadanos y cuanto más rígida y efectiva sea la imposición de la maquinaria gubernamental, tanto mayor será el daño. Respecto a este punto, la evidencia de las dos hiperinflaciones que se dieron en Alemania luego de las dos guerras mundiales es contundente.

Por lo tanto, más allá de sus efectos económicos, las pautas oficiales amenazan el consenso de valores compartidos por la comunidad, el cual constituye la base moral de una sociedad libre. Así, en nombre de la responsabilidad social se exhorta al público a someterse a ellas; sin embargo, aquellos que se someten se dañan a sí mismos y dañan a la comunidad. La conducta moralmente cuestionable –evadir los requerimientos de las autoridades y violar los controles de precios y salarios impuestos– es beneficioso, tanto desde el punto de vista privado como desde el punto de

vista social. Tales medidas incuban en el público la falta de respeto por la ley y hacen que los funcionarios se sientan propensos a emplear poderes extralegales poniendo en jaque los propios cimientos de la libertad. En definitiva, las políticas de controles de precios son dañinas porque no sólo pospone en el tiempo las medidas efectivas para controlar la inflación, desorganiza la producción y la distribución, sino que además crean una fuerte división social y fomentan la puesta en marcha de restricciones que amenazan a la libertad política de los individuos.

Tribulaciones de un keynesiano

La versión más rancia del keynesianismo sostiene que en el contexto de una economía totalmente cerrada, una inversión insensible a la tasa de interés cuyo único factor causal es el crecimiento del nivel de actividad (los animal spirits son exógenos), un consumo que solo depende de una fracción del ingreso corriente, precios y salarios rígidos a la baja (fijos en esta versión) y una demanda de dinero infinita (trampa de la liquidez), dan como resultado una política fiscal plenamente poderosa para estimular el nivel de actividad y el empleo sin impacto en el nivel de precios, mientras que la política monetaria resulta absolutamente impotente (sin efecto en precios ni cantidades).

Sin lugar a dudas, la realidad argentina se ha convertido en una verdadera pesadilla para quienes abrazan de manera fanática al modelo descrito. No sólo los aumentos en el déficit fiscal no logran impactar sobre el nivel de actividad, sino que al ser financiado vía emisión monetaria (a falta de otra fuente) genera inflación, apreciación de la moneda, deterioro de las cuentas externas y degradación del balance del BCRA.

Ante dicha situación, el Gobierno decidió torcer la realidad (recuperando a la política como el arte de lo posible) ajustándola a la lógica del modelo. Así, la inflación se la combate con el control de precios y salarios, de modo tal que tome lugar el soñado ajuste de cantidades liderado por la demanda, sin tener en cuenta que la respuesta en actividad depende de la oferta, la cual se deriva de la acumulación de factores (capital y trabajo) y progreso tecnológico.

En cuanto al plano externo, la respuesta fue avanzar en el cierre de la economía tanto en lo comercial como en lo financiero, mientras que en el área monetaria fue imponer la pesificación forzada de la economía para recrear el mundo de la trampa de la liquidez (así, emitir no causaría inflación ya que todo dinero emitido sería demandado). A su vez, esta última situación descomprimiría el mercado cambiario por bloquear la sustitución de portafolio en favor de la moneda extranjera, convirtiendo al mercado paralelo en el termómetro del desequilibrio.

Naturalmente, la batería de controles y la restricción a que los precios expresen libremente la información que debería guiar a la asignación de

recursos en la economía ha derivado en un estancamiento en el nivel de actividad, la inversión privada languidece, el único empleo que se crea es el público (maquillando logros a fuerza de emisión) y la inflación sigue en una tendencia creciente, lo cual tiene lugar en el mejor contexto internacional de la historia (altísimos términos de intercambio con tasas de interés casi nulas), situación sólo asimilable a los años posteriores a la Segunda Guerra Mundial.

Bajo esta misma lógica caen los intentos de controlar el dólar en el mercado paralelo. Dicho valor surge del tipo de cambio implícito entre la cotización de un bono soberano en el mercado local en pesos y el mismo título en Nueva York expresado en dólares. Así cuando los inversores esperan una devaluación compran bonos en Argentina en pesos y los venden en dólares en NY, esta situación incrementa el diferencial de precios tomando lugar una devaluación en el dólar blue, que al no ser acompañado por el oficial incrementa la brecha cambiaria. En el pasado reciente (abril y octubre de 2013), cuando la cotización excedió los \$10, el Gobierno atacó el problema con tres medidas:

- utilizó las agencias públicas para vender bonos en el mercado local (una redistribución del ingreso a la Hood Robin contra los jubilados),
- retiró al Banco Nación como proveedor de liquidez en pesos del mercado interbancario y
- levantó las tasas de los pases para restringir aún más la liquidez de los bancos.

Todas estas medidas contra la liquidez derivaron en una oleada de ventas en el mercado local que deprimieron de manera transitoria el valor del paralelo. Sin embargo, dicha baja no obedeció a un suceso virtuoso (suba en el precio en dólares por una mejor situación fiscal) sino que derivó de una alquimia monetaria que ataca el efecto y no la causa del problema. Naturalmente, durante estos días, y sin registro alguno de la lección, se repite la situación.

Finalmente, para mayor desconcierto de la conducción económica, ante los fallos del modelo y en una “suerte de giro ortodoxo”, aceleró la tasa de devaluación del tipo de cambio oficial y declara la voluntad de reducir el ritmo de emisión monetaria. Sin embargo, este movimiento ha llegado muy tarde. M1 hoy alcanza un 15,5% del PIB (previo al Rodrigazo era 14,8%) cuando el promedio histórico de los últimos cuarenta años es de 8,8% y el valor de la tendencia de largo plazo es 5%. En favor del modelo, suponiendo la existencia de un cambio estructural en la demanda de dinero en 2001, dicha variable debería ubicarse en torno al 10,5%

del PIB. Esto es, hoy en la economía sobran por lo menos \$150.000M y que de mediar un cambio de humor que redujera la demanda de dinero a su promedio ello implicaría un salto en los precios del 50%. Si a esto le sumamos niveles de emisión del 30% (asumiendo que no habrá un mayor deterioro de las cuentas públicas), la tasa de inflación se ubicaría en torno al 100%. Por ende, extrapolar al mundo real la demanda de dinero infinita nos ha llevado a **“LA TRAMPA DE MALA PRAXIS KEYNESIANA”**, cuyos costos serían pagados por millones de personas.

El extraño caso del Dr. Wicksell y Mr. Keynes

Tal como señalara Axel Leijonhufvud en “La conexión Wicksell”, la teoría del mecanismo de la tasa de interés es el centro de la confusión de la macroeconomía moderna. Hasta que a mediados del Siglo XX, Friedman reviviera a la Teoría Cuantitativa formulada por Hume y perfeccionada por Fisher, la macroeconomía dominante se sustentaba en la base del esquema ahorro-inversión inspirado por el sueco Johan Gustaf Knut Wicksell. Así, la vertiente sueca con Cassel, Lindhal, Ohlin y Myrdal basada en los fondos prestables, la escuela de Cambridge de Inglaterra con Hawtrey, Robertson y Keynes (el del tratado sobre el dinero de 1930) con apoyatura en los especuladores financieros y la teoría del ciclo de origen crediticio austríaca de Mises y Hayek tienen su origen en la contribución de Wicksell. Es más, las familias keynesianas posteriores a la “teoría general” de Keynes son descendientes de dicho enfoque.

La idea básica es muy simple. Las decisiones de ahorro (postergar consumo presente a cambio de un mayor consumo futuro) e inversión (mayor producción futura) son coordinadas por la tasa de interés. A su vez, en el mercado de dinero se determina el nivel de precios. Por último, frente a un mercado laboral plenamente flexible (en lo institucional y en lo funcional), el salario real será consistente con el nivel de pleno empleo. De esta manera, cuando la tasa de interés no se halla en su valor de equilibrio esto impactará en los precios. Así, cuando la tasa está debajo del nivel de equilibrio habrá un exceso de demanda de bienes, cuya contrapartida será un exceso de oferta de dinero que impulsará una suba del nivel de precios (preocupación de los austríacos y de los suecos). En caso contrario estaríamos frente a la deflación (motivación de los ingleses).

Sin embargo, este marco analítico no era apto para los políticos con deseos intervencionistas. En función de esta demanda y mediante una mala interpretación de la Ley de Say, Mr. Keynes se propuso destruir el viejo sistema para crear uno más acorde a las necesidades del momento. Así, determinó que la inversión estaba regida por el humor de los empresarios sin vínculo alguno con la tasa de interés (*animal spirits*), mientras que el ahorro, al ser entendido como un residuo de un consumo que sólo depende del ingreso corriente, quitó del análisis la idea de la sustitución

entre consumo presente y futuro vía tasa de interés. De este modo, ahorro e inversión determinarían el nivel de ingreso corriente, la tasa de interés coordinaría al mercado de dinero y como estrella de la nueva teoría tomó lugar el monstruoso multiplicador keynesiano. Como si este daño fuera poco, sumando la hipótesis de la trampa de la liquidez, nos encontramos con el combo perfecto donde, la política monetaria es totalmente inefectiva y la política fiscal es plenamente poderosa. Esto es, el paraíso soñado del político derrochador.

Al menos en mi caso (el cual no debe ser muy diferente al del resto de los economistas), cuando llegué a mi primer curso de macroeconomía, estaba fascinado con la idea de poder entender las leyes básicas que regían el comportamiento del PIB, la inflación, la tasa de interés, el desempleo y el tipo de cambio. En este marco, se nos enseñan los modelos de renta-gasto y el IS-LM, en los que el gasto público y el multiplicador permiten un resultado tan virtuoso en materia de PIB que, el único límite a dicha política pro-bienestar es la dimensión horizontal del pizarrón.

Ahora bien, si dicho aparato analítico nos ha revelado la fuente de la abundancia absoluta sobre la base de una expansión ilimitada del gasto público financiada con la emisión de dinero, ¿cuál podría ser el motivo para no hacerlo? ¿Acaso existe una conspiración contra los intereses del pueblo, y en especial, de los políticos benefactores? Si bien buscar conspiradores es atractivo, la respuesta es muy simple. Nadie que se interese sanamente por los intereses del pueblo usará un modelo que se va de patadas con la realidad.

El problema es la idea del multiplicador. Dicha idea es errónea y esta no es más que una forma matemática que carece de sentido económico. Este parte de la identidad contable que señala que la demanda (igualada al ingreso) es igual a la suma del consumo y la inversión ($Y = C + I$). A su vez, señala que el consumo es una proporción muy estable del ingreso ($C = c.Y$, donde $0 < c < 1$) y que a partir de ello, el ingreso viene determinado por el producto entre el multiplicador ($k = 1/(1-c)$) por la inversión ($Y = k.I$). Por ejemplo, si la propensión marginal al consumir “c” es 0,8, el multiplicador es de 5. Así, cada peso que gasta el gobierno el PIB sube en cinco.

El problema con ello es que dicho análisis es falso. El multiplicador derivado sólo es válido con la inversión realizada. Esto es, para una mayor inversión (0,3.Y), el consumo debe ser menor (0,7.Y), motivo por lo cual, el multiplicador asociado es menor ($k=3,33$). Puesto en otros términos, la estrella del análisis keynesiano es una extrapolación inválida, que dentro de muchos defectos viola la restricción presupuestaria. Para llevarlo al ex-

tremo, suponga que yo soy parte de una economía en la que vivimos 100 personas. En este marco, podemos separar el consumo en dos, el mío y el del resto de la población. Dado que el consumo del resto de la población es una proporción estable del 0,99 del PIB (0,99.Y), haciendo el mismo despeje keynesiano ahora descubrimos que mi consumo tiene un multiplicador de 100 veces por cada peso que gasto yo en la economía. Por lo tanto, si después de esto, Usted sigue pensando que los keynesianos están en lo cierto, le propongo que hable con ellos para que vayan a ver a los políticos y le digan que dado mi multiplicador, debería ser yo quien gasta los recursos públicos y no los funcionarios. ¿Acaso no es que ellos velan por nuestro bienestar, el cual surge del PIB emergente de lo que se gasta por el multiplicador? En definitiva, el multiplicador es uno de los tantos artilugios usados por la religión del estado para imponernos “la beneficiosa idea” de contar con un importante gasto público, sin nunca mencionar los riesgos que ello implica para nuestra libertad.

Por lo tanto, y en función de lo anterior, vale la pena rescatar un pasaje de la monumental obra de Robert Louis Stevenson publicada en 1886. “Londres, invierno de 1884. El señor Utterson, notario del doctor Jekyll, relee el testamento del científico: ‘Yo el firmante Henry Jekyll, deseo que a mi muerte todos mis bienes pasen a mi gran amigo y benefactor Edward Hyde.’ Poco después, el señor Utterson descubre que el señor Hyde no sólo es una persona despreciable, sino un criminal.” Desde luego, cualquier tipo de analogía con el armado de una “estructura teórica” propicia para el oído de políticos intervencionistas y los daños causados por el multiplicador keynesiano es pura coincidencia subjetiva.

Excusas keynesianas para escapar del fracaso

Días atrás, la visita de Paul Krugman, quien fue galardonado con el Premio Nobel de Economía por sus contribuciones en economía internacional real y geografía económica y NO por su labor como macroeconomista, dejó muy malparado a sus seguidores al intentar salvar su “prestigio” de gurú poniendo en marcha la gran panquequeada keynesiana. Sin embargo, el hombre de Princeton no es el único keynesiano que ha recurrido a este artilugio, ya que a nivel local son varios los que sostienen que el hombre de Cambridge nunca hubiera recomendado lo que se está haciendo en Argentina.

Esto es, dado el estancamiento en el nivel de actividad económica, la caída en la creación de empleos genuinos, el derrumbe de la inversión privada, el abultado déficit fiscal (impulsado por un gasto público descontrolado pese a la mayor recaudación de la historia) que presiona sobre la emisión de dinero, lo cual se traduce en una inflación creciente pese al uso del tipo de cambio nominal como ancla nominal incrementando la vulnerabilidad externa y desafiando al país a enfrentar la historia de los programas populistas (los cuales conjugan la irresponsabilidad fiscal keynesiana y los delirios monetarios de los estructuralistas), deja a los discípulos de Keynes y a los estructuralistas al borde de un nuevo fracaso del cual quieren despegar lo antes posible. Puede que quieran brindar homenaje al dicho sobre los primeros en abandonar un barco que va camino al fondo del mar...

En este contexto, Paul Krugman (en la misma línea que los keynesianos-estructuralistas locales) afirmó: “Necesito decir algo sobre Argentina y sus dificultades actuales”...“Es bueno preocuparse por la justicia social, por la desigualdad, por el estado de los trabajadores y por el destino de los pobres. Pero debe hacerse de una manera muy realista”...“Que no significa que siempre debamos ser ortodoxos en la economía. Pero sí significa que a veces uno tenga que ser algo ortodoxo”...“El problema es que se mantuvo la heterodoxia durante demasiado tiempo con políticas distintas. Y a veces sí se necesita aplicar las reglas a la antigua. Eso es una historia vieja, se ha visto muchas veces”, al tiempo que citaba a Rudiger Dornbusch como a un defensor del populismo cuando meses atrás en su visita a Buenos Aires, Sebastian Edwards (coautor del libro la Macroeco-

nomía del Populismo) daba cuenta del pésimo resultado que han tenido siempre estas políticas.

En el fondo, el graduado del MIT, a lo igual que sus pares locales, estaba recitando el modelo de la síntesis neoclásica-keynesiana (el cual incluye la brutal paliza que sufrieron los keynesianos a manos de los monetaristas), donde la curva de oferta agregada muestra tres fases. Una primera donde, ante aumentos de la demanda agregada, la oferta responde con aumentos en producción sin modificar el nivel de precios (tramo plano). Una segunda fase, donde responde con mayor producción a precios crecientes (oferta creciente). Y por último, la tercera etapa, donde toda la respuesta se da en precios y nada en producción (tramo vertical / pleno empleo). Naturalmente, frente al desborde inflacionario (40% interanual) y estancamiento del nivel de actividad que vive el país junto al sombrío panorama externo, ahora los heterodoxos vienen a decir que había que frenar antes y que John Maynard Keynes jamás hubiera avalado algo así.

Desafortunadamente para los keynesianos locales e ilustres visitantes tal afirmación es falsa. Para probar este punto, no hace falta más que remitirse al capítulo 22 del famoso libro de 1936. En palabras del inglés: “Puede parecer que el análisis precedente está de acuerdo con el punto de vista de quienes sostienen que la sobreinversión es la característica del auge, que el único remedio posible para la siguiente depresión es el evadir la sobreinversión y que... el auge puede evitarse por una tasa alta de interés”... “Pero inferir estas conclusiones de lo anterior llevaría a una mala interpretación de mi análisis; y a mi modo de ver, supondría serio error”... “Así ¡el remedio del auge no es una tasa más alta de interés, sino una más baja! Porque esta puede hacer que perdure el llamado auge. El remedio correcto para el ciclo económico no puede encontrarse en evitar los auges y conservarnos así en semi-depresiones, sino en evitar las depresiones y conservarnos en un cuasi-auge continuo”... “Así, un aumento en dicha tasa, como alivio para el estado de cosas derivado de un prolongado período de inversiones anormalmente fuertes, pertenece a esa clase de remedio que curan la enfermedad matando al paciente.”... “Más todavía, aunque supusiéramos que los auges contemporáneos pueden ir acompañados de una situación momentánea de ocupación plena o sobreinversión en sentido estricto, seguiría siendo absurdo considerar una tasa de interés más alta como el remedio adecuado; porque en este caso la hipótesis de aquellos que atribuyen la enfermedad al subconsumo quedaría plenamente confirmada. El remedio estaría en varias medidas destinadas a fortalecer la propensión a consumir, redistribuyendo los ingresos,

o de otro modo, de manera que un nivel dado de ocupación requiera un volumen menor de inversión corriente para sustentarlo”.

Sin ir más lejos, estas recomendaciones de Keynes están en línea con la carta que le escribió el 31 de diciembre de 1933 al Presidente Roosevelt. Para ese año, la economía de los EEUU había dejado atrás la gran depresión y frente a esa situación el inglés sugería: “Los individuos deben ser inducidos a gastar más de sus ingresos actuales, o el mundo de los negocios deben ser inducidos, ya sea por el aumento de la confianza en las perspectivas o por una menor tasa de interés, para crear ingresos corrientes adicionales en manos de sus empleados, que es lo que pasa cuando se está aumentando, ya sea el trabajo o el capital fijo del país, o la autoridad pública deben ser llamados en ayuda a crear ingresos corrientes adicionales a través del gasto de dinero prestado o imprimir. En los malos tiempos no se puede esperar que el primer factor funcione en una escala suficiente. El segundo factor entrará como la segunda ola de ataque a la crisis después que la marea haya cambiado por los gastos de la autoridad pública. Ello así, sólo desde el tercer factor es que podemos esperar el mayor impulso inicial.”...“Dado que no puede haber aumento de la producción sin aumento de los precios, es esencial para asegurar que la recuperación no sea frenada por la insuficiencia de la oferta de dinero apoyar el volumen de ventas aumentando la base monetaria.”... “yo colocaría el crédito barato y abundante, así como la reducción de la tasa de interés de largo plazo”.

Esto es, la sugerencia de John Maynard Keynes para una situación de auge es reducir la tasa de interés, aumentar el gasto público (financiado con deuda y/o emisión) y redistribuir ingresos para estimular aún más el consumo –aún a costo de la inversión / consumirse el capital-, o lo que es lo mismo, si tiene un incendio, llámelo a Nerón que pocos como él saben como actuar ante dichos eventos. Y esto es válido para Keynes tanto en el plano teórico como aplicado.

Por lo tanto, a la luz del enorme daño que le han hecho al país éstas políticas durante los últimos 70 años, sería bueno que los keynesianos y estructuralistas –mentores del populismo- en lugar de estar haciendo piruetas dialécticas para sostener una teoría llena de inconsistencias y de muy pobres resultados empíricos tomen de una vez por todas la pérdida de capital asociada a haberse abrazado a una teoría inútil que sólo ha perjudicado a la gente. De no ser así, puede que todo sea parte de una estrategia alineada con el Prefacio a la edición en alemán de “la teoría general” escrito el 7 de septiembre de 1936, cuando John Maynard Keynes endulzaba los oídos de Adolf Hitler con las siguientes palabras: “la teoría

del producto en su totalidad que este libro tratará de ofrecer es, por mucho, más fácilmente adaptable a las condiciones de un estado totalitario que la teoría de la producción y distribución de un producto dado bajo condiciones de libre competencia y en buena medida de *laissez faire*". En síntesis, keynesiano y estructuralistas, es hora de que tomen la pérdida o confiesen sus intenciones de imponer de a poco, y sin que casi nadie lo note, un sistema de gobierno totalitario.

Milton Friedman: El destructor de falacias⁵

Síntesis

Hace 102 años, un día como hoy, nacía en Brooklyn, Milton Friedman. Un individuo cuyo trabajo en el campo científico y en la promoción de las ideas de la libertad ha sido increíble. Sus desarrollos teóricos son relevantes, son trascendentes, son por sobre todas las cosas actuales, y la intención del presente artículo es hacer una síntesis de lo que fue el triunfo de quien fuera el líder de la Escuela de Chicago de aquellos años sobre las ideas keynesianas que tanto daño han causado sobre la teoría económica y en especial sobre la humanidad.

Poniendo sus contribuciones en contexto, el Padre del Monetarismo (aunque no le gustaba el término) tuvo que convertirse en un revolucionario de la economía, porque lo hizo después de la Gran Contracción del '29-'33, donde el análisis económico basado en el libre funcionamiento del mercado, para la mente de muchas personas, dejaba que desear, al tiempo que la publicación de "la teoría general" de John Maynard Keynes (publicada en 1936) ofrecía "el sustento teórico" que alimentaba las fantasías mesiánicas de los políticos derrochadores.

Previo a la obra del británico de Cambridge, la macroeconomía dominante se sustentaba en la base del esquema ahorro-inversión inspirado por el sueco Johan Gustaf Knut Wicksell. La idea básica era muy simple. Las decisiones de ahorro (postergar consumo presente a cambio de un mayor consumo futuro) e inversión (mayor producción futura) eran coordinadas por la tasa de interés. A su vez, en el mercado de dinero se determina el nivel de precios. Por último, frente a un mercado laboral plenamente flexible (en lo institucional y en lo funcional), el salario real sería consistente con el nivel de pleno empleo. Así, cuando la tasa de interés no se hallaba en su valor de equilibrio esto impactaría en el nivel general de precios. Cuando la tasa está debajo del nivel de equilibrio habrá un exceso de demanda de bienes, cuya contrapartida será un exceso de oferta de dinero que impulsará una suba de precios (preocupación de las escuelas austriaca -Mises y Hayek- y sueca - Cassel, Lindhal, Ohlin y Myrdal-). Para el caso contrario estaríamos frente a la deflación (motivación de los ingleses Hawtrey, Robertson y Keynes -1930-).

5 Este trabajo fue escrito en colaboración con Federico Ferrelli Mazza y Mariné Bleyan

La destrucción keynesiana se basó en cuatro pilares. El consumo se presentó como una función dependiente del ingreso corriente, convirtiendo al ahorro en un mero residuo. La inversión era regida por el humor de los empresarios (*animal spirits*) sin vínculo alguno con la tasa de interés. A esto le sumaba una mala interpretación de la Ley de Say, que junto el supuesto de precios y salarios fijos daba lugar al milagroso ajuste de cantidades, que junto a la grotesca caricatura del multiplicador permitía determinar el ingreso en el mercado de bienes. Finalmente, la estructura cerraba con la trampa de la liquidez, donde todo lo que ocurriera con el ingreso, los precios y la oferta de dinero sería absorbido plenamente por la demanda de dinero (por lo que dicha variable se volvía altamente inestable). En este marco, la política monetaria era totalmente inefectiva y la política fiscal resultaba plenamente poderosa. Los políticos felices. Keynes mucho más. Y sus discípulos presentes, Krugman y Stiglitz muchísimo más que agradecidos por el buen momento. Las libertades individuales acorraladas contra la pared por el creciente accionar del estado.

Dado el rol que jugaba la función de consumo (propensión marginal a consumir) en el modelo keynesiano y sus implicancias sobre el multiplicador, sumado a sus pobres resultados empíricos (Kuznets), Milton Friedman escribe “La teoría de la función de consumo”, en la que presenta la hipótesis del ingreso permanente. Dicho concepto representa lo que un individuo espera que sea su ingreso a lo largo de toda su vida y lo que estaría reflejando, traído a valor presente, es su riqueza. Entonces el individuo toma este ingreso permanente para decidir que es lo que consumirá. A su vez, el ingreso transitorio es la diferencia entre el ingreso corriente y el ingreso permanente, y es lo que el individuo ahorra. Cuando el ingreso transitorio es positivo la gente ahorra; cuando el ingreso transitorio es negativo, la gente des-ahorra. De este modo, los cambios en el consumo ante cambios en el ingreso corriente son insignificantes (la propensión marginal al consumo se reduce) y el multiplicador se desvanece. Friedman: 1 – keynesianos: 0.

Al tiempo que la evidencia empírica le daba la espalda a la función de consumo keynesiana, en los Estados Unidos se había comenzado a acelerar la tasa de inflación. Ante dicha situación, los precios fijos del sistema ideado por Keynes no brindaban solución. Para dar respuesta a ello, el gigante de Chicago decide recuperar la “Teoría Cuantitativa del Dinero” de Hume y Fisher. En ese proceso se acerca a la visión de los teóricos de Cambridge y la interpreta como una función de demanda de dinero. La función en cuestión tenía como argumentos al ingreso permanente, una división entre riqueza humana y no humana y los retornos esperados del

dinero y una serie de otros activos financieros que trabajaran como sustitutos. Una vez cerrada la estructura teórica procede al testeo empírico. La función (y por ende la velocidad) es estable, lo cual implica que los incrementos en la cantidad de dinero, en el largo plazo (momento en el cual todos los ajustes toman lugar y la economía se halla en pleno empleo) se traducen en mayores precios. Así, no sólo explicaba la creciente inflación, sino que probaba la falsedad de la trampa de la liquidez, al tiempo que la política monetaria ganaba poder. Friedman: 2 – keynesianos: 0.

El tercer gran hito en la vida académica de Milton Friedman viene dado por la publicación del libro “La Historia Monetaria de los Estados Unidos (1867-1960)”, el cual fue escrito junto a su alumna de la Universidad de Columbia, a quien tutoró su tesis, Anna Jacobson Schwartz. Esta obra no solo es uno de los documentos más influyentes en el campo de la teoría monetaria, sino que a la luz del debate con los keynesianos, puesto en términos futbolísticos, el capítulo 7 que trata sobre “La Gran Contracción de 1929-1933” es una paliza equivalente a la que le propinó Alemania a Brasil durante el primer tiempo del partido de semifinales del reciente mundial. En dicho capítulo, no solo se prueba la potencia de la política monetaria, sino que además pulveriza la idea de los precios fijos (rígidos a la baja) y desnuda el problema (confusión) keynesiano de la ilusión nominal en la determinación de la inversión. Esto es, la tasa de interés nominal podía ser nula, pero dada la deflación la tasa real era enorme. De esta manera, quedaba demostrado que tanto las rigideces de precios y salarios a la baja, como la peregrina idea de los empresarios guiados por los espíritus animales carecían de sustento empírico. Friedman: 4 – keynesianos: 0.

Mientras que esto tomaba lugar y frente a la creciente tasa de inflación, los keynesianos seguían buscando una ecuación que les permitiera explicar el continuo aumento de precios sin defraudar a los políticos. En esa búsqueda desesperada, la relación entre variación de salarios y la tasa de desempleo encontrada por William Phillips (1958), la transformación de la misma en términos de inflación y desempleo de Richard Lipsey (1960) y la “validación empírica” de Samuelson y Solow (1960) parecía venir al rescate de Keynes y sus discípulos. Dicha curva brindaba una solución a los problemas de desempleo a cambio de resignarse a una mayor inflación. Esto es, existía una relación inversa entre inflación y desempleo de largo plazo, la cual no solo que era estable, sino que además implicaba que el dinero no era neutral. Sin embargo, Milton Friedman sospechaba que dicha relación fuera estable. Su trabajo sobre dinero e inflación daba cuenta de la neutralidad del dinero a largo plazo. En función de ello, y

especialmente en base a la evidencia empírica construyó la hipótesis de la tasa natural de desempleo. Si bien tomaba de inicio la Curva de Phillips, a esta le sumaba las expectativas (adaptativas) de inflación. De esta manera, un aumento en la tasa de crecimiento en la cantidad de dinero generaba una mayor tasa de inflación, cuya contrapartida era una reducción en la tasa de desempleo. Sin embargo, dicho resultado surgía de los errores de pronóstico de los agentes. Por lo tanto, una vez que los agentes incorporaban la información, el desempleo volvía a su tasa natural, aunque la tasa de inflación no bajaba. Friedman: 5 – keynesianos: 0.

Milton Friedman nos dejaría en 2006. Su vida académica estuvo signada por desenmascarar el fraude intelectual instrumentado por John Maynard Keynes y sus seguidores, quienes dedicaron su vida al culto de la religión del estado. Sin embargo, pese a los abrumadores resultados, durante la última gran crisis, las ideas del inglés retomaron impulso. Afortunadamente para el bienestar de la humanidad, Benjamin Shalom Bernanke, desde la Reserva Federal e inspirado por el capítulo 7 de “La Historia Monetaria de los Estados Unidos” aportó la contrastación empírica que puso cifras definitivas al debate. Friedman (post mortem): 6 – keynesianos: 0.

1. Introducción

Hace 102 años, un día como hoy, nacía en Brooklyn, Milton Friedman. Un individuo cuyo trabajo en el campo científico y en la promoción de las ideas de la libertad ha sido increíble. Sus desarrollos teóricos son relevantes, son trascendentes, son por sobre todas las cosas actuales, y la intención del presente artículo es hacer una síntesis de lo que fue el triunfo de quien fuera el líder de la Escuela de Chicago de aquellos años sobre las ideas keynesianas que tanto daño han causado sobre la teoría económica y en especial sobre la humanidad.

Poniendo sus contribuciones en contexto, el Padre del Monetarismo (aunque no le gustaba el término) tuvo que convertirse en un revolucionario de la economía, porque lo hizo después de la Gran Contracción del ‘29-‘33, donde el análisis económico basado en el libre funcionamiento del mercado, para la mente de muchas personas, había fracasado, al tiempo que la publicación de “la teoría general” de John Maynard Keynes (publicada en 1936) ofrecía “el sustento teórico” que alimentaba las fantasías mesiánicas de los políticos derrochadores.

Previo a la obra del británico de Cambridge, la macroeconomía dominante se sustentaba en la base del esquema ahorro-inversión inspirado por el sueco Johan Gustaf Knut Wicksell. La idea básica era muy sim-

ple. Las decisiones de ahorro (postergar consumo presente a cambio de un mayor consumo futuro) e inversión (mayor producción futura) eran coordinadas por la tasa de interés. A su vez, en el mercado de dinero se determina el nivel de precios. Por último, frente a un mercado laboral plenamente flexible (en lo institucional y en lo funcional), el salario real sería consistente con el nivel de pleno empleo. Así, cuando la tasa de interés no se hallaba en su valor de equilibrio esto impactaría en el nivel general de precios. Cuando la tasa está debajo del nivel de equilibrio habrá un exceso de demanda de bienes, cuya contrapartida será un exceso de oferta de dinero que impulsará una suba de precios (preocupación de las escuelas austríaca -Mises y Hayek- y sueca -Cassel, Lindhal, Ohlin y Myrdal-). Para el caso contrario estaríamos frente a la deflación (motivación de los ingleses Hawtrey, Robertson y Keynes -1930-).

La destrucción keynesiana se basó en cuatro pilares. El consumo se presentó como una función dependiente del ingreso corriente, convirtiendo al ahorro en un mero residuo. La inversión era regida por el humor de los empresarios (*animal spirits*) sin vínculo alguno con la tasa de interés. A esto le sumaba una mala interpretación de la Ley de Say, lo cual, junto al supuesto de precios y salarios fijos daba lugar al milagroso ajuste de cantidades, que al estar acompañado por la grotesca caricatura del multiplicador permitía determinar el ingreso en el mercado de bienes. Finalmente, la estructura cerraba con la trampa de la liquidez, donde todo lo que ocurriera con el ingreso, los precios y la oferta de dinero sería absorbido plenamente por la demanda de dinero (por lo que dicha variable se volvía altamente inestable). En este marco, la política monetaria era totalmente inefectiva y la política fiscal resultaba plenamente poderosa. Los políticos felices. Keynes mucho más. Y sus discípulos presentes, Krugman y Stiglitz muchísimo más que agradecidos por el buen momento. Las libertades individuales acorraladas contra la pared por el creciente accionar del estado.

Es en este contexto en el cual irrumpe la figura de Milton Friedman. Habiendo Keynes destrozado por completo el sistema metodológico existente previo a “la teoría general” y contando con el apoyo de los políticos para la evangelización de la religión del estado, el Padre del Monetarismo se sumerge en el pantano keynesiano para destruir cada una de las falacias de dicha estructura de pensamiento y lograr de este modo reencauzar a la teoría económica en el sendero del que nunca debería haber salido. Esto es, salir de la economía basada en el trabajo (la del corto plazo) para regresar a la economía basada en el capital (la del largo plazo). En función de ello, Friedman fue deshaciendo cada una de las caricaturas

keynesianas con el aporte de la evidencia empírica y la construcción de nueva teoría de modo tal que se fuera acotando los alcances de la teoría dominante de aquellos tiempos. Es así que se presentan las contribuciones en cuanto a la teoría del consumo basada en el ingreso permanente, la reivindicación de la teoría cuantitativa del dinero como una función de demanda de dinero estable que permite mostrar los efectos inflacionarios de la política monetaria, la falsedad de la hipótesis de los precios y salarios rígidos a la baja durante la gran contracción del '29-'33 (evidenciando el problema de la ecuación faltante del sistema keynesiano), el desenmascaramiento de la ilusión nominal típica de los modelos keynesianos y el golpe de gracia al desarrollar la hipótesis de la tasa natural de desempleo que termina dando por tierra al sueño de la Curva de Phillips. De este modo, en los apartados que se presentan a continuación se intenta hacer una semblanza de las contribuciones mencionadas, a lo cual se le suma el triunfo reciente de las hipótesis y recomendaciones contenidas en "La Historia Monetario de los Estados Unidos" a cargo del ex - Presidente de la Reserva Federal, Benjamin Shalom Bernanke.

2. Una Teoría de la Función de Consumo

Friedman: 1 – keynesianos: 0.

Dado el rol que jugaba la función de consumo (propensión marginal a consumir) en el modelo keynesiano y sus implicancias sobre el multiplicador, sumado a sus pobres resultados empíricos (Kuznets), Milton Friedman escribe "La teoría de la función de consumo", en la que presenta la hipótesis del ingreso permanente. Dicho concepto representa lo que un individuo espera que sea su ingreso a lo largo de toda su vida y lo que estaría reflejando, traído a valor presente, es su riqueza. Entonces el individuo toma este ingreso permanente para decidir qué es lo que consumirá. A su vez, el ingreso transitorio es la diferencia entre el ingreso corriente y el ingreso permanente, y es lo que el individuo ahorra. Cuando el ingreso transitorio es positivo la gente ahorra; cuando el ingreso transitorio es negativo, la gente des-ahorra. De este modo, los cambios en el consumo ante cambios en el ingreso corriente son insignificantes (la propensión marginal al consumo se reduce) y el multiplicador se desvanece.

En 1936, Keynes hizo de la función de consumo el elemento básico del sistema de ingreso-gasto para la determinación del producto bruto interno y, a su vez, sobre dicha construcción se levanta la falacia del mul-

tiplicador keynesiano: $y = C + g + i$

$$C = C_0 + cy, \quad \text{con } 0 < [c = \Delta c / \Delta y] < 1$$

Esta función tiene dos implicancias clave en la teoría keynesiana: Primero, reemplazando y desarrollando se obtiene

$$y = (c_0 + g + i) / (1 - c) \quad \text{siendo } 1 / (1 - c) \text{ el multiplicador } (m) > 1$$

y = ingreso

C = consumo

C_0 = consumo autónomo

g = gasto público

c = propensión marginal a consumir

i = inversión

Este caballito de batalla del keynesianismo implica que aumentos en el gasto público (g) impacten sobre el ingreso (y) de manera amplificada vía el multiplicador (m). Es decir, si el gasto público aumenta en una unidad el ingreso lo hará en $1/(1-c)$ unidades.

La Falacia del Multiplicador:

La idea del multiplicador keynesiano parte de una forma matemática que carece de sentido económico: parte de la identidad contable que señala que la demanda (igualada al ingreso) es igual a la suma del consumo y la inversión ($Y = C + I$). A su vez, señala que el consumo es una proporción muy estable del ingreso ($C = c \cdot Y$, donde $0 < c < 1$) y que a partir de ello, el ingreso viene determinado por el producto entre el multiplicador ($m = 1/(1-c)$) y la inversión ($Y = m \cdot I$). Por ejemplo, si la propensión marginal al consumir “ c ” es 0,8, el multiplicador es de 5. Así, cada peso que gasta el gobierno el PIB sube en cinco. El problema con ello es que dicho análisis es falso.

El multiplicador derivado sólo es válido con la inversión realizada. Esto es, para una mayor inversión (0,3.Y), el consumo debe ser menor (0,7.Y), motivo por lo cual, el multiplicador asociado es menor ($k=3,33$). Puesto en otros términos, la estrella del análisis keynesiano es una extrapolación inválida, que dentro de muchos defectos viola la restricción presupuestaria.

Para llevarlo al extremo, suponga que usted es parte de una economía en la que viven 100 personas. En este marco, se puede separar el consumo en dos, el suyo y el del resto de la población. Dado que el consumo del resto de la población es una proporción estable del 0,99 del

PIB (0,99.Y), haciendo el mismo despeje keynesiano ahora descubrimos que su consumo tiene un multiplicador de 100 veces por cada peso que gaste en la economía ($m=1/(1-0.99)=100$). Por lo tanto, si después de esto, Usted sigue pensando que los keynesianos están en lo cierto, le propongo que hable con ellos para que vayan a ver a los políticos y le digan que dado su multiplicador, debería ser Usted quien gasta los recursos públicos y no los funcionarios. ¿Acaso no es que ellos velan por nuestro bienestar, el cual surge del PIB emergente de lo que se gasta por el multiplicador? En definitiva, el multiplicador es uno de los tantos artilugios usados para imponernos “la beneficiosa idea” de contar con un alto gasto público, sin nunca mencionar los riesgos que ello implica para nuestra libertad.

En segundo lugar, refleja la observación de que, a medida que los ingresos se incrementan, la gente tiende a gastar un porcentaje decreciente del ingreso. Keynes consideró esto como el comportamiento en el corto plazo del gasto en consumo (ciclo económico) concluyendo que, a medida que desciende el ingreso en relación con niveles recientes, la gente protege sus niveles de consumo al no reducir el consumo en proporción a la caída en el ingreso. En sentido inverso, cuando el ingreso se eleva, el consumo no se eleva proporcionalmente.

La aceptación de esta teoría, por la cual a medida que el ingreso se eleva la relación C/y desciende, llevó al desarrollo de la tesis de estancamiento aproximadamente en 1940. Se observó que si el consumo sigue este patrón, la razón de demanda de consumo a ingreso disminuiría a medida que creciera el ingreso, lo cual decantaba una recomendación de política fiscal expansiva.

Si $y = C + i + g$ o, lo que es lo mismo, $1 = C/y + i/y + g/y$

es la condición para el crecimiento equilibrado de la producción real y no hay razón para suponer que i/y se eleve a medida que crece la economía, entonces g/y debe incrementarse para compensar la caída de C/y y mantener la demanda a nivel de pleno empleo cuando el producto crece. En otras palabras, a menos que aumente el gasto gubernamental a ritmo mayor que el ingreso, la economía no crecería sino que se estancaría.

Durante la Segunda Guerra Mundial, a medida que se elevaron las compras gubernamentales, la economía se expandió rápidamente. Sin embargo, muchos economistas, siguiendo la tesis del estancamiento, temían que cuando terminara la guerra y se redujera el gasto del gobierno, la economía se precipitaría nuevamente a la depresión. Sin embargo, sucedió precisamente lo contrario: la demanda privada se incrementó viva-

mente luego de la guerra, ocasionando inflación en vez de recesión.

En este mismo sentido, en 1946, Simón Kuznets publicó un estudio del comportamiento del consumo y el ahorro que se remonta hasta la Guerra Civil. Los datos de Kuznets permitieron notar dos hechos importantes acerca del comportamiento del consumo. Primero, parecía que en promedio, con el transcurso del tiempo la razón del gasto en consumo e ingreso, C/y , no mostraba tendencia descendente, por lo cual la propensión marginal a consumir era igual a la propensión media a consumir. Segundo, el estudio de Kuznets indicaba que la relación de C/y estaba por debajo del promedio a corto plazo durante los periodos de expansión de la economía y por encima del promedio durante periodos de colapso económico. Por lo tanto, al finalizar la década de los 40's estaba claro que una teoría de consumo debía tomar en consideración estos fenómenos observados, además de ser capaz de explicar el efecto aparente de los activos líquidos sobre el consumo como se observó después de la Segunda Guerra Mundial.

Así las cosas, Friedman se propuso superar la propuesta keynesiana y reformuló la teoría del consumo para explicar los datos. Así, partiendo del supuesto de la maximización de la utilidad del consumidor individual, deriva una relación entre consumo individual y el valor presente. En función de ello toma como punto de partida una función de utilidad para el consumidor individual:

$$U = U(C_0, C_1, \dots, C_T)$$

donde U , la utilidad obtenida durante toda su vida, es una función de su consumo real c en todos los periodos de tiempo hasta T (el instante antes de su muerte). Por lo tanto, el consumidor maximiza su utilidad, sujeto a la restricción de presupuesto (la cual viene dado por el valor presente de sus ingresos a lo largo del tiempo: VP)

$$VP: \sum_0^t y_t / (1+r)^t$$

Naturalmente, el valor presente de su consumo total durante su vida no puede exceder el valor actual de su ingreso:

$$\sum_0^t y_t / (1+r)^t = \sum_0^t C_t / (1+r)^t$$

Esta restricción indica que el consumidor puede obtener un determinado flujo de consumo al tomar y dar préstamos, pero el valor presente del consumo está limitado por el valor presente del ingreso.

De lo anterior puede definirse que

$$C^i = f^i (VP^i) \text{ con } f' > 0$$

el índice superior indica que la función es válida para un “individuo representativo”, i , a través del tiempo. Así, el consumo es función del Valor Presente de los ingresos. Multiplicando este valor por la tasa de rendimiento r se obtiene el ingreso permanente y_p :

$$y_p^i = rVP^i$$

Aquí el VP incluye los valores desconectados de los flujos futuros de ingresos del trabajo y de la propiedad. El valor descontado del ingreso futuro de propiedad es el valor corriente de activos físicos y financieros netos mientras que el valor descontado del ingreso futuro del trabajo se conoce como capital humano. Los dos se suman para obtener el VP total. Friedman supone que el consumidor quiere ordenar su flujo actual de ingreso real en un sendero de consumo más o menos horizontal. Esto da por resultado un nivel de consumo permanente, cp , que es proporcional a y_p ,

$$C_p^i = k y_p^i$$

La razón de consumo permanente a ingreso permanente k depende de la tasa de interés, de los gustos individuales que dan forma a las curvas de indiferencia y de la variabilidad del ingreso esperado. Si no hay razón para esperar que estos factores cambien con el nivel del ingreso, entonces se puede suponer que k será independiente del nivel de ingreso.

Seguidamente, Friedman notó que el ingreso total (corriente) en un periodo determinado se compone del ingreso permanente y del ingreso transitorio (y_t). Es decir, el ingreso es la suma de los componentes permanentes y transitorios:

$$y = y_p + y_t$$

En forma similar, el consumo total en un periodo cualquiera es el consumo permanente más un componente aleatorio de consumo transitorio

$$C = C_p + C_t$$

Aquí Friedman propone una serie de supuestos con respecto a las relaciones entre ingreso permanente y transitorio, consumo permanente y transitorio e ingreso y consumo. Inicialmente, supone que no hay correlación entre ingresos transitorios y permanentes; en otras palabras, y_t es simplemente una fluctuación aleatoria alrededor de y_p . Posteriormente, supone que no hay relación entre el consumo permanente y el transitorio, por lo cual C_t es simplemente una variación aleatoria alrededor de C_p . Por lo tanto, la covarianza es cero. Finalmente, supone que no existe relación entre el consumo transitorio y el ingreso transitorio. En otras palabras, un

incremento súbito en el ingreso, debido a una fluctuación transitoria, no contribuye inmediatamente al consumo de un individuo. Intuitivamente, esta suposición es menos obvia que las anteriores, pero parece bastante razonable en el marco del consumo en comparación con el gasto del consumidor. Si aumenta el ingreso corriente de un determinado periodo y no es absorbido por el consumo, entonces es ahorrado. En definitiva incrementos en el ingreso considerados transitorios no afectan el nivel de consumo, es decir, este último depende del ingreso permanente.

Naturalmente, las consecuencias de la teoría del consumo de Friedman son fatales para el análisis keynesiano. Primero, si el gobierno aumenta el gasto tratando de hacer uso del multiplicador keynesiano para expandir la producción, y este es considerado transitorio, entonces el consumo no responderá a este estímulo y el multiplicador se convierte en la unidad

$$m = 1/(1-c) = 1 \text{ con } c = 0$$

Segundo, este modelo pronostica que, a medida que la economía y el ingreso nacional permanente crecen, la relación C/y permanece constante. Esto último elimina de plano la tesis de estancamiento keynesiana conforme a la cual el peso del gasto público en el ingreso nacional debe crecer permanentemente para cubrir la deficiencia del consumo privado. A su vez, la contrapartida de dicho análisis es que el ahorro es una función creciente de la tasa de interés, por lo que al validar la presente teoría del consumo se logró recomponer la validez teórica de la estructura previa a la llegada de “la teoría general”.

3. Estabilidad de la Demanda de Dinero y la Inflación

Friedman: 2 – keynesianos: 0

Al tiempo que la evidencia empírica le daba la espalda a la función de consumo keynesiana, en los Estados Unidos se había comenzado a acelerar la tasa de inflación. Ante dicha situación, los precios fijos del sistema ideado por Keynes no brindaban solución. Para dar respuesta a ello, el gigante de Chicago decide recuperar la “Teoría Cuantitativa del Dinero” de Hume y Fisher. En ese proceso se acerca a la visión de los teóricos de Cambridge y la interpreta como una función de demanda de dinero. La función en cuestión tenía como argumentos al ingreso permanente, una división entre riqueza humana y no humana y los retornos esperados del dinero y una serie de otros activos financieros que trabajaran como sustitutos. Una vez cerrada la estructura teórica procede al testeo empírico. La función (y por ende la velocidad) es estable, lo cual implica

que los incrementos en la cantidad de dinero, en el largo plazo (momento en el cual todos los ajustes toman lugar y la economía se halla en pleno empleo) se traducen en mayores precios. Así, no sólo explicaba la creciente inflación, sino que probaba la falsedad de la trampa de la liquidez, al tiempo que la política monetaria ganaba poder.

3.1 La Demanda de Dinero

La reformulación de la demanda de dinero de Friedman se basó en la distinción entre los tenedores finales de riqueza y las empresas (dinero como insumo). Así, para los tenedores finales de riqueza la demanda de dinero tiene como determinantes i) la riqueza total (la cual mide como el ingreso permanente), ii) la división de la riqueza en formas humana y no humana y iii) las tasas esperadas de rendimientos del dinero y otros activos. A su vez, las pruebas empíricas sobre dicha función resultaron altamente estables, por lo cual no solo se descartaba la hipótesis keynesiana sino que además permitía retomar la lógica de la teoría cuantitativa.

En este sentido, Friedman, parte del supuesto de que dado un PIB nominal (determinado por el producto entre el nivel general de precios “P” y el nivel de producción agregado “y”) es necesario que la cantidad de dinero ofrecida por el Banco Central, “M” rote un número de veces “V”, de modo tal que pueda sostenerse dicho nivel de transacciones. Puesto en términos formales:

$$M.V = P.y$$

Esta ecuación fue popularizada por los economistas de la Universidad de Chicago como la ecuación del cambio. A su vez, los economistas de Cambridge utilizaban una versión alternativa de dicha ecuación que se concentraba de una forma mucho más específica sobre la demanda de dinero, la cual señalaba que la misma era determinada por una fracción constante “k” del ingreso nominal, lo cual se puede re-escribir como:

$$M = k . P . y$$

Puesto en otros términos, el factor “k” que determina la demanda de dinero es el inverso de la velocidad de circulación. Esto es, en la medida que los agentes deciden aumentar su demanda de dinero, la cantidad de veces que éste da vueltas en la economía se reduce. Por otra parte, mediante un simple despeje es posible determinar del Nivel de Precios para la economía en cuestión.

$$P = M / k.y$$

En función de ello, aplicando logaritmos, derivando respecto al tiempo y re-expresando la misma en tasas de crecimiento, se llega a una expresión más sencilla e intuitiva:

$$\pi = m - \phi - \gamma$$

Dicha expresión señala que la tasa de inflación “ π ” está determinada por el crecimiento de la oferta monetaria “ m ”, neta del aumento de la demanda de dinero “ ϕ ” y el crecimiento de la economía “ γ ”. Esta relación deja de manifiesto el carácter neutral del dinero, esto es, variaciones en la cantidad de moneda no tienen impacto sobre el nivel de actividad. De esta manera, la inflación no responde a presiones desde los costos (explicación keynesiana) sino que es “tironeada” por el lado de la demanda, esta es la razón por la cual Friedman consideró que la política monetaria es el instrumento decisivo para controlar la inflación. Además agregó que la política monetaria no determinaba variables reales tales como el producto o el empleo en el largo plazo. La visión sobre lo que el dinero puede hacer (o no) lo diferenciaron fuertemente de las visiones predominantes asociadas con la escuela keynesiana.

3.2 El Debate sobre la Inflación

Durante la década de los 70's la economía de EE.UU. atravesó un fuerte proceso inflacionario. Este proceso no fue diferente a los anteriores, salvo en una cuestión importante: para esa fecha la teoría económica estaba disputándose las causas y consecuencias de la inflación. Como se sabe, la economía es una ciencia que no admite experimentos controlados. Sin embargo esta oportunidad funcionó como tal: las “dos partes de la bibliotecas” pudieron realizar análisis sobre las causas y, consecuentemente, recomendar cursos de acción y observar los resultados obtenidos. Como tantos otros debates, las dos escuelas de pensamiento “enfrentadas” sobre las causas y el diseño de políticas para combatir la inflación fueron la keynesiana y la monetarista encabezada por Milton Friedman.

Aquí el análisis y las recomendaciones de los mayores exponentes del keynesianismo de la época:

a) **James Tobin** fue un fuerte defensor de la implementación de políticas de ingresos para controlar la inflación. Concluyó que la principal fuente de la variación de los precios obedecía a la presión de costos: “Friedman no tiene en cuenta el control de precios y salarios (o cualquier otra política de ingresos) como una medida alternativa o complementaria a las restricciones monetarias. Si los monetaristas triunfan, las economías capitalistas sufrirán alto desempleo y lento crecimiento real” (1976). “Al principio de la Administración Nixon el consejero (económico) y otros

economistas del gabinete tomaron una línea monetarista... Pero los eventos, el sentido común y la política prevaleció” (1974). “Mientras más se estimule a la economía durante el congelamiento de precios y salarios mejor. Ahora la Fed debería bajar la tasa de interés para fomentar la expansión” (1971).

De hecho, las políticas recomendadas por Tobin fueron más expansivas que las que realmente se llevaron a cabo y defendió las políticas que llevaron al primer pico inflacionario durante la década del '70. Sin embargo recomendó una política monetaria incluso más laxa que aquella que llevó al segundo pico durante los '80. Para Tobin, la administración de la demanda agregada solo tenía el objetivo de alcanzar el pleno empleo y no contribuía a controlar la inflación.

b) **Paul Samuelson**, mediante sus columnas en Newsweek, enfatizó que el proceso inflacionario que sufrió la economía americana durante la década del '70 respondió a las presiones de los gremios sobre los aumentos salariales: “¿Qué puede hacerse para anular la presión sobre los costos? Lo que se necesita es una política de ingresos exitosa” (1970). Así, en 1971 Samuelson se pronunció a favor de del plan económico de Nixon y predijo que para fines de 1972 la inflación debería ser 1% menor que si no se estableciesen controles de precios y salarios. En 1973 Samuelson argumentó que “la próxima fase de controles de precios debe ser selectivamente menos tolerante para las corporaciones industriales que fijaban precios bajo un esquema cuasi oligopólico”. Durante fines de 1970, Samuelson continuó recomendando este tipo de acciones: “recomendaría experimentar con recompensas impositivas y moderación de precios y salarios” (1978).

c) **Arthur Okun**. Cuando la Administración Nixon impuso el congelamiento de precios y salarios como medida anti-inflacionaria, Okun (Presidente de asesores económicos 1968-69) lo avaló. En los años siguientes Okun continuó apoyando las políticas de ingresos que sirvan como guías diseñadas en base a la evolución de los salarios y compatibilidad de incentivos en lugar de utilizar como herramienta el control de precios. En este mismo sentido, Okun fue un gran crítico del uso de políticas monetarias para luchar contra la inflación: “Cualquier economista profesional que respete los hechos debe concluir que la actual inflación no puede controlarse con ninguna estrategia fiscal y monetaria razonable... Las restricciones fiscales y monetarias que han sido puestas a prueba han fallado. Creo que los países que han adoptado medidas estructurales y políticas de ingresos han funcionado” (1977). “Un sistema basado en los salarios como guía fue efectivo en los 60's y, espero, lo sea ahora”

(1979). En contraste con Friedman, Okun siempre rechazó el argumento de exceso de demanda en relación al proceso inflacionario americano de los 70's: "La inflación de los últimos años no responde a un fenómeno de exceso de demanda. Pelear contra la inflación poniendo freno a la demanda agregada es absurdamente ineficiente" (1978). "Durante los años recientes, la mayor fuente de inflación ha sido el espiral salarios-precios. Cualquier cura eficiente debe dirigirse a esa causa. A esta altura, la implementación de un programa que trabaje sobre los precios y los salarios merece todo nuestro apoyo" (1979).

d) **Walter Heller**, quien fue Presidente de asesores económicos durante 1961-64, sentenció que "parece que los agentes económicos están perdiendo inhibiciones al momento de aumentar los precios... La vieja fórmula, es decir, centrarse en las industrias concentradas y los poderosos sindicatos y monitorear los incrementos de precios y salarios, tiene sentido. El Congreso debe tener en cuenta que un programa que balancee el pleno empleo sin inflación excesiva debe contener algún tipo de restricción sobre aumentos de precios derivado de la concentración industrial y aumentos salariales exigidos por poderosos sindicatos" (1976). "Lo que el país enfrenta no es un proceso inflacionario por exceso de demanda, sino la obstinada presión derivada del espiral costo-precio-salario que debe ser atacada con políticas de ingresos" (1977). Asimismo, indicaba que la política monetaria, respecto a contener la inflación, era inefectiva: "la principal causa de inflación es el espiral precios-salarios y cualquier ataque que no incluya una embestida sobre este espiral está destinado a fracasar. Recomendando una vigorosa política que restrinja el espiral salarios-precios para frenar la inflación" (1979).

e) **Gardner Ackley**, quien fuera Presidente de asesores económicos durante 1964-68, remarcó repetidamente la evidencia empírica a favor de la inflación por empuje de costos y criticó a los economistas teóricos que pretendían quitarle sentido a la inflación de costos: "pareciera que los anteriores funcionarios económicos creyeron que la inflación solo admitía presiones desde la demanda" (1961). Ya en 1971, Ackley declaró que "Mi evaluación depende en parte de la proposición según la cual la economía actual no se encuentra en un estado de exceso de demanda. Los precios individuales están creciendo porque otros precios han subido. La política de congelamiento implementada por la administración Nixon es un vital primer paso en orden a controlar la inflación, el próximo paso debiera ser reemplazar el congelamiento con políticas de ingresos".

La postura monetarista representaba un giro de 180 grados respecto a la keynesiana, en efecto mientras estos últimos indicaban como causas

del fenómeno a factores exógenos a la política económica Friedman sostenía que “Puede que los empresarios sean voraces, los sindicatos ambiciosos, los consumidores despilfarradores, los jeques árabes hagan subir el precio del petróleo y las condiciones meteorológicas a menudo sean malas. Todo esto puede conducir a aumentos de precios de bienes individuales, pero no puede llevar a un incremento general de los precios de los productos. Puede provocar una subida temporal de la tasa de inflación. Pero no puede ser la causa de una inflación continua por una razón muy simple: ninguno de estos aparentes culpables posee la máquina de imprimir estos trozos de papel que llevamos en nuestros bolsillos”.

Así, Friedman diagnosticó que la raíz de la inflación era un exceso de demanda debido al relajamiento monetario aplicado en los años inmediatamente anteriores a la década de los 70's. Por otro lado, rechazó rotundamente la noción de inflación por costos esgrimida por los máximos exponentes del keynesianismo y, consecuentemente, sus recomendaciones sobre políticas de ingresos (alguna variante de controlar precios y salarios). Friedman rechazó el control de salarios y precios como una solución dado que resultaban contraproducentes: los controles no eliminan genuinamente las fuentes de inflación sino que atentan contra las señales que brinda el sistema de precios, crean desabastecimiento o se convierten en caídas de la calidad de los bienes. Además, sostenía Friedman, la implementación de políticas de ingresos genera las condiciones para que

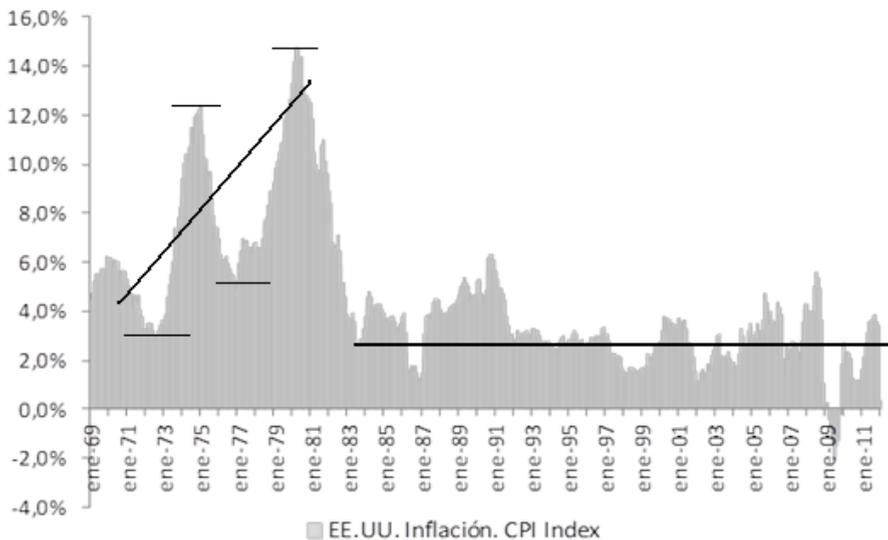


GRÁFICO 1. INFLACIÓN EE.UU. CPI INDEX. FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA EN BASE A BUREAU OF LABOUR STATISTICS

los políticos se vean tentados a expandir aun más la demanda agregada acumulando así mayores niveles de desequilibrios.

Bajo este contexto, en agosto de 1971 la Administración Nixon, seducida por las recomendaciones keynesianas, implementó un programa denominado “New Economic Policy” que incluía un congelamiento de precios y salarios que continuaba con otras fases de control.

El gráfico 1 permite observar la performance inflacionaria de la economía americana durante y después del programa aplicado por la Administración Nixon. Claramente se observa que se verificó lo predicho por Friedman, esto es, el plan basado en políticas de ingreso no actuó sobre las verdaderas causas del proceso inflacionario, sino que consiguen un freno temporal y producen picos inflacionarios cada vez mayores.

4. Sobre la Inversión y la Rigidez de los Precios

Friedman: 4 – keynesianos: 0.

El tercer gran hito en la vida académica de Milton Friedman viene dado por la publicación del libro “La Historia Monetaria de los Estados Unidos (1867-1960)”, el cual fue escrito junto a su alumna de la Universidad de Columbia, a quien tutoró su tesis, Anna Jacobson Schwartz. Esta obra no solo es uno de los documentos más influyentes en el campo de la teoría monetaria, sino que a la luz del debate con los keynesianos, puesto en términos futbolísticos, el capítulo 7 que trata sobre “La Gran Contracción de 1929-1933” es una paliza equivalente a la que le propinó Alemania a Brasil durante el primer tiempo del partido de semifinales del reciente mundial. En dicho capítulo, no solo se prueba la potencia de la política monetaria, sino que además pulveriza la idea de los precios fijos (rígidos a la baja) y desnuda el problema (confusión) keynesiano de la ilusión nominal en la determinación de la inversión. Esto es, la tasa de interés nominal podía ser nula, pero dada la deflación la tasa real era enorme. De esta manera, quedaba demostrado que tanto las rigideces de precios y salarios a la baja, como la peregrina idea de los empresarios guiados por los espíritus animales carecían de sustento empírico.

En cuanto al legado de Friedman & Schwartz, el mismo proviene del emblemático libro: “A Monetary History of The United States 1867-1960” cuyo Capítulo 7 realiza un profundo estudio monetario sobre “La Gran Contracción de 1929-1933”. Dicho capítulo, sin lugar a duda y en contra de la visión generalizada de los economistas y círculos del poder de la época (quienes al tiempo que señalaban la ineffectividad de la políti-

ca monetaria clamaban por un mayor gasto público), es un fiel testimonio de la brutal efectividad de la política monetaria. Paradójicamente, luego de los eventos ocurridos durante la crisis 1929-1933, durante décadas se estableció que dentro de la economía el dinero no jugaba rol alguno, aún durante la Gran Contracción. En este sentido, Friedman & Schwartz demuestran que la drástica caída en la cantidad de dinero durante dichos años y el desarrollo de pánicos bancarios de severidad sin precedentes no fue la consecuencia de hechos ajenos al diseño de la política monetaria sino todo lo contrario. Durante el transcurso de la Crisis el Sistema de la Reserva Federal tenía plenos poderes para dar fin al proceso de contracción monetaria que llevó a la deflación, pánico bancario y caída del nivel de actividad económica.

Es más, haciendo uso de sus poderes naturales, efectivamente la FED podría haber evitado la profundización de la Crisis tanto a finales de 1930 como a mediados de 1931. Más aún, las políticas requeridas para prevenir la caída en la cantidad de dinero y brindar la liquidez suficiente a los bancos no implicaban modificaciones radicales; de hecho, el tipo de medidas que la situación requería ya habían sido implementadas por la FED en años anteriores y no implicaban cambios burocráticos ni modificaciones en la estructura de poderes. En pocas palabras, lo que Friedman & Schwartz demuestran es que a contrasentido del clamor keynesiano de la época, el dinero era importante y que todas las crisis de magnitud, con especial énfasis en la Gran Depresión, estaban asociadas a fuertes desajustes monetarios.

De acuerdo al análisis de Friedman, la Gran Depresión destruyó la credibilidad de la teoría cuantitativa del dinero porque se interpretó ampliamente que demostraba que la política monetaria era ineficaz, al menos para enfrentar una caída de la actividad económica. Sin embargo, esta interpretación de la depresión era completamente equivocada. Resulta que, al reexaminar la cuestión, la depresión aparece como un testamento trágico acerca de la efectividad de la política monetaria, no una demostración de su impotencia.

Keynes asumió que la velocidad de circulación del dinero, en vez de ser altamente estable, es muy adaptable. Si aumenta la cantidad de dinero lo que sucedería, dijo, es que disminuiría la velocidad de circulación del dinero y no sucederá nada con los precios o la producción. Lo que importa, siempre según Keynes, no es la cantidad de dinero sino la parte del gasto total que es independiente de los ingresos corrientes, lo que se ha dado en llamar gasto autónomo y que en la práctica se identifica en gran medida con las inversiones y los gastos del Estado.

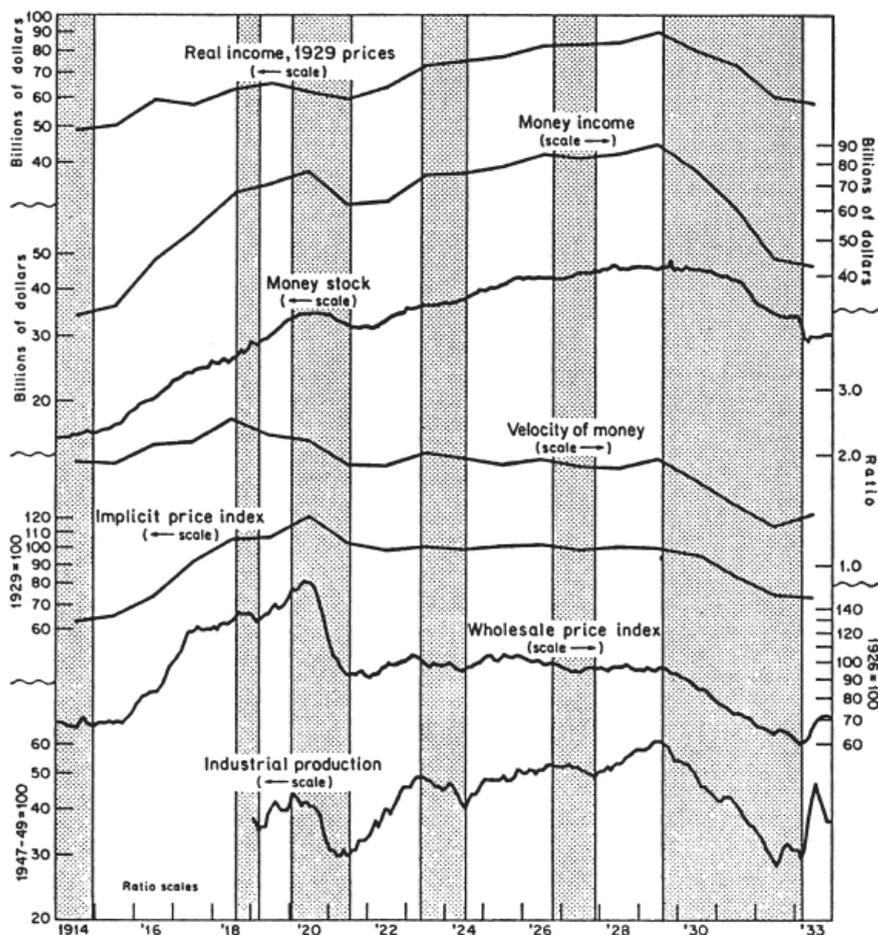


GRÁFICO 2. RE-EVALUACIÓN DE LA GRAN CONTRACCIÓN. FUENTE: "THE GREAT CONTRACTION 1929-1933" DE MILTON FRIEDMAN Y ANNA SCHWARTZ (2007)

Así, Keynes desvió la atención del papel que cumple el dinero y su relación con el flujo de ingresos, y la dirigió hacia la relación entre dos flujos de ingreso, el que corresponde al gasto autónomo y el que corresponde al gasto inducido. Es más, sostuvo que los precios son altamente rígidos mientras que las cantidades cambian fácilmente. De aquí la conclusión según la cual la gran recesión fue resultado de un colapso de la demanda de inversión, lo que a su vez fue reflejo de un colapso de las oportunidades productivas para invertir capital. Así, la locomotora y el motor de la gran recesión fue el colapso de la inversión transformada en un colapso de los ingresos por el proceso de multiplicación.

Esta doctrina tuvo implicancias de largo alcance para la política económica. Significaba que la política monetaria tenía poca importancia. Su única función era mantener bajas las tasas de interés, tanto para reducir la presión sobre el presupuesto estatal en lo referido al pago de intereses por sus deudas, como por el hecho de que podía tener un pequeño efecto de estímulo sobre las inversiones.

El aporte de Friedman está relacionado con la re evaluación del rol de la política monetaria durante la gran contracción. Cuando examinó los datos en detalle resultó que la mala política monetaria tenía gran parte de la culpa. En los Estados Unidos se redujo en un tercio la cantidad de dinero entre 1929 y 1933. Esta reducción claramente hizo mucho más prolongada y seria la depresión de lo que hubiera sido de otro modo. Además, y tan importante como lo anterior, resultó que la reducción de la cantidad de dinero fue una consecuencia directa de las políticas instrumentadas por el sistema de la Reserva Federal.

En este marco, Friedman determinó que no solo la cantidad de dinero cayó un tercio (al igual que la cantidad de bancos), sino que se contrajo el producto real y el nivel de precios (ver gráfico 2). En el fondo, no es que la política monetaria había sido puesta a prueba y fracasó sino que no se intentó ponerla en práctica. En definitiva, se la había utilizado para imponer una deflación increíble a la economía norteamericana y al resto del mundo.

La deflación resultante por el error cometido por la Reserva Federal, no solo está en contra de la afirmación keynesiana de inflexibilidad a la baja de precios y salarios, sino que permite realizar una re evaluación sobre el comportamiento de la inversión durante el periodo. Recuérdese que para Keynes la inversión no respondía a la tasa de interés sino que estaba determinada por el humor de los empresarios (animal spirits) ya que se dejaba de lado el rol de la tasa de interés por estar en su límite nominal inferior (0% de tasa de interés nominal).

Para esto mismo, Friedman recurre al efecto Fisher:

$$i = r + \pi^e \rightarrow r = i - \pi^e$$

Donde el mismo establece que la tasa de interés nominal está dada por la suma de la tasa de interés real (r) más la tasa de inflación esperada (π^e), o, alternativamente, la tasa de interés real es la diferencia entre la tasa de interés nominal y la tasa esperada de inflación. Así, aun con tasas nominales cercanas a cero si los agentes esperan que la evolución del nivel de precios sea deflacionaria, entonces la tasa de interés real será positiva.

Así, el Profesor Friedman recupera la idea de que la inversión es una

función inversa de la tasa de interés real. Es más, aun con tasas de interés nominales nulas, mientras mayor sea la deflación esperada mayor será la tasa de interés real y con ello menor el nivel de inversión.

En resumen, Friedman demostró que los datos arrojaban evidencia sobre la potencia de la política monetaria durante la Gran Contracción. Es más, el propio documento deja de manifiesto que la crisis fue consecuencia de un pésimo diseño de política monetaria.

En definitiva, al contrario de lo que sostenían los keynesianos, los precios y salarios no resultaron ser inflexibles a la baja, ni tampoco la inversión se derrumbó por culpa del humor de los empresarios. La contracción monetaria en simultáneo con la caída de la velocidad de circulación del dinero (aumento de la demanda de dinero) generó presiones deflacionarias que afectaron negativamente al desempeño de la economía en su conjunto. De hecho, con este episodio, el Profesor Friedman no sólo volvió a reconciliar la teoría económica con los datos, sino que brindó los fundamentos analíticos utilizados por Benjamin Shalom Bernanke durante la reciente gran crisis.

5. El Debate sobre la Curva de Phillips

Friedman: 5 – keynesianos: 0

Mientras que tomaba lugar la creciente tasa de inflación, los keynesianos seguían buscando una ecuación que les permitiera explicar el continuo aumento de precios sin defraudar a los políticos. En esa búsqueda desesperada, la relación entre variación de salarios y la tasa de desempleo encontrada por William Phillips (1958), la transformación de la misma en términos de inflación y desempleo de Richard Lipsey (1960) y la “validación empírica” de Samuelson y Solow (1960) parecía venir al rescate de Keynes y sus discípulos. Dicha curva brindaba una solución a los problemas de desempleo a cambio de resignarse a una mayor inflación. Esto es, existía una relación inversa entre inflación y desempleo de largo plazo, la cual no solo era estable, sino que además implicaba que el dinero era no neutral. Sin embargo, Milton Friedman sospechaba que dicha relación fuera estable. Su trabajo sobre dinero e inflación daba cuenta de la neutralidad del dinero a largo plazo. En función de ello, y especialmente en base a la evidencia empírica construyó la hipótesis de la tasa natural de desempleo. Si bien tomaba de inicio la Curva de Phillips, le sumaba las expectativas (adaptativas) de inflación. De esta manera, un aumento en la tasa de crecimiento en la cantidad de dinero generaba una mayor tasa de inflación, cuya contrapartida era una reducción en la tasa de desempleo. Sin embargo, dicho resultado surgió

de los errores de pronóstico de los agentes. Por lo tanto, una vez que los agentes incorporaban la información, el desempleo volvía a su tasa natural, aunque la tasa de inflación no bajaba.

Tal como se afirmó anteriormente, la teoría keynesiana supone que el nivel general de precios es un dato, es decir, es una variable que el modelo no determina sino que viene dada exógenamente por factores institucionales. Este fenómeno fue observado y especificado por Friedman y recibió el nombre de ecuación faltante (the missing equation): el sistema de ecuaciones keynesiano carece de una función que determine el nivel general de precios. Como consecuencia se elimina la distinción entre variables nominales y reales.

La aparición de fenómenos inflacionarios obligó al paradigma keynesiano a subsanar el problema de la ecuación faltante. En la década de los '50 A. W. Phillips (1958) analizó los datos de desempleo y tasas de variación del salario nominal para la economía británica entre los años 1861-1957 y encontró una robusta relación negativa entre ambas variables. Teóricamente Phillips sostuvo esta relación empírica mediante curvas estáticas de demanda y oferta de trabajo: cuando la cantidad de trabajo demandada excede la cantidad ofrecida, el salario aumenta hasta que el mercado se vacía. Asimismo, argumentaba Phillips, la tasa de variación porcentual de los salarios cae a medida que se cierra el exceso de demanda laboral. De esta manera, la tasa de desempleo (U) viene determinada negativamente por la tasa de variación de los salarios nominales (w):

$$U = f(w) \text{ donde } U_w < 0$$

Richard Lipsey (1960) llevó esta relación un paso adelante mediante la introducción al análisis de imperfecciones en el mercado de bienes (existencia de estructuras productivas concentradas), lo cual le permitía generar una ecuación de mark-up. De acuerdo a este mecanismo, el desempleo se transforma en una función negativa de la variación del nivel general de precios (π), es decir

$$U = f(\pi) \text{ donde } U_\pi < 0$$

Estas relaciones se encuentran graficadas en el cuadro 3.

Por último, Samuelson y Solow (1960) convalidaron económicamente la relación propuesta por Lipsey dando el sustento empírico necesario para que el paradigma keynesiano adopte la relación de Phillips como una respuesta al problema de la ecuación faltante dado que conectaba al mercado real con el sistema monetario⁶. El particular interés por

⁶ Sin embargo, la curva de Phillips no especifica el nivel general de precios sino su

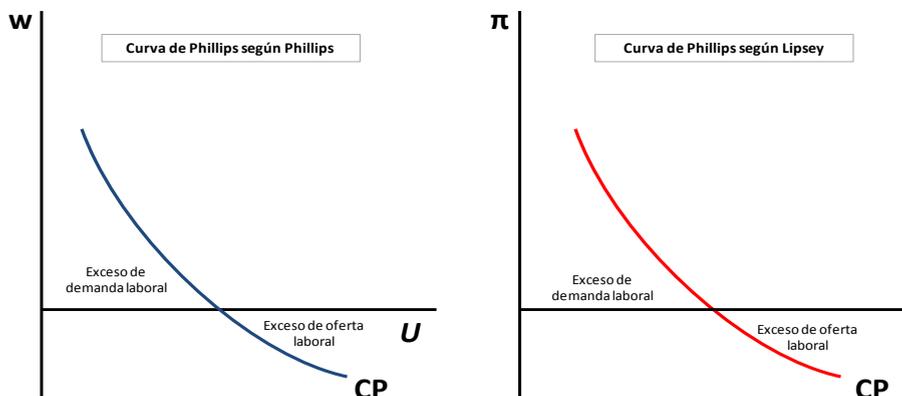


GRÁFICO 3. CURVAS DE PHILLIPS

esta relación es que proporcionaba un poderoso instrumento de política económica: los hacedores de política enfrentan un trade off (disyuntiva) entre inflación y desempleo. En este sentido, este modelo supone que las autoridades pueden optar por un nivel de empleo objetivo y alcanzarlo con el correspondiente nivel de inflación. Es así como para mediados de la década de los '60, la curva de Phillips se había transformado en una de las relaciones más aceptadas de la teoría económica tanto por economistas como por políticos.

Así las cosas, la realidad comenzó a desdibujar el modelo. Una de las predicciones de la relación de Phillips es que el desempleo y la inflación son mutuamente excluyentes: un elevado nivel de inflación está asociado a un bajo nivel de desempleo, es decir, elevado nivel de actividad económica. Sin embargo, durante mediados de la década de los '60 comenzó a manifestarse un fenómeno que el herramental keynesiano no podía explicar: tanto en Inglaterra como en otras economías desarrolladas se verificaban en forma simultánea aumentos de la tasa de desempleo y elevados niveles de variación del nivel general de precios. Este fenómeno, que se denominó estancflación⁷ (stagflation) minó la confianza que la academia y la clase política había depositado en la curva de Phillips y abrió un interrogante en materia de teoría económica.

La respuesta llegó de la mano de Milton Friedman (1968). En la tradi-

variación porcentual.

⁷ La denominación se debe a Ian McLeod, Ministro de Finanzas inglés, quien en 1965 anunció ante el parlamento: “Ahora tenemos lo peor de ambos mundos: no sólo inflación por un lado o estancamiento por el otro, sino ambos juntos. Tenemos una especie de “estancflación”. Y, en términos modernos, se está haciendo historia”

ción de Friedman la relación de Phillips resulta sospechosa ya que si más inflación está asociada a menores niveles de desempleo, entonces el dinero es no neutral. Aunque los datos parecían convalidar la relación, al ampliar el horizonte temporal observado el impacto real del shock inflacionario cedía hasta esfumarse. Esto es, en el corto plazo mayores tasas de inflación tenían impacto sobre cantidades mientras que de largo plazo el dinero es neutral.

Esta sospecha teórica fue modelada por Friedman mediante la introducción de tres conceptos claves en el marco de la Curva de Phillips: (i) desplaza al salario nominal por el real como determinante de la oferta y demanda laboral, (ii) caracteriza al mercado laboral bajo una dinámica que exige que se firmen contratos a plazos, de manera que los agentes deben realizar una previsión sobre la evolución de la inflación en el periodo relevante y (iii) introduce el concepto de tasa natural de desempleo. En términos concretos, los cambios introducidos por Friedman son:

Salario real. Friedman caracterizó el análisis de Phillips como falaz⁸ dado que estableció funciones de oferta y demanda laborales dominadas por salarios nominales: “Toda la teoría económica, desde Adam Smith hasta el presente, nos ha dicho que el eje vertical (de un diagrama del mercado de trabajo) debe representar no el salario nominal sino el salario real” (Friedman, 1976). Entonces, bajo este nuevo esquema el salario nominal es irrelevante en relación al nivel de empleo, es decir, un alto desempleo genera presiones bajistas sobre el salario real, sin embargo esto puede darse en un escenario de salarios nominal crecientes siempre y cuando la inflación crezca más rápido. Asimismo un nivel de empleo de equilibrio que no motiva cambios en el salario real se puede verificar aun con el salario nominal variando en cualquier dirección y a cualquier velocidad si son neutralizados por variaciones en idéntico sentido y magnitud del nivel general de precios.

Inflación esperada. Además de rescatar al salario real como determinante de las funciones de demanda y oferta laboral, Friedman introduce al análisis una característica fundamental del mercado laboral: los contratos a plazo. Entonces, el salario relevante no es ya el real sino el salario real previsto: tanto empleados como empleadores, al establecer un vínculo de plazo, deben hacer previsiones sobre la tasa de inflación futura, esto es, deben establecer la tasa de inflación esperada (π^e). Friedman utiliza

8 Sin embargo esbozó una justificación metodológica a Phillips: “¿Cómo es posible que una mente tan fina como la de Phillips pudiera confundir salarios nominales con reales?” se pregunta y responde “Se vio llevado a ello por el clima intelectual dominante, engendrado por la revolución keynesiana ... el aspecto esencial era suponer que los precios son rígidos respecto al nivel de producción por lo que un cambio en la demanda se reflejaría casi enteramente en la producción y muy poco en los precios”. Friedman (1976).

como mecanismo para elaborar previsiones la hipótesis de expectativas adaptativas: parados en el periodo t , los agentes forman sus expectativas sobre inflación como un promedio ponderado de las inflaciones observadas en periodos pasados.

Tasa natural de desempleo. Friedman sostiene que existe un nivel de desempleo de equilibrio que responde a las condiciones reales existentes en el mercado de trabajo. El hecho de que ese nivel sea de equilibrio significa que no genera presiones ni a la baja ni al alza sobre los salarios reales y está determinado por variables tales como el stock de capital de la economía, la flexibilidad del marco regulatorio del mercado de trabajo, las políticas públicas sobre desempleo y los patrones de comportamiento de los agentes. El objeto de este concepto es diferenciar los aspectos monetarios de los no monetarios en la situación de empleo.

A partir de estos instrumentos, Friedman realiza un análisis secuencial con fundamentos microeconómicos que puede resumirse en el gráfico 4 y da origen a la denominada curva de Phillips aumentada por expectativas.

Supóngase una economía que se encuentra en equilibrio, es decir con un nivel de desempleo acorde con la tasa natural (μ). Además tanto empleados como empleadores han previsto estabilidad en el nivel general de precios ($\pi^e = \mu$) y efectivamente la economía se desenvuelve sin inflación ($\pi = 0$). Gráficamente esta situación se corresponde con el punto 1 sobre la curva de Phillips de corto plazo 0 (CPcp0) del gráfico.

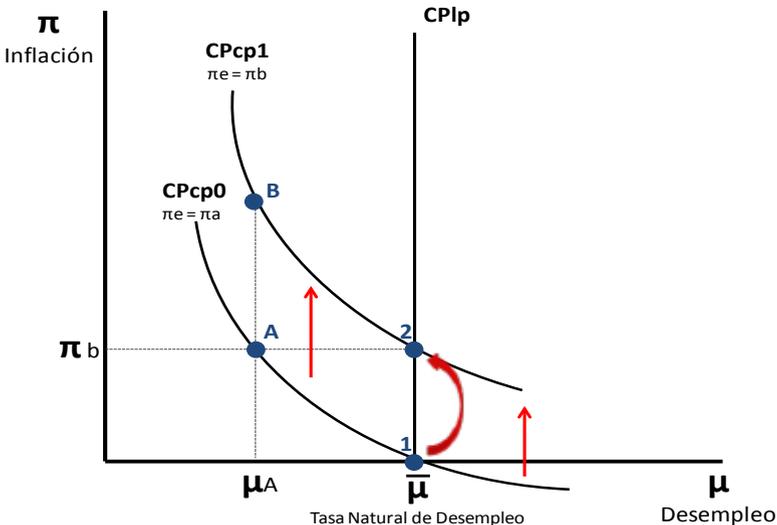


GRÁFICO 4. CURVA DE PHILLIPS AUMENTADA POR EXPECTATIVAS

Ahora, admítase que debido a un aumento repentino en la cantidad de dinero por parte de la autoridad monetaria la inflación efectiva es positiva e igual a π_b . Aquí comienza a tener relevancia la inflación prevista. Dado que esta no se ha modificado, los empresarios interpretan el incremento del precio como una variación de los precios relativos a su favor. Consecuentemente, perciben un descenso del costo salarial real (en términos del precio de lo que producen) y están dispuestos a contratar más empleados a un salario nominal más elevado, es decir, aumenta la demanda de trabajo. Por su parte los trabajadores asocian este aumento del salario nominal como un aumento del salario real (dado que sus expectativas sobre la inflación esperada no han cambiado) y, por lo tanto, están dispuestos a ofrecer más trabajo, esto es, aumenta la oferta laboral. Como consecuencia la economía se traslada al punto A del gráfico 4 con un nivel de empleo “súper pleno” ($\mu_A < \tilde{\mu}$) y un mayor nivel de inflación⁹ ($\pi_b > 0$). Conforme avanza el tiempo, tanto trabajadores como empleadores perciben que el aumento de precios no se da a favor de los bienes que producen sino que obedece a un aumento en el nivel general de precios. Como respuesta incorporan la nueva información a la inflación esperada, de forma tal que $\pi^e = \pi_b$, lo cual gráficamente implica que la curva de Phillips de corto plazo se desplaza hacia arriba (de CPc0 a CPc1) hasta que el nuevo equilibrio se alcanza en el punto 2 con igual tasa de desempleo que al inicio, mayor nivel de inflación y mayor tasa de crecimiento de los salarios nominales.

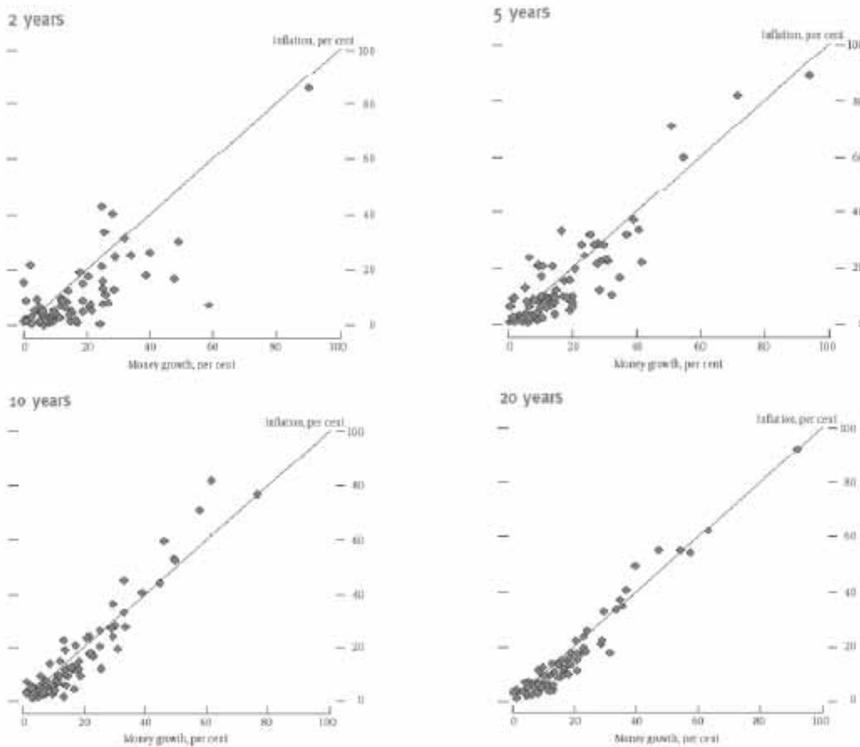
El resultado novedoso del análisis de Friedman es la distinción entre los efectos de corto y largo plazo de una política inflacionaria. En efecto, durante periodos cortos de tiempo existe un trade-off entre inflación y desempleo en la medida que los agentes no anticipen correctamente la inflación del periodo relevante, sin embargo a medida que los actores incorporan la nueva información en el proceso mediante el cual forman sus expectativas, el efecto se diluye hasta alcanzar el nivel de desempleo correspondiente con la tasa natural. En este sentido pueden diferenciarse dos tipos de curva de Phillips: (i) las curvas de Phillips aumentadas por expectativas de corto plazo (cuya pendiente es negativa) y (ii) una curva de Phillips de largo plazo (CPlp en el gráfico 4) que no responde al nivel de inflación y es consistente con la tasa natural de desempleo, es decir, con las características reales de la economía. En este sentido, Friedman rescata el concepto clásico de neutralidad del dinero que, aunque en el corto plazo puede no serlo, se verifica plenamente en el equilibrio de largo plazo.

Con el transcurso del tiempo la evidencia empírica validó amplia-

⁹ Debe tenerse presente que aunque la economía está efectivamente en un mayor nivel de inflación, los agentes todavía no lo han incorporado plenamente.

mente las predicciones del modelo monetarista. En efecto, el gráfico 5 elaborado en base datos de diferentes países y periodos, establece que durante los primeros dos años, los incrementos en la cantidad de dinero tiene un impacto débil, aunque positivo, sobre el nivel general de precios. Esto pone de manifiesto la existencia de trade off entre inflación y desempleo en el corto plazo, es decir, una política monetaria expansiva afecta tanto al nivel de precios como a la economía real. Sin embargo, cuando el análisis se realiza para periodos más largos, por ejemplo 5 años, el efecto sobre la actividad se va diluyendo y el impacto se traslada a precios. Cuando se contempla un espacio temporal más amplio, como ser 20 años, no queda efecto alguno sobre el nivel de actividad y empleo y sólo queda una mayor inflación.

La mecánica del ajuste tiene que ver con la rapidez en que los agentes adaptan las expectativas y adquieren habilidades para detectar las conductas de la autoridad monetaria. Es decir, si el juego se da en forma



Fuente: De Gregorio en base a estadísticas mundiales relevadas por el FMI

GRÁFICO 5. EMISIÓN MONETARIA Y NIVEL DE PRECIOS. EVIDENCIA INTERNACIONAL.

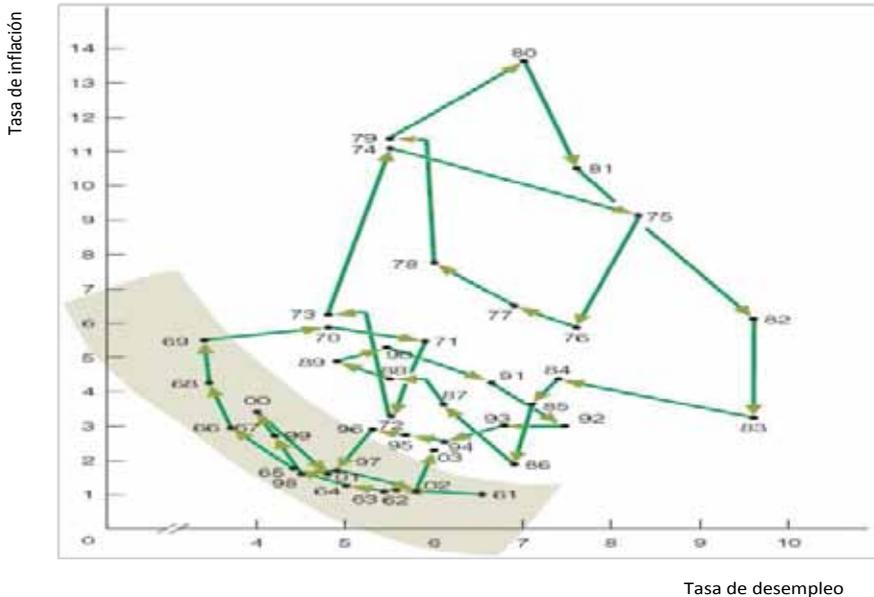


GRÁFICO 6. EE.UU. EVOLUCIÓN DE LA TASA DE INFLACIÓN Y EL DESEMPLEO.
FUENTE: GWARTNEY, STROUP, SOBEL Y MACPHERSON

repetitiva los agentes se van adaptando cada vez más rápido y a la política monetaria le resulta más difícil “engañarlos”.

Asimismo, el gráfico 6 permite observar la dinámica de la transición del ajuste. El espacio sombreado representa la curva de Phillips que validaron econométricamente Solow y Samuelson. Como se ve la pendiente negativa, es decir el trade-off, es evidente. Sin embargo, con el correr del tiempo la Curva de Phillips de corto plazo se desplaza en el espacio desempleo-inflación a medida que los agentes incorporan la nueva información al formar las expectativas.

En definitiva, el último gráfico no solo deja de manifiesto el triunfo de la tesis de Milton Friedman, sino que además refleja dos virtudes: (i) la de poder ver más allá de las lentes del corto plazo y (ii) una gran dosis de paciencia para esperar que los resultados salgan a la luz mientras que debía soportar la fanfarronería de políticos y keynesianos.

6. Testeo final de la Tesis Friedman-Schwartz

Friedman (post mortem): 6 – keynesianos: 0.

Milton Friedman nos dejó en 2006. Su vida académica estuvo signada por desenmascarar el fraude intelectual instrumentado por John

Maynard Keynes y sus seguidores, quienes dedicaron su vida al culto de la religión del estado. Sin embargo, pese a los abrumadores resultados, durante la última gran crisis, las ideas del inglés retomaron impulso. Afortunadamente para el bienestar de la humanidad, Benjamin Shalom Bernanke, desde la Reserva Federal e inspirado por el capítulo 7 de “La Historia Monetaria de los Estados Unidos” aportó la contrastación empírica que puso cifras definitivas al debate.

Tal como ocurriera durante la Crisis de 1929-33, la crisis Sub-Prime disparó un fuerte aumento en el grado de aversión al riesgo, lo cual tuvo como contrapartida un fuerte incremento en la demanda de títulos emitidos por el sector público americano, esto es dinero y bonos.

Consecuentemente, mientras se abrían los spreads entre los títulos públicos y privados por el cambio de tenencias en los portafolios, el fuerte aumento de la demanda de dinero generaba un estrepitosa caída en la velocidad de circulación, lo cual deprimía la demanda de bienes, ajustando en parte por la vía de los precios y en parte por ajustes de cantidades (fenómeno natural asociado a la relativa lentitud del mercado de bienes respecto a los mercados financieros) traduciendo las caídas del producto en un abrupto aumento de la tasa de desempleo.

El gráfico 7 deja de manifiesto no solo la gravedad de la crisis sino también las similitudes con la Gran Depresión. En este sentido, mientras que durante la Crisis del 29-33 la velocidad cayó a un poco más de la mitad, en la última crisis la caída de la velocidad fue de un 75%. De esta manera, la demanda de bienes llegó a retraerse casi un 10%, mientras que la inflación pasó de una tasa positiva del 4% a una negativa del 1%. Es más, en términos de inflación, si en lugar de tomarse el registro anual se tomara períodos más cortos anualizados, como ser seis, cuatro y tres meses, hay momentos en que la deflación supera el 10%.

Naturalmente, en este contexto en el que tanto el consumo como la inversión se desplomaban, ya sea por el aumento en el grado de aversión al riesgo como por el aumento de tasas que enfrentaba el sector privado (al tiempo que se cerraba el crédito), se gestaba un exceso de oferta en el mercado de bienes que derramó sobre el mercado de trabajo, por lo que la tasa de desempleo pasó de un nivel del 5,2% a un nivel del 10,2%. La simple inspección del gráfico 7 (Crisis Sub-Prime) puesto en comparación con el 2 (Gran Depresión), deja en claro que la situación que debió enfrentar Ben Bernanke ha sido mucho más complicada que la de su par de aquellos tiempos George Harrison. Sin embargo, a diferencia de lo que sucedió durante 1929-1933, Bernanke no solo es un gran economista

monetario (con especialidad en lo ocurrido durante la Gran Depresión de 1929-33), sino que además ha contado con una mayor cantidad de instrumentos para hacer frente a la situación: (i) la propia experiencia de la Gran Depresión, (ii) mejor calidad de la información y (iii) la obra de

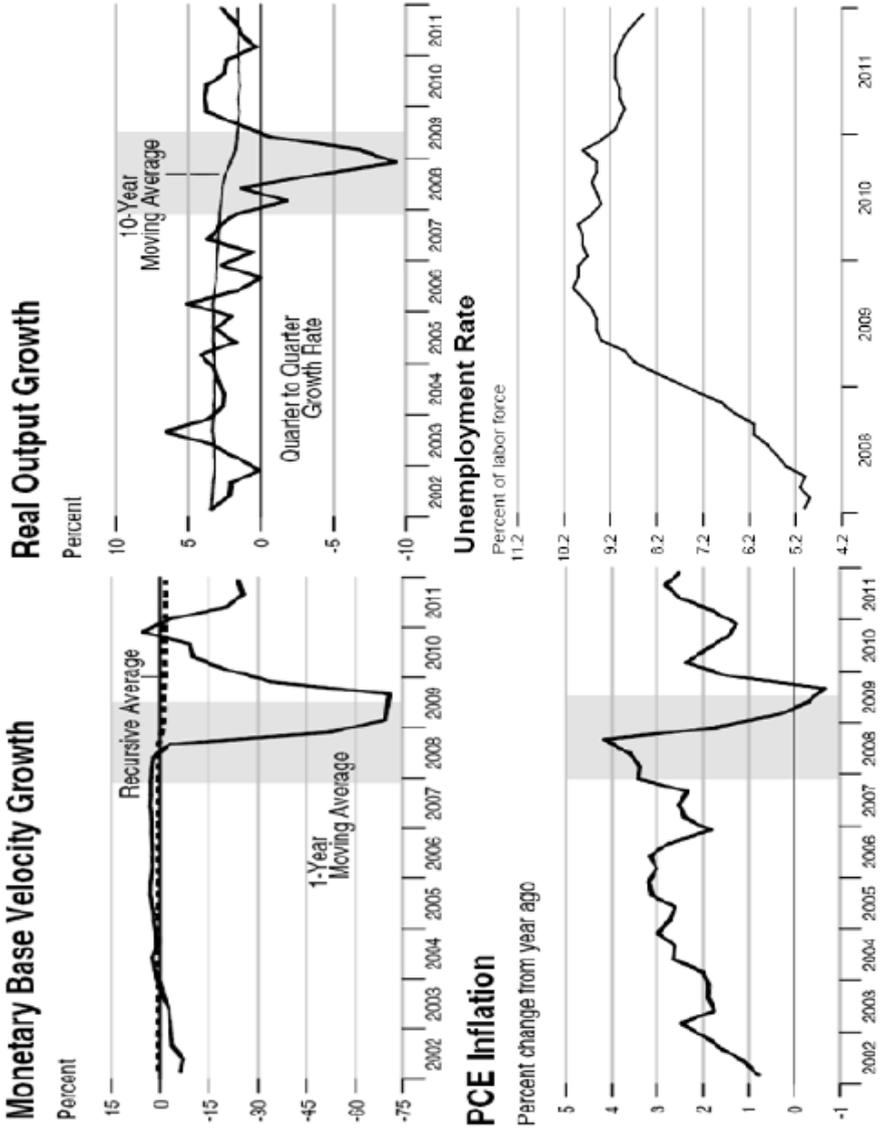


GRÁFICO 7. COMPORTAMIENTO DE LA ECONOMÍA DURANTE LA CRISIS SUB-PRIME
FUENTE: RESERVA FEDERAL

Friedman & Schwartz que sacaron al mundo de la oscuridad interpretativa sobre el fenómeno en cuestión.

En este sentido, rápida de reflejos, durante 2008, la Reserva Federal llevó la tasa de referencia de niveles del 5,25% a niveles del 0,25%. Sin embargo, al ver que la economía todavía estaba en la senda de la deflación y el desempleo (al tiempo que revivían los ataques keynesianos que señalaban la ineffectividad de la política monetaria), la FED, saliendo de su libreto tradicional y abrazando las recomendaciones surgidas de “A Monetary History of The United States 1867-1960” implementó los Programas de Relajamiento Cuantitativo (QE). Puesto en otros términos, si el público deseaba hacer reventar sus bolsillos con papelitos verdes, para que no se derrumbara aún más la demanda de bienes, el Banco Central salió a satisfacer ese deseo imprimiendo todos los billetes que hicieran falta. Así las cosas, mayores tenencias de dólares no implicaba menor cantidad de bienes, poniendo fin a la caída en el nivel de actividad y el empleo.

Es indudable que las acciones tomadas por la autoridad monetaria fueron, cuando menos, el principal motivo por el cual el mundo no cayó, nuevamente, en una gran contracción. Es igual de indudable que detrás de esas medidas está el fenomenal acervo de conocimiento que nos dejó Friedman. En este sentido, nada mejor para medir la impresionante herencia del pensamiento del Profesor Friedman que las palabras directas de uno de sus herederos. Así se expresaba Ben Bernanke durante el 8 de Noviembre de 2002, en un discurso pronunciado en la Universidad de Chicago en Honor a Milton Friedman:

“The brilliance of Friedman and Schwartz’s work on the Great Depression is not simply the texture of the discussion or the coherence of the point of view. Their work was among the first to use history to address seriously the issues of cause and effect in a complex economic system, the problem of identification... For practical central bankers, among which I now count myself, Friedman and Schwartz’s analysis leaves many lessons. What I take from their work is the idea that monetary forces, particularly if unleashed in a destabilizing direction, can be extremely powerful. The best thing that central bankers can do for the world is to avoid such crises by providing the economy with, in Milton Friedman’s words, a “stable monetary background”—for example as reflected in low and stable inflation. Let me end my talk by abusing slightly my status as an official representative of the Federal Reserve. I would like to say to Milton and Anna:

Regarding the Great Depression. You're right, we did it. We're very sorry. But thanks to you, we won't do it again."

En definitiva, los resultados de Friedman no se quedaron en un mero testeo empírico y un conjunto de sistemas de ecuaciones que daban por tierra a la gigantesca montaña de falacias keynesianas, sino que además, cuando los acontecimientos requirieron que sus postulados fueron puestos a prueba, los resultados dejaron en evidencia la validez de las contribuciones del Padre del Monetarismo. Como conclusión, las enormes contribuciones de Milton Friedman no sólo hacen que hoy todo el mundo (salvo algunos renegados) disfrute de menores tasas de inflación, sino que una mejor comprensión de la Gran Contracción de 1929-1933 evitó que la humanidad tuviera que volver a padecer una situación de dolor extremo.

Gracias Profesor.

Acorralados por el fantasma del rodrigazo¹⁰

En su libro “La economía en una lección (1946)”, Henry Hazlitt señalaba: “Hoy es el mañana que nos aconsejaba despreocuparse del mal economista de ayer. Las repercusiones remotas de ciertos métodos económicos pueden hacerse tangibles dentro de escasos meses; otras quizá requieran el transcurso de varios años, y tal vez precisen el paso de décadas. Pero, en todo caso, las consecuencias remotas se hallan contenidas en la política en cuestión tan fatalmente como el polluelo en el huevo o la flor en la semilla”. Más allá de las diferencias individuales, es posible identificar cuatro etapas en las políticas populistas. En la primera, la política macroeconómica luce exitosa, porque los inventarios y las reservas permiten acomodar la expansión de demanda, aumentando el nivel de actividad con muy poco impacto en la tasa de inflación. En la segunda etapa aparecen los cuellos de botella. En la tercera los desequilibrios se exageran, la inflación se acelera, se desmonetiza la economía y la restricción externa precipita la salida de capitales. En la cuarta etapa, se aplica una política de estabilización.

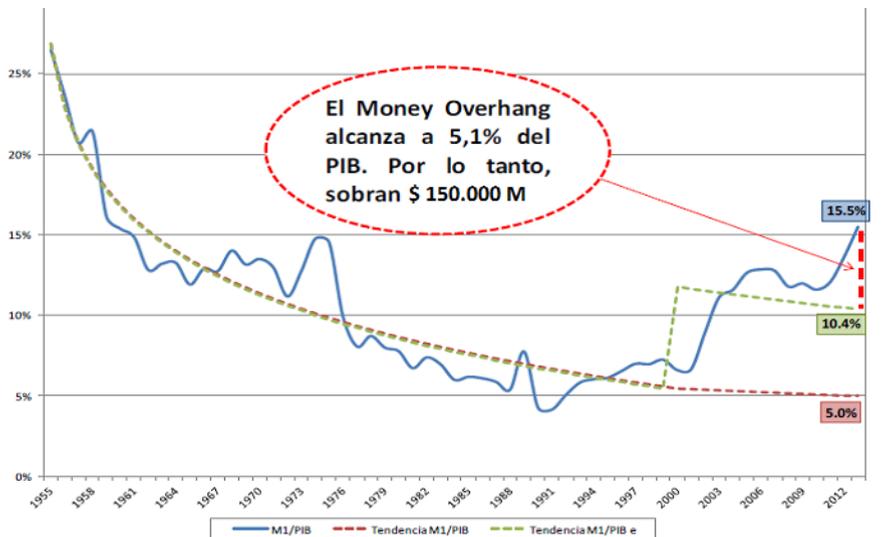
A la luz de los hechos, Argentina ya ha transitado las primeras tres etapas. La primera de ellas tuvo lugar desde el tercer trimestre de 2002, hasta 2006, donde la economía se expandió a un ritmo del 9%, mientras que la tasa de inflación promedio fue del 8%. A su vez, el período que va desde 2007 hasta 2011 se muestra en línea con la segunda de las etapas donde el resultado fue una caída en la tasa de crecimiento promedio al 5.7% y un aumento de la tasa de inflación promedio al 22%. Naturalmente, el inicio de la tercera etapa viene dada por la implementación del CEPO cambiario que, ante la inconsistencia entre las políticas fiscal, monetaria y cambiaria, tuvo como objeto “devaluar sin tocar el tipo de cambio” instrumentando un ajuste de cantidades, es decir, sin modificar el nivel de paridad cambiaria ni perder reservas. Así, luego de dos años de bajas tasas de crecimiento, tasa de inflación creciente, brecha cambiaria en aumento y fuerte pérdida de reservas del BCRA, nos encontramos en la fase final del proceso: la necesidad de implementar un plan de estabilización.

Las condiciones objetivas de la economía demuestran que un nuevo

¹⁰ El presente artículo fue escrito en colaboración con Diego Giacomini y Federico Ferrelli Mazza

Rodrigazo es posible. Hoy M1 alcanza un 15,5% del PIB (previo al Rodrigazo era 14,8%) cuando el promedio histórico de los últimos cuarenta años es de 8,8% y el valor de la tendencia de largo plazo es 5%. Sin embargo, el salto estructural en dicha variable luego de la salida de la Convertibilidad señala que su valor de equilibrio se ubica en torno al 10,5% del PIB. Esto es, hoy en la economía sobran por lo menos \$150.000M (5% del PIB) y de mediar un cambio de humor que redujera la demanda de dinero a su valor de equilibrio, el salto en los precios sería del 50%. Si a esto le sumamos niveles de emisión del 30% (esto es, no hay mayor deterioro de las cuentas públicas), la tasa de inflación sería del 100%. Por otra parte, si la demanda de dinero se moviera hacia la tendencia de largo plazo, el salto en el nivel de precios sin emisión sería del 210%, mientras que de mantenerse la presente situación fiscal (suponiendo que no habría efecto Olivera-Tanzi –caída de la recaudación real por aumento de la inflación-) la inflación sería del 300%.

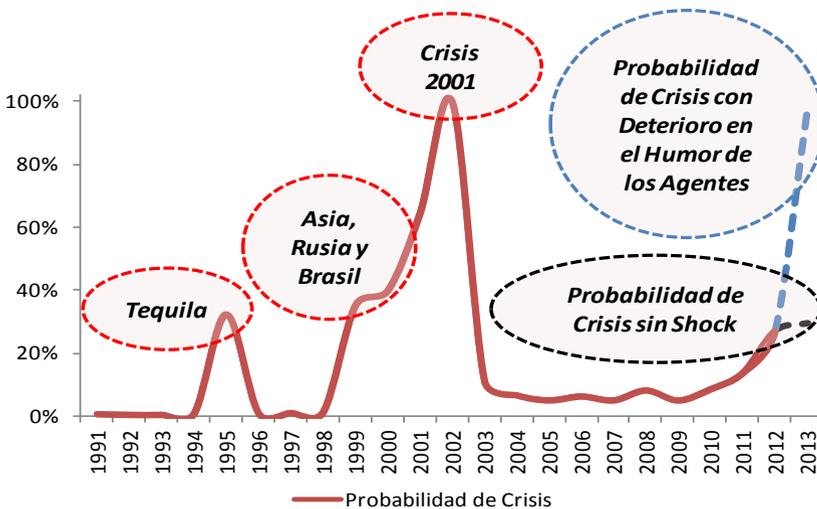
Sin embargo, más allá del desequilibrio monetario que muestra la economía, la pregunta es cuán probable es que se presente dicha situación. Acorde a nuestro modelo de probabilidad de crisis existen dos equilibrios. En un equilibrio con confianza plena nuestras estimaciones señalan una probabilidad de crisis del 30%. Por otra parte, de haber un cambio en el humor de los agentes, la probabilidad de crisis se ubica en 98%. En este último caso, la crisis sería un hecho a no ser que el BCRA contara con un



**EL DESEQUILIBRIO MONETARIO FUENTE: POLÍTICA ECONÓMICA
CONTRARRELOJ DE MILEI-GIACOMINI-FERRELLI MAZZA**

monto de reservas del orden de los USD 100MM. De más está decir que el actual nivel de reservas es insuficiente, pero el dato relevante es que si el BCRA no hubiera sido víctima de “la recuperación de la política como el arte de lo posible” las mismas se ubicarían en USD 80MM, el Banco Central no estaría quebrado (desde lo técnico), la inflación sería menor al 5% y la economía podría crecer al 6% con una probabilidad de crisis casi nula.

La pregunta cae de cajón: ¿cómo hemos llegado a esto? La respuesta también debería caer de cajón. Al igual que durante los últimos 70 años de historia argentina, la madre de todos los males es el déficit fiscal emergente de un gasto público descontrolado. Acorde a nuestras estimaciones, el resultado primario (dada la recuperación cíclica) debería ser positivo en un 4,8% del PIB, mientras que las cifras del Gobierno Nacional sin maquillaje muestran un déficit del 2,5%. Puesto en blanco y negro, el desequilibrio fiscal es del 7,3% del PIB. Sin embargo, este descalabro fiscal ha tenido lugar con la presión tributaria más alta de la historia argentina. En este contexto de deterioro de las finanzas públicas y (afortunadamente) sin acceso a fuentes de financiamiento externo, el desequilibrio fiscal fue financiado con emisión de dinero. Esto no sólo aumentó la tasa de inflación, sino que tal como predicen los libros de texto básicos en la materia, al no acompañar el tipo de cambio este proceso, las reservas comenzaron a caer. Frente a esta situación, el Gobierno reaccionó con controles de precios (ignorando la historia de los últimos 40 siglos) y un



PROBABILIDAD DE CRISIS. FUENTE: POLÍTICA ECONÓMICA CONTRARRELOJ DE MILEI-GIACOMINI-FERRELLI MAZZA

CEPO al dólar, dando lugar a la creación del dólar blue, esto es, un termómetro que mide el creciente grado de intoxicación fiscal.

Por lo tanto, Usted estará preguntándose: ¿Cuándo estalla? Para dar respuesta a esta pregunta, en Política Económica Contrarreloj hemos instrumentado una pequeña adaptación del modelo de crisis de balanza de pagos de Flood & Garber (1984). En tal modelo, el momento de la crisis está determinado por el nivel de reservas, el déficit fiscal, la demanda de dinero y la tasa de interés local. En este sentido, si consideramos que el BCRA debería contar por lo menos con 4 meses de importaciones, esto es USD 25MM, que el resultado comercial del año será positivo en USD 9MM y que los pagos de deuda estarán en torno a los USD 6MM, las reservas disponibles para frenar un ataque especulativo son sólo USD 8MM. Así, si el déficit fiscal monetizado a un tipo de cambio promedio para 2014 de \$ 8,32 fuera de USD 12MM, el modelo indica que el ataque está en curso y que las medidas del BCRA sólo intentan comprar tiempo para que Economía ponga las cuentas en orden.

En definitiva, todo indica que vamos camino hacia una nueva crisis y lo único que podría evitarla es una corrección fiscal de 7 puntos del PIB y un aumento de la tasa de interés a niveles de por lo menos el 35%. Al margen de lo poco agradable que resulta encarar un proceso de este tipo, la verdadera disyuntiva, más allá de los discursos políticos que violan de manera flagrante los equilibrios macroeconómicos, consta en elegir entre un reacomodamiento ordenado de la economía y minimizando el daño social, o, uno desordenado impuesto por la propia dinámica de los hechos (un nuevo Rodrigazo). Por lo tanto, a su pregunta le contestamos con otra pregunta ¿Cree Usted que la Dra. Cristina Fernández de Kirchner y el Dr. Axel Kicillof tendrán el temple para implementar un programa de este tipo? Su resultado esperado es función de lo que Usted esté pensando.

<i>Meses de reservas con ataque (z)</i>					
Emisión vía Sector Público	M\$	MUSD	Reservas MUSD		
			33.000	8.000	1.500
	100.000	12.019	24	-0,7	-7,2
125.000	15.024	18	-2,3	-7,5	
130.000	15.625	17	-2,6	-7,5	
150.000	18.029	13	-3,4	-7,7	
200.000	24.038	8	-4,7	-8,0	

CAPACIDAD DE RESISTENCIA (EN TÉRMINOS DE MESES) DEL BCRA. FUENTE: POLÍTICA ECONÓMICA CONTRARRELOJ DE MILEI-GIACOMINI-FERRELLI MAZZA

Dólar: cuando ruge el sistema de precios¹¹

La idea fundamental de “La riqueza de las naciones” de Adam Smith es brutalmente sencilla: los precios que se establecen en transacciones voluntarias entre compradores y vendedores son capaces de coordinar la actividad de miles millones de personas que, buscando cada una de ellas su propio interés, contribuyen al bienestar general. El sistema de precios desempeña esta misión sin necesidad de una dirección centralizada, sin obligar a las personas a hablar entre sí o a que se gusten mutuamente. Este mecanismo de relojería funciona tan bien y con tanta eficiencia que en general no nos damos cuenta de ello y sólo nos percatamos de tal fenómeno cuando alguien lo estropea. El sistema de precios, no sólo genera los incentivos correctos para producir más eficientemente en la búsqueda de la mayor satisfacción de los individuos y determina quién obtiene las distintas cantidades de cada producto, sino que más fundamentalmente, transmite información.

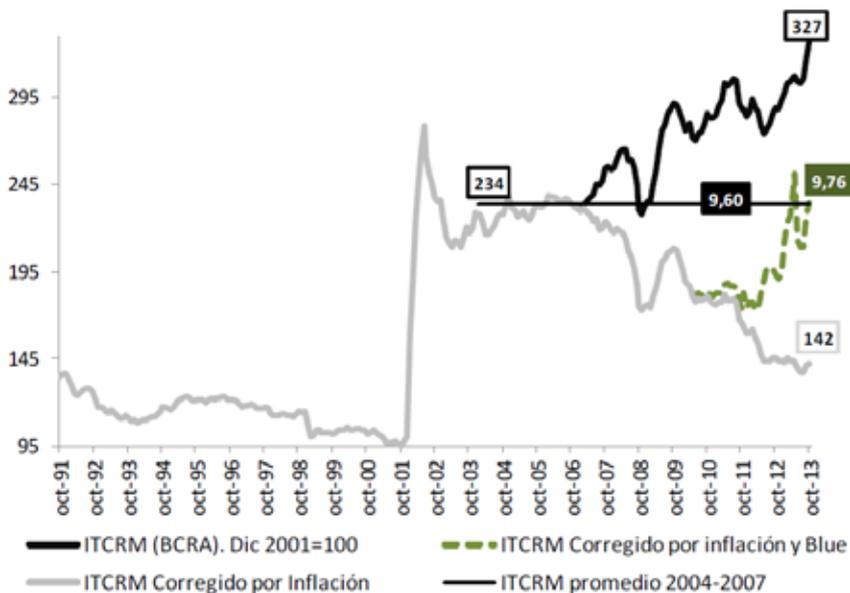
Así, dados el resto de los precios, un dólar oficial de \$ 9,6 (\$8 + 20% por anticipo del impuesto a las Ganancias) y un paralelo que oscila entre \$12 y \$13 están transmitiendo información. Dicha información refleja no sólo la estructura productiva y las dotaciones de factores y recursos, sino también las preferencias y las expectativas de los individuos acerca del futuro, donde sobre las últimas resulta determinante el diseño de la política monetaria para determinar la escala nominal de la economía. Puesto en otros términos, que el precio de cada dólar esté en \$ 9,6 o en \$ 12,5 (más allá de la distorsión que implica “dos” precios para el mismo bien con su impacto en la asignación de recursos) no significa mucho si no es comparado respecto al resto de los precios de la economía.

En este sentido, la determinación del valor de equilibrio del dólar tiene dos facetas. Por un lado, el estudio del mercado de moneda extranjera muestra que existen dos valores de equilibrio, esto es, nos enfrentamos a un problema de equilibrios múltiples, donde para un escenario de alta confianza (lo cual implica alta reputación y fuerte credibilidad) la moneda se fortalece y con ello el tipo de cambio real cae, mientras que para situaciones de desconfianza la moneda local se deprecia y el tipo de cambio real sube.

¹¹ El presente artículo fue escrito en colaboración con Diego Giacomini y Federico Ferrelli Mazza

Respecto al tipo de cambio real y sus múltiples equilibrios, el de alto nivel de confianza está dado por el valor que surge de computar la Paridad del Poder de Compra (esto es, el equivalente de la ley del precio único para una economía abierta) tanto de corto como de largo plazo. De esta manera, tomado el tipo de cambio nominal oficial promedio de 2013 de \$ 6,32, el valor de equilibrio para el corto plazo sería de \$ 5,57, mientras que el valor de equilibrio de largo plazo sería de \$ 4,06. Por otra parte, el nuevo dólar oficial de \$ 9,6 no sólo implica una devaluación del 51,9% del tipo de cambio nominal respecto al valor promedio del año pasado, sino que al mismo tiempo, implica un tipo de cambio real equivalente al que rigió durante el período que va desde el cuarto trimestre de 2002 hasta finales de 2005.

Consecuentemente, fijar el tipo de cambio nominal en \$ 9,20, implica que el tipo de cambio real elegido por el Gobierno es equivalente al que regía a la salida de la Convertibilidad (post overshooting) cuando existía un desempleo mayor al 20%, había cerca de 50% de pobres, 25% de indigentes, el PIB había caído 11% (con un pico de 16% en el 2° Trimestre de 2002) y la deuda estaba en default. A su vez, hoy se le debería sumar las tasas de interés internacionales más bajas de la historia junto a niveles en los términos de intercambio sin precedentes. Así, el Gobierno pareciera



TIPO DE CAMBIO REAL OBSERVADO 1991-2013 FUENTE: "POLÍTICA ECONÓMICA CONTRARRELOJ" DE MILEI-GIACOMINI-FERRELLI MAZZA

que buscó curarse en salud buscando un tipo de cambio nominal que en términos reales constituiría un verdadero techo.

Sin embargo, es aquí donde entra la faceta de la nominalidad. En esta esfera, el punto de partida siempre es la consigna de Milton Friedman que señala: “la inflación es siempre y en todo lugar un fenómeno monetario”. Así, la tasa de emisión monetaria (neta del aumento del PIB y de la demanda de dinero) determina la tasa de inflación del conjunto de precios nominales de la economía y, dado que el tipo de cambio es un precio más (el precio del dólar o cualquier otra moneda), la moneda local se devalúa de la misma manera que pierde poder de compra frente al resto de los bienes de la economía. Consecuentemente, si la inflación para 2014 fuera del 35%, mantener el tipo de cambio real objetivo del Gobierno, ello implica un dólar de \$ 12,96 para fin de año.

Desafortunadamente, el trabajo del economista no es tan sencillo. Lo anterior implicaría esperar que los agentes acepten pasivamente la devaluación con la consecuente pérdida de valor de la moneda (inflación). Esto es, adicionalmente, el tipo de cambio nominal está afectado por las condiciones del mercado monetario y es ahí donde entra el problema de exceso de pesos que muestra la economía. Hoy M1 alcanza un 15,5% del PIB, mientras que su valor de equilibrio se ubica en torno al 10,5% del PIB. Esto es, hoy en la economía sobran por lo menos \$150.000M (5% del PIB) y de mediar un cambio de humor que redujera la demanda de dinero a su valor de equilibrio, el salto en los precios sería del 50%. Si a esto le sumamos niveles de emisión del 30%, la tasa de inflación sería del 100%. Por otra parte, si la demanda de dinero se moviera hacia la tendencia de largo plazo (5% del PIB), el salto en precios sin emisión sería del 210%, mientras que de mantenerse la presente situación fiscal la inflación sería del 300%.

A la luz de ello, todo lleva a preguntarnos ¿qué probabilidad existe de que esto suceda? Cómo es de esperar, la respuesta es: depende. Si con las nuevas medidas el Gobierno establece un alto nivel de confianza la probabilidad es del 30% (a pesar de tener el mejor contexto internacional de la historia). Por otra parte, de haber un deterioro en el humor de los agentes, la probabilidad de crisis se ubica en 98%. En este último caso, la crisis sería un hecho salvo que el BCRA contara con reservas internacionales por USD 100.000 millones, las que obviamente no tiene.

Por lo tanto, el Gobierno ha marcado un rumbo. Ahora el sistema de precio dará su veredicto. Si el Gobierno ha logrado restituir su reputación y genera una situación de alta confianza, Cristina Fernández de Kirchner podrá volver a repetir (con mayor chance de éxito) la frase célebre

de Lorenzo Sigaut: “el que apuesta al dólar pierde”. En caso contrario, sin confianza y de no limpiarse el exceso de pesos y poner fin al déficit fiscal (origen de la emisión monetaria), el conjunto de precios y con ellos el tipo de cambio nominal seguirán su marcha ascendente. Setenta años de historia y la destrucción de cinco signos monetarios (se quitaron 13 ceros a la moneda) ameritan prudencia y paciencia para dejar que los agentes se manifiesten y que luego ello sea codificado por el sistema de precios.

Un ajuste ortodoxo no será recesivo

Más allá de las diferencias individuales, es posible identificar cuatro etapas en las políticas populistas. En la primera, la política macroeconómica luce exitosa, porque los inventarios y las reservas permiten acomodar la expansión de demanda, aumentando el nivel de actividad con muy poco impacto en la tasa de inflación. En la segunda etapa aparecen los cuellos de botella. En la tercera los desequilibrios se exageran, la inflación se acelera, se desmonetiza la economía y la restricción externa precipita la salida de capitales. En la cuarta etapa se aplica una política de estabilización. A la luz de los hechos, Argentina ya transitó las primeras tres etapas (2003-06 / 07-10 / 11-13) y la cantidad y profundidad de desequilibrios acumulados en los planos fiscal, monetario y externo, imponen la necesidad de instrumentar un ajuste del gasto público (acorde con el método del resultado estructural) de 7 puntos del PIB por ser este la madre de todos los males.

Sin reflexión mediante sobre el origen de tamaño desequilibrio, ante la mención de un ajuste de tal magnitud, los idólatras del Estado pondrán el grito en el cielo. En este contexto es cuando aparecen los economistas keynesianos con sus arcaicos modelos de precios fijos, gasto público, inversión y exportaciones autónomas y consumo privado e importaciones dependientes del ingreso corriente, en los que se venera al poder de fuego de la política fiscal y se condena por incapaz a la política monetaria. Así, multiplicador mediante, por cada punto de caída del gasto del gobierno, ello traerá como consecuencia una caída de dos puntos del PIB y una retracción del empleo que en lo político derivará en un caos social.

Muy a pesar del arraigo de la visión en nuestra sociedad, nuevamente los datos (cómo en tantos otros debates) están en contra de los keynesianos. La experiencia argentina es contundente. Nuestro país ensayó programas antiinflacionarios de shock en los años 1952, 1959, 1967, 1973, 1985 y 1991 (los programas de 1976 y 79 fueron gradualistas) y salvo el de 1959, ninguno fue recesivo. Es más, en el caso de los programas a cargo de los Ministros de Economía Adalberto Krieger Vasena (1967), José Ber Gelbard (1973), Juan Vital Sourrouille (1985) y Domingo Felipe Cavallo (1991) no sólo no fueron recesivos, sino que además (en especial

en el Austral y en La Convertibilidad) fueron expansivos.

Si bien, la evidencia empírica argentina es contundente sobre los efectos en término de actividad, antes de pasar a los lineamientos de un plan de ajuste que no será recesivo, debemos descartar la posibilidad que se repita lo sucedido en 1959 cuando el PIB cayó 6,5%. La esencia de dicho plan es que la devaluación de la moneda fue acompañada por una contracción monetaria que, dado el salto inicial de los precios, redujo el poder de compra de los agentes y ello deprimió la demanda agregada hundiendo a la economía en una recesión. Sin embargo, esta situación no sería asimilable con el presente de nuestro país, ya que en el plano monetario existe un exceso de pesos del orden de los \$ 150.000 millones (esto es 5% del PIB). Así, de mediar un programa que detenga la emisión de dinero y con una inflación inercial del 35% aún persistiría un exceso de pesos del orden de 2% del PIB.

En cuanto al ajuste del gasto el mismo tendría dos partes. Por un lado se deberían cortar de cuajo los subsidios económicos (¡no lo sociales!) lo cual permitiría ahorrar 5% del PIB, mientras que el resto vendría por la licuación de partidas, que deberían crecer un 4% por debajo de la inflación. Por ejemplo, esto evitaría caídas del 10% en los salarios reales de los trabajadores del Estado como intenta impulsar el Poder Ejecutivo.

El motivo por el cual el ajuste enunciado no será recesivo (sin tener que recurrir al argumento del shock de confianza positiva) es porque el mismo eliminará transferencia a un conjunto de agentes que consumen una fracción menor de sus ingresos, para dejar de cercenarle vía impuesto inflacionario el ingreso disponible al grupo de bajos ingresos que consumen prácticamente todo su ingreso. En este contexto, dada la transferencia entre agentes, el consumo de la economía aumentaría. Por otra parte, la suba de tarifas permitirá que las inversiones queden a manos de las empresas, las cuales no sólo serán seleccionadas con mejores criterios que el utilizado por el sector público, sino que al eliminar la transferencias entre sectores, el flujo de fondos de las firmas aumentará y ello potenciará la inversión. Por lo tanto, el proceso impulsará un crecimiento de la demanda, donde los dos puntos adicionales de reducción del gasto (dado que el resto del ajuste implicaría detener la emisión monetaria) obedecen a limpiar el exceso de dinero remanente de modo tal que los precios relativos se acomoden sin interferencia del sector monetario.

A su vez, si el programa fuera anunciado con convicción y voluntad política de llevarlo a cabo, ello podría generar un shock de confianza positivo (generando un ingreso de capitales) tan importante que, el ajuste ortodoxo, terminaría siendo expansivo.

Por lo tanto, este programa no sólo que no será recesivo, ya que la mejor distribución del ingreso impulsará el consumo y las señales de precios potenciarán la inversión, sino que además al extirpar la inflación y frenar el drenaje de divisas permitirá levantar el traumático cepo cambiario y sentará las bases para un futuro de crecimiento sostenido y prosperidad.

La costosa factura heterodoxa

Todos los experimentos populistas tienen el mismo final: un plan de ajuste. Luego de la euforia inicial que generan los aumentos de demanda sobre el nivel de actividad y el empleo sin mayor impacto en precios, la expansión se debilita, la inflación se acelera y comienzan a insinuarse las inconsistencias. Ignorar las señales de precios y profundizar el intervencionismo deriva en la restricción externa que, al deteriorarse las expectativas de los agentes lleva a la desmonetización y a un ataque especulativo contra la moneda. Lo sorprendente del caso argentino es que todo esto ha sucedido pese a contar con el mejor contexto internacional (bajas tasas de interés y altos términos de intercambio) y la mayor presión tributaria de la historia. Esto es, todas las fuerzas del dios Eolo soplando de cola, no pudo torcer el lacerante destino de la mano heterodoxa.

El sesgo expansivo de la política fiscal acumulado durante la última década requiere una corrección de corto plazo en el gasto público de 7 puntos del PBI. En este contexto, los subsidios económicos, los cuales representan 5 puntos del PBI- que favorecen al grupo de mayores ingresos y que se financia con un impuesto inflacionario que recae sobre la población más humilde, tenían todos los números en la ruleta del ajuste. Por otra parte, en la transición hacia el nuevo equilibrio se necesita de una política monetaria austera como para comprar tiempo hasta que las medidas fiscales surtan efecto. En este sentido, el BCRA actuó (al menos durante el primer bimestre) de manera correcta, mientras que el Ministerio de Economía recién ahora se ha percatado que la pelota está en su campo.

Más allá de que todavía queda mucho por recortar del gasto público, de modo tal que esta insinuación de programa de ajuste pueda ser definido como un giro ortodoxo, una arista tan importante como el propio diseño del programa está relacionada con la forma en que se lo implementa y se lo comunica.

En concreto, ante la actual situación de inconsistencia fiscal-monetaria-cambiaría las autoridades pueden optar por “no hacer nada”, con lo cual la corrección será aguda en términos de inflación, actividad, empleo, pobreza e indigencia (crisis). Sin embargo, si se opta por implementar un plan de estabilización, el gobierno aún se encuentra ante dos alternativas

a saber: (i) anunciar el plan o (ii) llevarlo a cabo de manera implícita. Así, la diferencia entre los resultados de uno u otro curso de acción está en la manera en que se ven afectadas las expectativas y en cómo los agentes incorporan la nueva información para tomar decisiones.

Si no se anuncia (o peor aún, se niega o se hacen manifestaciones en sentido contrario), los agentes necesitarán de una mayor cantidad de tiempo para inferir el programa y por ende puede que determinen sus acciones futuras de acuerdo a una matriz de información no consistente con el plan. Por lo tanto, el “descalce” de los datos generará la necesidad de realizar correcciones futuras con las consecuentes pérdidas en términos de asignación de recursos, constituyendo así el peor resultado en materia de actividad y empleo.

Por otro lado, el gobierno puede anunciar la implementación del programa. Sin embargo, aun bajo este escenario, todavía el resultado depende de si los agentes creen o no en la factibilidad del plan. Si los agentes creen en el programa y este se lleva a cabo, entonces sus decisiones estarán alineadas con el marco generado por el plan y el mismo sería exitoso en alejar al fantasma de la crisis, bajar la inflación y sostener el nivel de actividad y empleo. Alternativamente, si los agentes no creen en el plan, los resultados en términos de actividad serían menos eficientes que si el programa fuese creído, pero aún así serían mejores que aquellos que resultan del caso de no anunciarlo.

Por lo tanto, en función de lo señalado anteriormente deberían quedar en claro al menos dos de los costos que nos ha infringido el manejo heterodoxo de la economía. En primer lugar la necesidad de llevar a cabo un plan de estabilización frente al mejor contexto de la historia en materia de sector externo y recaudación tributaria. En este sentido, el costo directo surgirá de cuán creíble resulte el programa y la convicción que le imponga a su defensa un Ministro de Economía que dedicó toda su vida académica al cultivo de una visión heterodoxa de la economía basada en el desborde del gasto público. En cuanto al segundo costo de la heterodoxia, el mismo viene dado por el hecho de que a duras penas estamos manteniéndonos sobre el nivel del PBI de tendencia, cuando con el contexto internacional de la última década podríamos haber acelerado nuestra convergencia hacia un país desarrollado.

Sin embargo, de nada sirve llorar sobre la leche derramada. Luego de esta nueva experiencia, lo mejor que nos podría pasar es asimilar la lección de que las sirenas heterodoxas siempre nos conducirán al mismo resultado. Estos experimentos no sólo nos han llevado a una continua decadencia relativa en el ranking de naciones, sino que además dejamos

de ser un país rico para ser uno de ingresos medios que lucha para no caer en la pobreza. Esperemos capitalizar esta experiencia y con ello volver a retomar la senda del crecimiento que nos regrese a la posición de país rico.

Un nuevo default kirchnerista

La palabra default suele interpretarse como el incumplimiento en el pago de una deuda ya sea comercial o financiera, tanto por parte de un agente privado como uno público. Sin embargo, tal interpretación, al tratarse de un país, resulta insuficiente para describir la forma en que un país repudia sus obligaciones.

En general, salvo que no exista voluntad de pago manifiesta (*willing to pay*), el repudio de las obligaciones por parte del gobierno toma lugar cuando los recursos recaudados resultan insuficientes para afrontar los gastos comprometidos. Así, el responsable del Poder Ejecutivo se ve forzado a poner en equilibrio las cuentas eligiendo quienes serán los ganadores (si es que hay alguno) y perdedores en el proceso. En este sentido, cuando se declara la cesación de pagos de la deuda se castiga a los tenedores de bonos. Por otra parte, cuando se recurre a la emisión monetaria se perjudica a los tenedores de moneda doméstica. Cuando se aumentan los impuestos de manera permanente se castiga tanto a los contribuyentes presentes como futuros, mientras que si se emite deuda la carga caería “solo” en los contribuyentes futuros. Finalmente, se podría bajar el gasto público perjudicando a sus beneficiarios. Sin embargo, a la luz de la historia, resulta claro que por una cuestión de compatibilidad de incentivos muy raramente dicho caso toma lugar.

En función de lo anterior, Carmen Reinhart y Kenneth Rogoff, actualmente Profesores de la Universidad de Harvard, en el año 2009 (junto a una serie de artículos académicos) editaron el libro “*This Time is Different*” el cual narra y conceptualiza la historia de los defaults soberanos de los últimos ocho siglos. Los documentos en cuestión muestran que Argentina desde el año 1816 hasta el 2005 (año de la re-estructuración de la deuda) defaulteó sus obligaciones externas en 7 oportunidades, la deuda interna en 5 veces, ha registrado 10 pánicos bancarios (resueltos con emisión de dinero) y presenta 2 episodios de hiperinflación.

Además, desde la estatización del Banco Central de la República Argentina en 1945 (en su creación en 1935 era mixto), la inflación promedio fue del orden del 135%, lo que llevó a la destrucción de 5 signos monetarios y quitar 13 ceros a la moneda. En dicho promedio resaltan la década

del '80 con una inflación promedio del 630% y los diez años de baja inflación de la Ley de Convertibilidad, cuyo abandono implicó expropiar las reservas que respaldaban los pesos convertibles, lo cual también implica una suerte de default.

A la luz de semejante desempeño, y en especial por la mega concentración de eventos desde mediados del Siglo XX, no resulta extraño que el país haya sido caratulado como un defaulteador serial. En fuerte contraposición a dicha definición, la Sra. Presidente Cristina Fernández de Kirchner, en su habitual e ingeniosa costumbre de formular frases impactantes, catalogó a nuestro país (en clara referencia al comportamiento de la última década), como un pagar serial. Sin embargo, como de costumbre, la realidad demuestra en cada momento la falsedad a la que nos somete el relato. Concretamente, desde el año 2007, este Gobierno ya ha producido cuatro/cinco nuevos defaults:

- El primero de ellos surge de haber adulterado las estadísticas del IPC con el claro objetivo de pagar menos en concepto de deuda ajustable por CER (esto se encuentra documentado en declaraciones tanto de funcionarios públicos como por periodistas alineados con el relato);
- El segundo default se deriva de la enorme tasa de inflación que sufrimos. Esto es, si cada uno de nosotros nos quedáramos con los pesos que emite de manera alegre el BCRA para financiar el déficit fiscal, los mismos se nos derretirían como un helado en el medio del desierto del Sahara. De ahí que la vieja Carta Orgánica del BCRA señalara como misión fundamental de la Institución preservar el valor de la moneda, objetivo que fue aniquilado por la reforma impulsada por Mercedes Marcó del Pont (a contraposición de lo que sugiere la teoría de la política económica que, a cada objetivo de política debe asignársele un instrumento, la ex - Presidente del BCRA le asignó a un instrumento -la política monetaria- cinco objetivos);
- De más está decir, que el aumento de la presión tributaria desde 22% del PIB a más del 40% (récord histórico), también representa un default. Esto es, los agentes que han tomado decisiones bajo un conjunto de reglas impositivas, al aumentar la carga tributaria se les genera una pérdida de valor. A su vez, si consideramos la pésima calidad del gasto público, el efecto defaulteador se duplica;
- Por último y para seguir con esta misma línea, ahora el Gobierno de CFK ha defaulteado los cupones atados al PIB. Fruto de un

pésimo diseño de política el BCRA está técnicamente quebrado y el bajo nivel de reservas no permite darse el lujo de regalar 13% de las mismas en pos de sostener un nivel falso de PIB. Así, utilizando el nuevo índice de precios el crecimiento es menor y, por ende, se evita el pago del cupón. Naturalmente, esto brinda un poco de aire adicional para mitigar los excesos en materia fiscal.

En definitiva, todo pareciera indicar que las palabras del relato tienen un significado totalmente distinto al que le brinda el Diccionario de la Real Academia Española. Por lo tanto, puede que Cristina Fernández de Kirchner no falte a la verdad cuando define a los últimos diez años como la “década ganada”, sino que aquellos herejes que no adhieren al dogma, enfrentan un problema de traducción. Así, poniendo las palabras en términos de español ortodoxo, el verdadero significado de las palabras de la Presidente es el de “la década despilfarrada”.

Kicillof, pobreza y principio de revelación

La semana pasada hemos sido testigos de un nuevo escándalo estadístico que deja de manifiesto el desmoronamiento del relato y las inconsistencias de la tan mentada “década ganada”. Esta vez, la válvula de escape fue la medición de pobreza. Técnicos independientes y organismos no públicos brindaron estimaciones que señalan que la tasa de pobreza oscila entre el 25% y el 36%, frente al 4,7% informado por el INDEC para el primer semestre de 2013. En términos cuantitativos, el Instituto Pensamiento y Políticas Públicas que cuenta con la colaboración de ex técnicos del INDEC desplazados durante la intervención de Guillermo Moreno, estimaron que el Gobierno vía adulteración estadística de la pobreza oculta bajo la alfombra a 13,4 millones de pobres, donde 5 millones de ellos son indigentes. Por otra parte, el Observatorio de la Social Argentina de la Universidad Católica Argentina señala que la pobreza (medida con una canasta menos amplia que la de IPyPP) se ubicaría en torno al 25%.

Naturalmente, y como era de esperar, Axel Kicillof y Jorge Capitanich, cual idólatras del relator del relato, salieron a cuestionar (denunciando una conspiración) las estadísticas no públicas. El Ministro de Economía señaló que “si se duplicó el PIB y entre otras cosas se crearon 6 millones de puestos de trabajo, nadie puede creer que no hayan bajado los niveles de pobreza”. A su vez, el Jefe de Gabinete sostuvo que los nuevos datos de pobreza no se difundieron por “problemas de empalme” entre el sistema de medición anterior y el actual bajo la gestión de Kicillof. Por suerte, desde la publicación de “La Teoría General” de Keynes de 1936 el análisis económico siguió evolucionando y desde la publicación del trabajo de George Akerlof de 1970 (*The Market for Lemons*) y los ulteriores análisis, entre otras cosas hemos descubierto, lo que hoy se conoce como “principio de revelación” (Hurwicz 1973, Spence 1974, Rothschild-Stiglitz 1976 y Myerson 1979 y 1982), lo cual arroja luz respecto a este culebrón estadístico.

El principio de revelación sostiene que si unos agentes tienen algo que ganar revelando un valor favorable de algún rasgo, otras se verán obligadas a revelar sus valoraciones menos favorables. Esto es, mediante

dicho principio, todos los agentes deben revelar sus cualidades, aún los menos favorecidos. La no revelación de su rasgo será interpretada como que no tiene nada bueno para mostrar, ya que de lo contrario no tendría sentido ocultarlo. Un caso que nos puede ayudar a ver como trabaja este principio es el de los sapos que buscan pareja.

Cuando un sapo y su rival luchan por la misma pareja, cada uno ha de tomar una importante decisión estratégica. ¿Debe pelear por ella o irse en busca de otra? Pelearse es arriesgarse a quedar malherido, pero continuar la búsqueda también implica un costo. En el mejor de los casos, lleva tiempo, y no hay garantía alguna de que la siguiente pareja posible no sea objeto de los afectos de otro sapo. En la elección de una de estas opciones desempeña un importante papel la valoración que haga cada uno de los sapos de la capacidad de lucha del otro. Si el rival es considerablemente más grande, la probabilidad de vencer será baja, por lo que la probabilidad de quedar malherido será alta, de este modo, lo más prudente sería continuar la búsqueda. En caso contrario, es posible que pelear sea una buena decisión.

Muchas de estas decisiones deben tomarse por la noche, cuando es difícil ver. Por ese motivo, los sapos recurren a algunas pistas invisibles. La más fiable es el tono del canto del rival. En general, cuanto mayor es un sapo, más grandes y gruesas sus cuerdas vocales y, por lo tanto, más grave es su canto. Si un sapo escucha un canto grave por la noche, puede deducir de manera razonable que procede de un sapo grande. A su vez, para que las señales que se transmiten a los adversarios sean creíbles deben ser costosas de fingir. Puesto en otros términos, si a los sapos pequeños no les costara nada imitar el canto grave que caracteriza a los sapos grandes, ésta dejaría de ser una característica de los sapos grandes. Sin embargo, no pueden imitarlos y junto con ello, los sapos grandes tienen una ventaja natural que hace del canto grave una señal fiable. De hecho, algunos experimentos han demostrado que al sapo común suele intimidarle más un canto grave que uno agudo.

Imaginemos que tenemos un índice que va de 0 a 10 que mide el tono del canto de un sapo y que el valor promedio es de 5. Así, en un primer momento, todos aquellos que tienen un nivel de graves que supera al 5 tendrán incentivos a revelar su canto ya que de lo contrario se inferiría que son sapos menores al promedio. Al mismo tiempo, dado que los grandes revelaron su tipo, para aquellos que han callado ahora existe un valor esperado de 2,5, por lo que aquellos que tienen un canto superior a dicho nivel terminarán cantando. Siguiendo este análisis, cada uno de los tipos de sapos terminará revelando de que tipo de sapo se trata, donde el único que no lo hará, al menos de manera explícita, será el sapo de peor condición.

Este análisis describe perfectamente lo que ha sucedido con la publicación de las estadísticas de pobreza. El primero en mover fue el Observatorio de la Deuda Social de Argentina de la UCA con la publicación de su índice a partir del año 2010 cuando quedaba claro como el manejo de las estadísticas de Guillermo Moreno subestimaba la cantidad de pobres e indigentes. A su vez, cuando el Ministro de Economía decide no publicar los nuevos indicadores de pobreza, el IPyPP le redobla la apuesta y revela un índice con una metodología que usa una canasta más amplia, de modo tal que muestra un nivel de pobreza sustancialmente superior al dato de la UCA, dejando así la pelota en el campo de Axel Kicillof.

Por lo tanto, si en lugar de aportar un dato concreto, el Ministro de Economía esquivo la parada usando argumentos que desvían el debate (al tiempo que pide que se expliquen las estimaciones privadas cuando es el Gobierno el que está en falta) y a su vez deja de publicar el índice, ello revelará que lo que tiene para mostrar es peor que lo mostrado por las fuentes alternativas. Esto es, nos encontraríamos frente algo peor que el IPC de Moreno, ya que pese a lo mal que medía se lo publicaba. Si no me cree, le propongo que imagine que hubiera pensado si el ex Secretario de Comercio hubiera suprimido la publicación del índice y en reemplazo del mismo se hubiera puesto a vociferar que la inflación era mucho más baja que la publicada por las Consultoras y el Congreso. Si Usted le puso ribetes dantescos, le aclaro que ello excede a mi responsabilidad en el planteo del ejercicio.

Kicillof, sindicatos y teoría monetaria

Desde que Axel Kicillof ha llegado al Ministerio de Economía los datos de la realidad no han dejado de maltratar a su amado modelo de depresión simple inspirado en la “Teoría General” de Keynes publicada en 1936. Así, el aumento de la demanda de bienes impulsado por el gasto público no logra que el producto suba. El sostenimiento del consumo no estimula la inversión privada, por lo cual se aumenta la contratación de empleados públicos para ocultar al verdadero desempleo. La emisión monetaria que financia al déficit fiscal no encuentra como correlato una mayor demanda de dinero (la panacea fiscalista de la trampa de la liquidez), por lo que ello no sólo se traduce en inflación, sino que además irrita al Ministro aportando evidencia empírica que valida las premisas de Milton Friedman.

Por otra parte, su obra maestra en materia cambiaria (el cepo), la cual permitiría defender los activos del BCRA al devaluar sin tocar el tipo de cambio, no sólo derivó en una pérdida del 43,1% de las reservas, sino que además puso al brillante joven economista a defender la importancia de sostener el tipo de cambio, pese a su fuerte rechazo al régimen convertible de los ‘90s. Cómo si esto fuera poco, en su reciente viaje a Washington, Axel Kicillof fue felicitado por las políticas que lograron adormecer el ataque especulativo de enero, esto es, por aplicar las políticas que siempre repudió. En definitiva, pareciera que los hechos están conspirando contra su rendimiento académico empujándolo hacia un nivel promedio.

A pesar de todos estos resultados adversos, el Jefe de Hacienda no se rendirá y ahora ha decidido pelear como un león frente a la inconsistencia temporal de la política monetaria, cuyo campo de batalla es la disputa salarial.

Desde finales de 2013, el Gobierno intentó coordinar las expectativas inflacionarias en torno al 25% anual antes de que los sindicatos y las empresas negocien los convenios colectivos. De esta manera, si la lucha contra la inflación formara parte de los objetivos de la política económica, pareciera lógico que el Banco Central buscara un bajo crecimiento de la cantidad de dinero, confiando en que, de este modo, la menor inflación esperada llevaría a los sindicatos a plantear exigencias salariales moderadas.

Sin embargo, los sindicalistas, quienes parecen mucho más preocupados en complicarle la vida al Ministro que en defender a los trabajadores, no han tenido mejor idea que pegarle una leída a los trabajos de Kydland-Prescott (1977), Calvo (1978), Barro-Gordon (1983), Backus-Driffill (1985), Barro, Vickers, y Cukierman-Meltzer (1986), Rogoff (1987) y Blinder (1998) y vía un uso experto de dichos modelos, anticiparle la estrategia al Gobierno.

Bajo expectativas racionales, cuando el Banco Central logra engañar a los agentes acerca de su política monetaria, la inflación observada se ubica por encima de la esperada y con ello, el nivel de actividad (y empleo) de corto plazo sube. Al mismo tiempo, cuando el nivel de actividad y la tasa de inflación se encuentran fuera del nivel óptimo social (donde para el caso del nivel de actividad se ubica por encima del producto de pleno empleo) ello deriva en una mayor pérdida. Así, bajo este marco analítico, el gobierno determina su tasa de inflación objetivo como una función creciente de la inflación esperada. Sin embargo, los agentes se adelantan al accionar del hacedor de política, y en equilibrio, la inflación observada terminará siendo igual a la tasa de inflación esperada (pero en un nivel más alto), al tiempo que el nivel de actividad no se mueve del nivel de pleno empleo. A su vez, esta inflación resultante será mayor que la óptima cuanto más fuerte sea la respuesta en actividad frente al error en las expectativas (incentivo al engaño) y menor el compromiso político en la lucha contra la inflación.

Por lo tanto, si llegado el momento, los representantes de los trabajadores solicitaran “salarios altos”, ¿debe el gobierno mantener la política anunciada inicialmente? Esto permitiría moderar la inflación, tal como se deseaba, pero generaría un elevado desempleo. Por otra parte ¿es preferible aplicar una política más laxa? Sin embargo esto supondría validar las elevadas expectativas inflacionarias de los sindicatos. Es aquí entonces donde aparece el problema de la inconsistencia temporal. La política inicialmente óptima, al momento de llevarse a cabo deja de serlo, mientras que aquella que lucía subóptima ahora genera un mejor resultado. Así, la mejor opción es aumentar la emisión y validar las expectativas de mayor inflación. En resumen, todo lo que se consigue con el poder discrecional del Gobierno es incrementar la inflación sin incidir (en el mejor de los casos) sobre el nivel de producción.

Desafortunadamente, la historia no termina en que las presiones sindicales por mayores salarios llevarán al Gobierno a validar una tasa de emisión más alta. Dado que la inflación es siempre y en todo lugar un fenómeno monetario, cuando la emisión sube, los precios también suben y

dado que el tipo de cambio es un precio más de la economía, este también tenderá a subir. El punto es que enero dejó en claro que la demanda de pesos está saturada y un desborde en la emisión de moneda podría gestar un nuevo ataque especulativo. En definitiva, dado el contexto imperante, el paupérrimo nivel de reputación y la escasa credibilidad, la teoría económica señala que, con este equipo económico, lo más prudente sería dejar de estimular a la demanda agregada de bienes, ya que en su defecto el remedio terminaría siendo peor que la enfermedad.

Mentiras keynesianas y el camino al 2015

Los heterodoxos y keynesianos locales mienten de manera flagrante cuando acusan al Banco Central de haber metido a la economía en una recesión (toda una paradoja para los adoradores del gasto público que desprecian la efectividad de la política monetaria). Puede que ello se deba a la necesidad de lavar culpas por permanecer callados, o hasta por mostrarse eufóricos, mientras el gasto público volaba. Alternativamente, puede que acorde a su tradición de vivir de espaldas a los datos, desconocían que la economía se venía desacelerando desde fines de 2013 y que la recesión era número puesto. Es más, de tanto haber criticado a Milton Friedman, por osmosis deberían haber asimilado que la política monetaria opera con largos rezagos y que además los mismos son variables. Por último, pese a vivir en un país de alta tradición inflacionaria, siguen confundiendo la tasa de interés real con la nominal. Casi les faltaría afirmar que el Presidente Alfonsín fue el que más hizo por los trabajadores en la historia, llegando a subir los salarios en el año 1989 un 3.954,2% anual.

El déficit fiscal financiado con emisión monetaria aceleró la tasa de inflación, donde al no tener como contraparte un movimiento similar en el precio de la moneda extranjera terminó ajustando sobre el nivel de reservas del BCRA. La respuesta, propia de quien no cree en sistema de precios, fue inducir a un ajuste de cantidades vía la instauración del cepo cambiario, el cual, no sólo no frenó el drenaje de divisas, sino que bloqueó el ingreso de dólares para financiar una cuenta corriente negativa. La contracara monetaria de dicho proceso fue la gestación de un sobrante de pesos por el equivalente a 5% del PIB, que alimentaban la fantasía de haber encontrado sustento empírico para la trampa de la liquidez al tiempo que aumentaba la base imponible del impuesto inflacionario.

Frente a estos profundos y crecientes desequilibrios, el público atacó las reservas para sacarse los pesos de encima. En este contexto, Juan Carlos Fábrega, como un digno hijo de Urano y Gea, se puso el traje de cíclope. Sin más alternativa devaluó la moneda un 25%, subió la tasa de interés al 30%, piso el pago de importaciones, adelantó dólares de los sojeros, recibió fondos de Chevron e YPF y obligó a los bancos a liquidar posiciones en moneda extranjera.

Es más, entre la suba del PIB NOMINAL (ajustado sobre la base anterior) y el apretón monetario previo a la financiación del Sector Público, el sobrante de pesos cayó en 3,5% del PIB, lo cual redujo un 70% de la tasa de inflación potencial. Por lo tanto, de no ser por el BCRA, el exceso de pesos hubiera derivado en un nuevo Rodrigazo, donde no sólo la caída del producto hubiera sido más aguda sino que la tasa de inflación estaría en niveles insoportables.

Simultáneamente, en el frente externo se anunció el pago a los juicios en el CIADI, se llegó a un acuerdo con Repsol, se avanzó en la negociación con el Club de París por la regularización de la deuda y se llevó adelante una adecuación de las estadísticas del IPC y de las cuentas nacionales que serían supervisadas por el FMI. Es más, como parte de dicho proceso se redujo el cómputo del crecimiento del PIB, lo cual permitiría ahorrar al país en concepto del cupón ligado con actividad una importante cantidad de divisas.

Sin embargo, aún falta la verdadera prueba de amor de un programa ortodoxo: el ajuste del gasto público. La inacción en materia de reducción del gasto público, no solo se está consumiendo el valioso tiempo comprado por el BCRA, sino que la profundización de los desequilibrios macroeconómicos aumenta cada día. A su vez, las cuentas públicas suelen empeorar hacia final del año, muy especialmente en el último trimestre. Por otra parte, en lo monetario, la deuda del Banco Central habrá que renovarla y, de no cambiar la política fiscal, su costo será cada vez mayor (por lo que al final del proceso, el nivel de precios puede terminar siendo más alto –desagradable aritmética monetarista-).

Es más, cuanto más tiempo se tarde en hacer el ajuste, cada vez será menos posible encausar la economía sin costos. De hecho, el exagerado nivel de consumo ha diezmando la capacidad productiva de la economía (retracción de la frontera de posibilidades de la producción), por lo que si no cae el salario real no habrá empleo para todos y si se cubre con empleo público habrá reparto de pérdidas masivo. Por lo tanto, aplicar el manual keynesiano de políticas expansivas con una oferta que se contrae sería como tirar más nafta al fuego inflacionario.

Por el momento, pareciera que la única estrategia consta en esperar que caigan del cielo una lluvia de dólares que permitan construir un puente verde hasta el último trimestre de 2015. De ser este el caso, resulta importante el monto involucrado. En este sentido, con el mismo modelo que usamos en “Política Económica Contrarreloj” y parados en enero 2014, para llegar hasta octubre eran necesarios USD 20.000M. A su vez, el no pago del cupón atado al PIB, los fondos de Chevron y la colocación

de deuda por parte de YPF redujo las necesidades a USD 13.000M. Sin embargo, para que la suma sea suficiente, el fondeo del BCRA al tesoro no debería superar los \$ 100.000M y el desequilibrio del fisco para 2015 (en dólares) debería estar en línea con la balanza comercial.

El problema radica en que el balance comercial está cayendo y de ubicarse en los USD 6.000M, manteniendo la brecha financiera del fisco de USD 12.000M, harían falta otros USD 6.000M. Por ende, para cerrar la diferencia entre el lado comercial y el fiscal, una posibilidad es que mejore el precio de la soja un 26%, en un contexto donde las tasas de interés internacionales parecieran estar poniendo un techo al mismo. Otra posibilidad es que, a precios dados, las importaciones caigan cerca de un 10%, lo cual generaría una retracción del PIB y el empleo. Por último, se podría devaluar la moneda, lo cual no sólo mejoraría la balanza comercial, sino que además bajaría el desequilibrio fiscal en dólares. Sin embargo, esto último generaría un nuevo salto inflacionario.

Finalmente, los nuevos descubrimientos hechos por YPF, a lo que se le podría agregar una solución favorable tanto con el Club de París como con los holdouts, dado el bajo nivel de endeudamiento del país, se podría abrir una ventana de financiamiento por los USD 19.000M necesarios para evitar sobresaltos. Por lo tanto, existe una solución en la que no hay ajuste fiscal sin crisis, el tema central es, al margen de la herencia a futuro, su probabilidad de ocurrencia sin que en el medio se caiga la demanda de dinero.

Octubre de 2015 y más allá: recalculando

El esquema de déficit fiscal financiado con emisión monetaria, control de precios para “frenar la inflación” y el fracasado cepo cambiario para poner fin a la caída de reservas (una suerte de devaluación sin modificar la paridad cambiaria) vieron su final durante el último enero. Durante dicho mes, el ataque especulativo se cobró cerca de USD 3.000M de reservas del BCRA, en un contexto donde se pisaron USD 1.000M de importaciones, se adelantaron dólares comerciales por USD 2.000M e ingresaron otro tanto por fondos para inversiones. Esto es, si consideramos que de los USD 30.000M de reservas con los que contaba el BCRA, cerca de USD 10.000M pertenecían a los bancos, la magnitud de la corrida ascendió a cerca de un 40% de las divisas que tenía el Banco Central.

El intento de forzar la realidad para que se asimile al paraíso keynesiano del modelo de depresión simple mostraba que el carro estaba delante de los caballos. Urgía rectificar el rumbo y, sin más remedio, se devaluó la moneda, se duplicó la tasa de interés (vía una intensa absorción monetaria) y se forzó a los bancos a liquidar posiciones en moneda extranjera. Si a esto sumamos un ahorro de USD 3.500M por esquivar el pago del cupón atado al PIB en función de una nueva estimación de las cuentas nacionales, se compraba una valiosa cantidad de tiempo para corregir la madre de todos los males (dato común de la mayor parte de las crisis argentinas): el déficit fiscal.

El Gobierno pareció entender que la demanda de dinero estaba saturada y que podría ser peligroso seguir tirando pesos al mercado sin que se desmoronen las reservas o que esto implique un nuevo salto en el tipo de cambio con impacto en precios. Suponiendo que el objetivo del Poder Ejecutivo fuera un dólar tranquilo en torno a los \$ 8, una inflación en baja y reservas estables, si no tuviese lugar el ajuste fiscal, la tasa de interés podría aniquilar al PIB y al empleo. A su vez, dado el bajo nivel de confianza, esta corrección fiscal podría no ser acompañada por la inversión privada, por lo que también el nivel de actividad podría caer. Frente a este panorama es donde aparece la “solución mágica” de la deuda (esto es, trasladar el ajuste a las generaciones futuras).

Así, de abrirse la ventana del mercado de capitales, resultaría posible

mantener el déficit fiscal financiado con emisión monetaria, no modificar el tipo de cambio y que los pesos que sobran tengan como contrapartida mayor deuda externa, lo cual evitaría una caída de las reservas. Es más, de marchar todo bien, hasta podría ser posible un rebote en actividad. Sin embargo, no tocar el gasto público requería modificar la política exterior, por lo que:

- se acordó el pago a los juicios del CIADI,
- se indemnizó a Repsol,
- se readecuó la medición del IPC y del PIB y
- se cerró un trato con el Club de París. Todo parecía indicar que nos subíamos al puente verde de USD 19.000M (USD 7.000M en el 2014 y USD 12.000M en 2015) que nos llevaba a octubre de 2015 sin sobresaltos. Los únicos dos escollos podrían ser: (i) la demanda de dinero y (ii) un revés frente a los holdouts.

Finalmente, en el día de ayer, la Corte Suprema de los EEUU decidió no dar lugar al pedido argentino, con lo cual el caso referido a los holdouts vuelve a los Tribunales de Nueva York. Por lo tanto, dar cumplimiento al fallo del Juez Thomas Griesa implicaría un pago en efectivo de USD 1.500M, que de extrapolarse al resto de los holdouts podría alcanzar una suma de USD 15.000M. En este sentido, con un nivel de reservas en torno a los USD 29.000M, acatar dicho pago resulta complicado. Pensar que de haber llevado un conjunto de políticas fiscal, monetaria y cambiaria consistentes hoy tendríamos cerca de USD 90.000M de reservas, por lo que aplicando el mismo porcentaje de pago que surge de la operación realizada por Néstor Kirchner frente al FMI, la capacidad de pago sería de USD 30.000M.

Sin embargo, de nada sirve llorar sobre la leche derramada. Mirando hacia delante por lo menos existen tres caminos: (i) buscar un acuerdo extrajudicial con los holdouts, lo cual cuenta con el aval de Griesa; (ii) no acatar el fallo y buscar hacer el pago mediante el cambio de jurisdicción, cuyo inconveniente sería que para ello se necesita contar con la aprobación del 85% de los tenedores de bonos, donde muchos de ellos están inhibidos de hacerlo por razones constitutivas; y (iii) defaultear tanto a los bonistas que ingresaron a los canjes de 2005 y 2010 como a los holdouts.

Anoche la Presidente Cristina Fernández de Kirchner pareciera haber dejado en claro que la tercera opción no tendrá lugar. De ser esto cierto, sería una buena noticia, ya que si se entrara en un nuevo default habría dos caminos. Una podría ser la de hacer el ajuste fiscal sin confianza alguna, por lo que inexorablemente sería muy recesivo. La otra sería no

hacer el ajuste y continuar con su financiación monetaria, lo cual llevaría a mayores tasas de inflación, pérdidas de reservas, devaluación de la moneda y suba en las tasas de interés, donde este contexto nos empujaría a una situación aún peor. Por otra parte, la segunda opción, dadas sus bajas chances de éxito implicaría un camino peligroso, dado que el tiempo ya no estará de nuestro lado. Finalmente, la tercera opción no sólo tiene mayores posibilidades de éxito, sino que la transición hasta octubre 2015 y más allá sería mucho mejor. Sin embargo, no existen los almuerzos gratis y ello implicará pasar de un comportamiento adolescente a uno propio de un adulto responsable. Quizás, hasta encontremos la llave institucional que nos convierta nuevamente en un país rico.

Resabios de la peste keynesiana

Probablemente, pocas plagas han hecho tanto daño a la humanidad como los que ha causado la “teoría general” de John Maynard Keynes. A modo de ejemplo, su intenso uso por más de 70 años en nuestro país nos ha vuelto en uno de los pocos casos de divergencia a nivel mundial, ya que de ser un país rico nos hemos convertido en uno de frontera (menos que un emergente). Es más, de seguir abrazados al nefasto libro de 1936 terminaremos siendo un país pobre.

La macroeconomía dominante de aquel momento se sustentaba en la base del esquema ahorro-inversión inspirado por el sueco Johan Gustaf Knut Wicksell. Así, la vertiente sueca con Cassel, Lindhal, Ohlin y Myrdal basada en los fondos prestables, la escuela de Cambridge de Inglaterra con Hawtrey, Robertson y Keynes (el del tratado sobre el dinero de 1930) con apoyatura en los especuladores financieros y la teoría del ciclo de origen crediticio austríaca de Mises y Hayek tienen su origen en la contribución de Wicksell. Es más, las familias keynesianas posteriores a la “teoría general” de Keynes son descendientes de dicho enfoque.

La idea básica es muy simple. Las decisiones de ahorro (postergar consumo presente a cambio de un mayor consumo futuro) e inversión (mayor producción futura) son coordinadas por la tasa de interés. A su vez, en el mercado de dinero se determina el nivel de precios. Por último, frente a un mercado laboral plenamente flexible (tanto en lo institucional como en lo funcional –oferta no rígida–), el salario real será consistente con el nivel de pleno empleo. De esta manera, cuando la tasa de interés no se halla en su valor de equilibrio esto impactará en los precios. Cuando la tasa de interés está debajo del nivel de equilibrio habrá un exceso de demanda de bienes, cuya contrapartida será un exceso de oferta de dinero que impulsará el aumento del nivel de precios (preocupación de los austríacos y de los suecos). En el caso contrario estaríamos frente a una deflación (motivación de los ingleses).

Sin embargo, este marco analítico no era apto para los políticos con deseos intervencionistas. En función de esta demanda y mediante una mala interpretación de la Ley de Say, Mr. Keynes se propuso destruir el viejo sistema para crear uno más acorde a las necesidades del momento

(lo cual lo convirtió en el primer economista que, en lugar de señalar a los políticos los límites de la economía, se dedicó a potenciar sus fantasías). Así, determinó que la inversión estaba regida por el humor de los empresarios sin vínculo alguno con la tasa de interés (*animal spirits*), mientras que el ahorro, al ser entendido como un residuo de un consumo que sólo depende del ingreso corriente, quitó del análisis la idea de la sustitución entre consumo presente y futuro vía tasa de interés. De este modo, se desterró la tasa de interés del mercado de bienes y el ahorro e inversión determinarían el nivel de ingreso corriente. A su vez, bajo este nuevo esquema, la tasa de interés coordinaría al mercado de dinero y como gran estrella de la nueva teoría tomó lugar el falaz multiplicador keynesiano. Como si todo este daño fuera poco, sumando la hipótesis de la trampa de la liquidez, nos encontramos con el combo perfecto donde, la política monetaria es totalmente inefectiva y la fiscal es plenamente poderosa. El paraíso del político derrochador.

En este sentido, cuando alguna persona manifiesta que caer en default no tendría consecuencia alguna sobre la economía, puede deberse a que no ha estudiado suficiente economía o que sufre de una fuerte infección de keynesianismo modelo Ford T. Si la economía entrara en default, en el corto plazo, la volatilidad y la incertidumbre se desbordarían. El riesgo país se dispararía (a estos keynesianos enemigos de los datos les vendría bien mirar los números del mercado luego de los dos discursos de CFK sobre los holdouts) y con ello la tasa de interés, produciendo una abrupta caída de la inversión. Por otra parte, una mayor incertidumbre generaría incentivos para convertir los ahorros en moneda extranjera poniendo mayor presión sobre el tipo de cambio y el nivel de precios. Ante dicho contexto tendría lugar una fuerte descoordinación entre ahorro e inversión, lo cual destruiría el nivel de actividad, el empleo y el salario real.

De hecho, aún un keynesiano puro como James Tobin que vivió la transición de dicha escuela no podría soportar tamaños disparates. Por ejemplo, la teoría Q de la inversión señala que esta viene determinada por el cociente entre el valor de mercado y el de reposición de los activos, de modo tal que cuando dicho indicador se ubica por encima (debajo) de la unidad, la inversión sube (cae). Es más, si el valor de mercado de los activos es determinado por el flujo de fondos descontados, la Q de Tobin vendrá determinada por el cociente entre el retorno de los activos y la tasa de descuento. Por lo tanto, cuanto menor el retorno de los activos (ya sea por controles de precios, subas reales de los costos en general y aumento de la presión impositiva) y mayor la tasa de descuento (tanto por aumento del riesgo específico como por el riesgo sistémico –país–)

la inversión caerá. A su vez, no hace falta ser un experto en economías abiertas para saber que un aumento del diferencial entre la tasa local e internacional conduce a una mayor expectativa de devaluación, lo cual incentiva mover el portafolio (Baumol-Tobin-Markowitz-Sharpe) hacia los activos externos. Es más, frente a semejante falla de coordinación del sistema, aún con una tasa de inflación creciente que favorezca el consumo por el solo hecho de salirse del dinero local (algo muy peligroso si hay un sobrante de pesos), no alcanzaría a compensar la merma por caída de los ingresos reales.

En definitiva, tal como señalara Paul Samuelson, hay muchos economistas keynesianos modelos Ford T que ignoran olímpicamente las contribuciones que han tenido lugar luego de la aparición de “la teoría general”, entre otras cosas, la síntesis neoclásica-keynesiana. Ignorar estos avances aludiendo a Keynes, pareciera estar pasando la raya que separa lo simpáticamente heterodoxo de lo que se transforma en un grotesco emergente de la pluma de un inspirado Dante.

Finalmente, si luego de todo esto, Usted sigue considerando que mi introducción es exagerada, piense en los millones de personas en el mundo que hemos sufrido la inflación de los ‘70s (sólo ahí tiene más de 4.000 millones de seres humanos), los latinoamericanos que padecemos la crisis de los ‘80s (por lo menos unos 450 millones), o sin ir mas lejos, los millones de argentinos que hemos habitado este suelo durante los últimos 70 años (cerca de 70 millones –cálculo emergente de hacer nula la tasa de mortalidad). Esto es, más de 4.500 millones de seres humanos víctimas del keynesianismo.

Donnelley: otra de las tantas víctimas del keynesianismo

Ayer por la mañana, los trabajadores de la multinacional gráfica Donnelley reclamaban por segundo día consecutivo contra el cierre del establecimiento mediante un corte de tránsito frente a la empresa (en la colectora de la ruta Panamericana). Así, el conflicto en la planta de la localidad bonaerense de Garín escaló un peldaño más ante el fracaso de la audiencia convocada ayer por la cartera laboral de la Provincia de Buenos Aires. De esta manera, las circunstancias económicas y financieras por las que atraviesa la empresa estarían conduciendo a la pérdida de cuatrocientos puestos de trabajo.

Según los representantes gremiales, la gráfica “miente” cuando dice que está en quiebra, ya que señalaron que, desde el año pasado la compañía reporta ganancias a nivel mundial por USD 208 millones y que los ingresos en el mercado local alcanzaron un máximo histórico (vale la pena aclarar que si bien los ingresos pueden estar volando en términos nominales, dada la inflación reinante podrían estar cayendo en términos reales). Los trabajadores consideran que la empresa está intentando poner presión para degradar las condiciones de trabajo, los salarios y la cantidad de empleos. De hecho, los representantes de los trabajadores afirman que no permitirán el cierre de la empresa y que si se intenta avanzar en dicha dirección tomarán el control de la misma y serán ellos mismos quienes lleven adelante el proceso productivo.

Al mismo tiempo, un escrito presentado por la multinacional señalaba que “hasta tanto la Corte Comercial competente tome una decisión al respecto, la planta de Garín permanecerá cerrada para asegurar la integridad física de los activos de la empresa, los cuales serán administrados por la misma Corte y, en su caso, liquidados entre los acreedores”. Claramente, el comunicado es propio de un caso de una empresa que está quebrada. De hecho, tiempo atrás, Donnelley pidió al Gobierno subsidios para mantener sus actividades. Incluso, intentó iniciar un proceso preventivo de crisis, pero ambos pedidos fueron rechazados. El Ministerio de Trabajo también bloqueó el intento de despedir 123 empleados que semanas atrás había realizado la compañía. Por lo tanto, a la luz de estos eventos, la firma decidió la finalización total y definitiva de sus

operaciones en la Argentina (los economistas con buena formación microeconómica / equilibrio general tienen aquí un caso aplicado de lo que se denomina “axioma de inacción”).

Mientras tanto, la Conferencia Episcopal Argentina expresó su preocupación por la inestabilidad laboral creciente producida por las suspensiones de personal y los cierres de fábricas, al tiempo que advirtió por los altos niveles de inseguridad en el país. En este sentido, el vocero del Episcopado, el sacerdote Jorge Oesterheld señaló: “preocupa a los obispos la inestabilidad laboral creciente que se manifiesta en despidos, suspensiones y el cierre de fábricas”.

Lo relevante en todo esto es que, cuando uno revisa los distintos argumentos de cada una de las partes, las manifestaciones de los representantes de la Iglesia y lo que está sucediendo en los distintos polos productivos del país, queda en evidencia que la situación de Donnelley no es un caso aislado, sino que es un ejemplo de lo que está pasando en el conjunto de la economía. Por otra parte, los argumentos esgrimidos por los distintos trabajadores y las empresas parecieran dar muestra de una feroz lucha entre empresarios y empleados, que buscan siempre poner a la otra parte como el malo de la película. Sin embargo, y pese a que la dinámica de los negocios puede implicar el cierre de empresas al tiempo que se abren otras, la existencia generalizada de conflictos está mostrando que el problema no es de índole puntual (nivel microeconómico), sino que viene desde un plano más grande (nivel macroeconómico).

Desafortunadamente para nuestro país (y por ende para el conjunto de sus habitantes), en los últimos años se ha insistido una y mil veces con una visión del crecimiento económico fundamentada en el keynesianismo más precámbrico del que se tenga conciencia. Así, aquellos que abogan por esta hipótesis sostienen que la incentivación del consumo produce aumentos en la demanda agregada (el tan famoso como falaz multiplicador keynesiano) que frente a un mundo de precios fijos (ya sea por existir capacidad ociosa o por precios fijados institucionalmente) generan aumentos del producto bruto interno y que esto último es lo que debería conducir a mayores niveles de inversión (la idea del acelerador de la inversión). Por lo tanto, bajo este esquema, ofrendando al dios gobierno la danza de la lluvia, caerían los pesos del cielo que pondrían en marcha un milagro económico. Sin embargo, si esto fuera así y la extensión horizontal de los malditos pizarrones son el único límite que habría para los efectos expansivos del gasto público sobre el producto, uno debería preguntarse porque este proceso no encuentra vínculo positivo con ninguna de las experiencias exitosas de crecimiento a nivel mundial. Es

más, la evidencia empírica señala (Bergh-Henrekson, 2010) que aquellos países que a medida que aumentaba su desarrollo fueron dando lugar a una mayor presencia del gobierno vieron mermar sus procesos de crecimiento. Por ello, no es casual que aquellos países que presentan una tendencia creciente en el peso del gobierno dentro de la economía tiendan a mostrar menores tasas de crecimiento.

El problema con la visión keynesiana es que viola las restricciones de presupuesto. Si se decide aumentar el consumo, ello deriva en un menor nivel de ahorro y por ende en un menor nivel de inversión. Naturalmente, la contracara de ello es un menor nivel de capital por habitante, por lo cual el producto por habitante es menor y como consecuencia de este menor nivel de productividad, el salario real (poder de compra de los ingresos) de los habitantes se comprime. En este sentido, cuando se exagera de manera desmedida la estimulación del consumo, el ahorro no resulta suficiente como para cubrir las necesidades de capital de los nuevos ingresantes a la fuerza laboral ni para cubrir las amortizaciones del capital existente, por lo que inexorablemente el poder de compra de los trabajadores cae. A su vez, si la contraparte de dicha situación es una representación gremial dura que logra sostener el salario real la consecuencia es un mayor desempleo. Es más. cuanto mayor éxito en sostener el salario real, menor cantidad de empleos, que dada la dinámica poblacional y los incentivos empresarios recaería sobre los más jóvenes. Por otra parte, en una situación como la descrita donde la oferta de la economía se contrae, una mayor estimulación del consumo vía reducciones en la tasa de interés generará un exceso de demanda que pondrá mayor presión sobre el nivel de precios acelerando la tasa de inflación. Alternativamente, si el desbalance entre ahorro doméstico e inversión se cerrara vía financiamiento externo, tarde o temprano este mayor endeudamiento pro-consumo terminará en una crisis de divisas.

Por lo tanto, cuando este conjunto de hechos aislados se los pone todos juntos dan cuenta de un nuevo fracaso del manual keynesiano. De la teoría y de la evidencia empírica de la inversión sabemos que la misma depende del diferencial entre el retorno esperado de las empresas respecto a su costo de oportunidad (costo promedio ponderado del financiamiento de los activos -WACC-). De esta manera, cuando dicho diferencial es positivo, las empresas crean valor y tienen incentivos para invertir, lo cual beneficia a la población vía la oferta de mayores y mejores productos, al tiempo que un mayor stock de capital por habitante incrementa el salario real de los trabajadores generando un círculo virtuoso de bienestar. Ahora bien, cuando los derechos de propiedad y el marco

institucional siempre se muestran flexible de modo tal que siempre se perjudica al inversor por tener hundidos una gran cantidad de activos, la tasa impositiva es agobiante y las políticas redistributivas buscan determinar los salarios reales sin considerar la productividad, el retorno esperado cae. Por otra parte, si la política económica muestra una calidad deficiente que se traduce en un mayor riesgo país, sumado a la potenciación del riesgo específico, los empresarios verán como se diluye la creación de valor hasta entrar en un terreno negativo que derivará en una caída de la inversión y por ende en una contracción del capital por habitante. Por lo tanto, cuando la dinámica de los negocios queda atrapada por esta lógica económica, la oferta agregada de la economía se contraerá (de hecho, nuestro PIB per-cápita en dólares constantes para este año terminará por debajo del de 1998) y si ello se intenta remediar aplicando el manual de política económica keynesiano su resultado terminaría siendo peor que el que surgiría de llamar a Nerón para combatir un incendio.

Ley de Abastecimiento y profundización del socialismo

El continuo deterioro del resultado fiscal y la falta de financiamiento externo, sumado a la falta de voluntad del Gobierno por poner bajo control el crecimiento del gasto público, nos pone de cara a la última parte del año frente a un importante aumento de la oferta monetaria, en un contexto en el que la demanda de dinero se viene desmoronando. Ante la presente situación, la válvula de escape es un aumento de la tasa de inflación, lo cual conllevará a mayor presión en los distintos segmentos del mercado cambiario y/o en el nivel de reservas si se busca anclar los precios vía la fijación del tipo de cambio (o devaluando a menos que la inflación).

Frente a este escenario, el Gobierno avanzará sobre el BCRA de modo tal que no haya freno a la emisión monetaria por la fuente fiscal y se “perfeccionen” los controles cambiarios para que en la medida de lo posible no se escape un solo dólar de las reservas. Al mismo tiempo, para evitar que la trayectoria del nivel general de precios se desboque, se avanza en una profundización de la Ley de Abastecimiento, la cual se complementa con la Ley de Antiterrorismo, de modo tal que ante un exceso de demanda en el mercado de bienes, los agentes se vean obligados a realizar un ajuste de cantidades en la dirección deseada por el Gobierno (mayor producción).

Así, el artículo 2º del proyecto de reforma de la Ley de Abastecimiento dice: “a) Establecer para cualquier etapa del proceso económico márgenes de utilidad, precios de referencia, niveles máximos y mínimos de precios o todas o algunas de estas; b) dictar normas que rijan la comercialización, intermediación, distribución y/o producción; c) disponer la continuidad en la producción, industrialización, comercialización, transporte, distribución o prestación de servicios, como así también en la fabricación de determinados productos dentro de niveles o cuotas mínimas que estableciere la autoridad de aplicación; y d) requerir toda documentación relativa al giro comercial de la empresa o agente económico y obligar a la publicación de los precios de bienes o servicios producidos y prestados, como así también su disponibilidad de venta”. En definitiva, el proyecto se arroga la potestad de fijar precios y cantidades en cada uno

de los tramos de la actividad económica, los cual nos estaría llevando hacia un experimento de planificación centralizada socialista (sistema de agresión/coacción institucionalizada que impide el libre accionar de los seres humanos).

El problema central radica en que, desde la óptica del proceso social, el socialismo es un error intelectual, pues no cabe concebir que el órgano director encargado de intervenir mediante mandatos pueda hacerse con la información que es necesaria para coordinar la sociedad. La base para dicha afirmación se sustenta en cuatro argumentos, donde dos de ellos podrían definirse a los fines didácticos como estáticos y los otros dos como dinámicos.

El primero de los argumentos estáticos está vinculado a la cuestión del volumen de información. Esto es, resulta imposible que el órgano de intervención asimile conscientemente el enorme volumen de información práctica diseminada en las mentes de los seres humanos. Por otra parte, en cuanto al segundo de los argumentos, el mismo parte del hecho de que cada uno de los seres humanos posee información práctica de carácter privativo, la cual no solo se encuentra dispersa en su mayor parte, sino que además, dicho conocimiento es de naturaleza tácita y por lo tanto no articulable ni transferible (know how). Esto es, no se trata tan sólo de que el volumen agregado de información práctica sentida y manejada de forma dispersa por todos los seres humanos a nivel individual sea de tal magnitud que no quepa concebir su consciente adquisición por parte del órgano director, sino que además, dicho conocimiento por ser tácito y no articulable, este no puede ser formalizado ni explícitamente transmitido al planificador central.

Por otra parte, desde el punto de vista dinámico, el constante actuar de los seres humanos hace que continuamente se esté creando y descubriendo nueva información. Por ende, difícilmente se podrá transmitir al órgano director la información o conocimiento que aún no se ha creado, el cual va surgiendo como resultado del propio proceso social en la medida en que éste no se vea agredido. Así, conforme pasa el tiempo, mientras los seres humanos interactúan con sus pares van dándose cuenta de nuevas oportunidades de ganancia que tratan de aprovechar. Como consecuencia de ello, la información que tiene cada uno de ellos va modificándose de manera continua. Por ende, dicha información no podrá transmitirse por tratarse de una información que aún no se ha descubierto o creado por los propios actores y que sólo surge como resultado del libre proceso de interacción humana. Finalmente, el segundo argumento dinámico señala que, en la medida en que la coacción socialista se ejerza de forma

más efectiva, imposibilitará la libre persecución de fines individuales, por lo que éstos no actuarán como incentivo y no podrá descubrirse o generarse la información práctica necesaria para coordinar la sociedad. Así, el órgano de planificación central se encuentra ante un dilema insalvable: Si decide intervenir coactivamente en el proceso, destruye la capacidad creadora de información (la cual la necesita para actuar), y si no interviene, tampoco obtiene información alguna. Por lo tanto, este conjunto de argumentos dejan de manifiesto la imposibilidad práctica de alcanzar un resultado razonable por parte del órgano de planificación central.

Asimismo, existe una imposibilidad desde el punto de vista del órgano de planificación central. Aún cuando asumiéramos que dicho órgano estuviera dotado de la máxima capacidad técnica e intelectual, experiencia y sabiduría, así como de las mejores intenciones que humanamente quepa concebir, lo que no resulta posible de admitir es que dicho órgano esté dotado de capacidades sobrehumanas (omnisciencia). Es decir, que sea capaz de asimilar, conocer e interpretar simultáneamente toda la información diseminada y privativa que se encuentra dispersa en la mente de todos los seres humanos que actúan en la sociedad y que se va generando y creando continuamente por éstos tanto para el presente como para el futuro. La realidad es que el órgano de planificación en su mayor parte desconoce esta información, por lo cual, todos los experimentos socialistas se han caracterizado por los siguientes resultados: (i) fuerte descoordinación económica y desorden social, (ii) información errónea y comportamiento irresponsable, (iii) altas dosis de corrupción, (iv) surgimiento de la economía oculta, (v) retraso tecnológico, económico y cultural, al tiempo que (vi) se prostituyen los conceptos tradicionales de ley y justicia, lo cual lleva a la perversión moral del sistema. La experiencia de la ex Unión Soviética, los países de Europa del Este, Corea del Norte, Cuba y sin ir más lejos la República Bolivariana de Venezuela dan cuenta de ello.

Por lo tanto, como señalara Milton Friedman, las políticas de controles de precios son dañinas porque no sólo pospone en el tiempo las medidas efectivas para controlar la inflación, desorganiza la producción y la distribución, sino que además crean una fuerte división social y fomentan la puesta en marcha de restricciones que amenazan a la libertad política de los individuos. Tales medidas incuban en el público la falta de respeto por “la ley” y hacen que los funcionarios se sientan propensos a emplear poderes extralegales poniendo en jaque los propios cimientos de la libertad.

Los fundamentos de la demanda de divisas

La economía argentina está seca de dólares. El debate entre los defensores incondicionales del modelo vigente y la racionalidad económica sobre la situación del mercado de divisas ha vuelto a poner en evidencia la supremacía de la praxeología (la gente responde a los incentivos). Pese a que el Banco Central se empeña en cuidar a rajatabla cada dólar de las reservas, durante el mes de agosto se perdieron USD 400M, donde las compras para atesoramiento alcanzaron un récord de USD 260M (ya durante el mes de julio habían alcanzado los USD 206M). Esta situación de mayor demanda de dólares se ha intensificado durante los dos primeros días de septiembre, donde los agentes han comprado USD 82M. Si bien el comportamiento mendicante de los funcionarios del equipo económico a lo largo y a lo ancho del planeta es prueba suficiente de la escasez de divisas, el BCRA con su circular A 5627 (la cual obliga a los bancos a reducir la posición global neta en moneda extranjera del 30% al 20% afectando así su posición de riesgo de moneda) lo ha confirmado. Sin embargo, esto no es más que la punta del iceberg.

Bajo situaciones normales, para lo que queda del año, la economía argentina muestra un faltante de USD 8MM. Por el lado de la demanda, las necesidades ascienden a USD 10MM, las cuales se componen de: (i) vencimientos de deuda del sector privado por USD 5,5MM, (ii) pagos de deuda del sector público por USD 3,5MM y (iii) acorde a las estimaciones de los analistas de mercado, una demanda de dólares para atesoramiento de USD 1MM (USD 250M por mes). A su vez, por el lado de la oferta, es de esperar que el ingreso de dólares comerciales se ubique en torno a los USD 2MM.

Frente al faltante de divisas, de manera inexorable, los ojos de los agentes se dirigen al balance del BCRA. En cuanto a la posición de reservas, la misma se ubica en torno a los USD 29MM, donde USD 7MM son encajes de los bancos que respaldan a los depósitos en dólares hechos en el sistema financiero, al tiempo que el banco central estaría pisando el pago de importaciones por unos USD 4MM. Puesto en otros términos, según como quiera hacerse la depuración de las partidas, las reservas netas oscilarían entre USD 25MM y USD 18MM. El punto es que la

economía sólo por motivos comerciales (cuatro meses de importaciones) necesitaría contar con unos USD 25MM, al tiempo que si se calcula el monto de reservas necesarias aplicando el método desarrollado por el propio BCRA durante la gestión de Martín Redrado, las mismas deberían ser de USD 50MM. Por otra parte, aplicando el método desarrollado por Milei-Giacomini-Ferrelli Mazza (“Política Económica Contrarreloj”), el monto de reservas necesaria para que la probabilidad de crisis fuera nula debería estar en torno a los USD 100MM (de hecho si se computan los dólares comprados por el BCRA desde 2003; y de no haber existido un mal diseño de política, las mismas estarían en torno a las USD 95MM).

Los problemas con los números del Banco Central no terminan ahí. Aún cuando se tomaran las reservas totales informadas, el activo de dicha Entidad muestra USD 71MM en concepto de Títulos Públicos (letras intransferibles por USD 45MM) y Adelantos Transitorios (por unos USD 26MM) que no solo deja de manifiesto la inconsistencia de la política monetaria en relación con la cambiaria y la fiscal, sino que si se depuraran dichos conceptos del balance, el patrimonio dejaría de ser positivo en USD 14MM para ser negativo en USD 57MM. La otra cara de esta moneda es el deterioro de los indicadores de cobertura de los pasivos monetarios, donde según el nivel de laxitud de la definición la relación entre pesos y dólares oscila entre los \$ 13,8 (base monetaria sobre reservas internacionales) y \$ 23,6 (base monetaria, mas LEBCAS, mas encajes en moneda extranjera sobre reservas internacionales) por dólar.

Desafortunadamente, los problemas monetarios del país no se terminan ahí. Suponiendo que los ingresos fiscales durante el presente año crezcan un 41% (incluyendo rentas) y el gasto primario lo haga al 47%, el resultado financiero sin rentas estaría en torno al 5,8% del PIB (\$ 228MM). Si a ello se le suman las necesidades de financiamiento por amortizaciones de capital y otros (\$ 96MM) y se le deduce distintas formas de financiamiento (Agencias Públicas, IFI, Recupero del BOGAR, Reservas del BCRA y Mercado lo cual sumaría \$ 139MM), la necesidad de emisión monetaria para financiar al fisco durante el presente año sería de \$ 185MM. Considerando que durante el primer semestre se emitieron por esta vía \$ 25MM, mientras que en lo que va del segundo el monto asciende a \$ 30MM, de ser correcta las predicciones fiscales hechas arriba, en lo que resta del año el BCRA debería estar emitiendo unos \$ 130MM. De hecho, el crecimiento de la cantidad de dinero se aceleraría de los actuales niveles del 23% a cerca del 40%.

En definitiva, al faltante de dólares en la economía, el exiguo nivel de reservas internacionales y a la precariedad patrimonial del BCRA se le

sumará una oleada de pesos, la cual se concentrará a finales del presente año e inicios del 2015. Al mismo tiempo, la demanda de pesos estaría dando muestras de una clara fatiga. Tomando los últimos doce meses, mientras que la cantidad de dinero ha venido creciendo en torno al 20%, la inflación se ubica en el rango del 40%. Por si todo es fuera poco, los elementos que podrían motivar una mayor demanda de pesos, como podrían ser la evolución del PIB, la inflación esperada y el retorno de los activos locales (el cual se ubica en niveles negativos que van del 10% al 15%) , están muy lejos de alentar a los agentes a posicionarse en moneda local (el mejor ejemplo son las operaciones “puré” donde los agentes compran dólares ahorro para vender en el paralelo haciendo un retorno instantáneo que crece cuanto mayor es la brecha).

Finalmente, si consideramos las complicaciones que se vienen sumando en el sector externo como son: (i) el problema con los holdouts y lo que ello implica en términos de incertidumbre (el riesgo país medido por el CDS de 5 años oscila en torno a los 2.500-3.000 puntos básicos), (ii) los USD 12MM de vencimientos de deuda pública para el 2015, (iii) los pagos por USD 4,4MM que deberá afrontar el sector privado, (iv) la caída del resultado comercial por cerca de USD 10MM como consecuencia del menor precio de la soja, (v) la macroeconomía de Brasil que no luce muy alentadora y (vi) lo que pueda pasar en materia de tasas de interés a nivel internacional, dan cuenta de un escenario nada sencillo. Por lo tanto, para salir adelante en la presente coyuntura, necesitaremos de un verdadero piloto de tormentas (rogando todos los días para que no se caiga la demanda de dinero). Esperemos que para el bienestar de los argentinos, aquellos que conducen la nave estén a la altura de las circunstancias.

BCRA vs. la demanda de dinero: “Duelo de titanes al borde del precipicio”

El mes de septiembre dejó claro que la demanda de dinero está quebrada. El fuerte incremento de la demanda de dólar ahorro (hoy en USD 75M diarios), una caída anual de USD 2.400M en el stock de reservas pese a las maniobras cambiarias del BCRA que le permitieron comprar USD 5.400M y pisar el pago de importaciones por USD 6.000M, una inflación para los últimos doce meses en torno al 40% al tiempo que los agregados monetarios crecen al 20% (por arrastre estadístico) y un tipo de cambio paralelo que rozó los \$ 16 por dólar, son prueba contundente de ello. Desde el punto de vista de la política monetaria, este conjunto de señales manifiestan que no existe gran margen como para monetizar alegremente el déficit fiscal sin una contrapartida esterilizadora.

El actual desajuste monetario que hoy vive la economía es una consecuencia directa de la puesta en marcha del cepo cambiario de fines de 2011. Previo a dicha medida, el sobrante de pesos de la economía drenaba bajo la forma de fuga de capitales. Así, cuando el BCRA emitía más de la cuenta, el sobrante de pesos se esterilizaba vendiendo dólares que habían sido comprados desde la ventanilla comercial y los agregados monetarios se mantenían en torno al nivel de equilibrio. Sin embargo, luego de fugarse USD 87.385M desde el año 2003, la intensificación del proceso durante 2011, sumado a la intención de no perder más reservas sin tocar el tipo de cambio, llevó a la instauración de un duro control de capitales. De este modo, los pesos que ahora sobran en la economía no podían escaparse del sistema, lo cual terminó gestando un exceso de pesos en la economía (money overhang) para fines de 2013 de 5% del PIB.

El problema con este exceso de dinero en la economía es que si por algún motivo, de pronto los agentes decidieran ajustar sus tenencias a los niveles de equilibrio, esto es, 10% del PIB para el caso bueno y 5% para el malo, ello implicaría un salto en el nivel de precios. Así, aún cuando el BCRA no emitiera un solo peso más, si la demanda de dinero se ajustara al nivel de equilibrio bueno, el nivel de precios saltaría un 50%. Por otra parte, si la tasa de crecimiento de la cantidad de dinero se ubicara en torno al 40%, la inflación treparía a niveles del 120%. Por último, si la demanda se ajustara al nivel malo, la inflación treparía al 350%.

Luego de lo ocurrido durante el mes de enero del presente año, el Banco Central tomó nota del problema. No sólo devaluó la moneda, subió las tasas de interés, adelantó exportaciones, alentó el ingreso de inversiones con fondos externos y obligó a los bancos a liquidar posiciones en moneda extranjera, sino que luego de ello cuidó celosamente la evolución en la cantidad de dinero. Así, en lo que va del año, la cantidad de dinero creció en \$ 7.300M, esto es, un 90% menos de lo que creció durante todo 2013. Este aumento en la cantidad de dinero es explicado por una expansión vía sector externo de \$ 44.000M y una contracción del crédito interno por \$ 36.700M. A su vez, en cuanto al crédito interno, la emisión de \$ 73.300M para financiar al fisco, fue más que compensada por una esterilización de \$ 110.000M (\$ 90.200M por Lebacks, \$ 20.100 por pases y expandió \$ 300M por otras fuentes). En definitiva, realizó un esfuerzo ciclópeo para mantener en caja la cantidad de dinero y de mantenerse esta política hacia fin de año, con una inflación del 40%, el excedente de dinero podría casi haberse eliminado.

En este contexto ha tenido lugar un cambio en la cúpula del BCRA. Así, la nueva conducción del ente monetario deberá enfrentar por lo menos tres grandes desafíos: (i) ganar reputación y credibilidad para hacer política monetaria frente a un contexto institucional negativo, (ii) tratar de generar los incentivos que eviten una profundización en la caída de la demanda de dinero y (iii) mantener un fuerte control de la oferta monetaria.

Respecto a la cuestión institucional, la evidencia empírica, tanto local como internacional, dejan de manifiesto que cuanto mayor el nivel de independencia de un Banco Central, menor será la tasa de inflación. Uno de los indicadores típicos del nivel de autonomía es la cantidad de veces que cambia el Presidente de la institución. Así, en nuestro país, en los 11 años que van desde el año 2003 hasta el presente, han pasado cinco personas por el cargo (Prat Gay, Redrado, Marcó del Pont, Fábrega y Vanolí), cuando el mandato del funcionario es por seis años. Es más, cuatro de los mismos han estado durante el último lustro, por lo que en dicho período hemos tenido la cantidad de Presidentes propia de 24 años. Al mismo tiempo, la literatura señala que cuanto más averso a la inflación (ortodoxo) es el Presidente de un Banco Central, menor la tasa de inflación. En este sentido, la inflación promedio de Prat Gay fue del 5%, la de Redrado del 15%, la de Marcó del Pont del 25 % y la de Fábrega del 40%. Por lo tanto, el flamante dueño del sillón de Reconquista 266, arranca desde una situación muy desfavorable.

Por el lado del sostenimiento de la demanda de dinero, frente al quiebre observado de la misma, es claro que esto no será una tarea sencilla.

Por el lado de la demanda por motivos transacción, se espera que este año el PIB termine cayendo un 2,5%, por lo cual, esto no ayudará. Por el lado de la demanda especulativa, la foto tampoco es optimista. Una tasa de inflación en torno al 40% y las tasas de interés de los activos domésticos en terreno negativo no favorecen la acumulación de esta familia de activos. Por otra parte, el faltante de USD 8.000M para lo que resta del año y de USD 22.000M para el año que viene (caso benigno donde la cuenta servicios resulte neutra y no haya más fuga por atesoramiento), alimentan el repudio al dinero local.

Por último, en cuanto a la necesidad de mantener la oferta monetaria bajo control, existen por lo menos, dos grandes amenazas. Por un lado, el creciente déficit fiscal sin acceso al mercado de capitales exigirán una emisión por sector público del orden de los \$ 185.000M, donde en lo que queda del año restan por emitir unos \$ 110.000M (momento en el cual, por motivos estacionales hay menos dólares). Por otro lado, la deuda del BCRA devenga intereses crecientes que deberán ser esterilizados redoblando el esfuerzo para frenar el crecimiento de la cantidad de dinero. Al mismo tiempo, se podría avanzar en un desdoblamiento del mercado de divisas que permita aquietar, al menos de modo transitorio, las turbulentas aguas cambiarias.

Por lo tanto, las nuevas autoridades del BCRA enfrenta grandes desafíos, donde el éxito final que permita llegar a finales de 2015 sin una crisis, no sólo dependerá de la pericia con la que se lleven a cabo estas tareas mencionadas, sino que dependerá crucialmente del cierre que se haga en el frente externo con los holdouts. En caso que el arreglo tome curso a inicios del año y se abran las puertas del financiamiento externo, las expectativas negativas deberían disiparse y con ello, la demanda de dinero dejaría de caer. Por otra parte, el esfuerzo monetario daría sus frutos y al haber eliminado el sobrante de pesos hasta se podría poner en marcha un proceso de unificación del mercado de cambios. De más está decir que si el sector público diera una mano en revertir el déficit sería de gran ayuda. Sin embargo, cerrar con los holdouts y tratar de poner en caja la cuestión fiscal son decisiones políticas que, por el bien del país, esperemos sean parte de la solución y no de una agudización de los problemas.

Un puente sobre aguas turbulentas

El 2015 será un año de transición económica. El mismo podría ser visto como una suerte de puente colgante. Un puente de lianas y tablones de 9 metros de altura, muy similar a los de las películas de Tarzán. El cruce del mismo demandará quince meses, mientras que en los cielos revolotean buitres y en el mar azul se hallan cocodrilos de 16 metros que lucen inofensivos a la luz de los dinosaurios que, según la leyenda, habitan en el fondo de dichas aguas. A su vez, los vientos monetarios y cambiarios amenazan con sacudir el puente, al tiempo que un conjunto de simpáticos animalitos, desde los árboles, tiran cáscaras de bananas a nuestros héroes selváticos. Así las cosas, el final del viaje dependerá de la intensidad de los vientos.

De acá a fin de año la economía necesitará de unos USD 8.000M, los cuales son explicados por vencimientos de deuda por USD 9.000M (USD 5.500M privada y USD 3.500M pública), dólares ahorro por USD 1.000M (caso optimista) y un excedente comercial de USD 2.000M. Por otra parte, el 2015 demandaría USD 22.000M (con la cuenta servicios neutra), donde habría vencimientos de deuda externa por USD 17.000M (USD 12.500M pública y USD 4.500M privada) y la caída en el precio de la soja reducirá las exportaciones en USD 10.000M, por lo que la balanza comercial sería negativa en USD 5.000M. Por otra parte, si a los USD 28.000M con los que cuenta hoy el BCRA se les resta la deuda por importaciones y los encajes de los bancos, el saldo estaría en USD 15.000M, cuando el comercio de la economía demandaría unos USD 25.000M, todo indica que dólares no sobran.

Por último, la historia se completa con una demanda de dinero quebrada. Hoy, con la cantidad de dinero creciendo al 20% a/a, la inflación se ubica en torno al 40% a/a. A su vez, durante éste mes, la demanda de dólares ahorro trepó a USD 50M diarios, mientras que a pesar de los esfuerzos de absorción del BCRA, la liquidación de posiciones de los bancos y el adelanto de exportaciones, el paralelo rozó los \$ 16. Si a ello le sumamos que aún restan emitir unos \$ 120.000M, todo indica que habrá viento.

Sin embargo hay esperanza. Tanto el BCRA como el Gobierno se han notificado. Si cada peso que se emite es retirado del mercado y en enero se cierra con los holdouts, el gobierno podrá colocar deuda en los mer-

cados como para llegar a diciembre de 2015. Los cocodrilos se irán a dormir, los buitres dejarán limpio el cielo, el nivel de actividad se estabilizará, la inflación cederá y el futuro luciría prometedor. Sin embargo, todo dependerá de que nuestros héroes logren vencer a su ideología a manos de altas dosis de pragmatismo.

Parte II

ECONOMÍA
INTERNACIONAL



Política económica y desequilibrio global

Desequilibrio Global y la Crisis 2008-2011

Los desequilibrios de cuenta corriente resultan de diversos mecanismos económico-financieros. En un mundo globalizado sería descabellado pensar que todos los países deban mantener equilibrada su cuenta corriente en forma simultánea, por ende, el término de desequilibrio global no tiene una connotación negativa per se. De hecho, los desequilibrios globales resultan hasta cierto punto deseables desde la perspectiva de la eficiencia productiva. Esto se debe a que los mismos manifiestan diferentes tendencias en los patrones de ahorro, el retorno del capital o bien el grado de riesgo y liquidez a través de los distintos países. Sin embargo, cuando los desequilibrios, como el ocurrido entre 2005-2008, son reflejo de:

- distorsiones domésticas que conducen a un alto ahorro privado,
- exacerbación del consumo en detrimento del ahorro por exceso de optimismo,
- imperfecciones en el mercado financiero que perjudica la viabilidad de las inversiones,
- fallas institucionales en la protección de los derechos de la propiedad y
- estrategias de política económica basadas en el crecimiento lideradas por exportaciones que se sustentan en la manipulación de la moneda, ello implicó desequilibrios no deseables, los cuales incrementaron el riesgo sistémico.

Esta situación llevó al mundo a una profunda recesión la cual fue disparada por la más devastadora crisis financiera desde la Gran Depresión. En la fase más intensa de la misma, los hacedores de política, tanto de los países avanzados como de los emergentes, despojados de toda ideología y asimilando el sentido de gravedad de la situación arribaron a una síntesis producto de lo mejor de las contribuciones de John Maynard Keynes y Milton Friedman, lo cual los llevó a la búsqueda de una solución coordinada a nivel mundial que no solo evitó una mayor contracción sino que también generaba las bases para la estabilidad y el crecimiento futuro. Sin embargo, una vez dejado atrás lo peor de la crisis, la negación de ciertos

países superavitarios a abandonar sus estrategias de crecimiento basadas en una moneda depreciada, reflejaba un falso problema de incompatibilidad incentivos de corto plazo, que si bien resultaba claro que era insostenible de largo plazo parecía permitir cierto manejo entre la transición hacia el desarrollo y la tasa de preferencia intertemporal.

Sin embargo, la magnitud de los desequilibrio dejaron de manifiesto que los tiempos para dicha transición eran efímeros, donde la inhibición de los ajustes en el mercado internacional, en especial dado el tamaño de los actores, comenzaron a crear efectos derrame que han puesto al mundo al borde de una nueva recesión mundial. El reflejo inicial de ello vino dado por el patrón bifurcado en la recuperación, donde mientras los países desarrollados comenzaban a mostrar tasas de recuperación modestas con un alto nivel de desempleo, los emergentes crecían por encima de la recuperación cíclica que no solo los ponían por encima de la tendencia de largo plazo, a costa de los primeros, sino que además aceleraban sus tasas de inflación. Naturalmente, esta situación no estaría presente si las paridades cambiarias reflejaran los fundamentos de esas economías. En este contexto, las tensiones entre las naciones acerca del diseño e implementación de la política económica se han intensificado, no solo amenazando la posibilidad de alcanzar una solución a los desequilibrios globales, sino también reflejando un problema mucho más profundo asociado a la falta de un acuerdo de modo tal que el conjunto de políticas económicas de cada uno los países resulten consistentes no solo con el equilibrio global sino también con un crecimiento sustentable.

El Debate Monetario en Medio de la Tormenta

La pérdida de impulso en los Estados Unidos en presencia de un elevado desempleo, la crisis en Europa, la fuerte desaceleración del mundo emergente y la potencial amenaza de una nueva recesión mundial reavivó viejos debates monetarios que hicieron retornar al centro de la escena a la trampa de la liquidez (tanto a nivel local como internacional). Sin embargo, los datos no solo no parecieran avalar dicha posición, sino que además las recomendaciones de política económica emergentes de dichos planteos, en especial a la luz de los problemas de endeudamiento en los países desarrollados, podrían conducir a una situación en la que el remedio termine siendo peor que la enfermedad. En el fondo, el problema no radica en la no efectividad de la política monetaria del mundo desarrollado sino que yace en la interdependencia estratégica del mundo emergente. Bajo el caso de tipo de cambio flexible, si bien la política fiscal no es efectiva, la monetaria si lo es. La clave que sostiene al mecanismo de transmisión

deriva del hecho de que cuando un país emite ello hace caer la tasa de interés, situación que deriva en una devaluación y que impulsa el crecimiento de las exportaciones netas, la demanda, el producto y el empleo. Sin embargo, cuando este proceso es abortado por otro Banco Central que mantiene fijo su tipo de cambio, la moneda del primer país no se deprecia y la política monetaria no tracciona, al tiempo que la política fiscal no trabaja por definición. Por otra parte, una política fiscal en esta línea no solo haría aumentar el endeudamiento con un impacto modesto en actividad sino que a la postre podría derivar en un feroz crowding-out penalizando a la inversión privada, la cual no solo muestra una mayor productividad sino también tiene un mayor impacto sobre el crecimiento de largo plazo.

Por otra parte, esta situación no solo impacta sobre aquellos agentes que muestran algún tipo de desequilibrio en su cuenta corriente, sino que también impacta en zonas como Europa, aún cuando su cuenta corriente esté equilibrada. En este sentido, el desequilibrio global implica que el dólar debería devaluarse frente a las monedas de China y de los países petroleros. Sin embargo, las dificultades para comprar moneda China y la escasa profundidad financiera de las monedas petroleras los agentes salen del dólar vía la compra de yenes y euros. Esta situación aprecia al euro, haciendo que el precio de los transables caiga en términos de los no transables. Al pasar esto se deteriora la cuenta corriente de la economía y según sea la situación inicial son los ajustes que deben tener lugar. Así, los que tenían superávit no tienen problema, mientras que los que tienen déficit, si no cuentan con financiamiento, deben ajustar para incrementar el ahorro. Este último caso lleva a una caída de la demanda y que el precio de los no transables caiga hasta recomponer el equilibrio. Sin embargo, cuando los precios no caen se producen caídas del GDP y del empleo, lo cual lleva a que los políticos quieran gastar más cuando lo que se necesita es ahorrar más. En este contexto aumenta el déficit fiscal (por menores ingresos y mayor gasto), aumenta la deuda y dado el menor GDP la relación deuda-producto sube de manera fuerte. En términos normales, ante la situación de un país con necesidades de ajustar el déficit se devalúa y los precios se corrigen vía inflación transable sin que caigan los no transables, pero esto no es posible para los países europeos con déficit por tener moneda única que encima se aprecia por la estrategia de China. A su vez, tratar de devaluar el euro implica aumentar impuestos (vía el impuesto inflacionario) a los que han sido prudentes y por ello las tensiones entre los europeos. Sin embargo, dado que los bancos de los países superavitarios tienen deuda de los países deficitarios, en caso que

no haya solución conjunta, la caída de las deudas de los deficitarios pegaría en los superavitarios vía un desastre bancario, lo cual hundiría a toda la zona europea en una recesión. Por lo tanto, gran parte de la solución debería venir desde China dejando apreciar su moneda y el resto debería venir de una mejora gradual (evitando una mayor tensión social) de las cuentas fiscales apoyado con un financiamiento puente de la UE hasta poner a las economías en un sendero sustentable. Por otra parte, la solución de expulsar de la UE a los deficitarios es imposible de implementar, al menos en el corto plazo.

Hacia una Salida con más Globalización

En este contexto, alcanzar “una recuperación mundial sostenida, equilibrada y sólida”, tal como fuera establecido en Pittsburgh por el Grupo de los Veinte (G-20) no es una tarea fácil. Requiere mucho más que volver a la situación anterior. Exige emprender dos acciones económicas esenciales y difíciles al mismo tiempo. Primero, un rebalanceo interno: cuando la demanda privada se desplomó, el estímulo fiscal ayudó a aliviar la caída del producto. Pero el estímulo fiscal tiene que dar paso a la consolidación fiscal, y la demanda privada debe ser lo suficientemente sólida como para tomar la iniciativa y respaldar el crecimiento. Segundo, un rebalanceo externo: muchas economías avanzadas, especialmente Estados Unidos, que dependieron demasiado de la demanda interna, ahora deben depender más de las exportaciones netas. Muchas economías de mercados emergentes, particularmente China, que dependieron demasiado de las exportaciones netas, ahora debe depender más de la demanda interna.

En función de lo expresado, la solución del desequilibrio global y la recuperación del crecimiento mundial requerirán de un conjunto de acciones coordinadas por parte de todos los actores que podrían ser simplificadas en tres pilares:

- permitir una mayor flexibilidad cambiaría en los países superavitarios (en especial China y los países petroleros), al tiempo que se avance en la reforma del sistema financiero internacional de modo tal que los países puedan contar con mecanismo de seguro frente a las crisis sin necesidad de acumular una exagerada cantidad de reservas internacionales
- una consolidación fiscal sustentable en los EEUU, sincronizada con los ajustes de las monedas para evitar una suba de la tasa de interés y una caída del nivel de actividad,
- reestructurar la deuda de los países europeos deficitarios bajo el paraguas de la UE que financie la transición hacia un nuevo equili-

brio sostenible, lo cual debería mostrar los siguientes lineamientos para que no presente problemas sociales que no hagan viable la solución: (i) ajuste fiscal escalonado, (ii) la UE deberá cancelar la deuda de los países con problemas y a cambio recibirá nuevos instrumentos de deuda, (iii) los cuales deberán ser diseñados de modo tal que no presenten problemas de compatibilidad de incentivos, tanto para los reestructurados como los actualmente solventes, (iv) donde un formato posible para estos nuevos instrumentos podría ser el armado de bonos con cupones ligados al GDP y que combinados con una apropiada extensión de plazo eviten quitas nominales y (v) los países europeos deberán flexibilizar el mercado laboral hacia adelante y facilitar la competencia en el mercado de bienes.

La falta de compromiso en la solución del desequilibrio global y la guerra de monedas han puesto al mundo de cara a una nueva crisis. El devenir de los hechos mostró que no estábamos frente a un simple problema del tipo dilema de los prisioneros ya que dicha descripción no incorporaba de manera adecuada los problemas de incentivos de corto plazo que debían enfrentar los hacedores de política. A su vez, la solución implica entender a la globalización como fenómeno impulsado por las necesidades de los seres humanos, lo cual condiciona el armado de las políticas sustentadas en la cooperación y en el largo plazo. Trabajemos por evitar la guerra de monedas, la cual podría derivar en una guerra comercial donde todos pagaremos en términos de bienestar.

Política comercial y crecimiento liderado por exportaciones en el marco del desequilibrio global

Hechos Estilizados del Comercio y Crecimiento

Pocas ideas económicas despiertan menos controversia entre los economistas que la que afirma que el comercio internacional es positivo para todos y que debe ser incentivado. Interactuar con otros países altera profundamente el proceso de crecimiento económico. Los países extranjeros representan una oferta potencial de factores de producción que pueden ser escasos en un país dado, así como una salida para los factores abundantes. También son una fuente de transferencia de tecnología y brindan a un país la oportunidad de especializarse en las áreas de producción en las que es mejor. Desde este punto de vista, el cauce principal a través del cual la apertura al comercio mundial eleva la renta per-cápita es mediante el efecto que genera vía el aumento de la productividad. Así, puede entenderse al comercio mismo como una forma de mejora tecnológica.

Al mismo tiempo, la evidencia empírica muestra la existencia de una fuerte correlación positiva entre el crecimiento del PIB y el crecimiento en el grado de apertura comercial. De esta manera un cambio en el grado de apertura induce a un mayor crecimiento del PIB y consecuentemente, del ingreso por habitante. Desde este punto de vista, abrazarse a la globalización es bueno para el crecimiento económico de un país y existen tres tipos de pruebas que avalan dicha conclusión:

- En primer lugar, la apertura lleva a la convergencia económica: los países pobres que están abiertos al comercio crecen más deprisa, en promedio, que los ricos, mientras que los países pobres que están cerrados al comercio crecen más despacio que los países ricos.
- En segundo lugar, los países que abren sus mercados a la economía mundial experimentan una aceleración del crecimiento, mientras que los que cierran su mercado experimentan una desaceleración del crecimiento.
- Por último, los países que son menos capaces de participar en el comercio mundial por su posición geográfica tienen una renta más baja como consecuencia de su aislamiento. En este sentido, los datos para la segunda mitad del Siglo XX muestran que aquellos paí-

ses que siempre estuvieron abiertos son en promedio, siete veces más ricos que los que nunca lo estuvieron. A su vez, los países que mantuvieron su apertura al comercio durante más de la mitad del período son en promedio una vez y media más ricos que aquellos que lo hicieron por menos de la mitad del período de estudio.

Política Comercial, Crecimiento y Seguros Anticrisis

Si bien en materia de política comercial, el mundo ha experimentado grandes avances, también es cierto que dicho proceso representa en parte el cambio de las condiciones financieras internacionales, donde el foco de dicha política pasó del uso de aranceles, tasas, cupos y barreras pararancelarias al manejo del tipo de cambio y el control de sus fundamentos para lograr una mejor posición competitiva. De esta manera, cuando el uso de las políticas monetaria y fiscal se coordina para mantener la moneda depreciada nos pone frente a una nueva forma de política comercial.

Al mismo tiempo, la evidencia empírica internacional deja de manifiesto que aquellos países que mantienen depreciadas sus monedas, si bien han padecido mayores tasas de inflación, también han logrado tasas de crecimiento sustancialmente mayores. Por otra parte, en materia de crisis, los datos también son contundentes en favor de aquellos que mantienen depreciadas sus monedas, ya que dicho proceso implica mayor acumulación de reservas, lo cual no solo hace las crisis menos probables sino que cuando estas tienen lugar son menos dolorosas. Esto es, mantener la moneda depreciada no solo estimula la tasa de crecimiento, sino que también trabaja como un seguro frente a las crisis.

Sin embargo, el uso exagerado de dichas políticas por parte de actores claves, tales como China y los países petroleros, gestó las bases de la crisis actual. Así, luego de ciertos avances en medio de lo peor de la crisis estos países se negaron a abandonar su estrategia de crecimiento, al tiempo que el mundo desarrollado se recupera a tasas bajas y con un alto nivel de desempleo. En este sentido, la falta de compromiso en la solución del desequilibrio global y la guerra de monedas no hacen más que alentar a las voces proteccionistas.

Hacia una Salida con más Globalización

En este sentido, la profundización del proceso de apertura requiere de una solución para el desequilibrio global y ello requerirá de un conjunto de acciones coordinadas por parte de todos los actores que podrían ser simplificadas en tres pilares: (1) permitir una mayor flexibilidad cambiaria relajando el uso de las políticas monetaria y fiscal en los países supe-

ravitarios (en especial China y los países petroleros), al tiempo que se avanza en la reforma del sistema financiero internacional, de modo tal que los países puedan contar con mecanismos de seguro frente a las crisis, sin necesidad de acumular una exagerada cantidad de reservas internacionales, (2) si bien para los países mencionados el proceso será positivo, la reasignación de recursos puede implicar sacrificios en la transición, por lo que resulta necesario crear los mecanismos de contención social que no pongan en jaque al proceso y (3) una consolidación fiscal sustentable en los EEUU, sincronizada con las políticas monetaria y fiscal de los distintos actores internacionales para evitar así una suba de la tasa de interés y una reducción del nivel de actividad.

Consecuentemente, la solución implica entender a la globalización como un fenómeno impulsado por las necesidades de los seres humanos, lo cual condiciona el armado de las políticas que debieran ser sustentadas en la cooperación y con una perspectiva de largo plazo. En este sentido, trabajemos por evitar la guerra de monedas, la cual podría derivar en una guerra comercial, donde todos pagaremos en términos de bienestar. En definitiva, trabajemos por la paz mundial.

Desequilibrio global, rebalanceo y guerra de monedas¹

I. Introducción

Alcanzar el objetivo de “una recuperación mundial sostenida, equilibrada y sólida”, establecido durante Setiembre de 2009 en Pittsburgh por el Grupo de los Veinte (G-20) no será una tarea fácil. Requiere mucho más que volver a la situación anterior. Exige emprender dos acciones económicas esenciales y difíciles al mismo tiempo. Primero, un rebalanceo interno: cuando la demanda privada se desplomó, el estímulo fiscal ayudó a aliviar la caída del producto. Pero el estímulo fiscal tiene que dar paso a la consolidación fiscal, y la demanda privada debe ser lo suficientemente sólida como para tomar la iniciativa y respaldar el crecimiento. Segundo, un rebalanceo externo: muchas economías avanzadas, especialmente Estados Unidos, que dependieron demasiado de la demanda interna, ahora deben depender más de las exportaciones netas. Muchas economías de mercados emergentes, particularmente China, que dependieron demasiado de las exportaciones netas, ahora debe depender más de la demanda interna.

Estas dos acciones se están llevando a cabo con demasiada lentitud. La demanda interna privada permanece débil en las economías avanzadas, lo cual refleja una corrección de los excesos de la etapa anterior a la crisis y las secuelas de la crisis. Los consumidores estadounidenses que se endeudaron demasiado antes de la crisis ahora están ahorrando más y consumiendo menos, y aunque esto es bueno a largo plazo, también frena la demanda a corto plazo. Además, las deficiencias en el sistema financiero continúan restringiendo el crédito. El rebalanceo externo sigue siendo limitado. Las exportaciones netas no están contribuyendo al crecimiento en las economías avanzadas, y el déficit comercial de Estados Unidos sigue siendo cuantioso. Al mismo tiempo, muchas economías de mercados emergentes continúan registrando grandes superávits en cuenta corriente y respondiendo a las entradas de capitales principalmente a través de la acumulación de reservas y no por una apreciación de moneda, por lo que las reservas internacionales alcanzan un nivel sin precedentes y siguen aumentando.

¹ El Presente artículo fue escrito en colaboración de Nicolás Federico Kerst

Esto resulta en una recuperación que no es ni sólida ni equilibrada y que corre el riesgo de no ser sostenible. La mayoría de las economías avanzadas muestran un escaso dinamismo tanto del consumo como de la inversión, a lo cual se suman los limitados avances de las exportaciones netas, contribuyendo así a un bajo nivel de crecimiento y a un desempleo elevado que apenas está disminuyendo. En cambio, en muchas economías de mercados emergentes, donde los excesos fueron limitados las secuelas son pocas: el consumo, la inversión y las exportaciones netas están contribuyendo a un vigoroso crecimiento y el producto vuelve a estar cerca de su nivel potencial.

Como resultado de ello las tensiones entre las naciones en torno al diseño e implementación de la política económica se han intensificado, poniendo bajo amenaza la posibilidad de alcanzar una solución a los desequilibrios globales, siendo el principal motivo de conflicto la bifurcación en el proceso de recuperación global. Sin embargo, a un nivel mucho más profundo, el origen de las tensiones se halla en la falta de acuerdo entre las naciones, de modo tal que la política económica de cada uno los países resulten consistentes con el equilibrio global.

En función de todo ello, en la parte dos del trabajo abordamos la problemática del desequilibrio global, donde previo a su estudio empírico presentamos un marco normativo para explicar la naturaleza de los mismos. En la tercera parte, se hace una descripción de cómo ha evolucionado la economía global luego de la crisis y la bifurcación observada en la recuperación de los distintos grupos de países. Luego, como resultado de los análisis precedentes se plantea un modelo simple de teoría de los juegos que demuestra cómo un problema de incompatibilidad de incentivos podría derivar en una guerra de monedas. Por último se presentan las conclusiones, donde se destaca la necesidad de trabajar de manera coordinada para encontrar una solución robusta y sustentable en materia de crecimiento tal que se maximice el bienestar global.

II. Anatomía del Desequilibrio Global

II.1. Tipificación de los Desequilibrios

Los desequilibrios de cuenta corriente (los cuales vienen dados por la diferencia entre el ahorro interno y la inversión) son consecuencia de diversos mecanismos económico-financieros. En un mundo globalizado sería descabellado pensar que todos los países deban mantener equilibrada su cuenta corriente en forma simultánea, por ende, el término de desequilibrio global no tiene una connotación negativa per se. De hecho,

los desequilibrios globales resultan hasta cierto punto deseables desde la perspectiva de la eficiencia productiva. Esto se debe a que los mismos manifiestan diferentes tendencias en los patrones de ahorro, el retorno del capital o bien el grado de riesgo y liquidez a través de los distintos países. Los desequilibrios globales son a su vez un reflejo natural de diferentes grados de desarrollo, patrones demográficos y fundamentos económicos de los países. Sin embargo, también pueden ser corolario de distorsiones, externalidades y riesgos a nivel nacional e internacional, dando lugar a desastres económicos. Es por esto mismo que resulta esencial entender su naturaleza y delinear la política económica en forma consecuente.

En función de lo anterior resulta conveniente diferenciar entre desequilibrios “buenos” y “malos”. Existen diversas situaciones que con frecuencia presentan las características de un desequilibrio por cuenta corriente “bueno”. Ejemplo de ello son los países que ahorran mucho dado que su población está envejeciendo y que en un futuro percibirán menores ingresos y enfrenarán simultáneamente mayores gastos. También podría pensarse en situaciones en que un país requiere de financiamiento externo para aprovechar un boom de inversiones. Otro ejemplo es el de un país con un mercado de capitales desarrollado y líquido, que atrae gran cantidad de capitales del exterior, generando una apreciación de la moneda doméstica que se traduce en un déficit por cuenta corriente. Cada una de estas situaciones mencionadas refleja un desequilibrio deseable desde el punto de vista de la eficiencia económica, dado que refleja una asignación óptima del capital entre los distintos países.

Por otra parte, es posible distinguir entre diversas situaciones donde los desequilibrios son “malos”. En primer lugar, deben destacarse aquellos que reflejan distorsiones domésticas. Ejemplo de ellas son países con ahorro privado elevado debido a la inexistencia de políticas de seguridad social adecuadas o, por el contrario, países en que un contexto de excesivo optimismo sobre la evolución futura de la economía exagera el consumo en detrimento del ahorro privado. También pueden destacarse situaciones en que imperfecciones en el mercado financiero perjudica la viabilidad de las inversiones o fallas institucionales en la protección de los derechos de la propiedad. En segundo lugar, existen estrategias de política económica que adoptan diversos países, que, a pesar de ser razonables a nivel individual, pueden resultar perjudiciales a nivel global. Claro ejemplo de ello son las políticas de crecimiento lideradas por exportaciones basadas en un tipo de cambio real competitivo. Por último, deben mencionarse situaciones en la que un desequilibrio interactúa con otros problemas, dando lugar a un incremento del riesgo sistémico.

Por lo tanto, resulta crucial comprender la naturaleza de cada uno de estos desequilibrios a fin de diseñar una política económica apropiada. En este sentido, cuando estamos frente a un desequilibrio “bueno”, la estrategia adecuada sería manejar la situación de manera de minimizar los riesgos frente a shocks exógenos y manteniendo una visión de largo plazo. Pero si el desequilibrio presenciado fuera “malo”, la política económica debiera ser atacar y eliminar las distorsiones subyacentes.

II.2. Los Desequilibrios Recientes

Habiendo analizado la naturaleza de los distintos desequilibrios y la respuesta de política económica que debiera adoptarse frente a los mismos, es posible pasar a una breve descripción de los hechos previos a la crisis financiera internacional. Antes de la misma había fuertes argumentos a favor de la reducción del desequilibrio global y la evolución posterior de los eventos económicos ha sido una prueba fehaciente de su naturaleza nociva. La evidencia empírica sugiere que la historia reciente puede dividirse en tres períodos. En la tabla I se muestran los resultados por cuenta corriente promedio (en términos del PIB mundial) de los principales actores mundiales, mientras que el gráfico muestra la dispersión de los balances por cuenta corriente (en términos del PIB mundial) entre 1970 y 2008.

Así, en el gráfico puede verse con claridad que desde los comienzos de la última década el desequilibrio global se vio incrementado en forma exponencial. En cuanto a la desaceleración en el último tramo se debe a que la eclosión de la crisis financiera internacional produjo cambios transitorios en los patrones de ahorro e inversión a nivel mundial que estrecharon este desequilibrio. No obstante, la reactivación económica posterior arroja nuevos indicios de que el desequilibrio anterior no ha desaparecido y, por sus implicancias sobre la economía, merece ser analizado con mayor atención. Para ello examinaremos por separado cada uno de los tres períodos presentados en el cuadro precedente.

El período de 1996-2000 se caracterizó por un fuerte crecimiento y expansión de los flujos de capitales a nivel mundial y el déficit por cuenta corriente de EEUU se expandió en casi tres puntos porcentuales del PIB debido a un fuerte aumento de la inversión por encima del incremento del ahorro interno, alcanzado por la consolidación fiscal. A su vez, el ingreso de capitales en concepto de inversión extranjera directa y operaciones de portafolio vinculado al boom de productividad de las empresas tecnológicas excedió el déficit por cuenta corriente y llevó a una apreciación del dólar del orden del 18%. La principal contraparte del déficit de EEUU fueron los superávits de Japón y Asia emergente, donde el rezago

de los efectos de la crisis del país nipón a principios de los noventa y la recesión de 1997-1998 llevaron al colapso de la inversión en el sudeste asiático. ¿Fue este desequilibrio bueno o malo? A pesar de que la crisis asociada a la “burbuja de las punto-com” dejó en evidencia unas expectativas demasiado optimistas respecto del incremento de la productividad y el valor de los activos en EEUU, lo cierto es que el incremento de la productividad cumplió un rol central en el crecimiento de la economía norteamericana. Por otro lado, el ahorro externo asiático resultó ser un reflejo natural del ajuste que sucedió al boom previo a la crisis. En este sentido, tanto por el lado de los países deficitarios como de los superavitarios, los desequilibrios del período pueden considerarse como “buenos”, teniendo en cuenta que revelaban la reasignación del capital hacia las regiones donde el beneficio esperado era mayor.

En la segunda columna del cuadro puede verse que durante el período 2001-2004, tanto del lado de los países deficitarios como de los superavitarios se incorporan nuevos actores. Entre los primeros se sumaron algunos países de Europa periférica, mientras que entre los segundos cobraron mayor importancia los países de Europa central (fundamentalmente Alemania), como también los países exportadores de petróleo. No obstante, el cambio más notorio durante este período fue la explosión del déficit de EEUU, a causa de caída del ahorro doméstico (impulsada principalmente por una expansión del gasto público del orden del 5% del PIB) por encima de la contracción de la inversión. Este déficit fue financiado por compras externas de bonos del Tesoro y algunas empresas privadas, que desplazaron a la inversión extranjera directa y a las inversiones de portafolio del centro de la escena.

Desde este punto de vista el nuevo desequilibrio era claramente indeseable dado que reflejaba las distorsiones internas de la economía estadounidense: el deterioro de su política fiscal y el declive sostenido del ahorro privado debido al fuerte endeudamiento de los ciudadanos estadounidenses en el marco de la burbuja inmobiliaria. Por el lado de los superavitarios, la evaluación resulta menos evidente, aunque queda claro que, tanto en los países de Europa central (en donde se observó una caída de la inversión) como en los países petroleros (quienes se vieron beneficiados por la suba del precio del crudo), el mayor ahorro externo se dio a raíz de reacciones naturales al contexto económico.

Por último, el período 2005-2008 se caracterizó por un boom de la actividad económica y los flujos de capital a nivel internacional llevando a una mayor dispersión de los desequilibrios de cuenta corriente de los distintos países. A pesar de la depreciación del dólar, el déficit externo de



Tabla 1

	1996 - 2000	2001 - 2004	2005 - 2008
United States	-0.8	-1.4	-1.4
Peripheral Europe	-0.1	-0.4	-0.8
Rest of the world	-0.3	0.0	-0.3
China	0.1	0.1	0.6
Emerging Asia	0.1	0.2	0.2
Japan	0.3	0.3	0.3
Oil exporters	0.2	0.4	1.0
Core Europe	0.2	0.4	0.7
Discrepancy	-0.3	-0.3	0.4

G1: EVOLUCIÓN DEL DESEQUILIBRIO GLOBAL.

FUENTE: FONDO MONETARIO INTERNACIONAL

EEUU empeoró debido al deterioro de los términos de intercambio impulsado por la suba del precio del petróleo. Al mismo tiempo se sumaron del lado de los países deficitarios el Reino Unido, Irlanda, España y los países de Europa Central y del Este, en donde se dio un fuerte incremento de la inversión, principalmente en el sector de la construcción, situación que se vio facilitada por la contracción de los spreads de tasas y los abundantes flujos de capitales absorbidos por estos países, que llevaron a una caída del tipo de cambio real. La principal contrapartida de este déficit fue el enorme superávit por parte de China (que se quintuplicó entre los años 2004-2007), mediante el cual el gigante asiático logró acumular reservas internacionales por más de 1,5 billones de dólares.

A su vez, los países petroleros y Alemania duplicaron su superávit. Mientras que en todos estos países la inversión aumentó, el ahorro lo hizo en un grado mucho mayor, especialmente en China. Resulta bastante evidente que los desequilibrios en esta etapa eran no deseables, dado que reflejaban los excesos financieros que desembocaron en la crisis financiera internacional.

Por el lado del déficit, el desequilibrio de los EEUU, consecuencia de un grave deterioro de las cuentas públicas y del ahorro privado en un contexto de optimismo excesivo, fue claramente malo, pues fue uno de los principales responsables de la burbuja. En el caso de la periferia europea, podría decirse que el desequilibrio externo comenzó siendo una situación deseable que se fue deteriorando progresivamente hasta el punto en que diversos países alcanzaron déficit que alcanzaron dos dígitos en términos del PIB. Por el lado de algunos de los países superavitarios, el hecho de haber mantenido intencionalmente un tipo de cambio elevado (atando sus monedas al dólar) y la acumulación masiva de reservas internacionales resulta también cuestionable.

En resumen, la evidencia empírica sugiere que a partir de 2001 los desequilibrios externos comenzaron a reflejar distorsiones económicas a nivel global. A pesar de haber múltiples factores que explican este desequilibrio, deben destacarse los déficit gemelos de los EEUU y la financiación de los mismos por medio de una fuerte demanda externa de activos estadounidenses, el creciente ahorro externo de los petroleros derivado de la suba del precio del crudo, la persistencia de elevadas tasas de ahorro en China, el boom de inversión como consecuencia del incremento del precio de los activos en la periferia europea y el colapso de la inversión en Asia emergente (excluyendo a China y Japón).

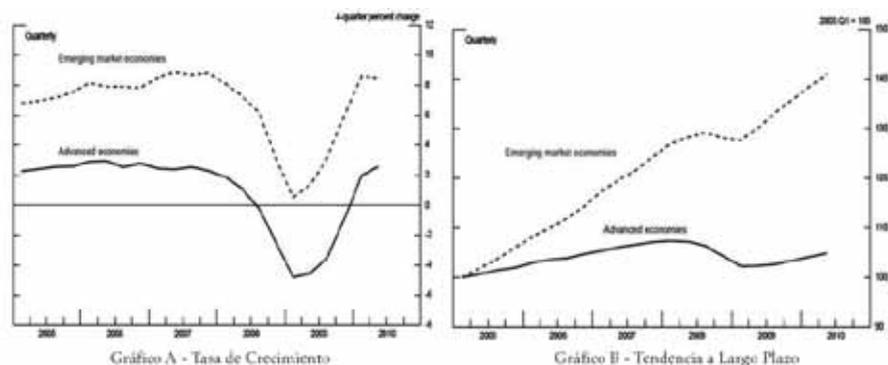
III. Bifurcación en la Recuperación Global

III.1. Desbalance en la Recuperación Global

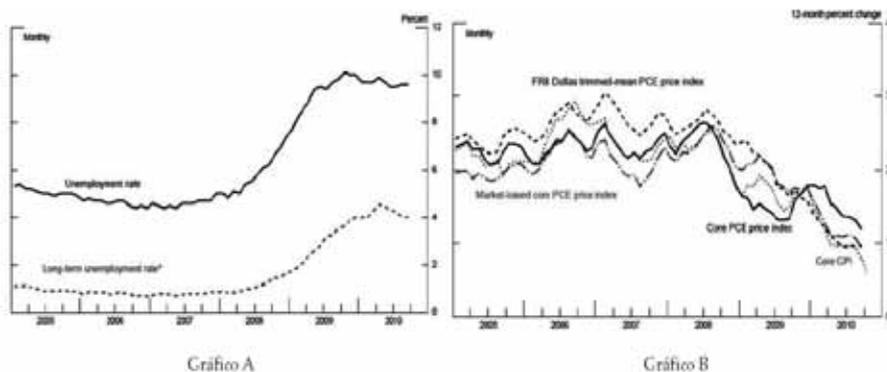
La economía mundial actualmente se encuentra en el segundo año de recuperación desde la profunda recesión causada por la más devastadora crisis financiera desde la Gran Depresión. En la fase más intensa de la misma, donde las dificultades en el plano financiero amenazaban sobre la evolución de la economía mundial, los hacedores de política, tanto de los países avanzados como de los emergentes, se encontraron frente a grandes desafíos, donde asimilando el sentido de gravedad de la situación se procedió a la coordinación de políticas a nivel mundial evitando una mayor contracción y generando las bases para la estabilidad y el crecimiento. Sin embargo, recientemente, las cosas han cambiado. Las tensiones entre

las naciones acerca del diseño de la política económica han reaparecido y se han intensificado, poniendo bajo amenaza la posibilidad de alcanzar una solución a los desequilibrios globales. Una fuente de dichas tensiones es la bifurcación en la naturaleza del proceso de recuperación global, así mientras algunas economías se hallan plenamente recuperadas otras siguen presentando signos de fragilidad.

En el actual contexto internacional resulta fundamental la cooperación entre los países para fijar una política económica consistente con el rebalanceo global. A su vez, dicha tarea resulta particularmente difícil si se tienen en cuenta las diferentes velocidades de recuperación, donde como es posible observar en la Figura 2 los países emergentes han crecido sustancialmente más que los países avanzados. Si bien parte de la diferencia puede ser explicada por las diferencias en las tendencias de largo plazo (donde la convergencia implica que los emergentes deberían crecer más que los desarrollados) y en la posición cíclica luego de la crisis (donde los desarrollados estarían pagando los efectos por generar la misma), el principal componente viene explicado por la debilidad en el crecimiento de los países avanzados. En este sentido, los países desarrollados aún no han podido recuperar los niveles de producto alcanzados durante 2007, mientras que los emergentes no solo han superado dichos niveles sino que ya se encuentran próximos a la tendencia de largo plazo. Así, los emergentes, a pesar de tener una línea de tendencia mucho más empinada, se ubican a solo 1,5% del producto potencial (donde algunos de ellos, como China e India, se ubican por encima de la tendencia de largo plazo), mientras que los países desarrollados se hallan un 8% debajo del nivel de equilibrio (Figura 2, gráfico b).



G2: TASA DE CRECIMIENTO Y TENDENCIA DE LARGO PLAZO. FUENTE: BEN BER-NANKE (2009) - FEDERAL RESERVE



G3: DESEMPLEO E INFLACIÓN EN ESTADOS UNIDOS.
FUENTE: BEN BERNANKE (2009) - FEDERAL RESERVE

Dentro de los países avanzados se destaca el caso de los Estados Unidos de Norte América, donde la tasa de desempleo es muy alta dado el bajo crecimiento de la economía (Figura 3, gráfico A), poniendo bajo riesgo las posibilidades de recuperación. Por otra la subutilización de los factores de la producción ha generado una preocupante tendencia declinante en la tasa de inflación (Figura 3, gráfico b), por lo que a los riesgos asociados al desempleo (menor tasa de crecimiento de largo plazo y tensiones sociales) se le deben sumar los riesgos de la deflación. De hecho, aún cuando la tasa de interés nominal se encuentre cercana a cero, la sustancial caída en la tasa de inflación impulsa al alza la tasa de interés real complicando aún más la salida de la economía.

Por lo tanto, la bifurcación en las tasas de crecimiento entre los países implica que las políticas económicas a seguir por cada grupo deberían ser diferentes. En este sentido, los desarrollados deberían presentar políticas expansivas, mientras que los emergentes deberían considerar la puesta en marcha de políticas que eviten el recalentamiento de la economía y mantengan bajo control la tasa de inflación.

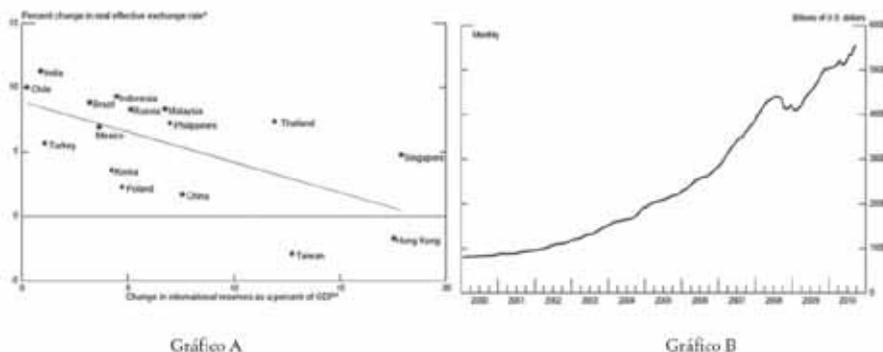
III.2. El Papel de los Emergentes en el Desbalance Global

El origen de la tensión viene dado por la reticencia de los países emergentes a dejar fluctuar libremente a sus monedas. Esto es, el ajuste de los tipos de cambio es incompleto a causa de la intervención del mercado cambiario que evita o frena el ritmo de apreciación de la moneda. Así en la (Figura 4 gráfico a), en el eje vertical se presenta la revaluación real de la moneda en los últimos doce meses, mientras que en el eje horizontal se muestra el nivel de intervención medido como la acumulación de reservas del período en términos del PIB. En este sentido, aquellos países

que han intervenido agresivamente han logrado evitar que sus monedas se aprecien. Por otra parte, el mismo gráfico muestra que los niveles de intervención han sido muy distintos en los diferentes países, donde a juzgar por la variación en el tipo de cambio real, aquellos que han dejado fluctuar sus monedas han presentado fuertes pérdidas de competitividad respecto a los intervencionistas. Naturalmente, la contra-cara de dicho proceso es la fuerte acumulación de reservas por parte los países emergentes (Figura 4, gráfico b) donde poco más del 50% está en manos de China.

Naturalmente, si el sistema internacional dejara fluctuar el valor de las monedas acorde a la evolución de los fundamentos de los países, esta situación no tendría lugar. En este contexto, los países avanzados podrían aplicar políticas monetarias expansivas de modo tal que sea posible estimular al nivel de actividad sin riesgo inflacionario. Al mismo tiempo, los países emergentes podrían restringir la expansión de la cantidad de dinero y con ello evitar el recalentamiento de la economía y la consecuente aceleración inflacionaria. Obviamente, este menor crecimiento de la cantidad de dinero en los países emergentes haría subir las tasas de interés, atraería un mayor flujo de capitales y terminaría apreciando las monedas de dichos países. En función de ello, el excedente de cuenta corriente en los emergentes caería enfriando a sus economías, al mismo tiempo que ayudaría a empujar la demanda de los países avanzados. En este nuevo equilibrio el crecimiento global resultante no solamente sería balanceado sino que además sería sostenible.

Ahora bien, dadas las ventajas que brindan las fuerzas del mercado para la determinación del tipo de cambio en función de los fundamentos de la economía, uno debería preguntarse cuál es el motivo que lleva a las



G4: INTERVENCIÓN, TIPO DE CAMBIO REAL Y NIVEL DE RESERVAS.
FUENTE: BEN BERNANKE (2009) - FEDERAL RESERVE

autoridades de los países emergentes a mantener tan depreciadas sus monedas. La respuesta se basa en el hecho de que muchos países han basado su estrategia de desarrollo en un modelo de crecimiento liderado por exportaciones. Sin embargo, el intento de generalizar dicha estrategia en el agregado por un gran número de países no está libre de riesgos y es la contraparte del desequilibrio de los países desarrollados, que ha vuelto esta situación en no sostenible al menos por tres motivos:

- a nivel global tanto el crecimiento como el comercio está desbalanceado, lo cual queda reflejado en las diferentes velocidades de recuperación, lo cual no es sostenible, ya que en algún momento la estrategia de los emergentes de crecer vía las exportaciones a los desarrollados colapsará por insuficiencia de demanda en los últimos,
- resulta particularmente injusto que la mayor carga del ajuste entre los países sea soportada por aquellos que trabajan en línea con el rebalanceo global, mientras que algunos países no dejan apreciar sus monedas para no cargar con costo alguno (como si no se hubiesen beneficiado de manera alguna por el desbalance creado) y
- el intento de mantener depreciadas las monedas trae aparejado un conjunto de distorsiones macroeconómicas, que terminan afectando de manera negativa el proceso de asignación intertemporal de consumo presente, futuro (ahorro) e inversión, lo que a la postre derivará en un menor nivel de bienestar tanto en el país como a nivel global.

Por lo tanto, en el corto plazo, re-balancear el crecimiento económico entre los países avanzados y los emergente debería mantenerse como un objetivo común, ya que intentar sostener un patrón de crecimiento bifurcado no resulta sostenible a largo plazo. En este sentido, implementar políticas expansivas en los países desarrollados sería beneficioso para el equilibrio global, siempre y cuando los países con mayores tasas de crecimiento y superávit de cuenta corriente tomaran las medidas pertinentes para reducir los mismos. Bajo este nuevo equilibrio habría una ganancia de bienestar en términos intertemporales, ya que los países emergentes podrían enfriar sus economías evitando una aceleración inflacionaria mientras que los avanzados tendrían un nuevo impulso de la demanda agregada vía mayores exportaciones netas, facilitando así el diseño de una política económica consistente (en especial la política fiscal).

IV. Desequilibrio Global y Rebalanceo desde la Teoría de los Juegos

Acorde a lo planteado en 2 y 3 queda claro que gran parte de la corrección del desequilibrio global se debería encarar desde la modificación de los tipos de cambio, fenómeno que no tiene lugar por la resistencia de algunos países emergentes con gran peso en el comercio mundial (en especial China) en apreciar sus monedas, al tiempo que Estados Unidos debería incrementar su ahorro doméstico en medio de una situación de bajas tasas de interés y debilidad en el nivel de actividad económica lo cual pervierte los incentivos políticos al momento de diseñar la política fiscal. Es en este contexto, donde las presiones sobre China por parte de los Estados Unidos se incrementan para que la moneda del coloso asiático se aprecie, de modo tal que la debilidad de la demanda interna de EEUU sea compensada por una mayor demanda externa.

Como consecuencia de la situación descripta el problema en cuestión puede ser planteado como un ejercicio de Teoría de los Juegos, donde los jugadores son Estados Unidos y China. Así cada uno de los países tendrá dos alternativas estratégicas: (i) la primera de ellas es mantenerse en la presente coyuntura monetaria, la cual la definimos como “Status Quo”, esto es la política monetaria no toma un curso más expansivo que el presente; (ii) por otro lado, la segunda estrategia la definimos como “Inflar” la cual significa que el Banco Central incrementa la cantidad de dinero mediante operaciones de mercado abierto de modo tal que caiga la tasa de interés, se fuguen capitales y ello derive una devaluación de la moneda con un impacto positivo en el nivel de actividad (caída del desempleo).

CHI USA	Status Quo	Inflar
Status Quo	$(S_{11}^{USA}, S_{11}^{CHI})$	$(S_{12}^{USA}, S_{12}^{CHI})$
Inflar	$(S_{21}^{USA}, S_{21}^{CHI})$	$(S_{22}^{USA}, S_{22}^{CHI})$

G5: MATRIZ DE PAGOS. FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA

Resultados para Estados Unidos

- a) S_{11}^{USA} = es el resultado que obtiene Estados Unidos de no modificar su política monetaria, cuando China decide mantener su actual esquema monetario;
- b) S_{12}^{USA} = es el resultado que obtiene Estados Unidos de no modificar su política monetaria, cuando China decide incrementar sus niveles de emisión monetaria (devaluación China);
- c) S_{21}^{USA} = es el resultado que obtiene Estados Unidos de aumentar la tasa expansión monetaria (devaluación del dólar), cuando China decide mantener su actual esquema monetario;
- d) S_{22}^{USA} = es el resultado que obtiene Estados Unidos de aumentar la tasa expansión monetaria, cuando China decide incrementar sus niveles de emisión monetaria.

Resultados para China

- e) S_{11}^{CHI} = es el resultado que obtiene China por no modificar su política monetaria, cuando Estados Unidos decide mantener su actual esquema monetario;
- f) S_{12}^{CHI} = es el resultado que obtiene China de no modificar su política monetaria, cuando Estados Unidos decide incrementar sus niveles de emisión monetaria (revaluación China);
- g) S_{21}^{CHI} = es el resultado que obtiene China de aumentar la tasa expansión monetaria (esto es devaluar), cuando Estados Unidos decide mantener su actual esquema monetario;
- h) S_{22}^{CHI} = es el resultado que obtiene China de aumentar la tasa expansión monetaria, cuando Estados Unidos decide incrementar sus niveles de emisión monetaria.

La Medición de los Resultados

La tradición de los Bancos Centrales al momento de diseñar la política monetaria se basa en la idea de seguir una regla de política que minimice una función de pérdidas sociales. Si bien para el desarrollo del presente juego tomaremos una función de bienestar que contempla las pérdidas ocasionadas por el desempleo y la inflación, también consideraremos al crecimiento. Por lo tanto, la función de Bienestar vendrá dada por la suma del crecimiento (S), menos el cuadrado de los desvíos respecto de las metas en materia de nivel de empleo (desempleo, u) y tasa de inflación (π):

$$S = \gamma - \alpha (u - u^*)^2 - \beta (\pi - \pi^*)^2$$

De esta manera, independientemente de la tasa de crecimiento, cuando la economía se ubica tanto por encima como por debajo del nivel de pleno empleo ello deriva en una pérdida de bienestar, lo cual surge de que un alto desempleo trae fuertes costos sociales mientras que una economía sobrecalentada incrementa los riesgos de aumentar la tasa de inflación y generar una espiral precios-salarios lo que hará más difícil llevar a cabo la estabilización de la economía en un futuro. A su vez, en cuanto a los desvíos de la tasa inflación respecto de la meta, la función refleja que no solo es mala la inflación elevada, sino que también es peligrosa la deflación ya que puede acarrear costos enormes en términos de actividad y nivel de empleo. De esta manera, cada vez que el desempleo y la inflación se alejen, tanto por encima como por debajo, de los niveles objetivos se producen pérdidas sociales. Por lo tanto, teniendo en cuenta la función de pagos, ahora estamos en condiciones de evaluar los resultados de cada una de las estrategias para cada uno de los países, a las cuales, para una mayor simplicidad le asignaremos números.

En el caso en que China decida mantener su actual política monetaria (Status Quo) y Estados Unidos sostenga su actual programa (Status Quo), si bien en ninguno de los dos países en cuestión se producirá un cambio en las tasas de desempleo y de inflación, Estados Unidos seguirá con bajo crecimiento, alto desempleo y un nivel de inflación debajo de lo deseable, al tiempo que China seguirá creciendo fuertemente por lo que los pagos serán (-2; 4). Por otra parte, si Estados Unidos contestara frente a la pasividad de China con una mayor expansión monetaria (Inflar), el dólar se devaluaría respecto al Renminbi, mejorarían las exportaciones netas americanas, aumentaría el nivel de actividad, caería el desempleo y la tasa de inflación subiría para salir del terreno deflacionario. Sin embargo, en

CHI USA	Status Quo	Inflar
Status Quo	(-2;4)	(-4;5)
Inflar	(2;2)	(-3;3)

G5: MATRIZ DE RESULTADOS. FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA

este contexto China tendría una caída en el crecimiento, en el empleo y de la inflación. En este contexto Estados Unidos gana y China pierde crecimiento, por lo que los pagos asociados son (2; 2).

Por otra parte, si Estados Unidos decide mantener su actual política monetaria (Status Quo) y el Banco Central de China decide emitir (Inflar), la moneda de éste último país se devalúa, las exportaciones netas aumentan y con ello el nivel de actividad y empleo, al tiempo que la tasa de inflación se acerca a los niveles objetivos. De esta manera China le exporta la recesión y la deflación a Estados Unidos por lo que los pagos son (-4; 5). Por último, en el caso que ambos países estén inflando e intentando exportarle al otro la deflación y el desempleo, no conseguirán efecto alguno sobre actividad pero sí aumentarían fuertemente los precios, por lo que en este caso ambos pierden respecto al Status Quo (-3; 3).

Resultado del Juego: La Guerra de Monedas

Cuando uno analiza las estrategias de los Estados Unidos, es posible observar que existe una estrategia dominante que viene dada por “Inflar”. Concretamente, si el Banco Central Chino decide no inflar, Estados Unidos obtendría un resultado de (-2) si no infla, mientras que si decide inflar obtiene un resultado positivo de (2). Por otra parte, cuando el Banco Central de China infla, Estados Unidos obtiene un resultado de (-4) si no infla, mientras que si decide inflar solo pierde (-3). Por lo tanto, independientemente de lo que haga el Banco Central de China, la estrategia óptima siempre es “Inflar”. Por otra parte, la matriz de pago de China también muestra como una estrategia dominante la que viene dada por “Inflar”. De esta manera, el juego presenta un “Equilibrio de Nash” determinado por las estrategias “Inflar-Inflar”, esto es, un equilibrio donde se suscita una guerra de monedas en las cuales los jugadores intentan exportar el desempleo y la deflación, dando como resultado final una situación en la cual obtienen un mismo nivel de actividad (mismo desempleo) y una sustancialmente mayor tasa de inflación.

Por otra parte, si para el cómputo del equilibrio global se tomara la suma del Bienestar de cada una de las economías, resulta claro que la solución óptima estaría dada por la situación en que los Estados Unidos deprecia su moneda respecto a China, donde el crecimiento se repartiría de manera más equilibrada, al tiempo que las tasas de desempleo e inflación se ubicaría a menor distancia de los objetivos de política económica. Sin embargo, dicha solución choca con un problema de compatibilidad de incentivos para China, donde la celda en cuestión es la de menor crecimiento por lo que de corto plazo, de no mediar negociación o un fracaso

de la misma, lo más probable es que el resultado sea la guerra de monedas. Por otra parte, en el largo plazo, China no podrá seguir sosteniendo dicho equilibrio y triunfará la solución negociadora, siempre y cuando los daños asociados a la transición no produzcan situaciones irreparables.

V. Reflexiones Finales

El sistema monetario internacional en la actualidad revela fallas no triviales. La negación de ciertos países superavitarios a abandonar sus regímenes de tipo de cambio depreciado está inhibiendo un ajuste internacional necesario y creando efectos derrame que no estarían presentes si las paridades cambiarias reflejaran más de cerca los fundamentos de esas economías. A su vez, las diferencias en el grado de flexibilidad cambiaria entre distintos países imponen un costo de ajuste no equitativo, penalizando a aquellos países que mantienen un tipo de cambio flexible.

En función del análisis realizado en este trabajo, resulta claro que una situación de este tipo es insostenible a largo plazo. El rebalanceo y un crecimiento equilibrado y sustentable a futuro requerirán de una mayor flexibilidad cambiaria por parte de todos los países que integran este mundo globalizado. Esta mayor flexibilidad cambiaria resultará a su vez de utilidad para reducir y amortiguar los efectos derrame frente a shocks exógenos, que perturban en la actualidad a las economías en desarrollo. Sin embargo, también es cierto que la adopción de un régimen de tipo de cambio flexible, además de no ser incentivo-compatible para muchos países, puede resultar imposible por más que los mismos se comprometieran a hacerlo. Para empezar, muchos países no cuentan con las condiciones adecuadas para sostener un régimen cambiario completamente flexible ni tampoco para soportar la entrada o salida irrestricta de capitales. Además, la reestructuración y readecuación de recursos productivos desde un modelo de tipo de cambio competitivo, orientado a la exportación, a uno de tipo de cambio flexible, con mayor participación del mercado interno, toma su tiempo y cualquier tentación de realizar este ajuste en forma acelerada con seguridad daría lugar a costos muy elevados en materia de desempleo.

La persecución de la meta de crecimiento equilibrado y sostenible se volverá más efectiva en la medida en que los países avancen con el saneamiento y reforma de su sistema financiero, profundicen la liberalización de su cuenta capital y puedan materializar las reformas estructurales pertinentes. En este sentido, los países superavitarios deberían avanzar con las reformas institucionales que mejoren el bienestar de su población e incentiven al logro de un mayor nivel de consumo interno. Esto no solo será beneficioso para la economía mundial, sino también para estas eco-

nomías, ya que mantener en forma prolongada un tipo de cambio subvaluado restringe a la política monetaria, quitándole grados de libertad para estabilizar la economía a la vez que obliga a mantener una tasa de ahorro elevada a fin de evitar un recalentamiento de la economía, lo cual a la postre derivará en un problema de ineficiencia dinámica. Además, el elevado nivel de reservas asociado a una política de tipo de cambio competitivo puede implicar un costo fiscal elevado asociado a las tasas de los pasivos emitidos para esterilizar la expansión monetaria. En cuanto a la preocupación de algunos emergentes por los riesgos asociados a la entrada masiva de capitales, debe destacarse que los controles de capitales y la acumulación excesiva de reservas como elemento de seguro contra los efectos nocivos de una fuga repentina resultarían ineficientes si se lograra perfeccionar los instrumentos de provisión de liquidez mundial.

Por su parte, los países deficitarios deberán buscar la manera de incrementar el ahorro interno. Para ello, los gobiernos de estos países deberán centrarse en la consolidación fiscal, que ya no consiste tanto en retirar el estímulo fiscal de manera inmediata, sino en ofrecer planes creíbles a mediano plazo para la estabilización y reducción de la deuda. Para alcanzar dicha credibilidad, estos planes deberán incluir reglas fiscales, la creación de organismos fiscales independientes y reformas graduales de las prestaciones. Estos mecanismos brindarán a los gobiernos mayor flexibilidad fiscal para respaldar el crecimiento a corto plazo. Ciertos países deberán a su vez preocuparse por aumentar el nivel de ahorro privado, tarea poco sencilla en un contexto de tasas de interés prácticamente nulas.

En definitiva, dado que este proceso de crecimiento bifurcado no es sostenible, resulta crucial que el rebalanceo hacia un crecimiento mundial más equilibrado sea adoptado como un objetivo común a todos los países. Las políticas acomodaticias en los países avanzados se encuentran alineadas con estos objetivos. No obstante para que el rebalanceo sea efectivo, los países que actualmente presentan un crecimiento dinámico y grandes superávit de su cuenta corriente, deberán hacer un esfuerzo por reducir su ahorro externo, a la vez que los países deficitarios y de lento crecimiento deberán preocuparse por incrementar su ahorro interno. En este sentido, el rebalanceo se vería facilitado si el sistema internacional dejara fluctuar el valor de las monedas acorde a la evolución de los fundamentos de los países. De materializarse esta situación, los países avanzados podrían aplicar políticas monetarias expansivas de modo tal que sea posible estimular al nivel de actividad sin riesgo inflacionario. Los países emergentes podrían en forma simultánea restringir la expansión de la cantidad de dinero y con ello evitar el recalentamiento de la econo-

mía y la consecuente aceleración inflacionaria. Este menor crecimiento de la cantidad de dinero en los países emergentes haría subir las tasas de interés, atraería un mayor flujo de capitales y terminaría apreciando las monedas de dichos países. Así, el excedente de cuenta corriente en los emergentes caería enfriando a sus economías, al mismo tiempo que ayudaría a empujar la demanda de los países avanzados. En este nuevo equilibrio el crecimiento global resultante no solamente sería balanceado sino que además sería sostenible.

En la medida en que se postergue el ajuste necesario hacia una mayor flexibilización cambiaria, el desequilibrio global persistirá. Aún cuando los resultados de largo plazo derivados de una ausencia de coordinación entre países son claramente negativos en materia de crecimiento, la dinámica de corto plazo pareciera estar trabada por un problema de incompatibilidad de incentivos que podría derivar en una verdadera guerra de monedas. Esta traba se debe a que la solución de equilibrio sostenible implica para los países emergentes con fuerte superávit de cuenta corriente y crecimiento acelerado una pérdida de bienestar en el corto o mediano plazo. No obstante, estos debieran tomar conciencia que su desarrollo económico depende en última instancia de la recuperación de los países avanzados y que el patrón actual de crecimiento bifurcado a la larga llevará a un crecimiento endeble para todos. Por ende, el desafío fundamental para la comunidad internacional consiste en diseñar un sistema monetario internacional que permita alinear los intereses individuales de los países con los de la economía mundial en su conjunto.

El retiro de Bernanke y el futuro de los emergentes

*“Todo concluye al fin,
nada puede escapar,
todo tiene un final,
todo termina...”*

Nada podría ser más apropiado que este fragmento de la letra “Presente” de Vox Dei, para describir el retiro de quien la historia monetaria de los Estados Unidos juzgará como el mejor Presidente de la Reserva Federal que haya existido: Benjamin Shalom Bernanke.

Al momento de tomar el timón de la FED el ex profesor de Princeton, el mundo enfrentaba una crisis de características muy similares a la Gran Depresión. El mayor grado de aversión al riesgo redujo la demanda de bienes en favor de activos emitidos por el Gobierno, implicando un nivel de producción e inflación debajo del nivel deseable. En función de ello, primero se redujo la tasa de interés. Sin embargo, la caída en la demanda agregada era tan profunda que no resultaba posible cerrar las brechas en producción y precios a tasas de interés nominales positivas. Así, cuando asomaba el fantasma de la trampa de la liquidez, Bernanke echó mano al efecto saldo reales de Pigou y comenzó a emitir dinero a tasas escalofriantes. La emisión de dinero incrementó los saldos reales del público sin tener que reducir la demanda de bienes, lo cual estabilizó al producto. Si a esto le sumamos los aumentos del gasto público impulsados por Barack Obama, el nivel de actividad comenzó a recuperarse, los precios salieron de la deflación y la tasa de desempleo de a poco comenzó a ceder. La depresión había sido abortada.

El 31 de enero de 2014 termina el segundo mandato de Bernanke, quien ha manifestado que no es su intención continuar otro período. Esto pone a Obama frente a la difícil situación de tener que elegir al sucesor que pueda honrar el doble mandato de la Reserva Federal (pleno empleo con la inflación bajo control). Para cubrir la posición aparecen tres candidatos:

- Janet Yellen (VP de la FED),
- James Bullard (Presidente de la FED de St. Louis) y
- el ex secretario del Tesoro, Larry Summers. Naturalmente, el perfil de los candidatos es diferente y ello no solo impactará en los EEUU sino que también lo hará en el resto del planeta.

En el debate sobre si el Banco Central debe manejarse con la estrate-

gia convencional (foco solo en inflación y desempleo) o, en nombre de la estabilidad financiera, mediante una “acción extra” (monitoreo del precio de activos), Janet Yellen está más cerca del segundo grupo, lo cual es natural a la luz del enorme suceso que ha tenido la política de relajamiento cuantitativo.

Sin embargo, para que la política con base en activos funcione se deben cumplir tres condiciones. En primer lugar, el Banco debe tener una capacidad probada para detectar patrones desequilibrados en los precios. En segundo lugar, que la política correctiva llegue en tiempo y forma. Por último, el valor presente de los desvíos futuros en términos de actividad y empleo por accionar sobre el mercado de activos sean menores que los costos asociados al status quo.

Desafortunadamente, es muy complicado que estos tres elementos se presenten de manera conjunta. Por un lado, resulta complicado determinar la posición exacta de los fundamentals de los activos. Por otro lado, aún cuando esto fuera posible, hay que tener en cuenta que la política monetaria actúa con fuertes y variables rezagos, por lo que no es descartable que los efectos monetarios lleguen fuera de tiempo en mercados que se mueven muy rápido. Es más, aún si se pudieran superar estos dos escollos, puede que los agentes ajusten sus premios por riesgo y dejen sin efecto el accionar monetario. Al mismo tiempo, la medida que tienda a corregir un mercado puede que desajuste a otro distorsionando la asignación de recursos, lo cual hace aún más complicado la evaluación de costos y beneficios de la estrategia. Por último, aparecería un problema de riesgo moral derivado de un Banco Central que regala un PUT (opción que se ejecuta cuando el precio cae). Probablemente todo esto explique lo convencional de la regla.

Por otra parte, James Bullard es el típico halcón y a cada momento intenta probarse el traje de Presidente de la FED amenazando con un descarrilamiento en la tasa de inflación, que de tener lugar lo catapultaría hacia su deseado sillón. Finalmente, Larry Summers parecería situarse en una posición intermedia y estaría avalado por sus pergaminos académicos, su gestión durante la administración de Bill Clinton y su pertenencia Demócrata.

Por lo tanto, la elección que haga Barack Obama sobre quién será el sucesor del Ben Bernanke no será trivial para los emergentes. Si la decisión cae del lado de Yellen, el precio de los activos formarán parte del monitoreo de la política monetaria y el precio de los commodities no sufrirán grandes retrocesos. En caso de ser James Bullard el elegido, la política será mucho más dura y en este caso los activos sufrirán, mientras que los commodities y los emergentes también.

Por último, Larry Summers, con su cabal entendimiento de la política económica (pese a no ser un experto en temas monetarios) sería el indicado para seguir los pasos de Ben Bernanke, lo cual desarmaría el estímulo monetario de manera más ordenada y con menos riesgos para todos.

La crisis americana y una interpretación pigouviana en el marco del “3-Equation Model” del nuevo consenso macroeconómico

1. Introducción

Si Usted se cruzara por la calle con un americano medio y, en una cordial discusión, intentara explicarle que Barack Obama es el mejor Presidente de la historia de los Estados Unidos y que Ben Bernanke es digno de ser galardonado con el Premio Nobel de Economía, puede que no vaya a pasar un grato momento (ni le cuento si la persona en cuestión estuviese alineada con las ideas del Tea Party). De hecho, cuando el Presidente de la Reserva Federal, en un acto de osadía decidió poner en marcha el Programa de Relajamiento Cuantitativo (Quantitative Easing) y dar un abrupto cambio en la forma de conducir la política monetaria, un conjunto de 250 académicos de renombre presentaron una solicitada en la que exigían la renuncia y el juicio político para el Chairman de la FED.

Probablemente, la mejor respuesta a lo que sucede esté contenido en uno de los párrafos más salientes del maravilloso texto de Alan Blinder “El Banco Central: Teoría y Práctica”, quién al momento de explicar el diseño de la política preventiva señala: “Una política de estabilización que tenga éxito y que se base en ataques preventivos parecerá desencaminada y, por lo tanto, puede exponer al Banco Central a fuertes críticas. La razón es sencilla. Si las autoridades monetarias endurecen su política tan pronto que nunca hay inflación, el ataque preventivo es un éxito rotundo, pero los críticos del Banco Central se preguntarán -en voz alta, sin lugar a dudas- por qué el Banco apostó por una política restrictiva cuando no asomaba por ningún lado el dragón de la inflación. Igualmente, un ataque preventivo contra la atonía económica que tenga éxito impedirá que aumente el desempleo y llevará a los críticos a quejarse de que las autoridades alucinaban cuando creyeron ver un aumento del desempleo.”

En definitiva, lo que está sucediendo es que los críticos (y en la lista están enrolados al menos dos Premios Nóbel de Economía) opinan sobre instrumentos y resultados como si estos fueran independientes y no toman en consideración como sería el mundo si las medidas no se hubiesen aplicado. Por otra parte, imagínese si estas críticas tienen lugar aún cuando se conoce el modelo, ¿qué cree que le podría pasar a Ben

Bernanke –pese a que el mundo académico lo reconoce como máximo referente en temas vinculados a la Gran Depresión- si encima busca dar una solución modificando el modelo de referencia? A partir de ello, en el presente artículo se hace una modificación del marco analítico del Nuevo Consenso y se intenta una explicación intuitiva de cómo el Presidente de la FED ha salvado al mundo de una nueva Gran Depresión.

En función de lo mencionado el artículo se divide en dos partes. En la primer parte se abordan los temas de índole teórico. Así en la sección 2 se desarrolla “El Modelo del Nuevo Consenso Macroeconómico”, la cual a su vez consta de dos ítems. En el primero de ellos se desarrolla el modelo en su versión tradicional (The 3-Equation Model) bajo un formato intuitivo. Luego, en el segundo, se mejora dicho modelo para poder explicar el accionar de la FED, lo cual se aborda en dos etapas. Primero se rastrea el origen conceptual del diseño monetario analizando como los aportes de Pigou, Don Patinkin y Friedman-Schwartz dieron forma al pensamiento de Bernanke sobre la Gran Depresión de 1929-1933 y luego ello se materializa en un modelo superador, el cual no solo evitó una nueva catástrofe económica sino que debería ser tomado como un nuevo tanto a favor de los Monetaristas en su “debate” con los Keynesianos.

A su vez, en la segunda parte del artículo se abordan los temas de índole práctico. Así en la sección 3 se valida el nuevo modelo con los hechos y cómo Bernanke ha liderado el proceso. Por otra parte, en la sección 4 se presentan las reflexiones finales al tiempo que se revisan los desafíos futuros que deberá enfrentar Los Estados Unidos (y también el resto del mundo) en relación al endeudamiento, la política fiscal, la tasa de inflación futura y los tipos de cambio. Por último, se presentan un apéndice donde se deriva el nuevo modelo de una manera simple.

I. LA TEORÍA

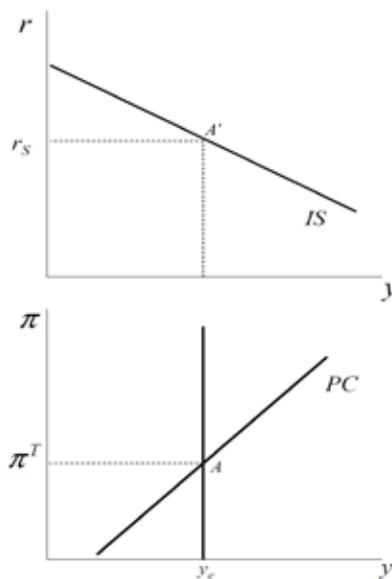
2. El Modelo del Nuevo Consenso Macro

2.1.1. El Modelo en su Versión Convencional

Si bien muchos textos de macroeconomía intermedia siguen usando el modelo *IS-LM-AS*, o en otros términos el *AD-AS*, este modelo ha sido desplazado tanto desde el punto de vista aplicado como desde lo académico. Este cambio de enfoque sobre el instrumento a utilizar se debe tanto a la práctica de los Bancos Centrales focalizada en el uso de la tasa de interés como mecanismo de control de la demanda como por el extendido uso del sistema de metas de inflación. En función de ello, la Macroeconomía Monetaria Moderna se basa en lo que los académicos

llaman como “El Nuevo Modelo Keynesiano de 3 Ecuaciones”, el cual emerge del marco analítico que ha desarrollado Michael Woodford en su libro “Interest and Prices” (2003), el paper de Clarida, Gali y Gertler “The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective” publicado en el *Journal of Economic Literature* (1999) y el libro de Jordi Gali “Monetary Policy, Inflation and the Business Cycle: An Introduction to the New Keynesian Framework” (2008). Tal como su nombre la indica, dicho modelo consta de tres ecuaciones: (i) la curva *IS*, (ii) la Curva de Phillips Aumentada por Expectativas de Inflación y (iii) una Función de Pérdida Social, de la cual, mediante su optimización, emergen las condiciones de primer orden que permiten derivar la Función de Reacción de la Política Monetaria (ver Apéndice al final del artículo). A su vez, para facilitar su asimilación en términos gráficos, el modelo se presenta en dos paneles, donde la curva *IS* se coloca por encima de la curva de Phillips Aumentada por Inflación.

En la parte superior del Gráfico se presente la curva *IS*, la cual representa la combinación entre tasa de interés y desvíos respecto al producto de pleno empleo (y_e). En este sentido, la tasa “ r_s ” es aquella para la cual el desvío es nulo, mientras que cuando la tasa se ubique por encima (debajo) de dicho nivel la economía se estaría enfriando (recalentando). A su vez, la pendiente negativa de dicha curva refleja el papel de la tasa de interés

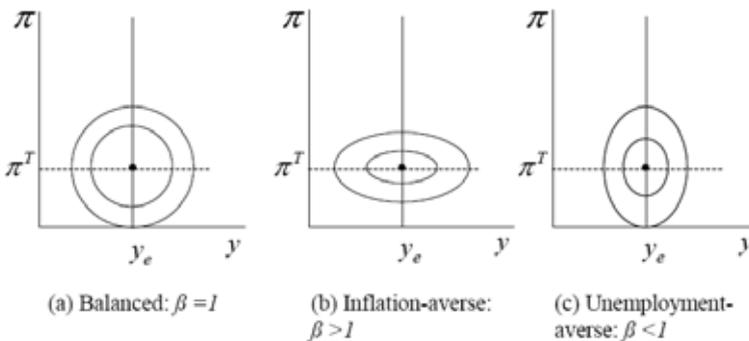


G.1.: REPRESENTACIÓN GRÁFICA DEL MODELO DE 3 ECUACIONES.
FUENTE: WENDY CARLIN AND DAVID SOSKICE (2009)

como mecanismo de asignación a lo largo del tiempo del consumo y la decisión de realizar o postergar las decisiones de inversión. Por otra parte, el gasto público ingresa como un componente autónomo, por lo que cuando este suba (baje) la *IS* se desplazará a la derecha (izquierda).

En cuanto al segundo diagrama, el mismo está representando la Curva de Phillips Aumentada por Expectativas de Inflación. De esta manera, la línea vertical en el nivel donde se hace nulo el desvío respecto al producto de equilibrio muestra la ausencia de trade-off a largo plazo entre inflación y desempleo, al tiempo que la Curva de pendiente positiva muestra la existencia de trade-off de corto plazo. En este sentido, en la medida que la política monetaria se hace laxa, se produce de corto plazo un incremento del producto por encima del equilibrio que lleva a una tasa de inflación por encima del nivel objetivo. Naturalmente, dados estos elementos, en el nivel del producto de equilibrio, la Curva de Phillips de corto plazo se intercepta con la de largo en la tasa de inflación objetivo, mientras que dado dicho nivel de producto se determina " r_s " como la tasa de interés consistente con dicho equilibrio.

En cuanto a las preferencias del Banco Central, el Gráfico G2 presenta las tres posibilidades que se pueden encontrar. En el panel B tenemos el Banco Central averso a la inflación, lo cual se manifiesta en una menor dispersión en torno a la inflación objetivo, y que al mismo tiempo implica (dada la Curva de Phillips de Corto Plazo) una mayor volatilidad del producto. De hecho, en el caso límite, esto es cuando beta (nivel de aversión a desvíos en la tasa de inflación) tiende a infinito, el Banco Central no se despegaría del nivel objetivo para la tasa de inflación, por lo que la tasa de interés se debería ajustar todo lo que sea necesario sin consideración



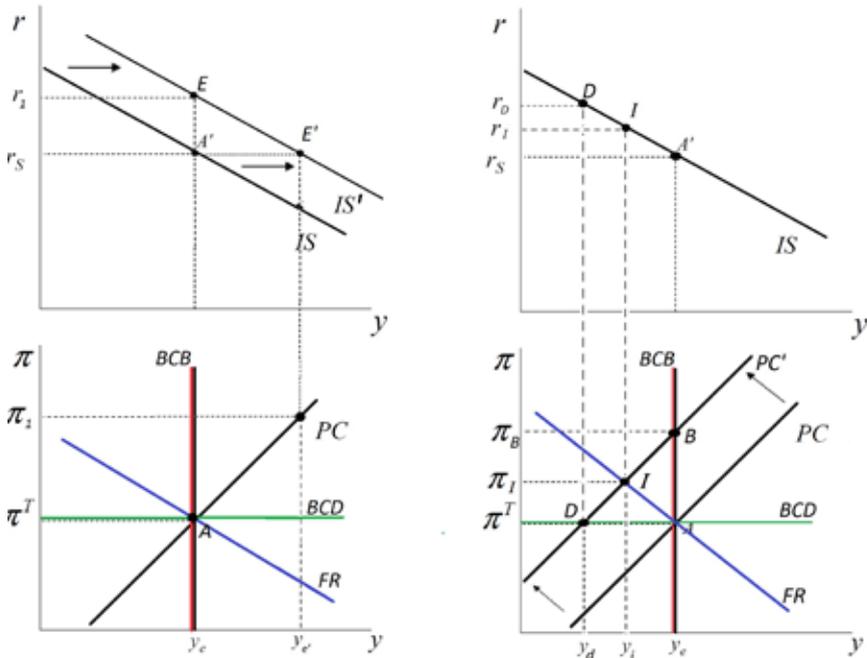
G2: PREFERENCIAS DEL BANCO CENTRAL RESPECTO A DESVÍOS EN INFLACIÓN Y PRODUCTO BRUTO INTERNO FUENTE: WENDY CARLIN & DAVID SOSKICE (2009)

alguna sobre el nivel de producto (empleo). Naturalmente, este caso se suele denominar el del “Banco Central Duro”. Como contraposición a este caso, está el “Banco Central Blando”, el cual suele priorizar al nivel de empleo sobre la tasa de inflación y ello se refleja en el Panel C del Gráfico. En dicho caso, es posible percibir un mayor nivel de volatilidad en la tasa de inflación que en el nivel del producto (empleo). Por último, en el Panel A del Gráfico tenemos el caso intermedio, donde tal como la Reserva Federal, es tan importante el nivel de desvío en inflación como en el nivel de actividad. En este sentido vale la pena citar la siguiente frase de Bernanke: *“Nuestra misión, tal como la ha formulado el Congreso, tiene una importancia fundamental: preservar la estabilidad de los precios, fomentar el máximo crecimiento sostenible de la producción y del empleo y promover un sistema financiero estable y eficiente que sirva de una forma satisfactoria y justa a todos los estadounidenses”*. En definitiva, si uno buscara plantear el argumento en términos gráficos, la función de reacción de la Reserva Federal sería una recta con pendiente negativa que pasa por el punto (π^T, y_e) , lo que implica que se ajustará la tasa buscando un balance entre los efectos sobre la inflación y el producto (empleo).

2.1.2. El Modelo en Funcionamiento

Teniendo como objetivo estudiar el funcionamiento del modelo, en la presente sección se busca explicitar como trabaja el mismo ante la presencia de distintos tipos de shocks. Concretamente, analizaremos dos tipos: (i) shocks autónomos de demanda agregada y (ii) shocks de la oferta. En este sentido, en el panel izquierdo del siguiente gráfico se representa un shock de demanda positivo, lo cual viene dado por un desplazamiento paralelo de la curva *IS* hacia la derecha. Esto es, para la misma tasa de interés, la demanda agregada es mayor. Bajo este contexto, si el Banco Central no hiciera nada, el producto se ubicaría por encima del nivel de equilibrio (en y_e), lo cual haría que la tasa de inflación (π_t) se ubique por encima del nivel objetivo (π^T). Por lo tanto, si el objetivo del Banco Central es respetar el objetivo de inflación, independientemente de las preferencias del mismo, la tasa debería elevarse hasta “ r_t ”. En su defecto, si así no lo hiciese, en el próximo período los agentes incorporarían ello en sus expectativas, lo cual haría correr la Curva de Phillips de Corto Plazo a la izquierda y dejaría a la economía en su nivel de producto potencial pero con una tasa de inflación mayor.

Por otra parte, en el panel derecho del Gráfico se presenta un shock de oferta negativo. En este caso, a diferencia del shock de demanda, las preferencias del Banco Central juegan un rol clave. En caso que el BC esté aferrado al cumplimiento del objetivo en tasa de inflación decidirá



G3: FUNCIONAMIENTO DEL MODELO ANTE DISTINTOS TIPOS DE SHOCKS.

FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA EN BASE AL MODELO CARLIN & SOSKICE (2009)

elevantar la tasa de interés hasta “ r_D ” por lo que la economía se contraerá hasta “ y_D ”. Por otra parte, el BC laxo, no modificará la tasa de interés, pero en ese caso la tasa de inflación trepará hasta “ π_B ”, donde se corre el riesgo que de largo se perpetúe la inflación en un nivel más alto. Por último, tenemos el caso intermedio, donde al Banco Central (estilo FED) tiene doble mandato. En esta situación el equilibrio vendrá dado por el punto I , donde la tasa de interés queda por encima del BC laxo, pero por debajo del BC duro. Naturalmente, ante esta situación, la inflación estará por encima del nivel objetivo pero la caída del producto será menor que la asociada con dicha tasa de inflación.

2.2. Bernanke y su Musa Inspiradora: “El Efecto Pigou”

2.2.1. Bernanke el Heredero de Pigou, Patinkin y Friedman-Schwartz

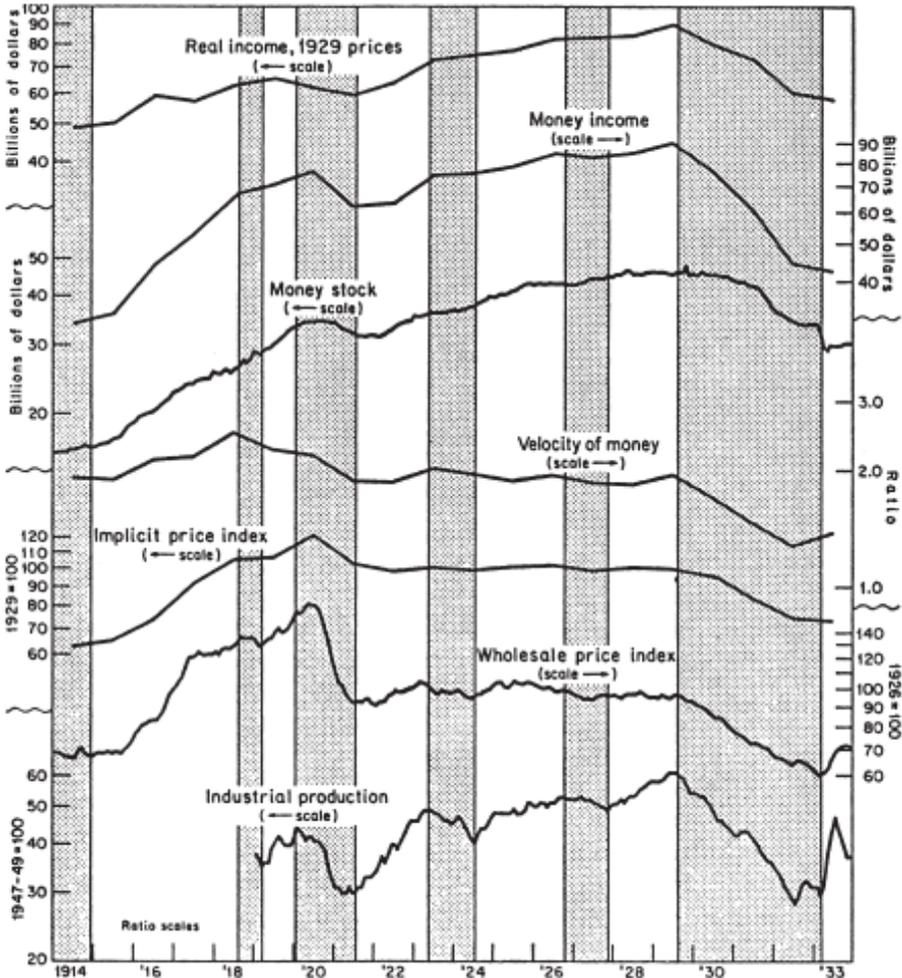
El impacto de la Teoría General de Keynes sobre la profesión económica, por lo menos en Gran Bretaña, fue notable. Los contemporáneos de Keynes dentro de la tradición cuantitativa de Cambridge se vieron obligados a ocuparse de su obra, y esta necesidad implicó en algunos casos un ataque a las conclusiones de Keynes. En este sentido, para argumentar

que la conclusión de Keynes acerca de la probabilidad del desequilibrio con desempleo tenía ciertas limitaciones, Pigou elaboró la teoría de la función de consumo de modo tal que, en su modelo, se trató al consumo como una función de la riqueza real (y el ingreso). Esta teoría que sostiene que un cambio en la riqueza real tiene cierto efecto sobre el consumo se ha conocido como el “Efecto Pigou”. Esta teoría se debe a Pigou (1941, 1943, 1947), pero también se encuentra en la obra de Haberler (1941) y sus implicancias fueron examinadas por Don Patinkin (1948, 1956).

Para Pigou, el efecto riqueza no es un mero punto de debate o una simple demostración de la inconsistencia de Keynes. Sus implicancias parecían destruir la conclusión general de Keynes en el sentido de que puede existir el equilibrio con desempleo aunque sean flexibles los precios y los salarios. De hecho, el “Efecto Pigou” implica que mientras exista esta plena flexibilidad de precios y salarios, el modelo keynesiano mostrará una tendencia automática hacia el equilibrio con pleno empleo. En términos concretos, partiendo de una situación de equilibrio de pleno empleo, si por algún motivo las expectativas de los capitalistas se vuelven más pesimista, ello conlleva a un menor nivel de inversión y por ende de un menor nivel de demanda agregada. Ahora bien, mientras los salarios y los precios no sean flexibles, habrá un exceso de oferta en los mercados de trabajo (desempleo) y de bienes. Sin embargo, en la medida que dichos exceso empujan a la baja los precios y salarios, la riqueza real de los individuos aumenta (dado que el stock de riqueza nominal no ha cambiado) y ello provocará un aumento del consumo que impulsará el crecimiento del gasto agregado reestableciendo el equilibrio en los mercados de bienes y trabajo (pleno empleo). Consecuentemente, con salarios y precios flexibles, hay una tendencia automática hacia el equilibrio de pleno empleo dentro del modelo y dicha tendencia se deriva del efecto de los cambios de precios sobre el valor real de la riqueza. Por otra parte, más allá de los mecanismos directos e indirectos (vía la tasa de interés) que puede aportar el Efecto Pigou para el caso de los precios y salarios flexibles, aún en condiciones de rigideces de precios (en especial para el caso de la tasa de interés bajo trampa de la liquidez) ahora hay lugar para la política monetaria, donde la misma podría empujar la demanda no solo desde la tasa de interés sino que también podría hacerlo desde la cantidad de dinero. Luego de dicho debate, quedaría en las manos de Don Patinkin el perfeccionamiento del “Efecto Saldos Reales”, quién mediante el desarrollo de un modelo esencialmente keynesiano derivaría todas las proposiciones del viejo esquema clásico y daría lugar al modelo de la Síntesis Neoclásica-Keynesiana de Samuelson.

En cuanto al legado de Friedman & Schwartz, el mismo proviene del emblemático libro: “A Monetary History of The United States 1867-1960” cuyo Capítulo 7 realiza un profundo estudio monetario sobre “La Gran Contracción de 1929-1933”. Dicho capítulo, sin lugar a duda y en contra de la visión generalizada de los economistas y círculos del poder (quienes al tiempo que señalaban la ineffectividad de la política monetaria clamaban por un mayor gasto público), es un fiel testimonio de la brutal efectividad de la política monetaria. Paradójicamente, luego de los eventos ocurridos durante la crisis 1929-1933, durante décadas se estableció que dentro de la economía el dinero no jugaba rol alguno y que si lo tenía era de índole menor, aún durante la Gran Contracción. En este sentido, Friedman & Schwartz demuestran que la drástica caída en la cantidad de dinero durante dichos años y la ocurrencia de pánicos bancarios de severidad sin precedentes no fue la consecuencia de hechos ajenos al diseño de la política monetaria sino todo lo contrario. Durante el transcurso de la Crisis el Sistema de la Reserva Federal tenía plenos poderes para dar fin al proceso de contracción monetaria que llevó a la deflación, pánico bancario y caída del nivel de actividad económica. Es más, haciendo uso de sus poderes naturales efectivamente la FED podría haber evitado la profundización de la Crisis tanto a finales de 1930 como a mediados de 1931. Más aún, las políticas requeridas para prevenir la caída en la cantidad de dinero y brindar la liquidez suficiente a los bancos no implicaban modificaciones radicales, de hecho, el tipo de medidas que la situación requería ya habían sido implementadas por la FED en años anteriores, y no implicaban cambios burocráticos ni modificaciones en la estructura de poderes. En pocas palabras, lo que Friedman & Schwartz demuestran es que a contrasentido del clamor keynesiano de la época, el dinero era importante y que todas las crisis de magnitud, con especial énfasis en la Gran Depresión, estaban asociadas a fuertes desajustes monetarios.

En función de la contribución de Friedman & Schwartz (1963) y el impacto sobre la forma de pensar los problemas monetarios de Ben Bernanke, vale la pena rescatar algunos comentarios del Presidente de la FED durante el 8 de Noviembre de 2002, en un discurso pronunciado en la Universidad de Chicago en Honor a Milton Friedman: “*The brilliance of Friedman and Schwartz’s work on the Great Depression is not simply the texture of the discussion or the coherence of the point of view. Their work was among the first to use history to address seriously the issues of cause and effect in a complex economic system, the problem of identification... For practical central bankers, among which I now count myself, Friedman and Schwartz’s analysis leaves many lessons. What I take from their work is the idea that monetary forces, particularly if un-*

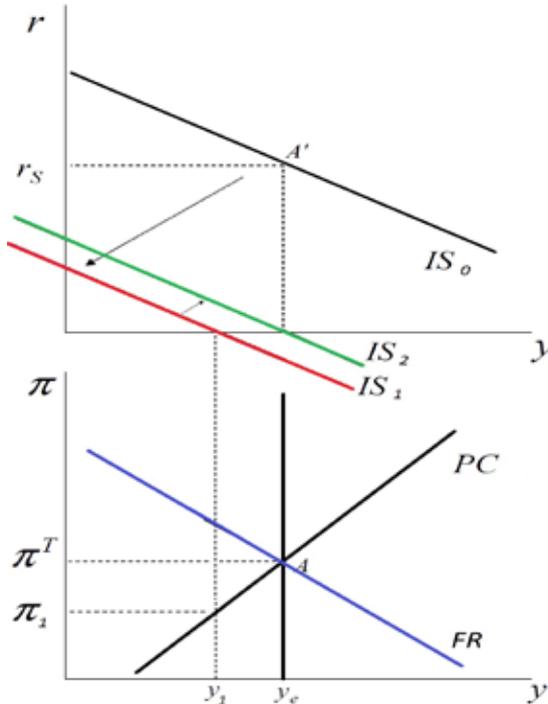


DI: CANTIDAD DE DINERO, INGRESO, PRECIOS Y VELOCIDAD 1914-1933. FUENTE: “THE GREAT CONTRACTION 1929-1933” DE FRIEDMAN Y SCHWARTZ (2007)

leashed in a destabilizing direction, can be extremely powerful. The best thing that central bankers can do for the world is to avoid such crises by providing the economy with, in Milton Friedman’s words, a “stable monetary background”—for example as reflected in low and stable inflation. Let me end my talk by abusing slightly my status as an official representative of the Federal Reserve. I would like to say to Milton and Anna: Regarding the Great Depression. You’re right, we did it. We’re very sorry. But thanks to you, we won’t do it again.”

2.2.2. Saldos Reales, La Historia, Bernanke y el Modelo Adaptado

Si bien el modelo del nuevo consenso respeta las lecciones de Milton Friedman en términos de neutralidad del dinero a largo plazo, con presencia de trade-off entre inflación y desempleo en el corto, el modelo mantiene resabios del viejo keynesianismo. Concretamente, el modelo adolece del efecto saldos reales ya que la curva IS solo es función de la tasa de interés, por lo que ante una situación de fuerte caída de la demanda autónoma, donde a una tasa de interés nula no sea posible alcanzar el producto potencial, la política monetaria se vuelve inefectiva. Sin embargo, tal como lo demostró Bernanke, es un error creer que la política monetaria ha dejado de ser un instrumento efectivo por la simple razón que se agotó en las posibilidades del modelo. De este modo, las influencias de Pigou, Haberler y Don Patinkin le permitieron al Jefe de la Reserva Federal rescatar al efecto saldo reales y desempolvando las lecciones de Friedman & Schwartz no solo abrieron las puertas al contra-fáctico del emblemático Capítulo 7, sino que además ello salvó al mundo de una Nueva Gran Contracción (aún peor que la de 1929-1933).



G4: EL MODELO DE 3 ECUACIONES CON EFECTO SALDOS REALES
FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA EN BASE AL MODELO WENDY CARLIN &
DAVID SOSKICE (2009)

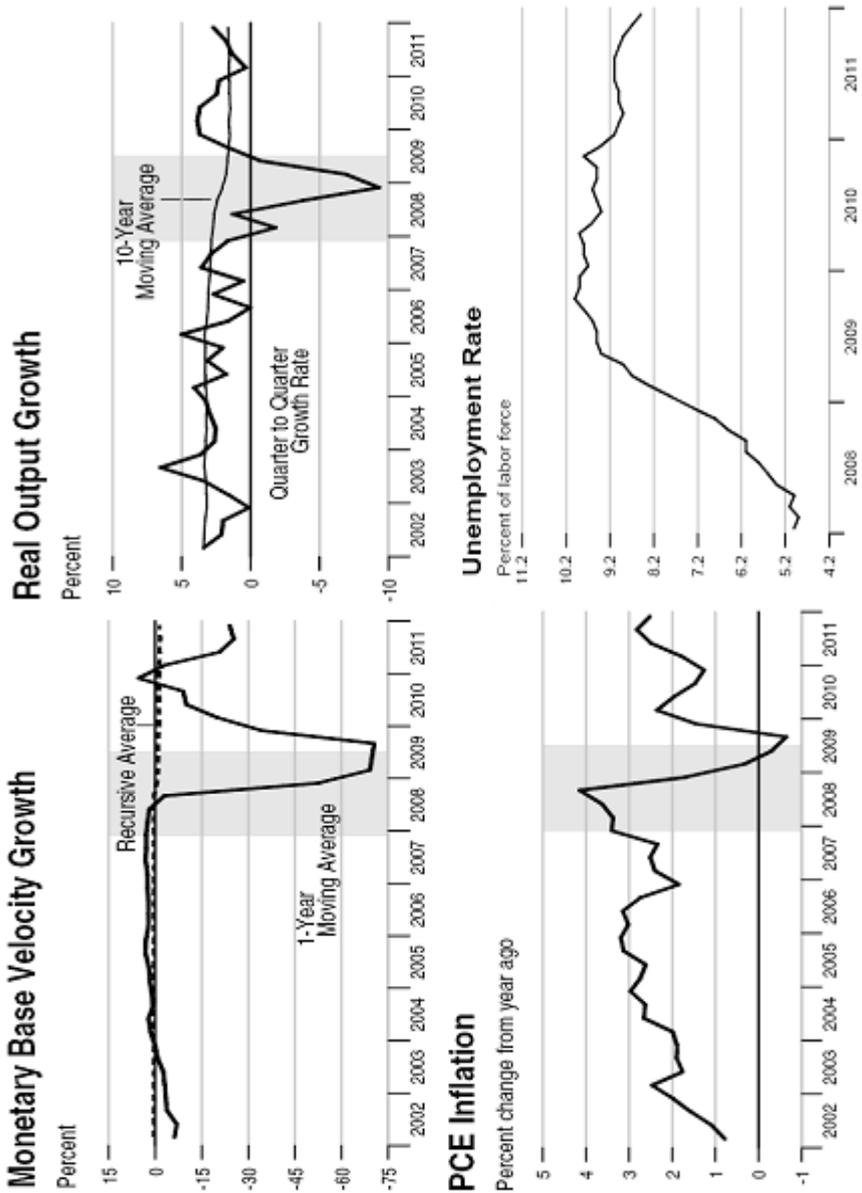
Al incorporar los saldos reales, ahora se abre una nueva perspectiva para la política monetaria. Así ante un shock negativo de demanda (el cual viene representado por un desplazamiento hacia la izquierda de la *IS*), hace que la economía caiga debajo de su producto potencial al tiempo que la tasa de inflación se ubica debajo del objetivo. Ante dicha situación el Banco Central reduce la tasa de interés, aunque bajo el ejemplo en cuestión, aún haciéndola nula no resulta suficiente para llevar a la economía hasta su potencial. Sin embargo, a diferencia del caso tradicional, ahora la curva *IS* incluye como argumento los saldos reales por lo que un aumento en la cantidad de dinero permite revertir el proceso, moviendo a la economía hacia el pleno empleo, con una tasa de inflación en torno al nivel objetivo y una tasa de interés nula. Naturalmente, este proceso de reversión requiere tiempo, el cual crece cuanto mayor sea el tamaño del shock.

II LOS HECHOS

3. El Nuevo Modelo, Bernanke y los Hechos

Tal como ocurriera durante la Crisis de 1929-33, la caída en la bolsa de valores (esta vez por la crisis Sub-Prime) disparó un fuerte aumento en el grado de aversión al riesgo. Ese aumento en el grado de aversión al riesgo tuvo como contrapartida un fuerte incremento en la demanda de títulos emitidos por el Sector Público Americano, esto es dinero y bonos. Consecuentemente, al tiempo que se abrían los Spreads entre los títulos públicos y privados por el cambio de tenencias en los portafolios, el fuerte aumento de la demanda de dinero generaba un estrepitosa caída en la velocidad de circulación, lo cual deprimía la demanda de bienes, ajustando en parte por la vía de los precios y en parte por ajustes de cantidades (fenómeno natural asociado a la relativa lentitud del mercado de bienes respecto a los mercados financieros) traduciendo las caídas del producto en un abrupto aumento de la tasa de desempleo.

El gráfico D2 deja de manifiesto no solo la gravedad de la crisis sino también las similitudes con la Gran Depresión. En este sentido, mientras que durante la Crisis del 29-33 la velocidad cayó a un poco más de la mitad, en la última crisis la caída de la velocidad fue de un 75%. De esta manera, la demanda de bienes llegó a retraerse casi un 10%, mientras que la inflación pasó de una tasa positiva del 4% a una negativa del 1%. Es más, en términos de inflación, si en lugar de tomarse el registro anual se tomara períodos más cortos anualizados, como ser seis, cuatro y tres meses, hay momentos en que la deflación supera el 10%. Naturalmente, en este contexto en el que tanto el consumo como la inversión se desplo-



D2: LA ECONOMÍA DE ESTADOS UNIDOS FRENTE A LA CRISIS.

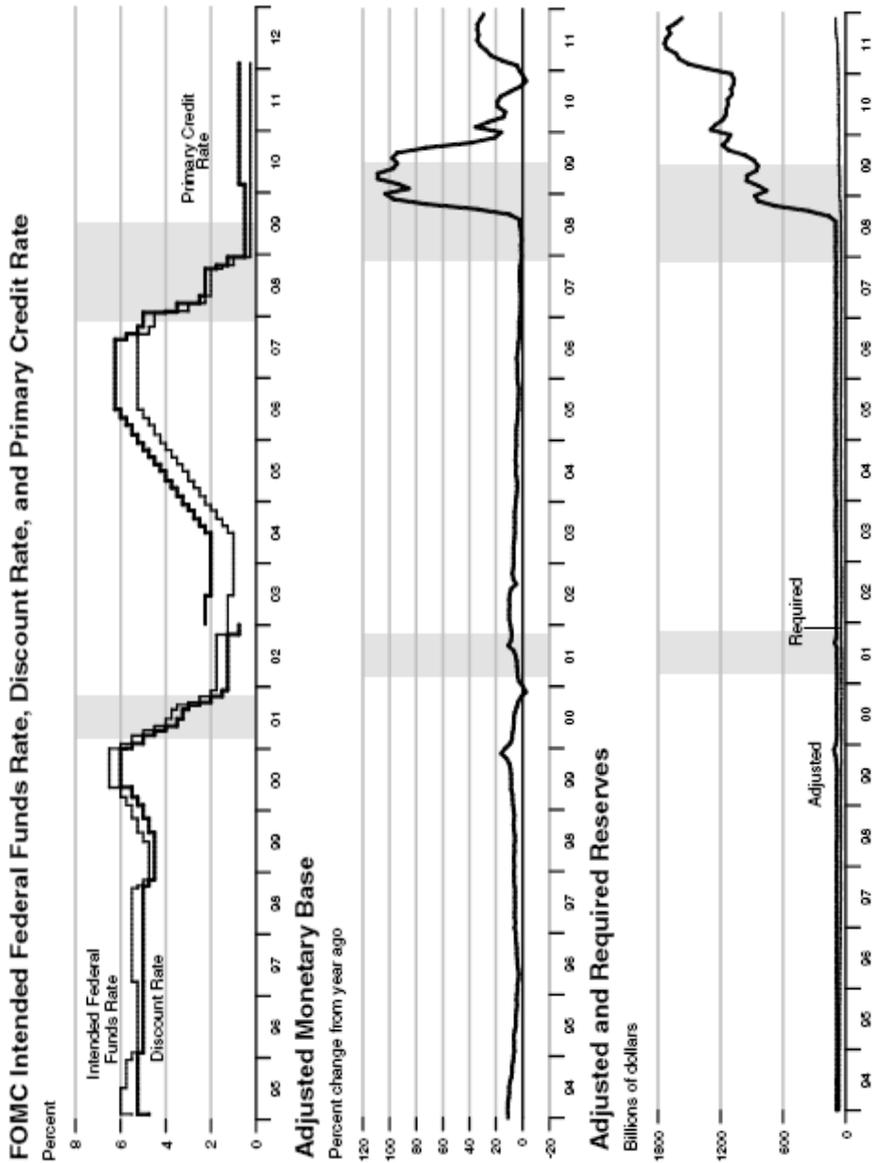
FUENTE: DATOS DE LA RESERVA FEDERAL DE ST. LOUIS

maban, ya sea por el aumento en el grado de aversión al riesgo como por el aumento de tasas que enfrentaba el sector privado (al tiempo que se cerraba el crédito), se gestaba un exceso de oferta en el mercado de bienes que derramó sobre el mercado de trabajo, por lo que la tasa de desempleo pasó de un nivel del 5,2% a un nivel del 10,2%.

La simple inspección del gráfico D2 (Crisis Sub-Prime) puesto en comparación con el D1 (Gran Depresión), deja en claro que la situación que debió enfrentar Ben Bernanke ha sido mucho más complicada que la de su par de aquellos tiempos George Harrison. Sin embargo, a diferencia de lo que sucedió durante 1929-1933, el actual Presidente de la Reserva Federal no solo es un gran economista monetario (con especialidad en lo ocurrido durante la Gran Depresión de 1929-33), sino que además ha contado con una mayor cantidad de instrumentos para hacer frente a la situación: (i) la propia experiencia de la Gran Depresión, (ii) mejor calidad de la información y (iii) la obra de Friedman & Schwartz que sacaron al mundo de la oscuridad interpretativa sobre el fenómeno en cuestión.

En este sentido, rápida de reflejos, durante 2008, la Reserva Federal llevó la tasa de referencia de niveles del 5,25% a niveles del 0,25%. Sin embargo, al ver que la economía todavía estaba en la senda de la deflación y el desempleo (al tiempo que revivían los ataques keynesianos que señalaban la ineffectividad de la política monetaria), la FED, saliendo de su libreto tradicional y abrazando las recomendaciones surgidas de "A Monetary History of The United States 1867-1960" implementó los Programas de Relajamiento Cuantitativo. Puesto en otros términos, si el público deseaba hacer reventar sus bolsillos con papelitos verdes, para que no se derrumbara aún mas la demanda de bienes, el Banco Central salió a satisfacer ese deseo imprimiendo todos los billetes que hicieran falta. Así las cosas, mayores tenencias de dólares no implicaba menor cantidad de bienes, poniendo fin a la caída en el nivel de actividad y el empleo.

El fenómeno precedente, analizado desde la lógica del modelo ampliado es muy simple. El mayor grado de aversión al riesgo produjo un desplazamiento de la curva *IS* hacia la izquierda, lo cual implicaba una situación de producción e inflación debajo de los niveles objetivos. Como resultado de ello, el modelo tradicional sugiere que se reduzca la tasa de interés, de modo tal que moviéndonos descendentemente por la *IS* aumente tanto el PIB como la tasa de inflación. Sin embargo, la caída en la demanda de bienes era tan profunda que no resultaba posible cerrar las brechas en producción y precios a tasas de interés positivas, por lo que Bernanke echando mano al efecto saldo reales comenzó a emitir dinero a tasas estrafalarias.



D3: LA POLÍTICA MONETARIA Y COMPORTAMIENTO DE LOS BANCOS.
FUENTE: DATOS DE LA RESERVA FEDERAL DE ST. LOUIS

De esta manera, la emisión de dinero incrementó los saldos reales del público y ello desplazó a la curva IS hacia la derecha. Si a esto le sumamos los aumentos del gasto público impulsados por Obama, el nivel de actividad comenzó a recuperarse, los precios salieron del terreno de la deflación y la tasa de desempleo de a poco ha comenzado a ceder. Conclusión: **DEPRESIÓN ABORTADA.**

4. Reflexiones Finales: Una Mirada sobre el Futuro

Si bien la batería monetaria y fiscal logró evitar una nueva catástrofe, con el correr del tiempo, la pérdida de impulso de la economía en presencia de una elevada tasa de desempleo reavivó viejos debates monetarios que llevaron al centro de la escena a la trampa de la liquidez. Sin embargo, más allá de que dicha teoría carece de sustento empírico y hasta ha sido rechazada por muchos keynesianos de fuste, es de crucial importancia comprender que las recomendaciones de política económica que pudieran surgir a partir de la misma podrían conducir a una situación en la que el remedio termine siendo peor que la enfermedad (en especial dados los niveles de deuda).

En el fondo, el problema no radica en la no efectividad de la política monetaria de Los Estados Unidos y el resto del mundo desarrollado, sino que yace en la interdependencia estratégica con el mundo emergente, lo cual nos pone de frente a la problemática del desequilibrio global. En este contexto y para el caso de tipo de cambio flexible, si bien la política fiscal no sería efectiva, la monetaria sí. Así, cuando la Reserva Federal emite, la reducción en la tasa de interés derivaría en una devaluación que impulsaría al crecimiento de las exportaciones netas, la demanda, el producto y el empleo. En términos gráficos, ahora la *IS* se desplazaría a la derecha no solo por el aumento de los saldos reales, sino que también por el aumento de las exportaciones neta como resultado de la devaluación de la moneda. Sin embargo, cuando del otro lado China mantiene fijo su tipo de cambio, este proceso se trunca parcialmente, el dólar no se deprecia y la política monetaria tracciona mucho menos. Al mismo tiempo la política fiscal no trabaja por definición y en caso de insistirse en ello se pagarán los costos en términos de un menor crecimiento en el largo plazo como consecuencia del mayor endeudamiento.

Por otra parte, esta dinámica no solo impacta sobre Estados Unidos y China, sino que también impacta en Europa pese a que la zona en conjunto mantiene una cuenta corriente equilibrada. Si bien la solución del desequilibrio global requiere una depreciación del dólar frente a la moneda China, ante las dificultades prácticas para comprar renminbi (yuan), los agentes salen del dólar vía la compra de euros. Esta situación aprecia

al euro, haciendo que el precio de los transables caiga en términos de los no transables, lo cual implica una apreciación del tipo de cambio real que deteriora la cuenta corriente de la economía. En este contexto, el ajuste que deba hacer cada economía dependerá de la situación particular de sus cuentas externas y fiscales. Así, los que tenían superávit no presentan mayores problemas, mientras que los que tenían déficit, si no consiguen financiamiento, deben ajustar vía un mayor ahorro y/o menor inversión. Este último caso lleva a una caída de la demanda y del precio de los no transables hasta recomponer el equilibrio. Sin embargo, cuando los precios no caen, se producen contracciones del nivel de actividad y del empleo, lo cual genera un incentivo para gastar más cuando lo que se necesita es incrementar el ahorro. De esta manera, aumenta el déficit fiscal (por menores ingresos y mayor gasto), aumenta la deuda y dado el menor GDP, la relación deuda-producto se dispara.

Ante esta situación quedamos de cara frente al problema del endeudamiento. Si bien al inicio el estímulo fiscal (desplazamiento a la derecha de la *IS*) permitió aliviar la caída del producto, la restauración del equilibrio interno requiere que la demanda del sector público sea reemplazada por la demanda del sector privado. Sin embargo, dicho proceso tiene dos escollos. Por un lado, dado el nivel de deuda americano, el retiro de la generación del “*baby boom*” y los problemas de no sostenibilidad del sistema de la seguridad social, ello requiere de una sustancial mejora de las cuentas del sector público, la cual debería ser implementado mediante una reforma creíble de largo plazo, de modo tal la economía no sufra en el corto plazo. Por otro lado, en la medida que se retire el sector público debería recuperarse la demanda del sector privado, sin embargo, ello no es simple dado el nivel de apalancamiento del sector. Esto es, para restaurar la demanda privada es necesario bajar la carga de la deuda y la manera “más eficiente / menos dolorosa” es por la vía inflacionario, lo cual podría llevar a la tasa de inflación a niveles no aceptables para las preferencias de un Banco Central como la Reserva Federal. Consecuentemente, asociado a ello queda abierta la cuestión de cuanto del estímulo monetario (donde la base monetaria creció más de un 200%) será esterilizado, el cual no resultará neutral respecto a la estrategia cambiaria, monetaria y fiscal que adopte el Gobierno de la República Popular de China.

El costoso sofisma de Débora Giorgi

Henry Hazlitt en su libro “La economía en una lección” señalaba: “la economía se halla asediada por un mayor número de sofismas que cualquier otra disciplina cultivada por el hombre... El sofisma está dado por pasar por alto las consecuencias secundarias. En ello consiste la diferencia entre la buena y la mala economía. El mal economista sólo ve lo que se advierte de modo inmediato, mientras que el buen economista percibe también más allá. El primero tan sólo contempla las consecuencias directas del plan a aplicar; el segundo no desatiende las indirectas y las más lejanas... Por consiguiente, bajo este aspecto, puede reducirse la totalidad de la economía a una única lección, y ésta a un solo enunciado: El arte de la economía consiste en considerar los efectos más remotos de cualquier acto o política y no meramente sus consecuencias inmediatas; en calcular las repercusiones de tal política no sobre un grupo, sino sobre todos los sectores.”

En este sentido, la reciente disputa entre Axel Kicillof (pese a su fervorizada pasión por el fracasado modelo de sustitución de importaciones y una longeva industria infante de más de 70 años) y Débora Giorgi acerca de las exenciones impositivas del régimen de promoción industrial de Tierra del Fuego ha puesto sobre el tapete del debate al sofisma de la salvación de un sector. Por las malas, el Ministro de Economía está aprendiendo que la necesidad tiene cara de hereje (risueño burlón) y que los beneficios fiscales de la isla le cuestan al país \$ 18.000 millones por año, al tiempo que genera un desbalance en el mercado cambiario de USD 7.000 millones por importación de insumos. Por otra parte, la Jefa de Industria se refugia argumentando que el complejo productivo emplea cerca de 13.000 personas.

Los defensores del sofisma sostienen que si se eliminan los subsidios, pronto veremos los obreros en la calle. Todas las actividades relacionadas con la zona experimentarán una contracción en sus negocios y la depresión se extenderá en un círculo vicioso. Pero con los subsidios gubernamentales, la isla se salva. Entonces, se adquirirá equipo de otras industrias, aumentará el número de personas empleadas, quienes proporcionarán mayores ingresos al resto de las actividades y ahora una ola de prosperidad se extenderá en un círculo virtuoso.

Sin embargo, todo lo que obtenemos, salvo los dones naturales, ha de ser pagado de una u otra manera. Cada peso que el Gobierno gasta procede inexorablemente de un peso obtenido mediante el cobro de los impuestos (explícitos, inflacionario y/o a futuras generaciones). De esta manera los consumidores perderán de consumir vía impuestos exactamente lo mismo que ganan los interesados de las industrias de la isla. Así, Débora Giorgi pareciera olvidar las casas no construidas, los automóviles y radios no fabricados, los vestidos y abrigo que no se confeccionaron e incluso quizá los productos del campo que ni se vendieron ni llegaron a ser sembrados resultado de la mayor carga impositiva. El empleo que se crea en la isla es perdido por el empleo que no se crea en las otras industrias en las que el consumidor hubiera volcado su gasto. Aquello que se gana en un sector será perdido por otras industrias. En definitiva, el subsidio lo que implica es sencillamente desplazar riqueza o renta desde un sector de la economía a favor de las empresas subsidiadas.

Si cree que lo anterior es malo, desafortunadamente, tengo que informarle que esto es aún peor ya que dicha redistribución no es un simple juego de suma cero donde lo que se gana en un sector se pierde en otro. Además, y es aquí donde la nación -considerada como una unidad- sufre una pérdida neta, el capital y el trabajo son desviados hacia sectores en las que su empleo es menos productivo. Así, se termina creando menos riqueza, por lo que el nivel de vida promedio de la economía es menor al que podría haber sido.

Finalmente, si a la pérdida en eficiencia y equidad le sumamos la situación por la que atraviesa la economía local en materia de escasez de divisas y en términos de dinámica inflacionaria, el ajuste del gasto resulta inexorable. Así, pese a lo mal parada que pueda dejar la situación a la Jefa de Industria, la racionalidad económica, en esta oportunidad, está del lado de Axel Kicillof.

La política comercial de los Kirchner: ¿Nueva teoría o el regreso a la caverna de Platón? ²

Durante la Cumbre de la Unión Europea Cristina Fernández de Kirchner expresó su repudio contra las medidas proteccionistas de todo tipo, las que catalogó como una “distorsión de los instrumentos macroeconómicos”, lo cual generó sorpresa y agitación en los medios, en especial, luego de que Guillermo Moreno comunicara a las principales cadenas de supermercados la decisión de impedir el ingreso de alimentos importados que tuviesen un equivalente en producción nacional. Este evento agrega un nuevo renglón a la lista de inconsistencias entre el discurso y el accionar del Ejecutivo.

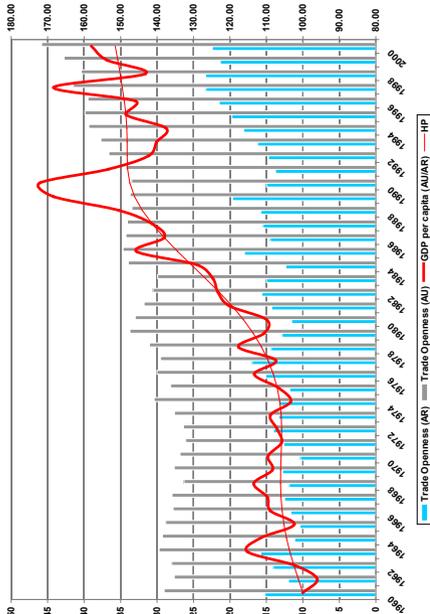
Vale la pena mencionar que la falacia proteccionista no es propiedad exclusiva del Gobierno actual, sino que forma parte de la escena política desde hace mucho tiempo. El origen del accionar mencionado encuentra sus primeras raíces en el período que va desde el siglo XII al XV y que luego fuera perfeccionado durante los siglos que van del XVI al XVIII por los Mercantilistas Franceses (J. Colbert y R. Cantillón) e Ingleses (T. Mun, W. Petty, D. North, N. Barbon y J. Stuart). Así, luego de casi siete siglos, la aparición de la Escuela Fisiócrata, y la obra de Adam Smith (1723-90), pusieron en jaque las ideas de los Mercantilista creando una nueva teoría del comercio basada en el concepto de la ventaja absoluta. Sin embargo, la economía no terminaría de salir de “La Caverna” hasta la aparición de David Ricardo (1772-1823), quien daría por tierra con los proteccionistas desarrollando el concepto de la ventaja comparativa.

Para comprender la obra de David Ricardo y los beneficios del comercio consideremos que existen solo dos economías: Argentina y Uruguay. Además, supongamos que Argentina, por cada unidad de trabajo, puede producir como máximo 600 manzanas o 200 naranjas o cualquier combinación de ellas que mantenga la proporción de que por cada naranja que deja de producir, se pueden producir 3 manzanas. Supongamos a su vez que en Uruguay, por cada unidad de trabajo, sólo es factible producir 100 naranjas o 100 manzanas, o cualquier combinación intermedia donde por cada manzana menos se produce 1 naranja adicional.

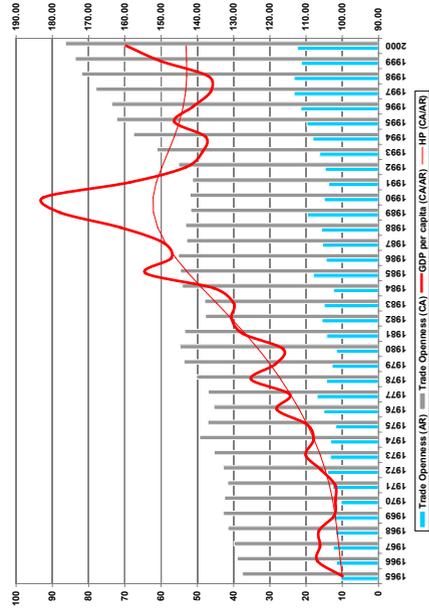
² Este artículo fue escrito en colaboración de Nicolás Federico Kerst.

En términos absolutos, Uruguay es menos productivo que Argentina. Sin embargo, esto no es lo que importa para el comercio. Analicemos la siguiente situación de intercambio. Supongamos que Uruguay sólo produce naranjas (es decir, 100 naranjas) y que Argentina le ofrece comprarle 30 naranjas a cambio de 60 manzanas. Si Uruguay acepta, entonces termina con 70 naranjas y 60 manzanas. Lo notable es que si hubiese por sí mismo querido producir esa cantidad de manzanas, le hubiesen sobrado recursos para producir únicamente 40 naranjas, con lo cual, Uruguay se ve favorecida por el comercio con Argentina ya que le permite consumir 30 naranjas adicionales. No obstante, para que el intercambio se materialice, Argentina debe también salir beneficiado. Si, para simplificar el ejemplo, suponemos que Argentina producía solo manzanas (es decir, 600 manzanas), vemos que luego del intercambio con Uruguay, Argentina se queda con 540 manzanas y 30 naranjas, cuando sólo podría haber producido 510 manzanas y 30 naranjas por sí misma, lo cual implica un consumo adicional de 30 manzanas. Así, ambos países se benefician con el comercio, ya que para la misma dotación de recursos consiguen un mayor nivel de consumo. El motivo de ello es que por más que Argentina fuera más productiva en términos absolutos, es relativamente menos eficiente en la producción de naranjas. En definitiva, la teoría ricardiana del intercambio nos dice que cada país debe concentrar su producción en aquellas actividades en las cuales se encuentra más dotado y no diversificar su producción en actividades en las que no corre con tanta ventaja. Puesto en otros términos, a nadie se le ocurriría “pedirle” a Messi que ceda horas de fútbol para jugar al básquet, al tiempo que como contraparte se le “sugeriría” a Ginobli que deje un poco de lado a sus manos para darle mayor protagonismo a sus pies.

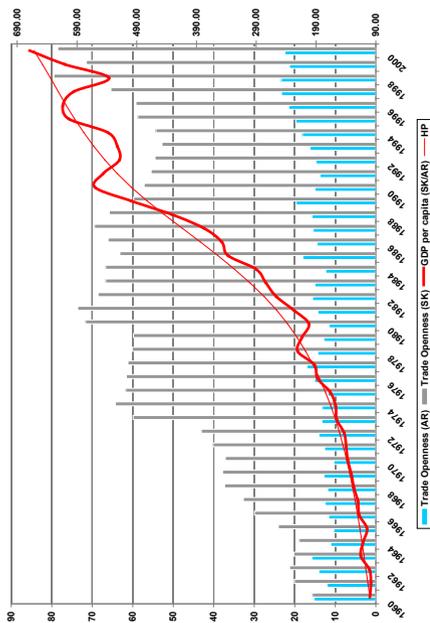
A pesar de la contribución de Ricardo, los defensores del proteccionismo sostienen que la instauración de barreras a la competencia externa es condición necesaria para la preservación del empleo, evitar el exterminio de la producción local y maximizar el bienestar de la población. Sin embargo, el razonamiento es falaz en varios sentidos. Por un lado, no es cierto que el proteccionismo preserve el nivel de empleo, sino que lo que hace es sacarlo de las actividades más eficientes para transferirlos a las menos productivas, lo cual reduce tanto la productividad como los salarios reales. Por otro lado, la medida no solo empeora la distribución del ingreso, sino que al afectar el precio relativo de los bienes mediante la suba de alguno de ellos, el nivel de consume se reduce. En definitiva, para la misma cantidad de esfuerzo laboral, se produce menos, los salarios reales son menores, el consume cae y la distribución del ingreso empeora,



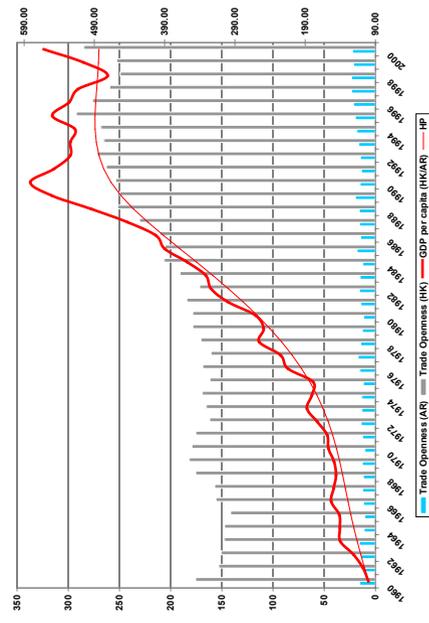
AUSTRALIA VS ARGENTINA



CANADÁ VS ARGENTINA



COREA DEL SUR VS ARGENTINA



HONG-KONG VS ARGENTINA

APERTURA COMERCIAL ((X+M)/PIB) Y PIB PER CÁPITA RELATIVO

FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA EN BASA A DATOS DEL BID

por lo que debería quedar claro que un mayor proteccionismo no genera un mayor bienestar.

Claramente, los detractores de la posición aperturista, señalarían que los argumentos antes utilizados son meros ejemplos teóricos que nada tienen que ver con los hechos. Por ello, en el siguiente gráfico mostramos el desempeño relativo del PIB per cápita de Argentina y el nivel de apertura comercial frente a países como Australia, Canadá, Corea del Sur y Hong Kong desde el año 1960 hasta el 2000. Así las líneas rojas dan cuenta de la evolución del PIB por habitante de cada país en términos del de Argentina mientras que las barras muestran los niveles de comercio (celeste para Argentina y gris para los restantes).

En función del modelo Ricardiano de comercio y analizando la serie de apertura comercial (que se calcula como la proporción del comercio total- exportaciones más importaciones- sobre el producto interno bruto) para los años 1960-2000, el fracaso relativo de Argentina respecto al resto de los países estudiados puede explicarse por el simple hecho de que el comercio en estos países con el resto del mundo fue en promedio entre 2 y 13 veces superior al mostrado por nuestro país.

De todos, aun cuando la evidencia resulta tan abrumadora en contra del cierre de la economía, algunos de los ideólogos de la medida podrían señalar que se está dejando de lado un aspecto importante para el país, esto es, el atesoramiento de divisas por parte del Banco Central. En este sentido, las medidas apuntarían incrementar el flujo de divisas que llega al BCRA. Nuevamente, el razonamiento sería erróneo, lo cual puede probarse desde dos puntos de vista. En primer lugar, una economía exporta para poder importar y con ello mejorar la calidad de vida de sus habitantes, produciendo y consumiendo mayor cantidad de bienes con el mismo esfuerzo laboral. En este sentido el país podría necesitar divisas para honrar sus deudas comerciales acumuladas en el pasado (argumento particular para uno de los países líderes en la cantidad de defaults en la historia de la humanidad). Sin embargo, cuando se computa el tipo de cambio real de Argentina, el resultado de la balanza comercial y la tasa de interés promedio que paga la economía, es claro que el país –por el momento– no enfrenta un problema de solvencia, por lo que el argumento en esta línea no tendría sentido ya que induciría a un ahorro excesivo de divisas penalizando el consumo de la economía. En segundo lugar, esto es, si uno no creyera en las ventajas del comercio y en los argumentos de solvencia intertemporal, no deberíamos olvidar que en el juego del comercio no estamos solos y que nuestras acciones de política pueden generar reacciones (donde los mejores ejemplos son Brasil, China y Europa). Así, nuestro

país exporta USD 23MM e importa USD 1MM, lo cual implica un saldo positivo de divisas de USD 22MM. Suponiendo que las medidas proteccionistas logran reducir a la mitad las importaciones, el resto de los países podrían hacer lo mismo haciendo caer a la mitad nuestras exportaciones con lo que el excedente de divisas caería a la mitad. En definitiva, siendo las divisas tan necesarias se le haría un terrible daño a la economía ya que la medida nos haría perder USD 11MM.

Por lo tanto, en función de los argumentos analizados, no existen razones en materia de Bienestar que justifiquen la medida tomada, salvo que dentro de dicha función, el hacedor de política pondere el bienestar de los distintos agentes de manera muy diferente, de modo tal que la distribución del ingreso resultante en el equilibrio nuevo resulte para el Gobierno, mucho más satisfactoria que la presente, pese a lo que pudieran llegar a opinar Gini, Atkinson y Sen.

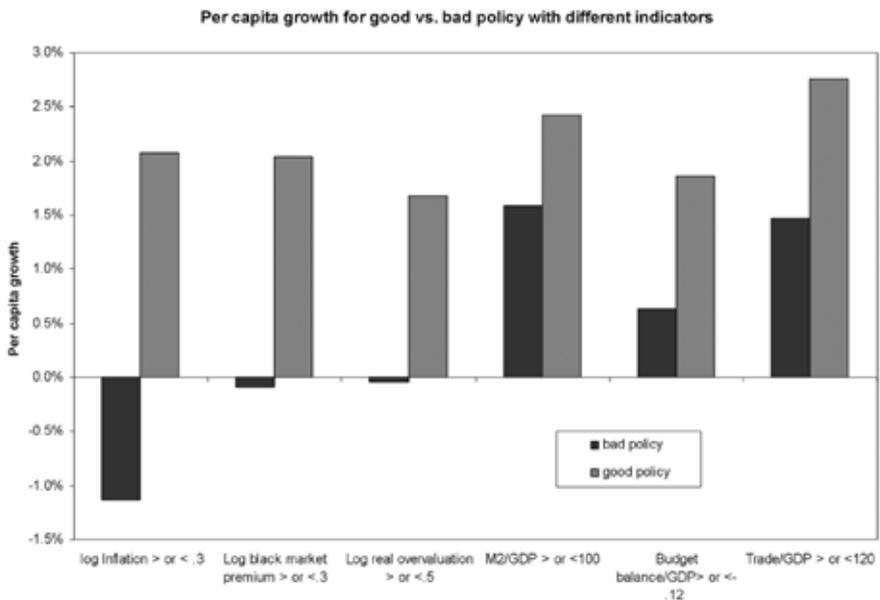
Parte III

CRECIMIENTO ECONÓMICO



Política económica y crecimiento

La mayor parte del daño que ha sufrido el país ha sido causado por un mal diseño de la política económica. Tal como señala William Easterly “los malos gobiernos, al igual que la mala suerte, pueden acabar con el crecimiento”. Crecer depende de los incentivos para reducir el consumo presente (ahorrar) a cambio de lograr un mayor ingreso en el futuro, y cualquier cosa que interfiera con estos incentivos afectará al crecimiento. El primer sospechoso de interferir con los incentivos es el Gobierno. Cualquier acción del Gobierno que grave el consumo futuro, tanto implícita como explícitamente, reducirá los incentivos para invertir. Por lo tanto, una elevada inflación, diferenciales importantes del tipo de cambio del mercado negro, tipos reales de interés negativos, grandes déficit presupuestarios y restricciones al libre comercio debilitan los incentivos



G1. IMPACTO DIFERENCIAL SOBRE EL CRECIMIENTO DE BUENAS Y MALAS POLÍTICAS. FUENTE: WILLIAM EASTERLY EN HANDBOOK OF ECONOMIC GROWTH – ED. NORTH HOLLAND

favorables al crecimiento. La siguiente figura muestra la evidencia de que estas políticas del Gobierno reducen el crecimiento:

En aquellos países en los que la inflación es elevada (por encima del 30% anual), la tasa de crecimiento del PIB per-cápita es 3% inferior a aquellos en los que la inflación es baja. Del mismo modo, una brecha cambiaria superior al 30% (vale la pena mencionar que hoy en día dicho límite está en el rango del 5% al 10%) y una sobrevaluación del tipo de cambio real por encima del 68% implican una caída de aproximadamente 2% y de 1,5% en la tasa de crecimiento, respectivamente. Por último, ratios de M2, resultado fiscal y comercio respecto del PIB superiores al 100%, 0,12% y 120%, respectivamente, implican un diferencial de crecimiento de 1%, 1,5% y 1%, aproximadamente.

Naturalmente, la revisión de las distintas medidas de política económica dejan en claro el motivo del desastre económico al que se ha sometido al país. En materia de inflación, pasado el salto inflacionario asociado con la salida de la Ley de Convertibilidad (cuando alcanzó un 41%), la inflación cayó al 3,7%. Sin embargo, luego comenzó a crecer año a año. En 2004, se ubicó en el 6,1% y en 2005 trepó hasta el 12,3%. Ante esta situación, para el año 2006, en lugar de optar por una moderación en el crecimiento de la demanda agregada (impulsada por el gasto público) se recurrió a los “acuerdos de precios”. De ese modo, el Gobierno buscaba mantener los precios fijos, de modo tal que el estímulo al gasto se reflejara en aumentos de la producción y el empleo moderando el impacto en el nivel de precios. Naturalmente, tal como muestran más de 4.000 años de historia y en especial la historia económica argentina, estos procedimientos no sólo no resuelven el problema sino que además conllevan a un aumento del sistema represivo que condiciona fuertemente las libertades individuales, por lo que el remedio termina siendo peor que la enfermedad. Para el caso bajo estudio, la inflación promedio del período 2003-06 pasó de un 8% al 22% en el período 2007-11, mientras que durante 2012 trepó al 24,5% y en 2013 alcanzó el 27,5%. Por último, en lo que va de 2014 la inflación acumulada supera el 30% y en los registros interanuales se ubica en torno al 40%, lo cual posiciona al país en el segundo lugar del ranking de países con mayor inflación en el mundo.

La contracara de esta inflación creciente es un continuo deterioro del resultado fiscal, que ante la imposibilidad de financiarse con endeudamiento externo se ha recurrido al uso de la emisión monetaria. En este sentido, el resultado primario promedio del período 2003-06 pasó del 3,3% del PIB a 0,7% en el período 2007-11, para luego caer en un terreno negativo, donde para 2013 se ubicó en torno a 2,5% del PIB. Al

mismo tiempo, el resultado financiero, desde un pico positivo de 2,3% del PIB en 2004, el año pasado terminó en torno al 4% (donde un 75% del mismo se financia con emisión de dinero), al tiempo que para el presente año se espera que dicho número esté cerca del 6%. Nuevamente, esto permite ver como la política económica actuó en desmedro de la tasa de crecimiento de largo plazo. A su vez, acorde al método del resultado estructural, el desvío fiscal alcanzaría 7% del PIB (Milei-Giacomini-Ferrelli Mazza) pese a que se ha alcanzado la presión tributaria más alta de la historia argentina (47% del PIB) y cuya contraprestación dista de ser satisfactoria (esto es, pagamos impuestos como europeos y recibimos servicios como africanos).

En este sentido el desorbitante crecimiento del gasto público de los últimos años derivó en un déficit fiscal creciente que ante la falta de financiamiento externo, llevó al uso intensivo de la emisión monetaria para cerrar la brecha fiscal. Así, este continuo incremento en la tasa de expansión de la cantidad dinero comenzó a generar una inflación creciente, que al no tener correlato en el plano cambiario apreció la moneda y estranguló al sector externo pese a que la economía argentina gozó de la mejor combinación de la historia de términos de intercambio y tasas de interés internacionales. En este marco, durante 2011, la fuga de capitales privados (USD 21.504M) y la pérdida de reservas del BCRA (USD 6.109M), sumado a la voluntad de no devaluar derivó en la instauración del cepo cambiario, que no sólo no logró frenar la pérdida de dólares del Central, donde las reservas pasaron de USD 48.000M a USD 27.000M,

En %	Etapa I					Etapa II						Etapa III	
	2003	2004	2005	2006	Prom. Anual	2007	2008	2009	2010	2011	Prom. Anual	2012	2013
Actividad (Var.% i.a.)													
PIB	8,8	9,0	9,2	8,5	8,9	8,7	4,6	-0,9	9,3	7,0	5,7	0,8	3,5
PIB per cápita	7,7	7,8	8,0	7,3	7,8	7,5	3,4	-1,5	8,1	5,8	4,8	-0,3	2,0
Política Fiscal (% del PIB)													
Rdo. Primario sin Rentas	2,3	3,6	3,7	3,4	3,3	2,1	2,6	-0,4	-0,3	-0,8	0,7	-1,3	-2,5
Intereses	1,8	1,3	1,9	1,8	1,7	2,0	1,7	2,2	1,5	1,8	1,8	2,2	1,5
Rdo. Global sin Rentas	0,5	2,3	1,8	1,6	1,6	0,1	0,9	-2,6	-1,8	-2,6	-1,1	-3,5	-4,0
Política Monetaria													
Base Monetaria. Var.% i.a.	30,4	9,2	10,5	37,6	21,9	25,4	10,5	11,5	31,6	34,6	25,5	39,0	23,8
Base Monetaria. % PIB	10,0	10,0	10,6	10,7	10,3	11,0	10,2	10,0	9,7	10,4	10,3	10,8	11,0
Emisión Fiscal. % PIB	-0,3	-1,5	-0,9	-0,8	-0,9	-0,9	-0,8	0,0	1,3	1,8	0,7	2,1	3,5
Inflación	3,7	6,1	12,3	9,8	8,0	25,6	21,6	16,3	24,6	21,9	22,0	24,5	27,5
Tasa de Desempleo	14,5	12,1	10,1	8,7	11,3	7,5	7,3	8,4	7,3	6,7	7,4	6,9	7,0

C1. LA POLÍTICA ECONÓMICA DURANTE EL KIRCHNERISMO (2003-2013) FUENTE: MILEI-GIACOMINI-FERRELLI MAZZA EN POLÍTICA ECONÓMICA CONTRARRELOJ

sino que además ha producido un daño enorme en el sistema de precios sumergiéndonos en una recesión y gestando un colosal desequilibrio monetario (Money Overhang). Es más, el desajuste monetario que hoy vive la economía es una consecuencia directa de la puesta en marcha del cepo cambiario de fines de 2011. Así, previo a dicha medida, el sobrante de pesos de la economía drenaba bajo la forma de fuga de capitales. Sin embargo, desde entonces los pesos que sobran en la economía no pueden escaparse del sistema por el cepo, lo cual ha gestado un exceso de pesos que a fines de 2013 alcanzó 5% del PIB, al tiempo que la brecha entre el tipo de cambio oficial y el paralelo llegó a rozar un nivel del 100%.

En función de ello, los desequilibrios fiscales y monetarios terminaron generando por lo menos tres tipos de perjuicios en el funcionamiento del sistema económico. Por un lado, la decisión de inducir a un ajuste de cantidades en el mercado de moneda extranjera y sin modificar los desequilibrios que dieron origen al problema derivó en una apreciación de la moneda. Esta situación sin contrapartida en carga impositiva, costo de oportunidad del capital, alineación de los salarios con la productividad y economías de escala derivaron en una fuerte pérdida de competitividad que se refleja en el deterioro de las cuentas externas y en la presencia de “la restricción externa” que, dado el contexto internacional, resulta obvio que la misma es auto-inflingida. Por otra parte, la contracara del cepo cambiario fue el surgimiento del mercado paralelo cuya brecha con el oficial ha mostrado un movimiento creciente a lo largo del tiempo. Esto es, la falta de voluntad política para corregir el desequilibrio fiscal terminó jugando en contra de las recomendaciones que potencian el crecimiento de largo plazo.

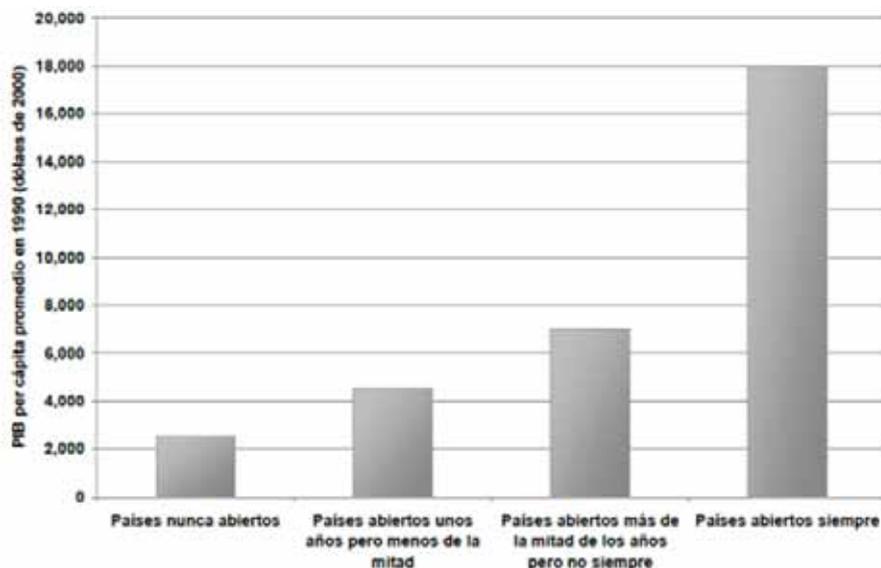
Es más, desde un punto de vista estrictamente coyuntural, formalmente, el cepo cambiario podría ser interpretado como una restricción sobre el sistema de precios. La programación matemática sostiene que cuando a un programa de optimización se le suma una restricción el resultado final nunca será mejor. Si la restricción no es efectiva se estará igual y si lo es se estará peor. Obviamente, las restricciones al mercado de cambio no fueron puestas de decorado, sino que buscaron un “ajuste de cantidades” para que al precio fijado por el BCRA no se esfumaran las reservas, al tiempo que se generó un desatino informativo que implica varios precios distintos para un mismo bien. Bajo este contexto, el cepo ha dañado al mecanismo de transmisión de información económica, motivo por el cual dicha medida es recesiva. La situación es muy simple: dada la existencia de brecha ello nos dice que la restricción es efectiva. Al precio fijado por el gobierno existe un exceso de demanda de moneda extranjera, motivo por el cual para compensar la economía en el resto del sistema se

debe observar un exceso de oferta. Así, el exceso de oferta en el mercado de dinero fruto de la emisión monetaria que excede a una demanda compulsivamente alta, hace subir los precios. El exceso de oferta en el mercado de títulos públicos en moneda extranjera hace subir la tasa de interés. Mientras que el exceso de oferta para el mercado de bienes se traduce en caída de producción y una retracción en la demanda de trabajo, donde el sistema presionará a la caída del salario real para mantener el pleno empleo o ajustará por la vía del desempleo o ambas a la vez.

Por último, en materia de apertura al comercio exterior, pese a la abundante evidencia empírica internacional a favor del mismo, durante la administración Kirchner, el país ha retrocedido en materia comercial año tras año, al tiempo que ha presentado conflictos en cuanto foro comercial exista. El argumento en favor del libre comercio es antiguo. El libre comercio permite que las economías se especialicen en lo que mejor pueden hacer, exportando este tipo de bienes e importando aquellos bienes que no pueden hacer tan bien como otros países. Interferir en el comercio genera distorsiones de precios que resultan en subsidios para productores ineficientes. Este tipo de distorsiones afectan negativamente el crecimiento puesto que el uso ineficiente de los recursos reduce la tasa de rendimiento de las inversiones que se hacen para el futuro.

Los argumentos a favor del libre comercio han recibido la confirmación de la experiencia de las últimas dos décadas que ha mostrado que las economías más abiertas son más ricas y cercen más rápidamente. La evidencia empírica internacional muestra la existencia de una fuerte relación positiva entre el crecimiento del PIB y el crecimiento en el grado de apertura comercial. Así, un cambio en el grado de apertura induce a un mayor crecimiento del PIB y consecuentemente, del ingreso por habitante. Desde este punto de vista, sumarse a la globalización es bueno para el crecimiento económico de un país y existen tres tipos de pruebas que avalan dicha reflexión:

- En primer lugar, la apertura lleva a la convergencia económica: los países pobres que están abiertos al comercio crecen más deprisa, en promedio, que los ricos, mientras que los países pobres que están cerrados al comercio crecen más despacio que los países ricos.
- En segundo lugar, los países que abren sus mercados a la economía mundial experimentan una aceleración del crecimiento, mientras que los que cierran su mercado experimentan su desaceleración.
- Por último, los países que son menos capaces de participar en el comercio mundial por su posición geográfica tienen una renta más baja como consecuencia de su aislamiento.



G2. NIVEL DE APERTURA Y PRODUCTO PER-CÁPITA. FUENTE: DAVID WEIL

En este sentido, los datos para la segunda mitad del siglo XX muestran que aquellos países que siempre estuvieron abiertos son en promedio, siete veces más ricos que los que nunca lo estuvieron. A su vez, los países que mantuvieron su apertura al comercio durante más de la mitad del período son en promedio una vez y media más ricos que aquellos que lo hicieron por menos de la mitad del período de estudio. En definitiva, el sesgo anticomercial tomado por la administración Kirchner, de mantenerse en el tiempo, empujaría al país a niveles de ingreso que representarían cerca del 20% del ingreso por habitante del mundo desarrollado, 15% del de los Estados Unidos e implicaría caer un 33% por debajo del nivel promedio mundial.

Por lo tanto, a la luz de la evidencia empírica internacional, el conjunto de políticas populistas llevadas a cabo por el kirchnerismo, de ser sostenidas en el tiempo, ello nos colocará de modo inexorable en un sendero que tiene como futuro una pobreza africana. Tal como afirmara el Padre de la Economía, Adam Smith, “Es la mayor impertinencia y presunción, por eso, en reyes y ministros, pretender vigilar la economía privada de la gente y restringir su gasto, tanto mediante leyes suntuarias, como prohibiendo la importación de lujos extranjeros. Ellos son por sí mismos, sin excepción, los más dilapidadores de la sociedad. Es mejor que vigilen su propio gasto y pueden confiar sin peligro en la gente particular que decide de los suyos. Si su propia extravagancia no arruina al estado, no será por

falta de ganas (...) Las grandes naciones nunca se empobrecen a causa del sector privado, aunque en ocasiones actúen mal, con pública prodigalidad. La totalidad, o la casi totalidad de la renta pública, en la mayoría de los países es empleada en mantener manos improductivas. Esta clase de gente, que compone una corte espléndida y numerosa (...) no aportan nada y no tienen nada que pueda compensar el gasto de mantenerlos (...) Todas estas gentes, que no producen nada por sí mismo, se mantiene gracias al trabajo de otros hombre.” En definitiva, “Poco más hace falta para llevar a un Estado del peor de los barbarismos al máximo grado de opulencia salvo la paz, unos bajos impuestos y una administración de justicia tolerable, el resto vendrá con el curso natural de las cosas.”

La agenda del crecimiento

A diferencia de los cacerolazos de 2001, que tenían casi como única consigna el “que se vayan todos”, el movimiento de la normalmente “mayoría silenciosa” del jueves pasado (20 de Septiembre de 2012), desde las distintas expresiones vertidas por los participantes tanto en la marcha como en la agrupación y el alineamiento de los trend-topics de los días subsiguientes en las redes sociales, abre un camino de esperanza para generar un consenso adecuado para el crecimiento y el bienestar futuro de la Argentina. A pesar de la sucesión de errores en la actual política económica, que nos condenan a un futuro de pobreza, los manifestantes plasmaron los puntos clave de una agenda que asombraría a los más avanzados exponentes de la teoría y práctica del crecimiento económico actual.

Tanto la literatura como la evidencia empírica más reciente señalan que la tasa de crecimiento deviene de la acumulación de factores de producción (capital y trabajo) y del progreso tecnológico (ligado éste al capital humano) y no de cebar la demanda con políticas monetarias o fiscales expansivas. Esto es, el crecimiento del ingreso es lo que aumenta las posibilidades de consumo y no al revés. No es posible gastar sin ingreso. Es más, el Gobierno cuando financia el déficit fiscal emitiendo dinero diluye nuestros ingresos vía impuesto inflacionario. No se crea riqueza de la nada. El despilfarro permanente no es sostenible. No hay crecimiento sin inversión, y ésta no es posible sin ahorro. Puede que resulte poco romántico, pero la restricción presupuestaria manda y la multiplicación de los panes pertenece al terreno de lo divino.

Sin embargo, lo novedoso es que el proceso de acumulación de factores sólo explica un tercio del crecimiento. La experiencia internacional muestra que la mejora en el nivel de vida de las naciones está complementado por el respeto de la ley, la protección de los derechos de propiedad, la innovación tecnológica, la apertura comercial, la existencia de precios libres que guían la asignación de recursos y el diseño de una política económica que preserve el equilibrio fiscal junto a una política monetaria que defienda el valor de la moneda. Así, la manifestación ha resultado en una lección de crecimiento económico: se reclamó por una agenda que conduce a un mayor bienestar general. Los datos dicen que la gente tiene

razón. Economías con baja inflación crecen 3 puntos del PBI por encima de las inflacionarias. Los mercados negros les cuestan a las economías 2 puntos. El déficit fiscal cuesta 1,5 puntos y cerrar la economía reduce el crecimiento de largo plazo en 1,5 puntos.

Entonces, uno debería preguntarse qué hay de cierto del crecimiento económico a tasas chinas. Lamentablemente, esto también forma parte del relato. Así, cuando el crecimiento se mide en términos reales corrigiendo por precios acordes con la inflación verdadera, la tasa promedio del período es 6,2% anual, que no es mala, pero se ubica por debajo de las tasas chinas; mirada desde la tendencia de largo plazo, lo ocurrido no es más que una recuperación cíclica desde la caída que precedió y acompañó los tramos iniciales de la salida de la convertibilidad. Ahora bien, entonces todo no ha sido tan malo, ya que, por lo menos, regresamos a la tendencia de largo plazo. Lamentablemente, no es así. Si se toma la tasa de crecimiento de la productividad argentina de largo plazo (2,5%), el crecimiento de la población (1%), la recuperación que muestra una economía en los diez años posteriores a una depresión (2,5%), la convergencia (2,5%) y la mejora en los términos de intercambio (2%), el ingreso por habitante debería haber crecido de forma continua a una tasa del 10% anual. Por lo tanto, hoy deberíamos tener un PIB per cápita 43% más alto.

Ahora podemos preguntarnos dónde están las buenas noticias, para lo cual hay que volver a los trend-topics. La primera es que los argentinos hemos asimilado cómo funciona la economía en el largo plazo, por lo que la agenda no podría ser cualquiera. En segundo lugar, la dirección tomada por el Gobierno desde el inicio del tercer período generó niveles de riesgo país crecientes, que conspiran contra el crecimiento. Así, en un horizonte de 50 años, nuestro PIB per cápita pasaría de ser el 21% del de Estados Unidos a ser el 7%, lo que nos haría un país pobre. Por último, si la sociedad logra imponer esta agenda, “la agenda del crecimiento”, sería posible reproducir el milagro de fines del siglo XIX, cuando llegamos a ser el 5° país del mundo con un PIB per cápita relativo al de la gran potencia del Norte del 97 por ciento.

De hecho, dados los parámetros fundamentales del país y puestos en un modelo de crecimiento, la Argentina alcanzaría a los Estados Unidos en un lapso que oscila entre 50 y 75 años. Ahora bien, si a usted este período para lograr la convergencia no le parece una gran noticia, sugiero echarle un vistazo a la escandalosa decadencia que caracterizó a nuestro país durante el siglo XX. Por lo tanto, no sólo se dará cuenta de que con esfuerzo y una política focalizada en el largo plazo sería testigo de una recuperación casi milagrosa, sino que tendría fundamento para creer que Dios es argentino.

Siglo XXI: La odisea del crecimiento

1. Las Tres Leyes del Bienestar Económico

Los apocalípticamente pesimistas, desde Ricardo y pasando por Malthus, Marx, Keynes, Harrod y Domar, hasta el no menos tenebroso Club de Roma, siempre se equivocaron. De hecho, uno debería preguntarse el motivo de porque tanto crédito a Piketty, cuyo libro está plagado de errores propios de un principiante fuertemente ideologizado y con altas dosis de resentimiento.

Durante los últimos 2.000 años, la tasa de crecimiento del producto interno bruto per-cápita ha crecido a una tasa promedio compuesta del 0,13% anual, lo cual implicó que el nivel de riqueza se multiplicara 12,9 veces. Sin embargo, este proceso de crecimiento no fue uniforme. Así, separando la evolución del PIB per-cápita entre el período que va desde el año 1 al 1.800 y los restantes 200 años, podemos observar que la tasa de crecimiento pasó del 0,02% al 1,1% (se multiplicó 55 veces). A su vez, mientras que el nivel de riqueza que durante el primer período creció un 40,8% (concentrado en los siglos XIV y XV), durante el segundo período creció un 817,7%. Puesto en otros términos, el producto per-cápita se multiplicó 9,18 veces (71,2% del crecimiento del período), cuya tasa de crecimiento para el Siglo XIX fue del 92,0% mientras que la del Siglo XX se ubicó en el 378,1% (puesto en términos de tasas de crecimiento anual compuesto ello implica una ritmo del 0,65% y 1,58% respectivamente). Es más, durante la segunda mitad del Siglo XX la economía mundial se expandió a un ritmo del 2,1% anual compuesto, por lo que el ingreso per-cápita en dicho período se multiplicó por 2,8 veces, mientras que en lo que va del presente siglo la tasa se ubica en el 3%. Por el lado de la población, el número de habitantes del planeta hoy supera los 7.000 millones, cifra 7 veces superior a la registrada en 1810.

Así, desde una perspectiva fáctica de la historia de la humanidad, creer que lo mejor está por venir no es un exceso de optimismo. Al mismo tiempo, el rol que ha jugado el progreso tecnológico en este proceso nos lleva a las tres leyes del progreso del conocimiento científico desarrolladas por Arthur C. Clark, quien, a lo igual que Isaac Asimov (autor de las tres leyes de la robótica), desde sus escritos de ciencia ficción imaginó

un conjunto de leyes que sobrepasa las fronteras de su propia obra. En este contexto, la primera de las leyes del conocimiento científico señala que cuando un científico distinguido afirma que algo será posible en el futuro, casi con toda seguridad está en lo correcto, mientras que cuando afirma que algo será imposible, seguramente está equivocado. La segunda sostiene que la única manera de descubrir los límites de lo posible es aventurarse a lo imposible. Finalmente, cualquier tecnología que sea lo suficientemente avanzada es indistinguible de la magia.

El paralelo a las tres leyes del avance científico del autor de “2001: Una Odisea del Espacio” en economía, las mismas vendrían de la mano de la teoría, y muy especialmente por la evidencia empírica, del crecimiento económico. Así, la primera ley sobre el bienestar económico de la humanidad señalaría que si un especialista en historia del crecimiento asegura que el futuro será mejor que el presente probablemente tenga razón, mientras que los adalides del pesimismo estructural con sus sombrías visiones sobre la viabilidad del sistema seguramente están equivocados. Respecto a la segunda ley, la misma sostendría que uno debería ir más allá de la visión del corto plazo que se muestra llena de costos, para lanzarnos al desafío del largo plazo (abrazados fuertemente a las regularidades estadísticas en la materia). Por último, toda visión sobre el futuro a largo plazo es indistinguible de una película de ciencia ficción.

2. Adam Smith y el Crecimiento Económico

Sin lugar a dudas, el primer gran optimista y visionario del futuro fue Adam Smith, quien desde el título de su monumental obra de 1776, “Investigación sobre la naturaleza y las causas de la Riqueza de las Naciones” percibió con claridad los fundamentos del crecimiento económico. El sistema del Padre de la Economía se fundamentaba en las siguientes premisas:

- la idea detrás de la metáfora de la mano invisible donde la búsqueda legítima del propio interés conduce a un mayor bienestar general
- el crecimiento económico estaba vinculado a la división del trabajo,
- el fomento de la libre competencia (que no es lo mismo que la competencia perfecta del mundo neoclásico),
- la exaltación del ahorro en el proceso de acumulación de capital (donde el diferimiento del consumo en el tiempo es lo que financia la inversión),
- la vinculación del crecimiento económico con la innovación o lo que también denominamos progreso tecnológico,

- un gobierno que minimice su intervención en el funcionamiento de la economía y
- cuya función principal es administrar justicia, cuidar por la seguridad de los ciudadanos y velar por el respeto de los derechos de propiedad.

i) La mano invisible y el bienestar general

“Pero aunque el hombre tiene constantemente ocasiones de saludar a sus semejantes, es inútil para él depender exclusivamente de la benevolencia de los demás, por lo que la conseguirá con más seguridad interesando en favor suyo el amor propio de los otros, mostrándoles que redundando en su propio interés el hacer para él lo que necesita de ellos... Dame tú lo que me hace falta y yo te daré lo que te hace falta ti. Esto es lo que subyace detrás de cada oferta... No es de la benevolencia del carnicero, el cervecero o el panadero de la que esperamos nuestro alimento, sino de la consideración que ellos hacen de lo que constituye su propio interés. No apelamos a su benevolencia, si no a su amor propio, y no les hablamos nunca de nuestras necesidades sino de sus ventajas... Cada persona que emplea capital y trabajadores, no trata de promover el interés público ni sabe que cantidad está promoviendo... Él está guiado por una mano invisible que lo hace y que no forma parte de su propósito... Mediante el seguimiento de lo que le dicta su interés propio promueve el de la sociedad.”

ii) División del trabajo y productividad

“Un hombre estira el alambre, otro lo endereza, un tercero lo corta, un cuarto hace la punta, un quinto lima el extremo para colocar la cabeza; para hacer la cabeza hay que realizar dos o tres operaciones distintas; colocarla es una tarea especial, esmaltar las alfileres es otra; incluso colocarlos en el papel es en sí mismo un oficio; el importante trabajo que es hacer un alfiler está dividido de esta manera en unas 18 operaciones distintas que, en algunas fábricas, son realizadas todas ellas por distintas manos, aunque en otras un mismo hombre a veces realiza dos o tres.” De esta manera Smith estima que se pueden producir 5.000 alfileres por hombre al día, mientras que en el mejor de los casos un hombre extremadamente idóneo podría producir 20 alfileres.

iii) Fomento de la libre competencia y apertura comercial

Con respecto a la libre competencia, Adam Smith, como los demás autores clásicos la libre competencia significa lo mismo que libertad económica. Aunque para el escocés, a lo igual que los autores clásicos, el

criterio fundamental era el poder de cada empresa y agente económico sobre el precio del bien, consideraban que la medida de ese poder es la capacidad para obtener ganancias superiores a las normales. La versión clásica del modelo competitivo procede de un hecho real que por sí mismo es importante: la tendencia a la nivelación de la tasa de ganancia en los distintos sectores de la producción cuando el capital puede desplazarse libremente entre ellos.

Una consecuencia directa de dicha visión era la posición a favor del comercio libre, la cual queda reflejada en el siguiente pasaje: “La máxima de cualquier cabeza de familia prudente es no intentar nunca hacer en casa lo que le costaría más hacer que comprar... Si otro país puede suministrarnos una mercancía más barato que lo que podemos hacer nosotros, será mejor comprársela con una parte del producto de nuestra propia industria, empleada de una forma en la que tengamos alguna ventaja.”

iv) El rol del ahorro en el crecimiento

“Todo lo que una persona ahorra de su renta lo acumula a su capital y lo emplea a mantener un mayor número de manos productivas, o facilita, que otra persona lo haga, prestándoselo a cambio de un interés o, lo que viene ser lo mismo, de una participación de la ganancia. Así como el capital de un individuo sólo puede aumentar con lo que la sociedad ahorre de sus rentas anuales o de sus ganancias, de igual suerte el capital de la sociedad, que coincide con el de sus individuos, no puede acrecentarse sino de la misma forma (...) El aumento de la fortuna es el medio por el cual la mayor parte de los seres humanos aspiran a mejorar (...) su condición. Es el medio más común y más obvio, y la manera más fácil de acrecentar la fortuna es ahorrar y acumular parte de lo que se adquiere (...) Todo derrochador es un enemigo público y todo ahorrador es un benefactor público.”

v) El progreso tecnológico

“Una gran parte de las máquinas empleadas en esas manufacturas, en las cuales se halla muy subdividido el trabajo, fueron al principio invento de obreros, pues hallándose ocupado cada uno de ellos en una operación sencilla, toda su imaginación se concentraba en la búsqueda de métodos más rápidos y fáciles para ejecutarla.”

vi) Minimización de la intervención del Estado en la economía

“Es la mayor impertinencia y presunción, por eso, en reyes y ministros, pretender vigilar la economía privada de la gente y restringir su gasto, tanto mediante leyes suntuarias, como prohibiendo la importación de lujos extranjeros. Ellos son por sí mismos, sin excepción, los más dila-

pidadores de la sociedad. Es mejor que vigilen su propio gasto y pueden confiar sin peligro en la gente particular que decide los suyos. Si su propia extravagancia no arruina al estado, no será por falta de ganas (...) Las grandes naciones nunca se empobrecen a causa del sector privado, aunque en ocasiones actúen mal, con pública prodigalidad. La totalidad, o la casi totalidad de la renta pública, en la mayoría de los países es empleada en mantener manos improductivas. Esta clase de gente, que compone una corte espléndida y numerosa (...) no aportan nada y no tienen nada que pueda compensar el gasto de mantenerlos (...) Todas estas gentes, que no producen nada por sí mismo, se mantiene gracias al trabajo de otros hombre.”

vii) La función esencial del Estado

“Poco más hace falta para llevar a un Estado del peor de los barbarismos al máximo grado de opulencia salvo la paz, unos bajos impuestos y una administración de justicia tolerable, el resto vendrá con el curso natural de las cosas.”

Puesto en otros términos, Adam Smith no sólo fue un gran optimista que comprendió con claridad como el mundo estaba cambiando para bien, sino que además se adelantó más de 200 años en sentar las bases fundamentales de la teoría del crecimiento y su fundamentación empírica tal como hoy la conocemos. Como sostuviera Alfred Marshall, “todo está en Adam Smith”.

3. La Lección de Crecimiento Económico

El desempeño económico durante el Siglo XX nos ha colmado de resultados que bien leídos nos abren las puertas de un futuro formidable. Durante el mismo, la tasa de crecimiento del ingreso por habitante fue del 1,57% (si se corrige por las deficiencias de las cuentas nacionales en capturar la mejora en la calidad de los bienes se ubicaría en 2,57%), lo cual implicó una mejora del 378,1% respecto a lo logrado durante los diecinueve siglos anteriores. Esto es, pese a las dos guerras mundiales, la gran contracción del ‘29, el shock petrolero del ‘73, la enfermiza inflación de los ‘70s y la estabilización de los ‘80s, en el último siglo, el mundo creció un 77% más que lo hecho en el resto del período bajo análisis. De hecho, durante la segunda mitad del siglo la economía mundial se expandió a un ritmo del 2,1% anual, por lo que el producto per-cápita se multiplicó por 2,8 veces (64% más que la primera mitad).

A su vez, durante la segunda mitad del Siglo XX, no sólo se ha acelerado la tasa de crecimiento, sino que además el mismo se ha mantenido

por largos períodos de tiempo. Por ejemplo, tomado un piso de crecimiento del 7% per cápita, Botswana multiplicó su producto per-cápita por 18 veces en 45 años, China lo hizo por 13 en 44 años, Corea del Sur y Singapur lo hicieron por 12 en 41 y 33 años respectivamente, Japón y Taiwán multiplicaron sus ingresos 11 veces en 33 y 37 años, Hong Kong lo multiplicó por 10 en 37 años, Omán y Malta lo hicieron en 9 veces en 39 y 31 años, Malasia por 6 en 30 años e Indonesia por 5 en 31 años.

Por lo tanto, en función de los éxitos mencionados y de los que no han podido encaminarse en el proceso, uno debería preguntarse: ¿Cuáles son los elementos que separan los casos exitosos de los casos decepcionantes? En el intento de ofrecer una respuesta muy sintética a dicha pregunta, a continuación se describen una serie de hechos estilizados sobre el crecimiento.

En primer lugar, debemos destacar la importancia de los mercados libres y de los incentivos. El crecimiento requiere el uso de mercados que generen las señales de precios, procurando así el sistema de incentivos correctos que guíen la asignación de recursos. Al mismo tiempo, estimular el proceso de competencia genera incentivos dinámicos muy poderosos para reducir los costos y mejorar la calidad de los productos.

Naturalmente, este proceso de competencia y cambio, donde entran y salen empresas mientras la estructura económica cambia, dado que los ajustes en el mercado laboral pueden demandar mucho tiempo (el cual será mayor cuanto menor sean el nivel de educación y la flexibilidad del mercado laboral), es necesario proteger a los agentes durante la transición. Esto es, resulta clave generar los niveles de ingresos mínimos en los agentes como para tener acceso a los servicios básicos que permitan alcanzar un nivel de vida mínimo y evitar así daños permanentes, lo que a su vez, brindará sostenibilidad social al proceso de cambio.

En tercer lugar, altos niveles de ahorro e inversión han jugado un rol preponderante en todos los casos de fuerte crecimiento. El ahorro implica diferir el consumo presente hacia el futuro y su importancia radica en brindar financiamiento para la inversión. En cuanto a la inversión, ella es el mecanismo que hace realidad las ganancias de productividad derivadas de la transferencia de conocimiento y de la innovación tecnológica. Naturalmente, la contracara legal del proceso es un marco jurídico que respete los derechos de propiedad. En su defecto, el ahorro se fugará y la inversión no se realizará, generando así problemas con el nivel de actividad y estancamiento en el producto per-cápita de largo plazo.

En cuarto lugar, existe un rol por parte del sector en la provisión de bienes públicos como son la inversión en cierto tipo de infraestructura y

el financiamiento de la educación. La experiencia de los países que han crecido durante varios años a tasas elevadas muestra niveles de inversión pública en infraestructura del orden del 5% al 7% del PIB, en especial, en aquellos sectores donde existen fuertes economías de escala (tamaño de la inversión respecto a la profundidad del mercado de capitales). Por otra parte, la educación juega un rol destacado en el proceso de crecimiento, donde no solo mejora las condiciones de vida de aquellos que se han educado, sino que además genera externalidades positivas sobre el resto de la economía. Sin embargo, dadas las imperfecciones en el mercado de capitales (imposibilidad de expropiación del colateral), el gobierno debería asegurar el financiamiento de los agentes, al tiempo que brinde un marco de libre competencia entre las casas de estudios (generando así un producto de alta calidad).

Por último, el diseño de la política económica, si bien hace al manejo de corto plazo, resulta de extremada importancia. Así, economías con baja inflación crecen 3 puntos porcentuales más que las inflacionarias. Los mercados paralelos le cuestan 2 puntos a la tasa de crecimiento. El déficit fiscal implica un lastre de 1,5 puntos, mientras que el cierre de la misma detrae otro 1,5 puntos (de hecho, las economías que siempre han sido abiertas muestran un producto per-cápita 9 veces superior a las que siempre han estado cerradas).

Por lo tanto, la evidencia empírica es clara y contundente. Un futuro mucho mejor es posible. Sin embargo, subirse a la convergencia requiere dejar de lado las anteojeras ideológicas que aferran a los hacedores de política económica al manual cortoplacista, para tomar un conjunto de políticas consistentes que no solo brinden un marco de estabilidad a corto plazo sino que además permitan el crecimiento de largo.

4. Crecimiento, Convergencia y Bienestar Económico

En función de lo analizado en el apartado anterior, para hacernos una idea de lo que la convergencia junto a la aceleración de la tasa de crecimiento de la economía significa, supongamos que la misma tuviera lugar durante el siglo XXI. Para realizar dicho ejercicio, partimos de un producto per-cápita inicial (año 2000) de USD 6.000 (en dólares Geary-Khamis de 1990), donde dicho indicador para EEUU era de USD 30.000, mientras que para el resto del planeta promediaba los USD 4.960. A su vez, la economía de Estados Unidos durante el último siglo se ha expandido a una tasa del 3%, por lo que de mantener la misma tendencia y junto a una caída a la mitad en el crecimiento de la población (del 1% al 0,5%) su producto por habitante crecería al 2,5%. De cumplirse la convergencia

durante el presente siglo, el resto de los países deberían crecer un 4,36% anual compuesto. En este caso, el producto per-cápita mundial crecería a una tasa del 4,18%, por lo cual su nivel se multiplicaría en 60 veces (4,7 veces más que lo que logrado en los últimos 20 siglos).

Para no caer en un optimismo que pueda ser tomado como excesivo pese a todo lo que le queda por crecer en China, India, los países de Asia que aún no han logrado la convergencia, los países de Europa del Este y en América Latina, sumado al hecho de que África recién está despertando, supongamos que el mundo logra mantener un crecimiento per-cápita similar al mostrado en lo que va del siglo en torno al 3%. En términos de nivel de riqueza, los habitantes de la tierra multiplicarían sus ingresos en 19,2 veces, o lo que es lo mismo, se alcanzaría un nivel de vida 3,5 veces mayor al que tenía EEUU en el año 2000, mientras que la brecha de ingresos entre grupos pasaría de 6,1 a 3,3 veces (con plena convergencia la brecha se cerraría).

Esto es, aún en un escenario intermedio, en un siglo habríamos crecido 49% más que lo hecho en los 20 siglos anteriores, lo cual no solo significa algo difícil de imaginar (considere que pensarían los habitantes del año 0 si uno le contara como es el mundo del 2.000) sino que además ello implicaría el inicio del camino hacia la singularidad económica (plena convergencia), donde la economía dejaría de ser la ciencia dedicada a la administración de la escasez para convertirse en la ciencia del estudio de la acción humana frente a la existencia de una radical abundancia. Sin dudas, poder imaginarse dicho mundo y volcarlo en una producción cinematográfica no sólo sería un éxito de taquilla, sino que además conseguiría el galardón a la mejor película de ciencia ficción de la historia. Es más, quizás hasta se haga de un Premio Oscar al optimismo.

Demografía y crecimiento en América Latina

Pese a la sombría “ley de hierro de los salarios” de Malthus que dominó la escena económica hasta fines del siglo XVIII, el pesimismo keynesiano de un desempleo creciente en la dinámica de Harrod-Domar, el mundo estancado en el largo plazo de Solow-Swan y las aterradoras predicciones del Club de Roma, vivimos en un mundo maravilloso. Tal como señalaba Julian Simon: “Las condiciones materiales de la vida cotidiana seguirán mejorando cada vez más, para más personas, para más países y por el resto del tiempo indefinidamente. En uno o dos siglos, gran parte de las naciones y la mayoría de la humanidad tendrá estándares de vida superiores a los que existen hoy en Occidente”. En definitiva, puede que no sepamos cómo será el futuro, aunque deberíamos estar seguros de que será mucho mejor.

En la visión de Simon, la población tiene un rol preponderante. Las presiones demográficas han creado necesidades que dieron lugar a la innovación. En definitiva, ésta es la esencia del progreso tecnológico impulsado por la demanda. Por otra parte, desde el lado de la oferta, en aquellas poblaciones que son grandes y diversas, existe una mayor probabilidad de que alguna persona se tope con una idea que beneficie al mundo. Así, cuanto mayor el tamaño y densidad de la población, mayor será el número de personas con ideas útiles, y por lo tanto, mayor será la tasa de progreso técnico.

Hasta hace poco más de 200 años el mundo era guiado por la lógica maltusiana. Las mejoras en productividad eran absorbidas por mayor población y con ello el ingreso per cápita casi no variaba. El descubrimiento de las herramientas y el fuego hicieron que la población mundial pasara de 100 mil habitantes a 3 mil millones, en el intervalo que va desde mil millones de años antes de Cristo a 10.000 a. C. La invención de la agricultura y el riego produjeron un nuevo salto en la población que para el año 1.000 d. C. ascendía a 250 mil millones. A su vez, la segunda revolución agrícola aceleró el crecimiento de la población hasta alcanzar los 800 mil millones de personas a mediados del siglo XVIII.

Luego de ello, las mejoras en la nutrición, en la medicina y en las condiciones de vida generaron una fuerte caída en la tasa de mortalidad, que

al no modificarse la natalidad, resultó en un aumento en el crecimiento de la población y de la expectativa de vida. Estas mejoras no sólo incrementaron la fuerza laboral en un 25%, sino que además la calidad del esfuerzo mejoró en un 56%, por lo que la mayor población fue acompañada por un producto 95% mayor (Fogel). Así, el mundo pasaba de la primera etapa de la transición demográfica (tasas de natalidad y mortalidad elevadas) a la segunda. Para el año 1800, la población mundial superaba los mil millones de personas, lo cual, sumado a su densidad y a los conocimientos acumulados derivó en la Revolución Industrial.

Estas mejoras en el ingreso, en la expectativa de vida y el crecimiento de la población dieron lugar a la primera fase del bono demográfico, donde la producción es impulsada por el aumento de la cantidad de trabajadores en edad productiva. Al mismo tiempo, las mejoras tecnológicas no sólo generaron mayores ingresos, sino que además incrementaron el costo de oportunidad de traer hijos al mundo, lo cual redujo la tasa de natalidad (3° Fase de la TD). A su vez, mientras bajaba la tasa de dependencia se gestaba una mayor tasa de ahorro, que al transformarse en inversión aceleró el crecimiento, lo cual permitió al mundo ganar el segundo bono demográfico. Naturalmente, este proceso es finito y el mismo culmina cuando la población queda constante (4° Fase de la TD).

Respecto al caso de América Latina, si bien el primer y el segundo bono demográfico son una oportunidad que nos brinda la demografía, hay que ganarlos. Para ello, en primer lugar resulta clave flexibilizar el mercado laboral para los nuevos ingresantes. A su vez, resultan cruciales las mejoras del sistema de salud, de modo tal que los nuevos adultos estén en condiciones físicas y mentales para trabajar. Por otra parte, este proceso debe ser acompañado por mejoras en la educación, de modo tal que los ingresantes a la fuerza laboral no sólo sean más productivos, sino que además tengan una mayor capacidad de adaptación a las nuevas tecnologías (siendo la apertura económica y el sistema de precios los mejores canales de transmisión). Finalmente, estas medidas deben ser conjugadas en una macroeconomía estable que potencie el ahorro y un marco institucional que proteja los derechos de propiedad tal que favorezca a la inversión. En definitiva, no sólo la convergencia es viable, sino que además es posible acelerarla. Sin embargo, ello implica pensar con una perspectiva centenaria. Ya hemos perdido la década del '70 por la inestabilidad institucional, la del '80 por la crisis de la deuda y la de los '90 ha dejado un resultado mixto. Por lo tanto, si no modificamos nuestra conducta, no sólo perderemos esta oportunidad, sino que además condenaremos a millones de personas a vivir en un lugar mucho peor.

Recursos naturales y crecimiento económico: ¿Bendición o regalo envenenado?

Uno de los determinantes de la renta es la presencia de recursos naturales. No sólo se produce con trabajo, capital físico y humano y tecnología. También se necesitan recursos naturales como suelo agrícola, bosques, gas, petróleo y minerales (entre otros), que se insertan en el proceso de generación del PIB. Pareciera entonces que aquellos países que tienen mayor cantidad de recursos naturales per-cápita deberían ser más ricos que los que carecen de reservas. Sin embargo, la relación entre las dotaciones de recursos y la renta ha demostrado ser más compleja de lo que se pensaba inicialmente. En el período posterior a la Segunda Guerra Mundial, a diferencia de lo ocurrido desde el siglo XIX, la relación entre crecimiento económico y las dotaciones de recursos ha sido ambigua. Si bien muchos países se han enriquecido gracias a los recursos naturales, también existen casos que se han enriquecido a pesar de no contar con ellos. Es más, a favor de la inversa, muchos países han seguido siendo pobres a pesar de tener una generosa dotación de recursos naturales.

En este sentido, Gylfason examinó el papel de los recursos naturales en el crecimiento, para ello calculó la proporción de riqueza nacional que consistía en capital natural y observó que los países en los que el capital natural representaba una elevada proporción de la riqueza nacional crecieron (entre 1965 y 1998), mucho más lento que aquellos países donde la proporción era menor. Por otra parte, Sachs y Warner demostraron que aquellos países que basan sus exportaciones sobre la base de recursos naturales, en el período que va desde 1970 a 1990 han crecido a un ritmo más lento que aquellos que muestran otra base exportadora. En definitiva, estos estudios plantean un enigma, donde la presencia de recursos naturales puede impedir el crecimiento económico. Puesto en otros términos, el análisis histórico y los distintos estudios sugieren la existencia de una “maldición de los recursos naturales”.

Una de las explicaciones de la maldición de los recursos comienza con la observación de que los rápidos aumentos de la renta provocados por los recursos naturales tienden a ser transitorios. A su vez, estos aumentos transitorios del producto parecieran llevar a los países a incrementar su consumo como si este aumento fuera permanente. Así, en los países que

sus recursos dejaron de crecer tienen bajas tasas de ahorro (en el intento de mantener su nivel de consumo en el tiempo) y por ende, muestran un menor nivel de inversión. Dado que el crecimiento requiere de inversión, el resultado final tras el aumento transitorio de los recursos es un nivel de renta más bajo que si estos nunca hubieran aumentado.

La segunda explicación de la maldición de los recursos naturales es que estos distorsionan la estructura de una economía produciendo beneficios a corto plazo, pero costos a largo plazo. Un país que tiene recursos naturales para exportar, importa para su propio consumo otros productos, generalmente bienes manufacturados. A su vez, esta importación provoca una contracción del sector manufacturero local. Si bien, a corto plazo, esta contracción es eficiente, de largo puede que no lo sea. Generalmente, el sector manufacturero agrupa firmas donde el progreso tecnológico es más rápido. Así, un país que importe sus bienes manufacturados no estaría aprovechando este progreso y es posible que su bienestar a largo plazo sea menor que el de un país que carece de un recurso natural. Este proceso por el que la presencia de un recurso natural acaba siendo perjudicial para el sector manufacturero nacional se denomina enfermedad holandesa.

Finalmente, los recursos naturales pueden tener un efecto tóxico en el sistema político, el cual podría canalizarse al menos por dos vías. En primer lugar, a menudo provocan una expansión excesiva del sector público de la economía. Esta expansión se debe tanto a que los recursos naturales constituyen una fácil fuente de ingresos del Estado, como a que un Estado de grandes dimensiones a menudo es un medio a través del cual se distribuyen, legalmente o no, los recursos naturales entre distintos grupos. En segundo lugar, la presencia de recursos naturales, al aumentar los ingresos que puede distribuir el gobierno entre grupos favorecidos, aumenta los intereses en juego en la lucha por el control del gobierno, conllevando al despilfarro. En este sentido, los efectos tóxicos que producen los recursos naturales en el sistema político son más graves cuanto más elevada la relación entre ingresos y costos de explotación (esto es, la renta) y, en el límite, la lucha por el control de los ingresos generados por los recursos naturales podrían adoptar diversas formas que van desde la corrupción política hasta la guerra civil.

Por lo tanto, de lo anterior surge que lo negativo para el crecimiento no es la presencia de recursos naturales per se, sino la interacción de esta abundancia con algún otro factor. En el caso de un crecimiento rápido y transitorio del recursos, un país cuya población y/o cuyo gobierno fueran suficientemente previsores podrían invertir productivamente para pro-

picar una mayor tasa de crecimiento. De hecho, la extracción de recursos naturales puede estimular la producción en otros sectores a través de vínculos hacia atrás, cuando la industria de extracción del recurso utiliza como factores los bienes producidos localmente, y de los vínculos hacia delante, al transformarse o utilizarse el recurso natural para producir otros bienes. Así, cuando existen vínculos hacia atrás o hacia delante, la explotación de un recurso natural puede impulsar el desarrollo de la economía en su conjunto. De esta forma, el país podría escapar a la maldición de los recursos naturales y acabar en el largo plazo siendo más rico. En definitiva, tal como afirma un proverbio chino: “no maldigamos a la oscuridad, mejor encendamos una luz”.

El rol de la infraestructura en el crecimiento¹

Parte I: Introducción

La inversión en infraestructura constituye uno de los pilares para el crecimiento y el desarrollo. La provisión eficiente y oportuna de infraestructura genera derrames positivos sobre las actividades productivas y sobre el bienestar general de la sociedad, dando lugar a un círculo virtuoso para el crecimiento y una mayor equidad social. Por un lado, permite a las empresas alcanzar ganancias en la productividad de los factores e insumos que utilizan, volviendo más rentable la inversión en diversas actividades, incentivándolas y generando un efecto multiplicador sobre la producción. Por otro lado, mejora la calidad de vida de la población, permitiendo el acceso a los centros productivos a menores costos económicos y sociales, proporcionando mejoras en la conectividad y movilidad necesaria para acceder a los servicios asistenciales básicos de educación y salud por parte de toda la población, especialmente de la población de menores recursos, favoreciendo con ello el desarrollo económico y social en un ambiente sostenible. Estas mejoras del bienestar dan lugar a una mayor acumulación de capital humano, que a largo plazo se traduce en un mayor crecimiento económico. La inversión en infraestructura es a su vez condición necesaria para la integración comercial regional y la inserción de un país en la economía mundial. La reducción de los costos de producción, transporte y de transacción, permite alcanzar una mayor competitividad y facilita la integración de cadenas de valor regionales, generando mayores flujos transfronterizos de capital y conocimiento y dando lugar a una utilización más eficiente de los recursos.

El presente documento pretende brindar un resumen de los resultados trascendentales de la literatura dedicada al estudio del rol de la Infraestructura en el Crecimiento y Desarrollo Económico, haciendo hincapié en la problemática de América Latina y El Caribe. En función de ello, en el apartado siguiente se presenta la evidencia empírica en materia de los efectos de la inversión en infraestructura sobre el crecimiento económico y se explican los canales a través de los que se generan los mismos. A continuación, en la Parte III, se describe la evolución de la inversión

¹ El presente artículo fue escrito en colaboración con Nicolás Federico Kerst

en infraestructura en América Latina y El Caribe a lo largo de las últimas décadas. Dada la importancia creciente que ha alcanzado el sector privado en este proceso, en la cuarta y quinta parte del trabajo se pasa a explicar la transformación de los roles del Estado y del sector privado a través del tiempo en cuanto a la implementación y el financiamiento de la inversión en infraestructura. Luego, en la Parte VI se aborda la problemática de la denominada “Brecha de Infraestructura” en América Latina y El Caribe y los desafíos que enfrenta la región para cerrar esa brecha y alcanzar un mayor nivel de integración, de manera de poder aprovechar al máximo su potencial de crecimiento. Por último, en la parte VII se presentan las conclusiones.

Parte II: Infraestructura, Crecimiento y Desarrollo

Existe en la literatura económica un consenso generalizado de que la provisión eficiente de infraestructura tiene un efecto positivo sobre el crecimiento económico y el bienestar general de la población. A partir de la afirmación anterior resulta natural preguntarse cuáles son los canales a través de los que la mejora del stock de infraestructura impacta sobre la economía y la población. Un enfoque muy reconocido por la literatura es el de James E. Meade, quien en 1952 señalara que la inversión en infraestructura ejerce dos tipos de efectos: uno directo, relacionado con la provisión de un servicio que representa un insumo directo a la producción de las firmas, y otro indirecto, ligado a la infraestructura como fuente de externalidades. Por vía de ellas, la inversión en infraestructura hace más rentable la inversión en otras actividades (generando un efecto multiplicador que aumenta el producto potencial de la economía), al tiempo que permite un mayor bienestar y estándar de vida para la población.

Para explicarlo dentro del marco de la teoría de la firma, la infraestructura puede entenderse como un insumo adicional en la función de producción, que las empresas combinan con el capital privado y la fuerza de trabajo. Dependiendo del nivel de stock del capital en infraestructura y de la utilización eficiente de los recursos, la inversión en infraestructura potencia la productividad del capital privado y del trabajo, lo cual resulta en un aumento del valor de la firma. A su vez, al reducir los costos, una mejor infraestructura aumenta la competitividad y posibilita el acceso al mercado internacional, que debido a su mayor tamaño permite el aprovechamiento de economías de escala, potenciando aún más los efectos positivos sobre la producción.

En cuanto a las implicancias para los individuos, la provisión eficiente de infraestructura permite el ahorro de tiempo, a la vez que genera me-

joras en las condiciones ambientales, de sanidad y salubridad. Aunque estas mejoras en la calidad de vida no ejercen un impacto directo sobre el crecimiento, pueden afectar la tasa de acumulación de capital humano y a través de la misma, incrementar la tasa de crecimiento económico de largo plazo.

Si bien existe consenso sobre la existencia de una relación positiva entre la inversión en infraestructura y el crecimiento económico, también es cierto que es difícil cuantificar el efecto final de dicha inversión. Esto se debe a que muchas de las externalidades positivas que trae aparejada la inversión infraestructura (por ejemplo la mejora de las condiciones de vida de la sociedad) son de difícil medición y no se contabilizan en el PIB. Desde el punto de vista empírico, en la mayoría de los trabajos econométricos se ha utilizado como variable al stock de capital físico público en infraestructura, dada la dificultad de medir en términos monetarios al capital humano y de I&D, así como las depreciaciones de capital. También resulta en algunos casos difícil cuantificar el capital e infraestructura de propiedad privada (diferenciar la inversión privada en infraestructura de la que no lo es).

En el cuadro siguiente se presenta una enumeración de los resultados hallados por distintos trabajos, que refleja la diversidad de estimaciones obtenidas. En la primera columna se detalla el país de origen de los datos que se analizaron, en la segunda columna los resultados hallados en los distintos estudios (elasticidades), en la tercera la rentabilidad implícita en esos resultados y en las dos últimas a los autores de los trabajos y el concepto de infraestructura utilizado en la estimación.

La columna de elasticidades representa la medida en que se incrementaría el producto en el largo plazo por cada punto porcentual que se incrementa el stock de infraestructura. Por ejemplo, teniendo en cuenta el estudio de FIEL (1998)¹, un incremento en el stock de “Infraestructura Core”² del 1% provocaría un incremento del producto entre 0.31% y 0.2%.

Por otra parte, se considera como tasa de rentabilidad implícita de la inversión en infraestructura a la productividad marginal del capital en infraestructura (es decir, cuanto crece el producto ante un incremento marginal del stock de infraestructura). Por lo tanto, según el estudio de FIEL (1998), para una elasticidad entre 0.20 y 0.31, la rentabilidad implícita de un incremento marginal del stock de “Infraestructura Core” se encuentra en el rango del 55% al 85%, tasas que superan ampliamente a las tasas de rentabilidad de la inversión en otros sectores de la economía.

Si bien los resultados que surgen de diversas estimaciones son varia-

Muestra	Elasticidad	Rentabilidad	Autor	Concepto de Infraestructura
Argentina	0.28	47	Victor J. Elias (1995)	Capital en Hard Infrastructure, público y privado
Argentina	0.59	100	Victor J. Elias (1995)	Capital en Hard Infrastructure, público y privado
Argentina	0.31 - 0.2	85 - 55	FIEL (1998)	Core Infrastructure
Australia	0.18	21	Robert Ford y Pierre Poret (1991)	Capital público en infraestructura
Australia	0.22	14	Robert Ford y Pierre Poret (1991)	Capital público y privado en infraestructura
Bélgica	0.79	95	Robert Ford y Pierre Poret (1991)	Capital público en infraestructura
Bélgica	0.88	61	Robert Ford y Pierre Poret (1991)	Capital público y privado en infraestructura
Corea	0.19	51	Uchimura y Gao (1993)	Transportes, Saneamiento básico y Comunicaciones
EEUU	0.39	60	Aschauer (1989)	Capital público no militar
EEUU	0.34	60	Munnel (1990)	Capital público no militar
EEUU	0	0	Holtz-Eakin (1992)	Capital público
EEUU	0.39	45	Robert Ford y Pierre Poret (1991)	Capital público en infraestructura
EEUU	0.53	43	Robert Ford y Pierre Poret (1991)	Capital público y privado en infraestructura
Finlandia	0.63	58	Robert Ford y Pierre Poret (1991)	Capital público en infraestructura
Finlandia	0.3	18	Robert Ford y Pierre Poret (1991)	Capital público y privado en infraestructura
Francia	0.08	12	Prud'Homme (1993)	
Francia	0.55	62	Robert Ford y Pierre Poret (1991)	Capital público en infraestructura
Israel	0.31	54	Bregman y Maron (1993)	Transportes, Energía y Saneamiento básico
Israel	0.44	70	Bregman y Maron (1992)	Transportes, Energía y Saneamiento básico
Japón	0.31	24	Robert Ford y Pierre Poret (1991)	Capital privado en infraestructura
México	0.05	5-7	Shah (1988 y 1992)	Energía, Comunicaciones y Transporte
OECD	0.07	19	Canning y Fay (1993)	Transporte
Países en desarrollo	0.07	95	Canning y Fay (1993)	Transporte
Países en desarrollo	0.16	63	Easterly y Rebelo (1993)	Transporte y Comunicaciones
Reino Unido	0.21	66	Robert Ford y Pierre Poret (1991)	Capital público en infraestructura
Reino Unido	0.39	21	Robert Ford y Pierre Poret (1991)	Capital público y privado en infraestructura
Taiwan	0.24	77	Uchimura y Gao (1993)	Transporte, Saneamiento básico y Comunicaciones

F2: INFRAESTRUCTURA Y CRECIMIENTO ECONÓMICO. FUENTE:
ELABORACIÓN PROPIA EN BASE A FIEL (1998)

dos, la mayoría de los estudios econométricos hallan elasticidades positivas, siendo mayores para los sectores de transporte, comunicación y energía (lo cual tiene sentido económico, dado que a esos sectores suele atribuírsele mayores “beneficios externos” en comparación con los servicios de infraestructura restantes).

La gran variabilidad entre los diversos estudios no llama demasiado la atención, dado que las historias particulares sobre los servicios de infraestructura podrían variar mucho. De hecho, éste es el resultado que alcanzó el Banco Mundial en estudios que comparan economías en desarrollo con las economías desarrolladas.

Desde esta perspectiva, debe tenerse en cuenta que al intentar medir el efecto de la inversión en infraestructura sobre el producto, el resultado no es independiente de la eficiencia asociada a la provisión del servicio de infraestructura prestado. Así, servicios mal suministrados, que no tienen en cuenta a la demanda, lógicamente deberían tener un efecto menor sobre el producto que aquellos servicios que se proveen en forma más eficiente. A su vez, la falta de mantenimiento posterior, así como el proceso burocrático en la evaluación y selección de proyectos puede derivar en que proyectos socialmente provechosos terminen siendo poco productivos y no cumplan con las metas propuestas, sin implicar esto que la infraestructura no sea productiva en sí misma, sino más bien que fue pésimamente administrada. La experiencia en países en desarrollo se encuentra poblada de malas experiencias e inversiones en infraestructura con plazos extremadamente largos, excesivos costos y con una administración y mantenimiento que dejaron mucho que desear.

Por otra parte, sí resulta extraño que estudios para la misma economía y para períodos similares varíen mucho. Esto último se debe, entre otras cosas, a que se utilizan distintos modelos, técnicas y fuentes de datos, aunque si el resultado fuese robusto, no debería variar en demasía ante cambios en el abordaje técnico. Desde este punto de vista, los estudios econométricos que intentan medir el impacto de la inversión en infraestructura a nivel agregado fueron sujeto de numerosas críticas. Sin embargo, a pesar de que en el ambiente académico el debate continúa abierto, éste parece estar centrado más en problemas de medición que en los efectos mismos de la inversión en infraestructura sobre el crecimiento. En general no se duda del impacto positivo, aunque sí debe tenerse muy en cuenta la sensibilidad de ese impacto a la oportunidad de inversión, la calidad de sus servicios y la eficiencia en la provisión.

En función de lo anterior es que debe destacarse la importancia de tener en cuenta el enfoque microeconómico a la hora de evaluar la progra-

mación de un plan de inversiones. Es decir, resultará conveniente evaluar cada caso sobre la base del análisis costo-beneficio, tratando de estimar con la mayor exactitud posible la totalidad de los costos y beneficios, prestando especial atención a las externalidad generadas por cada caso particular.

En definitiva, si bien la evidencia empírica internacional no es concluyente, los especialistas afirman que el capital en infraestructura bien diseñado y provisto eficientemente es importante para el crecimiento económico. Dado que resulta inapropiado extraer conclusiones acerca de la provisión óptima de inversión a nivel agregado a partir de los trabajos empíricos mencionados, surge la necesidad de realizar estudios sectoriales (o incluso caso por caso) para tratar de determinar demandas insatisfechas, tanto efectivas (reflejadas en congestiones y cuellos de botella), como también potenciales.

Parte III: Evolución histórica reciente de la infraestructura en América Latina y El Caribe

A lo largo de las últimas tres décadas la inversión en infraestructura en ALC ha mostrado un declive significativo. Desde el casi 4% del PIB que representaba en el período 1980-1985, se redujo al 2% entre 2007 y 2008.

En la primera parte de los años ochenta los gobiernos mantuvieron niveles elevados de inversión en infraestructura, en torno al 3% del PIB. Esto ocurrió a pesar de los condicionamientos fiscales, las dificultades para el acceso al financiamiento externo y los procesos de espiralización inflacionaria.

Durante los años noventa, el nuevo papel asignado al mercado y el consecuente cambio de rol del Estado, llevaron a una contracción de la inversión pública en general, de la cual aquella destinada a infraestructura se vio particularmente afectada, pasando a representar el 0.8% del PIB hacia la segunda mitad de la década. En este período se observaron gran parte de las privatizaciones de empresas estatales, y creación o modificación de los marcos regulatorios correspondientes. Es en este contexto que adquirió un rol protagónico la inversión privada, que entre los años 1996 y 2001 alcanzó el 1.4% del PIB, bastante superior al 0.6% del PIB que representaba al inicio de la década de los noventa. Este proceso inversor trajo aparejados importantes beneficios para ALC, como la apertura a los mercados de servicios de infraestructura y la venta de empresas estatales, que si bien no contribuyeron en demasía a la formación bruta de capital en el sector, permitieron el ingreso de empresas extranjeras,

Sector	1980-1985	1996-2001	2002-2006	2007-2008
Público	3,1	0,8	0,6	0,7
Privado	0,6	1,4	0,9	1,3
Total	3,7	2,2	1,5	2,0

F3: TENDENCIA DE LA INVERSIÓN EN INFRAESTRUCTURA EN LAC.

FUENTE: CEPAL (2010)

que en muchos casos fueron portadoras de nuevas técnicas de producción, tecnologías y modalidades de organización empresarial, que resultaron determinantes para la modernización de la infraestructura y de los servicios producidos localmente. No obstante, en términos agregados las magnitudes de inversión privada no alcanzaron a contrarrestar la retracción de la inversión pública a lo largo de la década.

Los primeros años del nuevo siglo continuaron la tendencia decreciente en la inversión pública en infraestructura, situación que se revirtió levemente hacia 2007-2008, gracias al saneamiento de las cuentas públicas, que junto a la reducción y mejora del perfil de endeudamiento y la mayor acumulación de reservas internacionales concedieron a varios países un margen más amplio para la aplicación de políticas públicas. Por otra parte, entre 2002 y 2006 la inversión privada registró una merma importante respecto a la década anterior, reduciendo su participación en el PIB al 0.9%. Pero al igual que con la inversión pública, la situación se revirtió parcialmente entre 2007 y 2008, destacándose las inversiones en transporte, que elevaron considerablemente su participación en el total de la inversión privada en infraestructura, que para aquellos años alcanzó un 1.3% del PIB.

La crisis financiera desatada en el mercado inmobiliario norteamericano a fines de 2008 y su propagación a nivel internacional generaron un cambio en la percepción del riesgo en los agentes privados, provocando una disminución en la inversión extranjera directa y una contracción en las transferencias del exterior en varios de los países de ALC durante 2009. Esto se vio parcialmente contrarrestado por el lado de la inversión pública, donde las medidas de estímulo fiscal adoptadas por los gobiernos para aplacar las consecuencias recesivas de la crisis contemplaban en muchos casos inversiones en infraestructura.

Parte IV: Rol del Sector Público y Privado en la Inversión en Infraestructura

Más allá de la temporaria retracción de la inversión privada observada

a consecuencia de la crisis internacional, resulta claro que, con el cambio estructural que trajo aparejado el diseño de la política económica en el marco del Consenso de Washington, sumado al avance de la globalización, las mejoras tecnológicas asociadas y la profundización del mercado financiero, el sector privado ha desplazado al sector público como principal ejecutor de obras de infraestructura a nivel mundial. En este sentido, vale la pena preguntarse cuál es el rol que debiera ocupar cada uno de los actores a fin de alcanzar una asignación incentivo-compatible a la hora de diseñar una estrategia de inversión en infraestructura con miras hacia un desarrollo económico sustentable.

Para responder a esta pregunta, debe tenerse en cuenta que las distintas formas de infraestructura abarcan una serie de características como mercados incompletos, información asimétrica, monopolios naturales, bienes públicos y externalidades, que hacen del Estado un partícipe fundamental en el proceso. La existencia de estos efectos o fallas de mercado provocan que o bien el sector privado no provea directamente los servicios de infraestructura, o bien lo haga de manera ineficiente. A su vez, si bien la infraestructura en general no es considerada un “bien público puro” su principal característica es la de ser “proveedora de externalidades”. La presencia de externalidades provoca que los costos y beneficios privados no concuerden con los costos sociales, por lo que la provisión de los servicios de infraestructura por empresas privadas, sin regulación alguna, no sería óptima para la sociedad en su conjunto.

Por lo tanto, resulta conveniente que el Estado intervenga en la solución de estos problemas, proveyendo la iniciativa y regulaciones necesarias para la implementación eficiente. Esto no justifica un argumento a favor de que el Estado deba constituirse en el proveedor directo del servicio. Históricamente lo ha sido. Sin embargo, la creciente participación del sector privado en la inversión en infraestructura a lo largo de las últimas décadas se debe en buena medida a la eficiencia que el sector privado ha demostrado en la provisión de estos servicios en relación al pobre desempeño del sector público, sobre todo en los países en desarrollo. Parte de esta ganancia de eficiencia se encuentra ligada a los adelantos tecnológicos que posibilitaron la competencia en algunos mercados que con anterioridad representaban monopolios naturales.

La experiencia internacional es muy variada en cuanto a los resultados obtenidos por la inversión pública en infraestructura, encontrándose casos exitosos y muchos que no solo no contribuyeron al crecimiento, sino que a través de una infraestructura ineficiente y mal diseñada (sin tener en cuenta la demanda), incidieron en forma negativa en la productividad

por medio de deseconomías de congestión o del desvío de recursos en obras de ampliación de infraestructura prematuras, compitiendo con necesidades de financiamiento privado.

Consecuentemente, no existe un criterio universal para fundamentar que el desarrollo de obras de infraestructura deba ser de carácter público o privado. Si bien es cierto que, por las características propias del proceso de inversión y control de gestión en el sector público la relación principal-agente es más conflictiva y más difícil de solucionar en comparación con el sector privado, existen algunos ejemplos de empresas públicas en países industriales que, a través de un esquema apropiado de penas e incentivos, realizan actividades en forma eficiente.

Sin embargo, a pesar de la ausencia de un criterio unívoco, la experiencia internacional demuestra que para que un modelo de gestión resulte exitoso es crucial que todas las partes involucradas en la regulación, financiamiento y operación de la infraestructura deben enfrentar los riesgos que estén en mejores condiciones de evaluar y manejar. En algunos casos, como cuando se trata de riesgo soberano, el sector público estará en mejores condiciones para enfrentarlo. En otros casos, como en el caso del riesgo comercial, es el sector privado quien tiene ventajas para su evaluación y cobertura.

Finalmente, en cuanto a las instituciones de programación de la inversión, un factor crucial es la existencia de una estrecha relación entre los organismos del sector público que tengan a su cargo la programación de la inversión en infraestructura y el sector privado en general. Una relación fluida entre el sector público y el sector privado es particularmente importante en el caso de la inversión en infraestructura, porque conocer el perfil (localización, montos, prioridades y financiamiento) de la inversión pública en esa área permite al sector privado integrar correctamente sus gastos de inversión a los que efectúa el sector público, y a las empresas que realizan ese tipo de obras les permite posicionarse para proveer sus servicios al Estado.

Parte V: Financiamiento de la Inversión en Infraestructuras

Dado que los proyectos de infraestructura son de larga maduración y de alto riesgo, requieren de instituciones dispuestas a suministrar financiamiento de largo plazo. Los organismos multilaterales de crédito han sido históricamente una fuente de financiamiento de este tipo de proyectos, sosteniendo en la actualidad también los programas de mantenimiento. Otra modalidad es la de bancos de infraestructura estatal financiados con recursos públicos para ser usados en garantías y préstamos

elegibles bajo normas muy rígidas. En cuanto a las contribuciones de capital privado, para que una mayor participación del capital privado sea efectiva y mejore la asignación de riesgos, es necesario asignar los riesgos de la inversión en infraestructura a los participantes según quienes de ellos estén en mejores condiciones de enfrentarlos.

La participación directa del sector privado en el financiamiento de riesgo de proyectos de infraestructura ha sido un mecanismo usado crecientemente en los últimos años. El financiamiento mediante deuda financiera que típicamente representaba las dos terceras partes de los requerimientos de capital en los proyectos de inversión se ha vuelto una fuente más restringida. El financiamiento de proyectos (Project Financing) permite, a su vez, a los promotores obtener recursos financieros respaldados con el flujo de ingresos y los activos involucrados en un proyecto. Un aspecto clave de esta estructura de financiamiento, utilizada en los procesos de privatización, se refiere a las garantías que pueden proveer los gobiernos para cubrir factores de riesgo soberano. Esto es, las garantías oficiales deben dirigirse a riesgos que el sector privado no puede afrontar, atrayendo inversores pero no al costo de que éstos se vean liberados por el riesgo del proyecto.

El financiamiento de la inversión en infraestructura no es independiente del tipo de servicio de infraestructura que se preste. Las fuentes de financiamiento de la infraestructura están constituidas por los fondos públicos de rentas generales, los cargos por uso, los fondos específicos y las contribuciones de capital. Siempre que resulte posible es recomendable la aplicación de cargos por uso (tarifas y peajes) cubriendo la totalidad o gran parte de los costos de corto plazo, ambientales, de mantenimiento y aún, los costos de crecimiento del sistema. Por ejemplo, si el principio de exclusión puede llevarse a cabo, en parte se puede solventar el costo con cargas al usuario o impuestos basados en el principio del beneficio (ejemplo: autopistas, servicios eléctricos, agua, gas). Si el servicio produce externalidades positivas, aquellos que perciban beneficios de las externalidades deberían aportar en el financiamiento y recompensar a aquellos que perciban externalidades negativas. Si se trata de un monopolio natural, donde el costo marginal se encuentra por debajo del medio, deberá regularse su precio para que los costos puedan ser solventados (ejemplo: sector eléctrico).

La posibilidad de aplicar precios a los servicios de infraestructura habilita el acceso a esquemas de financiamiento donde el Estado cambia su rol de financista por el de avalista, de manera de atraer al sector a quienes están en condiciones de evaluar mejor los proyectos y sus riesgos. Este

argumento se sustenta en el hecho de que las experiencias más exitosas de los organismos internacionales de financiamiento tuvieron lugar cuando el sector privado intervino activamente en la elaboración, preparación y ejecución de proyectos para atemperar los factores de riesgo.

Parte VI: Brecha de la infraestructura en América Latina y El Caribe

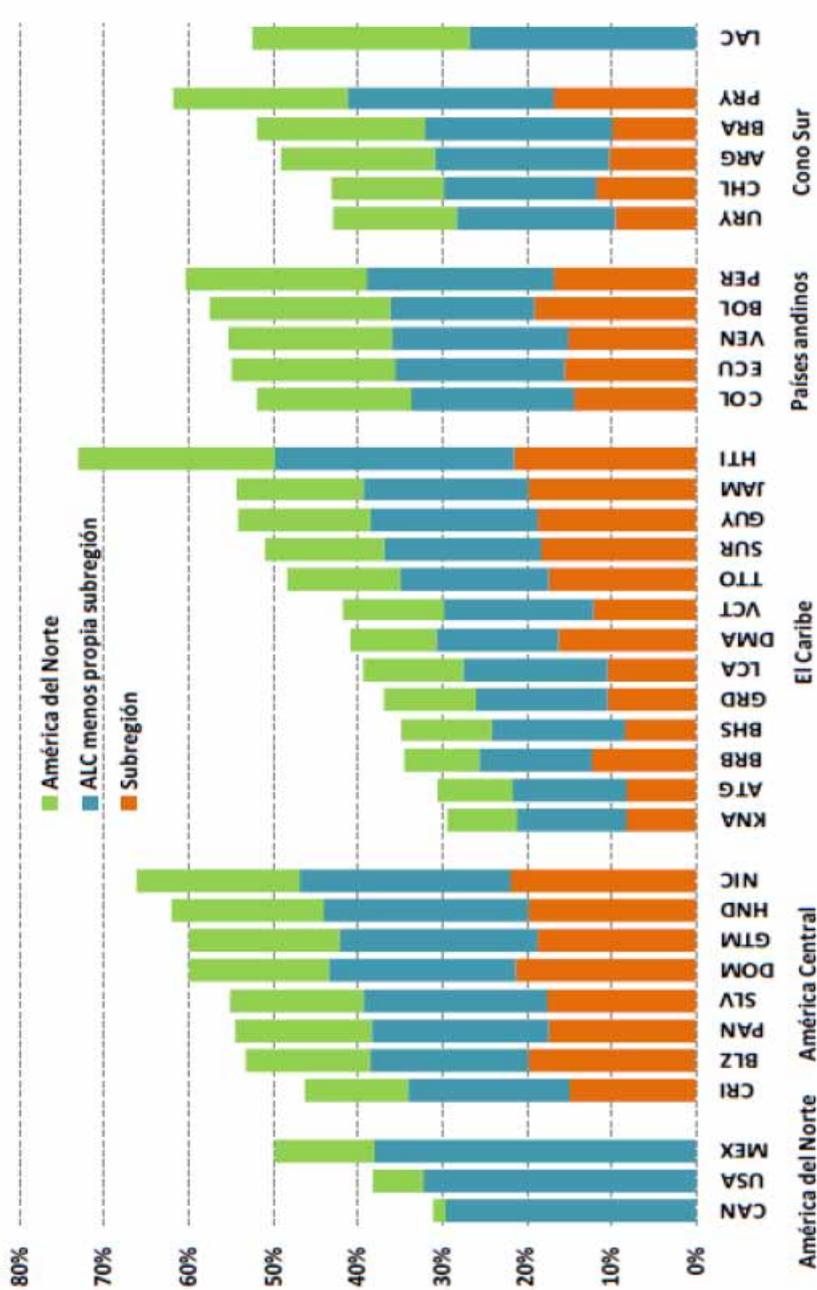
En el marco de la globalización, el dinamismo de la economía mundial y el esquema de producción a escala internacional imperante demandan la ampliación y modernización de la infraestructura básica, orientada a alcanzar los estándares tecnológicos internacionales y extender la cobertura de los territorios nacionales para satisfacer eficazmente las necesidades productivas y de la población en general.

Por lo tanto, mantener en el tiempo los niveles adecuados de inversión en infraestructura económica es no solo un objetivo socialmente deseable, sino más bien una obligación, dado que la falta de provisión de infraestructura adecuada da lugar a obstáculos para la actividad productiva de una nación y a la pérdida de competitividad en los mercados internacionales, al tiempo que entorpece la integración con otras economías, atentando contra el crecimiento económico y el logro de las metas de desarrollo económico y social.

Un estudio reciente de CEPAL revela que en América Latina y El Caribe existe un atraso significativo en materia de infraestructura y que la región deberá enfrentar grandes desafíos si desea elevar su stock de infraestructura a los estándares internacionales o incluso a niveles que le permitan alcanzar un crecimiento económico sostenible. En términos generales, esta brecha de infraestructura puede definirse en dos dimensiones: una horizontal y otra vertical.

La brecha vertical es aquella que se define con respecto a factores internos del país o la región bajo análisis y evalúa si el stock y las inversiones de infraestructura son suficientes para acompañar la demanda que surge de la actividad económica. El estudio de CEPAL muestra que la región de ALC requeriría de un gasto anual promedio del orden del 5.2% de su PIB para poder afrontar los flujos de inversión en infraestructura, necesarios para satisfacer las necesidades de las empresas y los consumidores finales durante el período 2006-2020. Estos resultados se apoyan en un supuesto de crecimiento anual del PIB regional del 3.9% y un crecimiento poblacional del 1%.

Por otra parte, la brecha horizontal mide el atraso respecto a otros países, en términos de diferencias entre el stock de infraestructura per cápita



F4: POTENCIAL EXPORTADOR INTRARREGIONAL HEMISFERIO OCCIDENTAL
 FUENTE: BID (2011)

pita. De acuerdo a la estimación del documento de CEPAL, la región de ALC requería de una erogación anual del 7.9% de su PIB (nuevamente contemplando un escenario de crecimiento del PIB de 3.9% promedio anual), entre 2006 y 2020 para alcanzar hacia fines de ese período los niveles de stock per cápita de infraestructura de los países denominados comúnmente como “Los Tigres Asiáticos”.

En función de las mediciones previas, queda claro que las inversiones en infraestructura en ALC han sido insuficientes y que los países de la región deberán realizar grandes esfuerzos para revertir esta situación que presenta una seria amenaza para el desarrollo futuro.

Si bien los determinantes que generaron esta condición de estrechez física han sido diversos (entre ellos, una elevada volatilidad macroeconómica y problemas de financiamiento), es de vital importancia entender que no resultará posible aprovechar en forma óptima los beneficios de la infraestructura salvo que los gobiernos logren diseñar una estrategia de inversión que contemple, no solo la ampliación del stock de capital físico (hardware), sino también un conjunto de políticas y marcos regulatorios consistentes con un objetivo de integración regional del comercio (software).

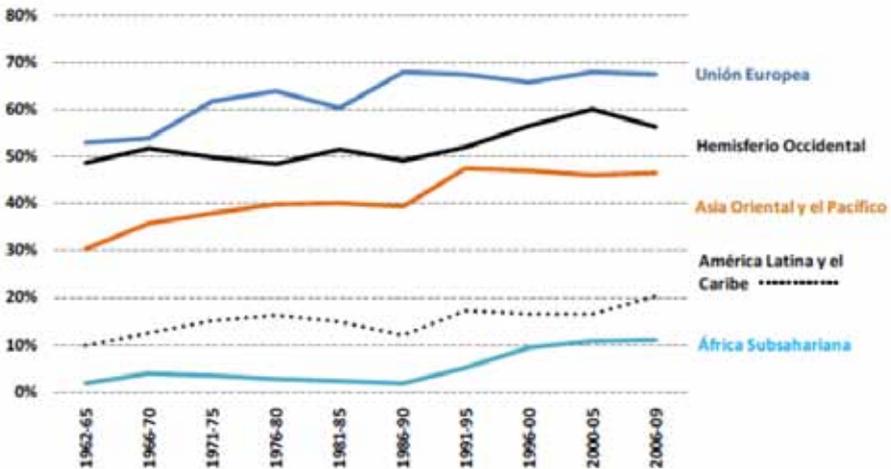
Un estudio elaborado recientemente por el BID muestra que en la actualidad ALC no realiza su potencial de integración de largo plazo y que en el futuro las políticas de integración podrían redundar en un incremento del comercio, el crecimiento y el bienestar, siempre y cuando los policy-maker logren complementar la inversión en hardware con reformas del software, tales como la modernización aduanera, la liberalización de las regulaciones que rigen los servicios de transporte de carga y su reconocimiento mutuo. De esta manera, el documento del BID estima que en caso de lograr la plena integración comercial (software) y una reducción de la brecha de infraestructura frente a EEUU (hardware) podría duplicar el nivel de comercio intra-hemisférico. Es decir, la complementariedad entre el software y el hardware de la integración crea valor para la región.

El incremento continuo de la integración comercial ha sido uno de los aspectos clave del modelo de crecimiento económico de Asia Oriental en los últimos 50 años. En el período de 2006-2009, las exportaciones intrarregionales representaron el 46% de las exportaciones totales. Esta evolución ha sido impulsada por una creciente fragmentación regional de las cadenas de valor, por medio de la cual los países intercambian componentes sofisticados, que luego se ensamblan y se exportan al exterior. En ALC, la integración comercial intrarregional ha sido mucho más lenta - alcanzando hasta un 20% de las exportaciones totales en 2006-2009- no

ha sido impulsada por esquemas de producción compartida en la región, y se ha limitado al intercambio de productos finales, en su mayoría manufacturas.

Una integración más profunda tiene importancia estratégica pues contribuiría a equilibrar la demanda de Asia, centrada principalmente en productos básicos, y, por tanto, promovería sectores más sofisticados y reduciría la vulnerabilidad a la volatilidad de los términos de intercambio. Por otro lado, cadenas de valor más integradas regionalmente, mayores flujos transfronterizos de capital y conocimiento, y un uso más eficiente de la infraestructura de transporte y energía, impulsarían la productividad y la capacidad de la región de competir en los mercados mundiales.

El estudio de episodios anteriores de integración regional permite arribar a dos principales conclusiones. La primera de ellas es que el efecto de los Tratados de Libre Comercio en la expansión del comercio aumenta cuando la infraestructura existente es mayor, y ambos componentes progresan en forma conjunta, lo que equivale a decir que existe complementariedad entre los componentes del software y del hardware de la integración. La segunda conclusión es que este efecto expansivo depende de las condiciones iniciales. Puesto que, en comparación con el resto del mundo, en ALC la base de software es superior al promedio y que el nivel de infraestructura existente es inferior al nivel óptimo, es probable que las inversiones en hardware contribuyan a invertir la tendencia de los retornos decrecientes de la pura firma de acuerdos comerciales, en un grado mayor que en el resto del mundo.



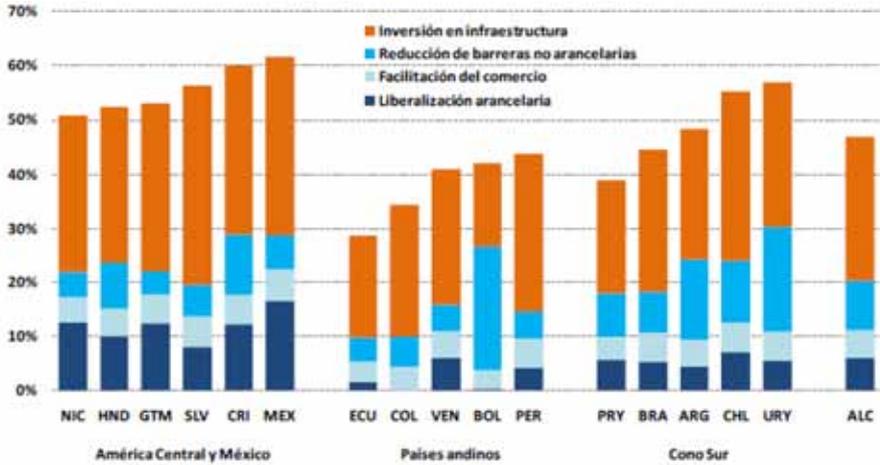
F5: PROPORCIÓN DE LAS EXPORTACIONES INTRARREGIONALES SOBRE TOTAL.
FUENTE: BID (2011)

Por lo tanto, para identificar e implementar una renovada agenda de integración es necesario un diagnóstico profundo de los principales obstáculos y deficiencias del proceso de integración en la región. Los principales componentes asociados con el avance de la agenda de integración por el lado del software están relacionados con la arquitectura comercial, la regulación, la facilitación comercial y la promoción de exportaciones e inversiones. Por el lado del hardware, la reducción de brechas en materia de infraestructura y la mejora de la conectividad deberán contribuir a reducir los costos de transporte y a fomentar la competitividad.

Como se mencionó anteriormente, el BID estima que ALC sólo realiza el 50% de su potencial de exportaciones, lo cual significa que los retornos en términos de exportaciones asociados a la instrumentación de una agenda de políticas centradas en la profundización de la integración comercial y la complementariedad entre hardware y software son sustanciales. A su vez, las estimaciones del organismo multilateral indican concluyentemente que los retornos de la inversión en integración, además de ser considerables, se distribuyen equitativamente entre los componentes software y hardware, destacando así la necesidad de abordar las reformas y la inversión con un paquete de políticas capaz de movilizar la complementariedad entre los tramos de la agenda.

A partir del estudio del BID se desprenden una serie de consideraciones de suma relevancia. La primera es que los componentes del hardware y software de la agenda de integración producen rendimientos considerables y más o menos equivalentes para la región como un todo, si bien existen importantes variaciones entre países. Así, los resultados de las estimaciones indican que las reformas de política asociadas a mejoras del software darían lugar a un incremento promedio del 20% de las exportaciones intrarregionales, mientras que se prevé que la inversión en el componente hardware (transporte únicamente) generaría un 27% adicional de exportaciones en el curso de la próxima década.

La segunda conclusión es que si bien el incremento agregado previsto de las exportaciones es generalmente considerable (por lo menos un 30%), existen marcadas diferencias entre los países. La combinación óptima de políticas de cada país, derivada en función del potencial exportador relativo de los componentes de software y hardware de la agenda, depende de las condiciones iniciales de los países: el nivel de apertura general de la economía, la orientación del comercio regional, el grado de restricciones de las regulaciones adoptadas por los socios comerciales y la calidad de la infraestructura.

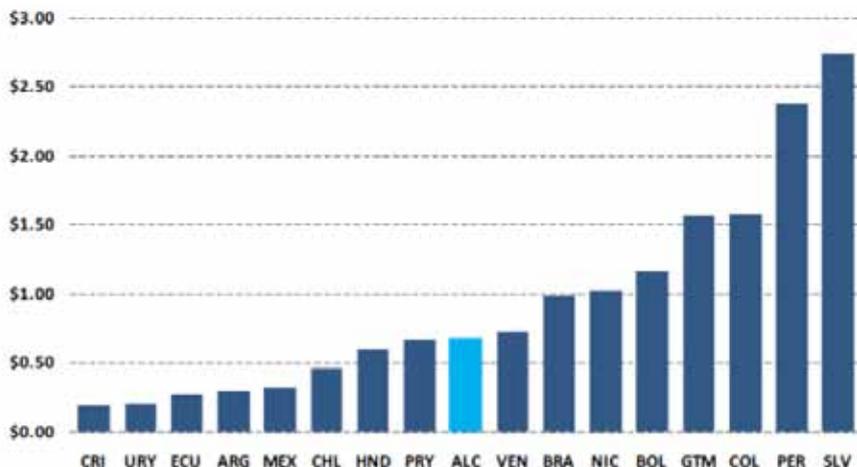


F6: IMPACTO DE LA REFORMA EN HARDWARE Y SOFTWARE

La tercera observación es que cuando las intervenciones de política y las inversiones son continuas en el tiempo, éstas producen ganancias dinámicas cumulativas. En otras palabras, cuando la reforma de política avanza de manera ininterrumpida, los rendimientos obtenidos durante un año se consolidan sobre la base de los del año anterior, especialmente en el caso de la inversión en infraestructura. Si bien las reformas del software reducen los costos del comercio a través de un solo canal de transmisión, la inversión en hardware activa tres canales distintos: reduce los costos de transporte, impulsa el crecimiento económico a través del consumo y el empleo, y promueve una mayor productividad gracias a una asignación más eficiente de los factores de producción. Esto es, a su vez, aumenta la competitividad de las exportaciones en los mercados mundiales y regionales.

La cuarta conclusión del estudio empírico del BID se refiere a los importantes beneficios de la inversión en infraestructura en cuanto al crecimiento del PIB. En promedio, cada dólar invertido podría traducirse en un incremento de la actividad económica equivalente a USD 1.70 (implicando un retorno de USD 0.70 por cada dólar). Además, el organismo sostiene que para aquellos países con un fuerte potencial de comercio inter-regional y marcadas deficiencias de infraestructura, el valor adicional sería superior a USD 2 por cada dólar invertido en infraestructura de transporte durante los siguientes 10 años.

Desde este punto de vista, no cabe duda que la reducción de la brecha de infraestructura en el marco de una estrategia de integración comercial



F7: RETORNO DE LA INVERSIÓN EN HARDWARE DE TRANSPORTE

FUENTE: BID (2011)

son factores esenciales para impulsar el crecimiento y desarrollo nacional y de la región en su conjunto.

Finalmente, los responsables de las políticas deben tener en cuenta los efectos distributivos (directos e indirectos) ligados a las reformas sugeridas. Entre los efectos directos se destaca que la reducción de los costos logísticos alcanzados mediante la inversión en infraestructura vial puede producir una fuerte caída en el precio de los alimentos (el cual está determinado en gran medida por los costos de transporte) y afecta en mayor medida a las personas de bajos ingresos. En este sentido, la inversión en proyectos que apunten a la integración regional es equivalente a la eliminación de un impuesto regresivo a las personas de bajos recursos. Por otra parte, entre los efectos indirectos, debe tenerse en cuenta que al aumentar las exportaciones y promover el crecimiento, las políticas de integración generarán bienestar, empleo e ingresos fiscales adicionales que podrán usarse para financiar nuevas políticas de desarrollo. Así, si bien es indudable que las reformas de política y la inversión en integración requerirán importantes ajustes en los países de la región (efectos económicos y sociales redistributivos, esfuerzo fiscal y compromisos de acuerdos políticos, entre otros), es necesario hacer hincapié también en su contribución global al crecimiento y el desarrollo.

Parte VII: Conclusiones

El presente documento pretende servir como una primera aproximación a fin de comprender el rol existencial de la Infraestructura para el

Crecimiento Económico, la Integración Regional y el Desarrollo. A partir del análisis realizado, se desprenden las siguientes conclusiones.

Por el lado de la evidencia empírica internacional, se han presentado los resultados de una serie de estudios emblemáticos de la literatura, que muestran que la inversión en infraestructura tiene un impacto positivo sobre el crecimiento económico y el bienestar social, que actúa a través de diversos canales. A grandes rasgos estos pueden ser agrupados en efectos directos y externalidades, que se retroalimentan entre sí, dando lugar a un círculo virtuoso de crecimiento y mayor equidad social.

Por el lado de las firmas, la inversión en infraestructura permite a las empresas alcanzar ganancias en la productividad de los factores e insumos que utilizan, volviendo más rentable la inversión en diversas actividades, incentivándolas y generando un efecto multiplicador sobre la producción. Por el lado de la sociedad, una infraestructura de mayor calidad mejora las condiciones de vida de la población, permitiendo el acceso a los centros productivos a menores costos económicos y sociales, proporcionando mejoras en la conectividad y movilidad necesaria para acceder a los servicios asistenciales básicos de educación y salud por parte de toda la población, especialmente de la población de menores recursos, favoreciendo con ello el desarrollo económico y social en un ambiente sostenible. Estas mejoras del bienestar dan lugar a una mayor acumulación de capital humano, que a largo plazo se traduce en un mayor crecimiento económico.

En cuanto a las consecuencias para la región de América Latina y El Caribe en particular, a pesar de que durante las últimas décadas la inversión en infraestructura se ha retraído (en proporción al PIB regional) respecto a la existente hacia mediados de la década de los ochenta, este proceso estuvo acompañado de importantes transformaciones estructurales, beneficiosas desde el punto de vista de las mejoras tecnológicas y ganancias en términos de productividad y competitividad, que han convertido al sector privado en un actor central de todas las etapas del proceso, desde el diseño hasta el financiamiento y la ejecución de las obras de infraestructura. Si bien la inversión en infraestructura presenta ciertas características de las fallas de mercado, que implican que la provisión de los servicios de infraestructura por empresas privadas, sin regulación alguna, no sería óptima para la sociedad en su conjunto, la mayor participación del sector privado a lo largo de las últimas décadas se debe en buena medida a la eficiencia que el sector privado ha demostrado en la provisión de estos servicios en relación al pobre desempeño del sector público, sobre todo en los países en desarrollo. No obstante, ello no quita relevancia al rol crucial del sector público, quien debe encargarse de proveer, además

de las condiciones institucionales para un clima de negocios apropiado, una visión estratégica para la planificación de la inversión, junto a las iniciativas y las regulaciones necesarias para la implementación eficiente, todo ello dentro del marco de un conjunto de políticas orientadas a alcanzar un crecimiento económico sustentable a largo plazo.

En este sentido, la región enfrenta un gran desafío, dado que la brecha de infraestructura es sustancial, tanto desde el punto de vista horizontal (respecto a otras regiones) como desde el punto de vista vertical (infraestructura necesaria para acompañar la demanda que surge de la actividad económica). Sin embargo, los estudios realizados por organismos internacionales indican que la región tiene un enorme potencial de crecimiento si logra implementar un conjunto de políticas que logren complementar la inversión en hardware con reformas del software. Así, estos estudios indican que, en caso de lograr la plena integración comercial (software) y una reducción de la brecha de infraestructura (hardware), la región podría duplicar el nivel de comercio intra-hemisférico.

Es importante destacar que la implementación exitosa de la complementariedad entre hardware y software daría lugar a importantes efectos distributivos, lo cual resulta crucial para la toma de decisiones por parte del policy-maker. Por un lado las reducciones de costos y mejora de las condiciones de vida asociados a una infraestructura de mayor calidad benefician en mayor medida a las personas de menores ingresos. Por otra parte, al aumentar las exportaciones y promover el crecimiento, los proyectos que aporten a la integración regional generarán bienestar, empleo e ingresos fiscales adicionales que pueden utilizarse para financiar nuevas políticas de desarrollo. Pero para que este objetivo sea viable, resulta clave que todas las partes involucradas en la regulación, financiamiento y operación de la infraestructura enfrenten los riesgos que estén en mejores condiciones de evaluar y manejar. Ello requiere no solo de la comprensión de las distintas dinámicas sectoriales, sino también de un consenso respecto al rol que deben ocupar los distintos actores en el proceso de crecimiento y desarrollo económico.

En definitiva, las condiciones para un futuro mejor están disponibles. Alcanzarlas dependerá del compromiso de los policy-makers y de la sociedad en su conjunto de emprender el rumbo de una Política de Estado basada en una visión de crecimiento y mayor equidad social a largo plazo.

Comercio y crecimiento luego de la crisis global

Luego de la quiebra de Lehman Brothers, el mundo enfrentaba la amenaza de caer en una nueva Gran Depresión. Aún peor que la de 1929-1933. Sin embargo, como consecuencia de 75 años de acumulación de conocimientos sobre el funcionamiento de la economía y el esfuerzo de los países que integran el G20, se coordinaron las políticas económicas que permitieron derrotar al fantasma tan temido.

Pasado el shock inicial, el mundo se movió a dos velocidades, fuerte en los emergentes y más débil en los desarrollados. Hoy, a poco más de cuatro años del episodio, el mundo se recupera a tres velocidades. Por un lado, los emergentes, si bien crecen a tasas algo menores, mantienen su dinamismo. Por otra parte, EEUU (pese al freno que implica la consolidación fiscal) y Japón, sus políticas monetarias están dando el soporte necesario para alcanzar una recuperación sólida.

Finalmente, la zona del euro ha logrado frenar su caída. El sistema fue puesto a prueba y respondió de manera exitosa. Para verlo, sólo basta con recordar que cuando la economía había tocado fondo durante la Gran Depresión, el nivel de actividad se había contraído en torno al 30% y la tasa de desempleo en el mundo oscilaba en niveles del 20% al 30%. De hecho, el nivel de actividad se recompuso luego de diez años, mientras que hoy se discute la vuelta al crecimiento de tendencia.

En este contexto, pese a las fluctuaciones que puedan tener los términos de intercambio y las tendencias futuras sobre las tasas de interés, las perspectivas de largo plazo son alentadoras. A diferencia de la primera ola de globalización iniciada en el siglo XIX y que se retrajo durante las dos guerras, esta segunda tendencia globalizadora iniciada en los '50 continúa vigorosa.

En definitiva, el mundo se ha convertido en un lugar mucho más sólido y ello abre un ventanal gigante de oportunidades. De hecho, pocas ideas despiertan menos controversia entre los economistas que aquella que afirma que el comercio internacional es positivo para todos y que debe ser incentivado ya que potencia al crecimiento económico.

Los países extranjeros representan una oferta potencial de factores de producción que pueden ser escasos en un país dado, así como una salida

para los factores abundantes. También son una fuente de transferencia de tecnología y brindan a un país la oportunidad de especializarse en las áreas de producción en las que es mejor. Desde este punto de vista, el cauce principal a través del cual la apertura al comercio mundial eleva la renta per-cápita es mediante el efecto que genera vía el aumento de la productividad. Así, puede entenderse al comercio mismo como una forma de mejora tecnológica.

La evidencia empírica internacional muestra la existencia de una fuerte relación positiva entre el crecimiento del PIB y el crecimiento en el grado de apertura comercial. Así, un cambio en el grado de apertura induce a un mayor crecimiento del PIB y consecuentemente, del ingreso por habitante. Desde este punto de vista, sumarse a la globalización es bueno para el crecimiento económico de un país y existen tres tipos de pruebas que avalan dicha reflexión:

- En primer lugar, la apertura lleva a la convergencia económica: los países pobres que están abiertos al comercio crecen más deprisa, en promedio, que los ricos, mientras que los países pobres que están cerrados al comercio crecen más despacio que los países ricos.
- En segundo lugar, los países que abren sus mercados a la economía mundial experimentan una aceleración del crecimiento, mientras que los que cierran su mercado experimentan su desaceleración.
- Por último, los países que son menos capaces de participar en el comercio mundial por su posición geográfica tienen una renta más baja como consecuencia de su aislamiento. En este sentido, los datos para la segunda mitad del siglo XX muestran que aquellos países que siempre estuvieron abiertos son en promedio, siete veces más ricos que los que nunca lo estuvieron. A su vez, los países que mantuvieron su apertura al comercio durante más de la mitad del período son en promedio una vez y media más ricos que aquellos que lo hicieron por menos de la mitad del período de estudio.

Sin embargo, tal como señalara William Baumol: “Probablemente la razón más persistente para la resistencia de los no economistas, a las máspreciadas recomendaciones de la profesión, sea la falta de consideración sobre las implicancias que éstas tienen en términos distributivos”. El comercio internacional, a lo igual que el progreso tecnológico schumpeteriano, si bien de largo plazo favorece a toda la sociedad en su conjunto (nadie dejó la luz eléctrica para volver a las velas), en el corto plazo hay un conjunto de agentes que se perjudican con la llegada de los nuevos bienes. En este contexto, resulta de crucial importancia acompañar a estos

grupos hasta que logren reconvertirse, ya que en su defecto se opondrán al cambio, generarán tensión social y con ello podría abortarse un proceso que de largo plazo beneficia a todos.

Por lo tanto, aquellos países que sean capaces de superar con inteligencia y conocimiento los desafíos de la globalización y del progreso tecnológico, tendrán un futuro mucho mejor de lo que alguna vez se hayan permitido imaginar. Los que no se adapten a la nueva realidad seguirán viendo pasar el tren de la convergencia.

Despolarización y bienestar

Aristóteles, en el año 306 AC, señalaba: “la mejor comunidad política es la conformada por ciudadanos de clase media, y que los Estados que pueden ser bien administrados, son aquellos donde la clase media es grande. Cuando la clase media es grande, es menos probable que haya facciones y disensión”. Hoy, más de 2.300 años después, sabemos que el gran filósofo tenía razón. Países con un fuerte peso de la clase media y poco polarizadas muestran un ingreso promedio cinco veces mayor que aquellas que tienen las características opuestas.

Las sociedades divididas en facciones luchan internamente por el botín, mientras que las que están unidas por una cultura común (la del trabajo) y una clase media fuerte, logran establecer el consenso para crecer e incluir a los sectores de menores ingresos. Son sociedades donde se acuerda crecer con equidad.

Por el lado de las políticas que maximizan el crecimiento, el manual es claro. Crecer depende de los incentivos para reducir el consumo presente a cambio de lograr una mayor producción futura. Cualquier elemento que interfiera en estos incentivos afectará al crecimiento. Toda acción del gobierno que grave al ahorro, reducirá los incentivos para invertir. Alta inflación, diferenciales cambiarios importantes, tasas de interés reales negativas, grandes déficits fiscales (evaluados por el riesgo país), restricciones al comercio exterior y servicios públicos de mala calidad debilitan los incentivos para crecer.

La economía política señala que, las malas políticas son el resultado emergente de sociedades polarizadas. Las sociedades que están más fragmentadas tienen peores políticas que las que están más cohesionadas. En este sentido, cualquier elemento que facilite la polarización empeorará la calidad de la política y castigará al crecimiento. En sociedades fragmentadas los gobiernos tienen incentivos para redistribuir en favor del consumo presente, mientras que los gobiernos de sociedades cohesionadas intentan promover el crecimiento.

Esto nos enfrenta a otro factor determinante del bienestar: la equidad. Maximizar el bienestar implica administrar exitosamente el conflicto entre crecimiento y distribución. Una situación típica surge cuando el stock

de capital físico de la economía está por debajo del nivel de equilibrio de largo plazo. En este caso, el crecimiento requiere de ahorro, y dado que este es creciente con el ingreso, lograr un mayor producto exige una distribución más desigual. Afortunadamente, estos efectos negativos del capital físico pueden ser mitigados abriendo la economía, lo cual complementa al ahorro interno con el externo, mientras que la mejor distribución del ingreso genera mayor crecimiento por la vía de una mayor acumulación de capital humano.

Por otra parte, cuando existe un alto grado de desigualdad, los gobiernos se ven presionados para redistribuir vía la política impositiva. Esto es, dado el perfil de la distribución del ingreso, donde la mayoría de la población tiene un ingreso inferior que el promedio, lo cual, puesto en número de votantes, significa que hay muchas más personas del lado de los que piden redistribución. Sin embargo, los impuestos generan ineficiencia. Por lo tanto, la desigualdad, al aumentar la probabilidad de que el gobierno quiera hacer un uso redistributivo de la política fiscal, puede reducir el nivel de eficiencia y con ello la producción y la tasa de crecimiento. Por otra parte, si bien los impuestos reducen el producto, las presiones sociales pueden manifestarse en inestabilidad política como resultado de la lucha de grupos, lo cual afecta de modo negativo a la inversión y con ello perjudica al crecimiento.

Por lo tanto, maximizar el bienestar, implica lograr el equilibrio justo entre crecimiento y equidad. Para ello, debe existir una política redistributiva que favorezca al crecimiento de las rentas futuras de los segmentos bajos y que no sea una mera transferencia al consumo presente.

Asegurar la cohesión social sin que ello derive en una inestabilidad fiscal que dañe al crecimiento, demanda la existencia de igualdad de oportunidades que permita lograr la movilidad económica intergeneracional, lo que modera los deseos de redistribuir el ingreso, ya que la mejora potencial futura condiciona apetencias presentes.

Es clave un acuerdo que permita despolarizar y cohesionar a la sociedad, siendo esto la base para un mayor crecimiento con equidad. En su defecto, el proceso político estará signado por la Ley del Talión.

Inflación, puja distributiva y crecimiento

Albert Armen Alchain señalaba: “Todo lo que es, es eficiente, porque si no lo fuera, hubiera sido diferente. Por supuesto si usted trata de cambiar algo que existe, eso también es eficiente”. En este sentido, más allá de nuestras posiciones, cuando uno intenta dar una opinión sobre la política económica que lleva a cabo un gobierno, uno debería preguntarse si, dadas las preferencias manifestadas y las restricciones que impone el sistema, dicha acción es óptima, ya que de no hacer esto, caeríamos en un error similar al de juzgar a un DT con el diario del lunes.

Sin dudas, el debate más claro al respecto es el vinculado a los efectos distributivos de la inflación. Así, aun cuando el Ejecutivo sabe que una tasa de inflación baja es mejor que una tasa alta, no modifica su política. De esta manera, aquellos que intentan correr por izquierda al Gobierno basados en la regresividad del impuesto inflacionario, parecieran tener el buzo manchado de tinta. Concretamente, si la política de un gobierno solo constara en aplicar un impuesto regresivo, el resultado debería ser que los ricos amarían a la administración y los pobres la odiarían. Sin lugar a dudas, ello no es lo que ocurre en Argentina. El argumento se da de patadas con la realidad y el propio Alchain, lapicera roja en mano, estaría presto a sentenciar un aplazo.

En este sentido, uno debería preguntarse por qué un Gobierno que cobra un impuesto tan regresivo como el inflacionario ha estado teniendo tanto apoyo popular. La repuesta es simple: no sólo importa los impuestos sino también el gasto. Así, aun cuando la carga tributaria sea regresiva, si el gasto es pro-pobre, la distribución del ingreso posterior a la política fiscal mejora. A modo de ejemplo, consideremos una economía muy simple, con dos agentes: (i) pobres y (ii) ricos. Al mismo tiempo no se legislan impuestos y el gobierno se financia con emisión monetaria. Supongamos también que los pobres tienen un ingreso nulo y por ende los ricos son dueños del total del producto. En este sentido, si el gobierno hiciera una transferencia a los pobres, financiada con emisión de dinero, si bien ello producirá inflación y la transferencia final se licuará, ello será mejor que nada. A su vez, este aumento del ingreso de los pobres se sostiene con una caída en el ingreso de los ricos, quienes ahora vía inflación

deben pagar un nuevo impuesto. Así, pese a la regresividad tributaria, la instrumentación del gasto pro pobre mejora la distribución del ingreso.

De hecho, la inspección del gasto muestra que la mayor parte se asigna a los deciles más bajos (Llach & Montoya), generando armonía entre los datos y la preferencia revelada del electorado. Es más, cuando el Gobierno sostiene que el cepo cambiario es una política en favor de los humildes, tiene razón. Concretamente, las restricciones a las compras de moneda extranjera impactan sobre aquellos que tienen mayor capacidad de ahorro (los ricos), que al intentar eludir el impuesto inflacionario, reducen la base imponible del mismo (vía una menor demanda de dinero) y elevan la inflación. Así, el cepo fuerza una mayor demanda de dinero, lo cual resulta en una menor tasa de inflación relativa. Naturalmente, una política como esta profundiza los resultados en cuestiones románticas.

¿Entonces? Tal como señalaba Milton Friedman: “No existe tal cosa como los almuerzos gratis”. Así, un sistema económico que cae en la dinámica señalada mostrará una tasa de inflación creciente, alta volatilidad macro y retroceso relativo de su producto per cápita. Sin embargo, puede que ello también sea óptimo. Cuando los agentes y/o el Gobierno muestran una alta tasa de preferencia temporal, no existe incentivo para trasladar consumo al futuro, el stock de capital per cápita se reduce y con ello, el producto por habitante cae. En este sentido, no debería sorprender que Argentina haya pasado de un PBI per cápita del 97% del de EE.UU. a uno presente del 21%. De hecho, si durante los próximos 50 años el país siguiera en esta misma senda, nuestro producto relativo respecto al de Estados Unidos caería a un 7%, convirtiéndonos en un país pobre.

Por lo tanto, si esta postal del futuro no nos espanta, no hay motivo para cambiar. Por otra parte, si el resultado nos resulta poco feliz, habría que hacer un cambio. Un cambio que nos quite los ojos del corto plazo para posarlos en el largo. Sin embargo, ello implica un cambio cultural que involucre a toda la sociedad en su conjunto, lo cual excede ampliamente a un simple gobierno de turno.

Productividad y crecimiento en América Latina

América Latina padece del síndrome crónico del crecimiento lento. En contra de la opinión corriente, el bajo crecimiento y las resultantes brechas de ingresos no pueden atribuirse en mayor medida a un problema de acumulación de factores (capital físico y trabajo) sino a un déficit permanente en el crecimiento de la productividad (total de los factores-PTF). Desde 1960 hasta el presente, los países de la región se han retrasado respecto al PIB per-cápita de los Estados Unidos un 37%, donde un 70% de la diferencia es explicada por un menor crecimiento de la productividad. Esta profunda diferencia en la PTF entre países no exige preguntarnos por qué algunos utilizan de manera más eficiente que otros el capital y el trabajo que disponen.

Un factor importante es el capital humano, el cual consta de la cantidad de conocimientos y de habilidades que acumulan los individuos a lo largo de su vida y que los hace más productivos. Este capital se acumula cuando los alumnos de los distintos niveles incorporan conocimientos, cuando los trabajadores de la construcción aprenden a manejar una grúa o cuando los médicos dominan una nueva técnica quirúrgica... Por ejemplo, en Estados Unidos cada año adicional de estudio tiene un rendimiento del 7%, mientras que en los países en desarrollo estos retornos son del orden del 12%.

Otra de las causas a las que puede deberse las diferencias en la PTF es que los países ricos y los países pobres producen con tecnologías diferentes. Algunos bienes tales como los chips de ordenadores de última generación, programas informáticos, nuevos productos farmacéuticos, los aviones supersónicos y los rascacielos, como así también las técnicas de producción y gestión para la creación de valor de las firmas, la tecnología de la información y las redes de transporte estrechamente integradas, son más frecuentes en los países ricos que en los pobres.

Sin embargo, aunque los países sean ricos debido a su capital físico, a su capital humano y a sus tecnologías de vanguardia, el punto es determinar qué impide que los países pobres disfruten de los mismos niveles elevados de capital y tecnología. Frente a ello, puede que las diferencias institucionales sean parte importante de la explicación. Mancur Olson

(1996) comparó la situación entre Corea del Norte y del Sur, Alemania Oriental y Occidental y Hong Kong con China Continental. Cada uno de estos pares de países era un único país. Los habitantes de cada uno de estos comparten culturas parecidas y ninguno tiene ventajas geográficas relativas, al mismo tiempo que al inicio tenían una renta parecida. Luego de un tiempo surgieron diferencias enormes. Corea del Norte hoy es uno de los países más pobres del planeta, mientras que Corea del Sur constituye uno de los milagros del crecimiento.

En 1989, cuando cayó el muro de Berlín, la diferencia en el nivel de vida entre las dos Alemanias era abismal. Por último, pese al crecimiento de las últimas décadas, el ingreso per cápita de China es seis veces menor al de Hong Kong. En definitiva, los derechos de propiedad, el imperio de la ley, el cumplimiento de los contratos y la separación de poderes son esenciales para el éxito económico. En su ausencia, los costos de invertir en capital físico, capital humano y tecnología pueden ser mayores que los beneficios y, por ende, pueden no realizarse inversiones que, de otra manera, serían rentables.

Respecto al caso de América Latina, los tres desafíos más apremiantes en cuanto al diseño institucional son aquellos que permitan lograr un aumento sostenido de la productividad. En este sentido sería necesario: (i) aumentar la tasa de ahorro doméstico (donde el rol del sector público es clave), (ii) mejorar la infraestructura y (iii) reformar el mercado laboral. En cuanto al primer punto, actualmente, el país con mayor tasa de ahorro en la región no alcanza al mínimo del sudeste asiático y un salto en la inversión que impulse al crecimiento puede que, de cara a los próximos años, sea una ardua tarea financiarlo con ahorro externo. Así, tal como señalara Adam Smith en *La Riqueza de las Naciones* (1776): “todo hombre derrochador es un enemigo público y todo hombre ahorrador es un benefactor público”. Hecho confirmado por la teoría y la evidencia empírica, donde a mayor tasa de ahorro no sólo el PIB per cápita de largo aumenta, sino que la mejora en la tasa de crecimiento es permanente.

En cuanto al segundo, el mismo consta en cerrar la brecha de infraestructura tanto en materia de inversión física (hardware) como en materia contractual (software). Para lograr un crecimiento sostenido del 4% en el ingreso per cápita sería necesario invertir en infraestructura un 5,5% del PIB (y 8% para equiparar los niveles asiáticos). Así, el déficit en materia de hardware sumado a los problemas contractuales (con pesos similares) hace que el comercio de la región esté 50% debajo de su potencial. Esto es, de cerrarse las brechas mencionadas sería posible duplicar el comercio, mejorar la productividad vía economías de escala y con ello potenciar

el crecimiento. Finalmente, la reforma del mercado laboral debería estar destinada a reasignar el trabajo hacia los sectores más productivos. Así, cuando el diseño impositivo castiga la formación de capital humano y al mayor esfuerzo, ello estimula la sustitución a favor de actividades no alcanzadas por los impuestos, lo cual se traduce en menor producción en el tramo gravado y un deterioro de la productividad en el sector de servicios, que hace caer la competitividad de la economía.

Estas tres reformas son un punto de partida necesario en la búsqueda de un mejor nivel de vida para el continente. No hay ningún sustituto que permita innovar, capacitar, adaptar, cambiar, experimentar, reasignar y emplear el trabajo, el capital y la tierra con mayor eficiencia que un sostenido aumento del nivel de productividad, de ahí que su exitosa gestión sea el máximo desafío de la política económica.

Capital humano y crecimiento económico

¿Porque algunos países son ricos y otros son pobres? Los economistas se han planteado esta pregunta desde los tiempos de Adam Smith (1776). Respecto a las principales ideas sobre los efectos de la acumulación del capital físico en la expansión de largo plazo del ingreso, éstas se deben a Robert Solow y Trevor Swan, quienes desarrollaron el modelo neoclásico de crecimiento. Sin embargo, cuando el modelo fue testeado para el sector privado no agrario de Estados Unidos, la productividad total de los factores -PTF- (parte no explicada por la acumulación de factores, esto es, el residuo de la ecuación) representaba casi un 80% de la tasa de crecimiento de la producción.

El reconocimiento de que la acumulación de capital físico (al menos tal y como se medía en su forma tradicional) explicaba sólo una parte modesta del crecimiento de la renta de numerosos países condujo a la búsqueda de explicaciones más adecuadas. En este contexto, Theodore Schultz hizo notar la importancia del capital humano y su contribución al crecimiento económico, lo cual fue formalizado y testeado por Gary Becker y plasmado en un modelo de crecimiento bisectorial (donde se acumula tanto capital físico como capital humano) por parte de Hirofumi Uzawa, quien hacía del tiempo dedicado a la educación el determinante principal de la tasa de crecimiento del progreso tecnológico (PTF).

El capital humano es la cantidad de conocimientos y habilidades que acumulan los individuos y que hacen que sean más productivos. Ejemplos evidentes de capital humano son los gastos en salud y la educación universitaria. Sin embargo, también se acumula capital humano cuando los alumnos de la primaria aprenden a leer, cuando los trabajadores de la construcción aprenden a manejar una grúa y cuando los médicos dominan una nueva técnica quirúrgica que permite mejorar la calidad de vida de los individuos. En este sentido, la diferencia de PTF entre países puede atribuirse, en parte, a que la cantidad y calidad de capital humano de los trabajadores varía de unos a otros.

Respecto al capital humano ligado a la salud, Robert Fogel cuantificó la contribución de la mejora de la nutrición al crecimiento económico en el Reino Unido entre los años 1780 y 1980. Fogel calculó que en 1780

el 20% más pobre de los adultos estaba tan mal alimentado que no tenía la energía necesaria ni siquiera para realizar una hora de trabajo manual diario. Hacia 1980 este tipo de desnutrición había desaparecido y este cambio por sí solo multiplicó por 1,25 la producción por adulto. Por otra parte, el aumento en la ingesta de calorías permitió aumentar un 56% la cantidad de trabajo. Así, la mejora nutricional multiplicó la producción por 1,95 (1,25 x 1,56), que en un período de 200 años significa un aumento de 0,33% al año. Dado que la tasa de crecimiento de la renta per cápita del período fue del 1,15%, la mejora de la nutrición explica casi un tercio de la mejora.

En cuanto al capital humano ligado a la educación, a continuación, la tabla muestra el impacto sobre salarios para países en vías de desarrollo y avanzados. Así, terminar la primaria implica una mejora del salario de 143% respecto a quien no posee estudios de ningún tipo. Por otra parte, la diferencia se estira a un 216% para aquellos que terminan el secundario, mientras que para los que finalizan la universidad la mejora es de un 311%. Además, la desigualdad en la distribución del ingreso está, en general, positivamente correlacionada con la desigualdad en la educación y en otras formas de aprendizaje. Al mismo tiempo, existe una relación estrecha, normalmente negativa, entre educación y desempleo. Esto es, la educación mejora el perfil de la relación renta y riesgo a lo largo del tiempo de manera notable. Por último, en el cuadro se puede apreciar que mientras que la proporción de individuos sin estudios en los países avanzados es del 2,5%, en los países en vías de desarrollo ese número asciende al 20,8%. A su vez, mientras que en el primer grupo un 63,9% tiene terminado el secundario (donde 16,6 puntos son universitarios), en el segundo esa cifra alcanza el 31,4% (con sólo 5,3 en el mayor escalafón).

Nivel de estudios más alto	Número de años de estudios	Salario en relación con la ausencia de estudios	Porcentaje de la población	
			Países en vías de desarrollo	Países avanzados
Sin estudios	0	1,00	20,8	2,5
Algunos estudios primarios	4	1,65	10,4	3,4
Estudios primarios terminados	8	2,43	18,0	12,3
Algunos estudios secundarios	10	2,77	19,3	17,8
Estudios secundarios terminados	12	3,16	23,2	37,4
Algunos estudios superiores	14	3,61	2,9	9,9
Estudios superiores terminados	16	4,11	5,3	16,6

DESAGREGACIÓN DE LA POBLACIÓN POR NIVELES DE ESTUDIOS Y SALARIOS

FUENTE: DAVID WEIL (2010)

A la luz de la evidencia empírica y en línea con los desarrollos de Paul Romer en materia de crecimiento endógeno, Robert Lucas volvió a la carga con la idea del crecimiento impulsado por el capital humano. En paralelo, Gregory Mankiw, David Romer y David Weil, utilizando una muestra de mixta de 98 países, suponiendo que se gasta una proporción fija de la renta en inversión en capital humano y utilizando la proporción de la población en edad activa matriculada en las escuelas de enseñanza secundaria como un indicador aproximado de la proporción de renta invertida en capital humano, la ecuación estimada no sólo reduce de manera sustancial el residuo (PTF) sino que explica el 80% de la diferencia de la renta per cápita entre países. Al mismo tiempo, el peso del capital físico dentro de la renta (31%) es a muy cercana a la participación calculada de manera directa.

Por lo tanto, la conclusión empírica más importante es que las personas con mayores niveles de educación casi siempre tienen mejores ingresos, lo cual es cierto tanto en países desarrollados como en subdesarrollados. Por otra parte, ningún país ha logrado un crecimiento económico sostenido sin haber invertido sumas importantes en capital humano. En definitiva, tal como afirmara Alfred Marshall en sus “Principios de Economía” (1890): “el capital más valioso de todos es el que se ha invertido en seres humanos... Así, mientras que la naturaleza muestra una tendencia hacia los rendimientos decrecientes, el hombre muestra una tendencia hacia los rendimientos crecientes (lo cual permite el crecimiento endógeno permanente). El saber es nuestra máquina de producción más potente; nos permite someter a la naturaleza y satisfacer nuestros deseos”.

En memoria de Gary Stanley Becker

Gary Stanley Becker nació el 2 de Diciembre de 1930 en la Ciudad de Pottsville, Pensilvania. Comenzó a estudiar economía en la Universidad de Princeton, lo cual le permitía conjugar su pasión por las matemáticas con su deseo de hacer algo útil por la sociedad. En 1951 partió a la Universidad de Chicago, donde completó su formación académica, siendo alumno de Profesores como Milton Friedman (Nobel 1976) y Theodore Schultz (Nobel 1979). Luego de doctorarse con una tesis en la que utilizaba el análisis económico para estudiar los problemas de la discriminación comenzó a dar clases en la misma casa de estudios. Luego de tres años emigró a Columbia, lugar donde trabajó doce años. Finalmente, en 1970 regresó a Chicago donde enseñó hasta sus últimos días.

La obra de Gary Becker se ha concentrado fundamentalmente en ampliar el ámbito del análisis económico al estudio de los problemas sociales, lo cual le valió el Premio Nobel de Economía en el año 1992. Estaba convencido de que la teoría económica neoclásica ofrecía las mejores herramientas para estudiar las relaciones sociales. Su enfoque económico constituye un método completo y no una mera colección de supuestos sobre las motivaciones de los individuos. Sus análisis suponen que los individuos maximizan su bienestar de diferentes maneras, dependiendo de que sean egoístas, altruistas, honrados, vindicativos o masoquistas, y que su comportamiento mira hacia el futuro, manteniéndose coherente a lo largo del tiempo. En concreto, los individuos intentan prever en la forma más exacta posible las consecuencias inciertas de sus actos, sin dejar de lado que el pasado influye en su comportamiento y en sus valores. Sus actos dependen de la renta, del tiempo y de unas capacidades de previsión imperfectas, así como de las oportunidades que se presentan en la economía y en otras partes. A partir de este enfoque, Becker se abocó en explorar cuatro campos de análisis: (1) la discriminación, (2) la criminalidad, (3) la inversión en capital humano y (4) la familia, los cuales repasaremos brevemente a continuación.

1. Economía de la Discriminación

En 1957, Gary Becker publicó su primera obra: “The Economics of Discrimination”. La misma está extraída de su tesis doctoral y constituye

una de las primeras tentativas de utilización de la teoría económica para analizar los efectos de los prejuicios sobre los ingresos y los empleos de las minorías. Si bien la discriminación siempre existió, salvo por algunas reflexiones de Ysidro Edgeworth en 1922 sobre el empleo femenino, ningún economista había abordado este tipo de cuestiones antes de la década de 1950. En esta línea de análisis, Becker introdujo el concepto de coeficientes de discriminación, una medida que representa divergencias en los salarios entre los grupos raciales o por sexos (entre otros elementos) que se mantienen sin explicar, una vez que se ha controlado estadísticamente por diferencias de productividad. A su vez, demuestra que la verdadera discriminación depende de la discriminación combinada por parte de empleadores, trabajadores, consumidores, centros de educación y del gobierno.

2. Economía del Crimen

Durante las décadas de 1950 y 1960, la opinión mayoritaria extendida en la sociedad americana consistía en afirmar que los comportamientos criminales se debían bien a enfermedades del tipo mental o bien a la opresión social en el sentido más amplio del término. Los criminales no eran más que “víctimas impotentes”. Estas visiones derivaron leyes que aumentaron los derechos de los criminales. Becker se oponía a estas ideas y sostenía que los criminales se comportaban de modo racional. Esta visión implicaba que los individuos eligen convertirse en criminales porque esperan beneficios mayores que del trabajo legal, teniendo en cuenta la probabilidad de ser detenidos y condenados, así como la severidad de la sanción. A ello también se le debe sumar la condición del entorno económico-social y las políticas adoptadas en diferentes ámbitos: gastos en policía, penas por cada crimen y posibilidades de empleo, escuela y formación. Por lo tanto, el accionar óptimo del Estado debe consistir en encontrar un equilibrio entre el volumen de gastos en la policía y en justicia, la naturaleza de las penas y la probabilidad de condena de los delinquentes. Este análisis tomó relevancia pública cuando Rudolph Giuliani alcanzó el cargo de Alcalde de Nueva York.

3. Inversión en Capital Humano

Su interés se despertó en la materia gracias a la influencia de Mincer y Schultz. El análisis parte de la idea de que existe un vínculo entre las inversiones en capital humano y el desarrollo, dado que dicha inversión permite aumentar la capacidad de los individuos y con ello su productividad. Al igual que es posible aumentar el stock de capital mediante

inversiones, también es posible invertir en los individuos mediante la formación y la educación. Las ventajas obtenidas con estas inversiones se encuentran tanto en los planos monetarios como humanos, mientras que los costos dependen del valor del tiempo insumido en la formación.

4. Economía de la Familia

Según el propio autor, el “Tratado sobre la Familia” representó su esfuerzo intelectual de mayor intensidad, del cual le costó dos años recuperarse. La hipótesis central parte de que los hombres y las mujeres deciden casarse, tener hijos o divorciarse, lo hacen en busca de maximizar su nivel de bienestar y que para ello proceden a realizar un análisis de costos y beneficios. Este contexto analítico no sólo permitió el estudio de los casamientos y de los divorcios, sino que además hace posible la observación de la especialización y división del trabajo en la familia, la inversión en los hijos, la ayuda a los mayores y permite un mejor abordaje a la legislación familiar.

5. Reflexión

Hasta la aparición de Gary Becker, se consideraba que la economía era una disciplina abstracta, dominada por abstrusas matemáticas y preocupada por una gama estrecha de fenómenos del tipo monetario. Esta impresión es falsa ya que hoy en día es universalmente aceptado el análisis del conjunto de la sociedad como resultado de un accionar racional. Este Gran Profesor de Chicago no sólo enriqueció al modelo neoclásico tradicional con una más amplia gama de preferencias, comportamientos y razonamientos, sino también abrió nuevas vías para el análisis económico. Se ha ido físicamente, pero sus enseñanzas serán una marca indeleble en la historia, aún para los que no lo han leído.

¿Cómo contratar a un genio?

Días atrás, gran parte de los periódicos del mundo, brindaron una generosa cobertura al Premio de un millón de dólares para quien logre resolver “La Conjetura de Beal”, el cual es ofrecido por su propio descubridor, el banquero tejano y matemático autodidacta Andrew Beal. En 1993, Beal trabajaba con computadoras sobre el Teorema de Fermat cuando descubrió una conjetura nueva, lo cual lo movió a proponer el desafío. Si alguien presenta una solución al problema o un contraejemplo, la Sociedad Americana de Matemáticas (SAM) otorgará el premio bajo las reglas: (i) si se resuelve, deberá ser publicado en una revista científica y (ii) el contraejemplo deberá ser verificado independientemente.

Ante el noble objetivo de llamar la atención sobre las matemáticas en general y con la esperanza “de que muchos más jóvenes se vean atraídos hacia el maravilloso mundo de las matemáticas” proclamado por Beal, ¿qué nos diría la ciencia lúgubre (la economía) frente a semejante acto de filantropía? Aún si no sabe la respuesta, imaginará que no traigo buenas noticias. Si pensó así, Susana Giménez le diría: “¡Correcto!”. La teoría del “Principal y Agente” nos dice que estamos frente a una monumental búsqueda de un empleado genial, donde los diarios del mundo han brindado publicidad gratuita y la SAM será utilizada como erudito reclutador de caza talentos.

El punto de partida es la relación entre dos agentes, donde uno (el agente – el genio) trabajaría para el otro (el principal –Beal-). El principal es responsable por el diseño y la propuesta del contrato (no sujeto a negociación), mientras que el agente, quien debe realizar una tarea, decide si está interesado en firmar o no (restricción de participación). Al mismo tiempo, el principal está interesado en el resultado (las ganancias), mientras que el agente no directamente. Por otra parte, el principal sabe que existen distintos tipos de agentes en términos de capacidad y de esfuerzo, lo cual impacta sobre los costos del agente para realizar el trabajo. Finalmente, existe la idea de que mayor capacidad de esfuerzo genera mejores retornos. Por lo tanto, existe un conflicto de intereses entre partes y el contrato (negociación salarial) es el medio para que los objetivos puedan alinearse (restricción de compatibilidad de incentivos).

Sin embargo, cuando antes de firmar el contrato, el principal tiene menos información que el agente acerca de ciertas características importantes que afecta al valor del mismo, ahí aparece la selección adversa. Un equilibrio donde sólo quedan los malos. Por ejemplo, si Usted buscara contratar a un trabajador y en el mercado los hubiera de dos tipos: (i) los buenos, por los que pagaría un salario alto y (ii) los malos, por los que pagaría lo mínimo posible. En este contexto; si ofreciera un salario promedio ¿qué tipo de trabajadores cree que se acercarán?: los malos. A su vez, ofrecer el salario alto, si bien le atraerá a los buenos eso no alejará a los malos. Así, cuando el agente tiene mayor información (privada) que el principal acerca de aspectos importantes del vínculo, esta sólo será revelada si es ventajoso para el agente hacerlo, donde el problema del empleador consiste en diseñar un mecanismo que lo haga factible.

Bajo este contexto, resulta óptimo para el principal ofrecer un contrato autoelegible, donde se prepara un tipo de contrato para cada tipo de agente y en el que cada agente elegirá firmar el contrato acorde a su tipo. Así, en el contrato óptimo, el peor agente obtendrá su nivel de utilidad de reserva (salario mínimo por el cual está dispuesto a trabajar), mientras que el buen agente obtendrá una renta por la diferencia de información (1 millón de dólares y mejor salario). Naturalmente, el único contrato que será eficiente es el firmado por el mejor agente (el genio), dado que el otro está distorsionado por el intento de limitar la renta por información.

En definitiva, Andrew Beal, como matemático autodidacta que se dedica a las finanzas, sabe del enorme valor que se puede extraer de la deducción de patrones de comportamiento en las series de precios de los activos. Para ello necesita contratar a un brillante matemático y por el cual está dispuesto a ofrecer un gran salario. Sin embargo, dado que Beal sabe que ello no alejará a los vendedores de humo, diseña un contrato autoelegible (el juego del millón) y, dado que sólo es un matemático aficionado, usa a la SAM como medio para que no se diluya irrelevantemente el problema de la selección adversa (la cual sólo existe cuando el principal entiende la diferencia entre buenos y malos –algo que un aficionado no puede hacer-). Por lo tanto, dado los recursos que gratuitamente ha utilizado el filántropo banquero, sugiero que los Departamentos de RRHH pasen la factura pensando en el Juego como un mecanismo para potenciar el reclutamiento del personal, mientras que a los matemáticos de fuste les propongo que vayan por el premio mayor (el millón es sólo un vuelto) y estudien a la Conjetura de Beal desde la perspectiva financiera.

Crecimiento y productividad: la economía de las ideas

Durante los últimos dos siglos, en especial durante el siglo XX, los progresos de la humanidad en términos de bienestar han sido enormes. Así, mientras que en los siglos que van desde el I al XVIII el producto per-cápita creció un 40,8% (lo cual se concentra sobre los siglos XIV y XV), durante los últimos dos el crecimiento fue de un 817,7%, que se descompone en una tasa del 92,0% en el XIX y 378,1% durante el último siglo. Al mismo tiempo los datos dan cuenta de un proceso de aceleración, lo cual se puede apreciar en la cantidad de años que demandó duplicar el PIB per-cápita. Cronológicamente, el primero en lograrlo fue el Reino Unido que tardó 58 años (1780-1838), luego lo siguieron Estados Unidos con 47 (1839-1886), Japón con 34 (1885-1919), Italia con 21 (1890-1911), España con 18 (1950-1968), Corea del Sur con 9 (1978-1987) y China con 7 (1987-1994).

El dato es que la tasa de crecimiento de la economía mundial se ha acelerado con el paso del tiempo y esta tendencia no puede atribuirse solamente a las fuerzas de la acumulación de factores productivos (capital y trabajo), las cuales si bien pueden explicar la convergencia, la presencia de rendimientos marginales decrecientes (cada nueva unidad de producción requiere de una mayor cantidad de insumos) las deja de lado en la explicación de un crecimiento permanente. Para conciliar esta aceleración del crecimiento con el proceso de acumulación, el cambio tecnológico tiene que aumentar con el paso del tiempo a un ritmo lo suficientemente rápido como para contrarrestar las limitaciones de la producción.

En 1990, Paul Romer, insatisfecho con su trabajo original de 1986 que daba origen a la teoría del crecimiento endógeno (basándose en la presencia externalidades del conocimiento, ello generaba rendimientos crecientes, lo cual permitía crecer con mercados perfectos), desarrolló un modelo de corte schumpeteriano a los fines de estudiar la evolución de la productividad en función de la generación de ideas.

En este nuevo marco, las empresas invierten recursos en I&D con el fin de desarrollar nuevos productos, los cuales son protegidos por patentes. De esta forma los innovadores consiguen un poder monopólico que pueden utilizar para obtener más beneficios y los beneficios adicio-

nales dan incentivos para invertir en I&D. Al mismo tiempo, dado que el conocimiento no es un bien rival y sólo es parcialmente excluible, ello permite a otros innovadores nutrirse de las nuevas ideas a menores costos amplificando los beneficios sociales de la I&D. En estas circunstancias, el stock de conocimientos al que pueden acceder los innovadores es función de los esfuerzos anteriores dedicados a la I&D, por lo que cuanto más I&D se haya realizado, mayor el stock de conocimientos, lo cual hará que la nueva I&D sea más barata y con ella crezcan los incentivos a seguir creando nuevas ideas.

Bajo este nuevo esquema, las instituciones se vuelven fundamentales. El rendimiento privado de la I&D depende, entre otras cosas, del tiempo de duración de las patentes, la protección de las marcas registradas, la eficacia del sistema jurídico para proteger los derechos de propiedad intelectual y la naturaleza del entorno económico en el que operan las empresas. A su vez, el ahorro juega un rol determinante, donde a mayor nivel de dicha variable, no sólo el producto per-cápita es más alto, sino que además la tasa de crecimiento permanente es más alta.

En función de ello, si el mundo lograra crear la suficiente cantidad de ideas como para sostener una tasa de crecimiento en torno al 4% (algo factible a la luz de la convergencia) durante el siglo XXI, el GDP per-cápita al inicio del próximo siglo sería 50,5 veces mayor que el del 2000. Esto es, la tasa de crecimiento económico se habría acelerado a un 4950,5% (llevándonos a una singularidad económica), por lo que el factor de expansión no sólo sería 10,6 veces mayor al del siglo XX, sino que además sería 3,9 veces superior a lo logrado durante los últimos 20 siglos.

Por lo tanto, cabría preguntarse cuántas ideas potenciales hay antes de que se arribe al temido estado estacionario. Para responder a ello, supongamos que sólo consideramos las instrucciones que pueden escribirse en un párrafo de 100 palabras o menos (típico resumen de un artículo científico). A su vez, la lengua inglesa (idioma dominante en publicaciones) contiene cerca de 20.000 palabras. En función de ello, la cantidad de párrafos con ideas diferentes que podemos crear está dado por 20.000 elevado a la 100, que es mayor que 10 elevado a la 430 (esto es, un 1 seguido de 430 ceros). Aunque la mayoría de estas combinaciones no tendrán sentido, otras describirían el teorema fundamental del cálculo, la teoría de la evolución de Darwin, la teoría microbiana de la enfermedad de Pasteur, la fórmula química de la penicilina, la estructura del ADN y quizás un motor para propulsar las naves espaciales en el futuro.

Supongamos además que sólo 1 de cada 10 elevado a la 100 de estos párrafos contienen una idea coherente. De este modo, los párrafos

posibles ascenderían a 10 elevado a la 330, cifra tropecientos millones de veces mayor que el número de partículas que hay en el Universo. En definitiva, tal como afirmara el padre de la teoría del crecimiento endógeno: “Todas las generaciones han reparado en los límites que impondrían al crecimiento unos recursos finitos si no se descubrieran nuevas ideas. Y todas las generaciones han subestimado las posibilidades de encontrar nuevas ideas. Cometemos sistemáticamente el mismo error de no darnos cuenta de cuántas ideas quedan por descubrir”.

Instituciones, destrucción de valor y estancamiento

1. Instituciones y Funcionamiento de la Economía

Adam Smith, en su monumental obra “Investigación sobre la Naturaleza y las Causas de la Riqueza de las Naciones” (1776), respecto al rol del sector público sostenía: “Poco más hace falta para llevar a un Estado del peor de los barbarismos al máximo grado de opulencia salvo la paz, unos bajos impuestos y una administración de justicia tolerable, el resto vendrá con el curso natural de las cosas”. En este sentido, el bien público más importantes que puede suministra el Estado es el imperio de la ley (instituciones económicas).

El imperio de la ley no puede darse por sentado en la mayor parte del mundo. En muchos países, el sistema judicial es débil y las demandas judiciales tienen tantas probabilidades de resolverse en función de quien tenga mejores conexiones políticas como de quien tenga la razón desde el punto de vista jurídico. Según Douglas North: “la incapacidad de las sociedades para hacer respetar de una manera eficaz y barata los contratos, es la causa más importante tanto del estancamiento histórico como del subdesarrollo contemporáneo”. Así, en un entorno en el que el imperio de la ley es débil, es de esperar que no se acumulen factores de producción y que la actividad económica esté plagada de ineficiencia. Por estas dos razones la productividad disminuirá y el crecimiento será insuficiente para mejorar el bienestar.

Las instituciones económicas afectan los incentivos de los agentes económicos. Las personas que toman las decisiones de crear empresas, invertir, innovar y trabajar estarán condicionadas por las regulaciones existentes, por la seguridad que perciban en el marco normativo y por la confianza en que podrán disfrutar de los frutos de su esfuerzo. La actividad empresarial, y muy especialmente la que tiene un mayor carácter innovador, implica apostar por los rendimientos futuros. Por ello la seguridad jurídica, entendida en términos muy amplios, es crucial para que haya personas dispuestas a emprender ese tipo de actividades. Es necesario que las normas no impongan innecesarias restricciones a las empresas, que sean anónimas, que se cumplan y que se hagan cumplir

sin distinción, que exista la confianza de que los que tienen la función de aplicar distintos aspectos de las mismas lo vayan a hacer con limpieza y sin sesgos. Es necesario que exista una cultura de cumplimiento de contratos y acuerdos, porque los incumplidores reciben la censura social y la acción correctiva de la justicia.

La mera disposición de los agentes económicos para llevar a cabo una inversión productiva y, más aún, para convertirse en empresarios innovadores puede estar limitada por la realidad institucional. Si los agentes perciben que las reglas del juego permiten un rendimiento mayor y menos incierto acercándose al poder, cuando éste es ejercido de forma sesgada, que emprendiendo actividades innovadoras, tenderán a elegir la primera opción. Si el conjunto de regulaciones y algunas prácticas irregulares hacen más probable un rendimiento privado mayor en actividades no creadoras de riqueza, que en actividades empresariales se estarán creando incentivos en contra de la inversión productiva y de la innovación.

Al menos parte de la teoría económica proclama que los fallos de mercado actúan en contra de nuevos empresarios y e innovadores. Barreras a la entrada, estructuras poco competitivas, fallos en los mercados de capitales y deficiencias de acceso a la tecnología, son algunos factores que entorpecen la dinamización de una economía. Pero, con más motivo, son obstáculos para esta dinamización los fallos institucionales, pues la indefinición del marco normativo, la presencia de sesgos en las decisiones de los reguladores a favor de otras empresas, el incumplimiento frecuente de leyes y contratos, puede, simplemente, desincentivar la puesta en marcha de actividades empresariales. Por otra parte, algunos fallos de mercado y la intensidad de muchos de ellos, son la consecuencia directa de una mala calidad institucional. Así, en muchas ocasiones las estructuras poco competitivas son la consecuencia de malas regulaciones o de prácticas sesgadas de los reguladores y los fallos en los mercados de capitales aumentan si existe una mala protección de los derechos de los acreedores.

2. Calidad de las Instituciones y Crecimiento Económico

Existe abundante evidencia empírica en favor de la hipótesis de que las Instituciones Económicas son la causa fundamental del crecimiento a largo plazo. En función de ello, a continuación se presentan aquellas instituciones que favorecen un mayor crecimiento.

2.1. Normas que regulan la actividad de los agentes económicos

La calidad de las normas, la medida en la que éstas incentivan u obstaculizan la actividad empresarial, profesional y laboral, es un elemento

institucional importante. El sistema impositivo puede representar una carga excesiva para la actividad inversora y para el esfuerzo laboral. Puede también generar sesgos a favor de actividades que no son las más eficientes para el crecimiento de la economía. La regulación del comercio exterior, si impide o encarece a los empresarios la importación de bienes de equipo y otros elementos para la producción, o si dificulta la apertura de mercados exteriores, puede operar como una importante traba para el crecimiento.

2.2. Seguridad Jurídica

El cumplimiento de las leyes y de los contratos necesita una Administración de Justicia eficaz e independiente. Pero también unos valores sociales que no sean tolerantes con los incumplidores. La relación entre Seguridad Jurídica y desarrollo empresarial es evidente. No se puede esperar que aparezcan y se mantengan empresarios con capacidad de innovar si no confían en que se mantengan y se cumplan las leyes, se cumplan los contratos, se les respete la propiedad de sus activos y de los rendimientos de los mismos.

2.3. Eficacia y transparencia de las Administraciones

Buena parte de las normas que regulan las actividades económicas no sólo emanan de las propias Administraciones sino que son aplicadas por ellas. Los sesgos que pudiera haber en el desarrollo de las normas y en su aplicación pueden condicionar la actividad empresarial, especialmente la más innovadora. En general, los sesgos se producen a favor de grupos o empresas establecidos, que gozan de relaciones especiales con los poderes públicos, por lo que pueden entorpecer (o, incluso, impedir) el desarrollo de emprendedores que pudieran dinamizar los mercados y los sectores productivos.

2.4. Políticas macroeconómicas

Las políticas macroeconómicas seguidas por los gobiernos forman parte del marco institucional, ya que forman parte de las reglas de juego en las que los empresarios tienen que actuar. Una tasa de inflación alta y variable, un endeudamiento público alto y creciente, un tipo de cambio sobrevaluado, un tipo de interés intervenido, constituyen todas ellas distorsiones que entorpecen la inversión productiva y la apertura de mercados exteriores.

2.5. Valores sociales

Los valores compartidos por una parte sustancial de la sociedad condicionan la interpretación y credibilidad de las normas y dictan la acep-

tación o rechazo social de los incumplimientos de las leyes y de las conductas irregulares. Si bien, los valores sociales son persistentes, no son estáticos, por lo que estos cambian cuando la distribución de los recursos se altera de forma relevante, ya que los valores de los que mejoran inciden en los valores de la mayoría. Así los valores contribuyen también a la persistencia de las instituciones (y a las dificultades para romper una estructura institucional de mala calidad).

3. Creación de Valor e Inversión

3.1. Marco General de La Teoría de la Inversión

La inversión desempeña un papel esencial en el comportamiento de la economía, siendo un factor determinante del nivel de empleo y de la capacidad de crecimiento en el futuro. La teoría básica de la inversión parte reconociendo que, como forma de asignar el consumo a lo largo del tiempo, el gasto en inversión física es una alternativa al ahorro financiero. Esto significa que, para la inversión marginal, el retorno de la inversión debe ser igual al retorno del ahorro.

Los desarrollos modernos de la demanda de inversión en un contexto intertemporal consisten en plantear el problema de una empresa que maximiza el valor actual descontado de sus beneficios presentes y futuros, bajo determinados supuestos, teniendo en cuenta normalmente la existencia de costos de ajuste del capital. A partir de las condiciones necesarias para la resolución de este tipo de ejercicios se pueden generar dos tipos de modelos. Por un lado están los modelos de corte neoclásico, en los que se obtiene una función de demanda de inversión, cuya idea central es la respuesta de la demanda de capital a los cambios en los precios relativos de los factores. Lo que este tipo de modelos determina es, en realidad, el stock de capital óptimo deseado por la empresa, mientras que para introducir el problema de la velocidad de ajuste, se agrega una función que describe los costos asociados a la incorporación de nuevo capital.

Por otro lado, están los modelos de inversión basados en la “q” de Tobin, en los que la tasa de inversión óptima de la empresa depende de dicha relación, definida como el cociente entre el valor de mercado de la firma y el costo de reposición del capital instalado. Lo más interesante de las teorías basadas en la “q” es que dicha relación sintetiza toda la información sobre el futuro que es relevante para las decisiones de inversión de la empresa. Por lo tanto, esta teoría resulta de vital importancia para dar sustento a los modelos de valuación de empresas.

3.2. La Teoría “q” de la Inversión de James Tobin

La “q” de Tobin se define como la relación entre el valor de mercado de la firma (VA) dividido por el valor de reposición o contable de los activos de la misma (A):

$$q = VA / A$$

Tobin hizo el razonamiento de que la inversión neta debería depender de si la “q” es mayor o menor que uno. Si “q” es mayor que uno, ello implica que el mercado valúa el capital (activo) a un monto mayor que su costo de reposición, por lo que sería posible incrementar el valor de la firma aumentando el capital. Aunque en principio no pareciera, esta teoría se encuentra estrechamente ligada con la teoría neoclásica. La conexión deriva de la observación de que la “q” de Tobin depende de la ganancia esperada corriente y futura del capital instalado. Si el valor de la productividad marginal del capital (pPMgK) excede al costo del capital (r_A) entonces el capital instalado obtiene beneficios extraordinarios, lo cual se refleja en una “q” mayor a la unidad y ello incentiva la inversión. Por otra parte, cuando el “pPMgK” es menor que el costo del capital, la “q” es menor a uno y ello conlleva a una caída del stock de capital en la economía.

3.3. Fundamentos de la Valuación de Empresas

En la práctica, los analistas suelen utilizar una amplia gama de modelos para determinar el valor de una compañía, los cuales suelen variar significativamente respecto al grado de sofisticación. Estos modelos a menudo utilizan supuestos muy diferentes acerca de los elementos que afectan al precio, aunque también es cierto que comparten algunas características comunes. En términos generales, se podría señalar que existen tres enfoques para realizar una valuación. El primero de ellos es el método del flujo de fondos descontados, el cual establece que el valor de un activo está determinado por el valor presente descontado de los flujos de fondos esperados. El segundo método es el que se conoce como valuación relativa, el cual determina el precio de un activo observando el precio de una empresa comparable respecto a una variable común tal como las ganancias, el flujo de fondos, el valor libros o las ventas. Por último, tenemos el método de valuación contingente, el cual se apoya en el uso del método de opciones.

Si bien los tres métodos son importantes, dados los objetivos del trabajo, el método que presenta un mejor encuadre conceptual es el del descuento de flujo de fondos. En función de ello, el valor de una firma –suponiendo su continuidad– proviene de la capacidad de la misma para

generar fondos, los cuales se repartirán entre los acreedores y los accionistas. A partir de esto, el valor de la firma viene dado por el valor actual del flujo de fondos para la firma:

$$VA_0 = \frac{FF_1}{(1+r_A)} + \frac{FF_2}{(1+r_A)^2} + \frac{FF_3}{(1+r_A)^3} + \dots + \frac{FF_T}{(1+r_A)^T}$$

Donde denominamos al flujo de fondos para la firma como “FF”, mientras que “ r_A ” es lo que se conoce como costo de oportunidad del capital (activo). En cuanto al flujo de fondos para la firma, el mismo viene dado por el resultado operativo neto de impuestos “ $EBIT \cdot (1-t)$ ” más las amortizaciones (AM), menos las variaciones del capital del trabajo (ΔWC), menos la inversión bruta en activos fijos (Capex):

$$FF_t = EBIT_t \cdot (1-t) + AM_t - \Delta WC_t - Capex_t$$

Mientras que el costo del capital viene dada por el WACC, el cual surge del promedio ponderado de las distintas fuentes de financiamiento (deuda y capital propio):

$$r_A = wacc = k_D \cdot \frac{D}{A} + k_E \cdot \frac{E}{A}$$

El costo de oportunidad de la deuda está dado por “ k_D ”, mientras que “ k_E ” representa el costo de oportunidad para los accionistas, donde éste último surge del modelo de valuación CAPM. Así, hemos desarrollado los elementos que constituyen la valuación de la firma. Por lo tanto, en la sección siguiente, utilizaremos de manera conjunta la “ q ” de Tobin con el modelo valuación de una firma para construir valuaciones que sean consistentes tanto con las bases fundamentales de la creación del valor como con el equilibrio macroeconómico.

3.4. La “ q ” de Tobin y la Valuación de Empresas

De lo presentado en el punto anterior surge que el valor de una firma se crea a partir de su capacidad de generar fondos durante un largo período de tiempo. Además, la capacidad de una empresa para generar valor está impulsada por su crecimiento a lo largo del tiempo y la rentabilidad que consigue de su capital invertido (pPMgK) respecto al costo del capital (WACC). En función de ello, en la presente sección del trabajo se desarrollan el modelo de la “ q ” de Tobin bajo el caso en estado estacionario con y sin crecimiento.

La valuación en el caso donde la firma se halla en el estado estaciona-

rio sin crecimiento se corresponde con aquella situación donde la misma percibe como flujo de fondos su resultado operativo, al tiempo que la variación del capital de trabajo y la inversión neta ($Capex = AM$) son nulas. De esta manera, una vez alcanzado dicho estado, la empresa comienza a generar un flujo de fondos constante hasta la eternidad. En este contexto, el flujo de fondos de la firma se convierte en una perpetuidad, y el valor de la firma vendrá dado por:

$$VA_T = \frac{FF_T}{r_A}$$

Por lo que al reemplazar el flujo de fondos por su valor estacionario obtenemos:

$$VA_T = \frac{EBIT_T \cdot (1-t)}{r_A}$$

Por otra parte, cuando la empresa se encuentra en un equilibrio de estado estacionario sin crecimiento, los costes de ajustes asociados a los incrementos de la capacidad de producción desaparecen y con ello, el valor del producto marginal del capital se debería igualar al costo de oportunidad del capital (WACC). A su vez, dado que el flujo de fondos de la firma viene dado por el producto entre el valor del producto marginal del capital y el activo tenemos que:

$$EBIT_T \cdot (1-t) = p_T PMgK_T \cdot A_T$$

Por lo que al pasar el activo al otro miembro dividiendo, obtenemos:

$$ROA_T = \frac{EBIT_T \cdot (1-t)}{A_T} = p_T PMgK_T$$

Ello significa que el valor del producto marginal del capital viene dado por lo que en el análisis de estados contables se conoce como retorno sobre el activo (ROA). Por lo tanto, ahora resulta posible re-escribir el valor de la firma reemplazando el flujo de fondos de la firma por el producto del "ROA" por el activo:

$$VA_T = \frac{ROA_T \cdot A_T}{r_A}$$

Por último, para hallar la “q” dividimos por el total de activos:

$$q_T = (VA_T / A_T) = (ROA_T \cdot A_T) / r_A \cdot A_T = ROA_T / r_A$$

Consecuentemente, bajo este formato, la “q” de Tobin viene dada por el cociente entre el “ROA” y el WACC (r_A). Así, cuando el “ROA” supere al WACC implicaría que la empresa estaría obteniendo beneficios extraordinarios y por ende debería incrementar su inversión hasta que la “q” se ubique en un nivel igual a la unidad. Sin embargo, este no sería el único alcance de la “q” ya que uno podría reagrupar los términos de modo tal que conociendo el retorno sobre los activos de la firma, el ROA, y el WACC resultaría posible determinar el valor de la compañía:

$$VA_T = q_T \cdot A_T = (ROA_T \cdot A_T) / r_A$$

Por lo tanto, el valor de la firma vendría dado por el producto entre el nivel de activos contables multiplicado por la “q”. A su vez, cuando existe una tasa de crecimiento positiva para el estado estacionario, el modelo de valuación adopta la siguiente fórmula:

$$VA_T = (ROA_T \cdot A_T) \cdot (1+\gamma) / r_A - \gamma$$

Siendo “ γ ” la tasa de crecimiento de largo plazo (o de estado estacionario).

4. La Destrucción de valor kirchnerista

Una de las consecuencias más interesantes del marco analítico desarrollado en la tercera sección del presente trabajo es que permite evaluar la calidad de la política económica mediante el uso de indicadores financieros, que combinados con la “q” de Tobin permiten determinar la destrucción de valor asociada con una mala política económica como su impacto sobre la inversión y la tasa de crecimiento.

Naturalmente, en el marco del contexto desarrollado, la primera medida que surge para intentar evaluar la calidad de la política económica es el riesgo país, el cual puede ser estudiado a partir de dos indicadores. Por un lado se halla el EMBI, el cual es elaborado por el banco JP Morgan. Por otro lado está el CDS (Credit Default Swap), el cual refleja el nivel de cobertura requerido por un inversor para cubrir los pagos en caso de que un país caiga en default. Si bien el indicador de JP Morgan es el más popular, dadas las características del canje de deuda realizado por Argentina, su reflejo del riesgo es inferior al que brinda el CDS.

Si bien el riesgo país es un claro indicador de la calidad de la política económica de un país frente a los ojos del mercado, en principio (sobre

todo si no fuera necesario tomar deuda) no sería más que una opinión. Sin embargo, la evolución del riesgo país tiene un claro impacto sobre la tasa de interés, lo cual afecta negativamente al crecimiento vía su impacto en la “q” de Tobin. Así, cuanto mayor el riesgo país, mayor la tasa de descuento y por ende un menor valor de los activos. A su vez, menor valor de los activos implica una menor inversión y con ello una menor tasa de crecimiento. Por lo tanto, si se busca evaluar el verdadero impacto de la política económica sobre el bienestar, es necesario medir como la misma afecta al valor de la riqueza, ya que en definitiva el valor presente de la última es lo que explica el sendero de consumo para una corriente intertemporal.

Para poder estimar la riqueza (en estado estacionario) es necesario contar con tres elementos. En primer lugar es necesaria una estimación del PIB. En segundo lugar se debe contar con una medida de la tasa de crecimiento de largo plazo de la economía. Por último, en tercer lugar hay que contar con una estimación de la tasa de descuento para el país (un cómputo del WACC argentino). El primero de los insumos no reviste mayor problema, el cual puede ser extraído de cuentas nacionales y señalan que el PIB argentino es de USD 450MM. Por otra parte, aplicando el filtro Hodrick-Prescott para la serie completa del PIB de Argentina, dicha técnica arroja una tasa de crecimiento de largo plazo del 2,9% anual. Por lo tanto, solo resta la estimación del WACC.

Para estimar el WACC es necesario contar con el tamaño de los activos y de la deuda externa, la tasa de interés de la deuda y la tasa que representa el costo del capital propio. En cuanto a los activos, si uno toma como referencia que el promedio de la relación PIB-capital desde 1975 hasta 2004 se ha ubicado en el 28,9%, ello implica que el valor de los activos de la economía argentina es de 3,46 veces el PIB, esto es USD 1.620MM. Por otra parte, las estadísticas para el sector externo elaboradas por el Ministerio de Economía arroja un valor para la deuda externa bruta de USD 220MM, por lo que el patrimonio de los argentinos asciende a USD 1.400MM. Esto es, el activo del país es financiado en un 86% por capital propio, mientras que el 14% restante es aportado por los extranjeros.

En materia de tasas, la estimación del costo de la deuda es simple, ya que la misma surge de tomar la tasa de un bono de los Estados Unidos y sumarle el riesgo país. Por otra parte, para estimar el costo del capital propio de Argentina se procedió a computar el resultado de la suma de la tasa de interés soberana local y el premio ponderado (5%) por la beta, la cual, en consistencia con la teoría financiera (CAPM) debería ser fijada

	Relativas a Argentina				Relativas a Emergentes y LAC			
	Hist.	EMBI (A)	CFK	CDS(5)	EMBI+	CHI	COL	BRA
Costo de la Deuda								
Tasa Libre de Riesgo	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Riesgo Argentino	5,5%	10,0%	15,0%	20,0%	3,6%	1,5%	1,8%	2,5%
Tasa de la Deuda	9,0%	13,5%	18,5%	23,5%	7,1%	5,0%	5,3%	6,0%
Costo del Capital Propio								
Tasa Libre de Riesgo	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	1,8%	1,8%	1,8%
Riesgo Argentino	5,5%	10,0%	15,0%	20,0%	3,6%	1,5%	1,8%	2,5%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Premio	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
CCP ARG	14,0%	18,5%	23,5%	28,5%	12,1%	8,3%	8,6%	9,3%
Participación Externa	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%
Participación Doméstica	86,0%	86,0%	86,0%	86,0%	86,0%	86,0%	86,0%	86,0%
WACC ARG	13,3%	17,8%	22,8%	27,8%	11,4%	7,8%	8,1%	8,8%
PIB ARG	450,0	450,0	450,0	450,0	450,0	450,0	450,0	450,0
Crecimiento de LP	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%
Riqueza ARG BRUTA	4.452	3.108	2.327	1.860	5.428	9.377	8.908	7.838
Pérdida de Riqueza CFK		-30,2%	-47,7%	-58,2%	-57,1%	-75,2%	-73,9%	-70,3%
Crecimiento de LP	2,9%	1,0%	1,0%	1,0%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%
Riqueza ARG BRUTA	4.452	2.705	2.085	1.696	5.428	9.377	8.908	7.838
Pérdida de Riqueza CFK		-39,2%	-53,2%	-61,9%	-61,6%	-77,8%	-76,6%	-73,4%
Q de Tobin	0,58				0,50	0,34	0,36	0,39
Múltiplo de Valor	1,71				1,99	2,91	2,82	2,59

C1: EL ATROZ ENCANTO DE SER ARGENTINO

FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA EN BASE A MECON Y JP MORGAN

en la unidad. Por lo tanto, con este conjunto de datos se determinó la tasa de descuento.

Aún si se mantuvieran constantes las perspectivas de crecimiento de largo plazo, el cuadro muestra el devastador efecto sobre la riqueza nacional por la política económica llevada a cabo por Cristina Fernández de Kirchner. Por ejemplo, si Argentina mostrara un riesgo país similar al promedio histórico, la riqueza nacional ascendería a un monto de USD 4.452MM, por lo que si tomamos el actual riesgo país de 1.000 puntos básicos, la riqueza sería menor en un 30,2%. Sin embargo, si tomamos el promedio del riesgo de la gestión de CFK, esto es 1.500 puntos básicos, la caída de riqueza se ubicaría en el 47,7%, mientras que si se toma el valor del CDS a 5 años, la pérdida asciende a un 58,2%. Al mismo tiempo, si se toma el promedio de la gestión de CFK, la pérdida de riqueza se la comparara en términos del resto de los emergentes que componen el EMBI+, la pérdida sería de un 57,1%, mientras que si la comparación se hace respecto a Chile, Colombia y Brasil, la pérdida sería de 75,2%, 73,9% y 70,3% respectivamente.

Por otra parte, si consideramos el impacto negativo de la tasa de interés sobre el proceso de acumulación de capital el efecto se amplifica. En este sentido, acorde los parámetros argentinos en un modelo de crecimiento del tipo Solow-Swan, un riesgo de 1.500 puntos básicos implicaría una tasa del 1% (lo cual, nos convertiría en un país pobre en 50 años), la pérdida respecto al promedio histórico sería del 53,2%, respecto a los emergentes 61,6%, mientras que contra Chile, Colombia y Brasil sería del 77,8%, 76,6% y 73,4% en forma respectiva.

Por otra parte, respecto al equilibrio a nivel microeconómico, si el riesgo argentino se ubicara en el promedio histórico, las empresas valdrían 1,71 veces más. A su vez, si el riesgo se ubicara en el promedio de los emergentes el valor se multiplicaría 1,99 veces, mientras que para valores como el de los casos de Chile, Colombia y Brasil lo haría en 2,91, 2,82 y 2,59 veces respectivamente.

5. Reflexiones Finales

La relación entre el marco institucional y el desempeño económico de los países ha sido un tema que por muchos años ha concitado el interés de los economistas. En la última década ha adquirido popularidad entre los economistas la hipótesis de que la estructura institucional de un país es un determinante de importancia de la tasa de crecimiento que éste registre, como también del comportamiento de otros indicadores macroeconómicos, como la inflación. Desde esta perspectiva, el análisis del conjunto de

“reglas del juego” que configuran el entorno en el cual se desarrolla la actividad productiva es un aspecto esencial para comprender las diferencias que se observan en el desempeño de las diferentes economías.

En general este concepto se asocia con la forma en que se relacionan los poderes públicos de un país, las restricciones que enfrenta la autoridad en el ejercicio de sus funciones, como también con el grado de protección que tienen la propiedad privada y los contratos entre individuos. Así, aspectos tales como el grado de representación de las diferentes provincias en el Parlamento, el grado de independencia del Poder Judicial y el grado de centralización de las decisiones de políticas públicas debieran estar en el centro del análisis del crecimiento. A su vez, dentro de esta agenda de investigación ocupa un lugar preponderante el estudio de los procesos que llevan a alterar el conjunto de reglas dentro de las cuales se inserta la actividad productiva y la forma en que se distribuyen las utilidades y pérdidas resultantes. Ello requiere identificar la influencia política de los diferentes grupos de la comunidad y la mecánica mediante la cual ésta evoluciona, para desde allí examinar episodios en los que se observó un cambio importante en el marco económico de un país y, como consecuencia de ello, en la tasa de crecimiento del producto, la inflación o el manejo de las finanzas públicas.

Dentro de este marco conceptual y trabajando sobre los conceptos de creación de valor que brindan sustento a la teoría de la inversión procedimos a evaluar el impacto sobre la economía de las políticas establecidas por la Presidente Cristina Fernández de Kirchner. En este sentido, la evolución del riesgo país como indicador de la calidad de la política económica tiene un claro impacto sobre la tasa de interés, lo cual afecta negativamente al crecimiento vía su impacto en la “q” de Tobin. Así, cuanto mayor el riesgo país, mayor la tasa de descuento y por ende un menor valor de los activos. A su vez, menor valor de los activos implica una menor tasa de inversión y con ello una menor tasa de crecimiento. En este sentido, un riesgo país del orden de los 1.500 puntos básicos, no solo hundiría a la tasa de crecimiento (frenando la acumulación de capital que nos haría un país pobre en el futuro) sino que al elevar la tasa de descuento, todo ello implicaría una destrucción de riqueza del 72,4%, mientras que el valor de las empresas, en caso de pasarse a un estado de normalización institucional (similar al resto de los emergentes) implicaría una multiplicación del valor de 2,6 veces. Naturalmente, de tomarse dicho curso, la tasa de inversión se dispararía (lo óptimo sería casi triplicar el stock de capital) generando un fuerte proceso de aceleración del crecimiento y aumento del bienestar.

Por lo tanto, como reflexión final no queda más que retornar a las fuentes. En este sentido como afirmara Adam Smith: “Es la mayor impertinencia y presunción, en reyes y ministros, pretender vigilar la economía privada de la gente y restringir su gasto”... “Ellos son por sí mismos, sin excepción, los más dilapidadores de la sociedad. Es mejor que vigilen su propio gasto y pueden confiar sin peligro en la gente particular que decide los suyos. Si su propia extravagancia no arruina al Estado, no será por falta de ganas”... “Las grandes naciones nunca se empobrecen a causa del sector privado”.

Teoría de la inversión y mercados financieros: Si Tobin viviera quemaría Wall Street

I. Introducción

Si alguna vez Usted en su vida pensó seriamente en ahorrar mediante la compra de acciones, seguramente le habrán llegado a sus manos reportes sobre compañías, en los cuales los analistas suelen contarles como ven a la empresa de cara al futuro y cómo todo ello se traduce en una recomendación (comprar –de manera fuerte o normal-, aumentar, mantener, reducir o vender). Una valuación implica una opinión sobre el futuro, la cual está reflejada en las proyecciones realizadas por los analistas. De ello surge que las proyecciones de los analistas son de vital importancia y que las bases sobre las cuales estas se construyen son un elemento crucial. Por lo tanto, el objetivo del presente trabajo es mostrar, de manera intuitiva, los elementos que brinda la teoría económica para construir proyecciones que sean consistente con el equilibrio de la economía en su conjunto y evitar la toma de decisiones basadas en documentos que pueden constituir verdaderos disparates, los que lamentablemente son muchos mas frecuentes que lo que uno desearía o al menos podría saber tolerar con mucha paciencia en un principiante.

A partir de ello el trabajo se estructura en cuatro bloques. En primer lugar se plantea el contexto bajo el cual se desarrolla la teoría de la inversión, haciendo énfasis especial sobre la teoría “q” desarrollada por James Tobin. A su vez, dado que el elemento más significativo de la “q” viene de la determinación del valor de mercado de los activos, se presenta de manera resumida los fundamentos básicos de la valuación de empresas. A continuación, utilizando los desarrollos previos se construye un marco analítico sobre el cual deberían sustentarse las valuaciones de empresas, teniendo en cuenta la “q” de Tobin y el equilibrio macroeconómico de largo plazo.

Por último, se presentan las conclusiones del trabajo, las cuales sirven de guía no sólo para construir valuaciones consistentes con el equilibrio macroeconómico sino que también son de utilidad para evaluar la calidad de las recomendaciones realizadas por los analistas de inversiones. Adicionalmente, para facilitar la comprensión del trabajo, al final del mismo se adjunta un glosario con los términos utilizados que revisten mayor relevancia.

II. La Teoría de la Inversión

II.1. Marco General de La Teoría de la Inversión

La inversión desempeña un papel esencial en el comportamiento de la economía, siendo un factor determinante del nivel de empleo y de la capacidad de crecimiento en el futuro. La teoría básica de la inversión parte reconociendo que, como forma de asignar el consumo a lo largo del tiempo, el gasto en inversión física es una alternativa al ahorro financiero. Esto significa que, para la inversión marginal, el retorno de la inversión debe ser igual al retorno del ahorro.

Los desarrollos modernos de la demanda de inversión en un contexto intertemporal consisten en plantear el problema de una empresa que maximiza el valor actual descontado de sus beneficios presentes y futuros, bajo determinados supuestos, teniendo en cuenta normalmente, la existencia de costos de ajuste del capital. A partir de las condiciones necesarias para la resolución de este tipo de ejercicios se pueden generar dos tipos de modelos.

Por un lado están los modelos de corte neoclásico, en los que se obtiene una función de demanda de inversión a partir de la teoría de acumulación óptima de capital por parte de una empresa, y cuya idea central es la respuesta de la demanda de capital a los cambios en los precios relativos de los factores. Lo que este tipo de modelos determina es, en realidad, el stock de capital óptimo deseado por la empresa, mientras que para introducir el problema de la velocidad de ajuste, se agrega una función que describe los costos asociados a la incorporación de nuevo capital.

Por otro lado, están los modelos de inversión basados en la “q” de Tobin, en los que la tasa de inversión óptima de la empresa depende de dicha relación, definida como el cociente entre el valor de mercado de la firma y el costo de reposición del capital instalado. Lo más interesante de las teorías basadas en la “q” es que dicha relación sintetiza toda la información sobre el futuro que es relevante para las decisiones de inversión de la empresa. Por lo tanto, esta teoría resulta de vital importancia para dar sustento a los modelos de valuación de empresas.

II.2. La Teoría “q” de la Inversión de James Tobin

La “q” de Tobin se define como la relación entre el valor de mercado de la firma (VA) dividido por el valor de reposición de los activos de la misma (A)²:

² En el trabajo se define al activo como capital invertido, es decir, activo total menos inversiones de corto plazo, menos deudas comerciales.

$$q = VA / A$$

Tobin hizo el razonamiento de que la inversión neta debería depender de si la “q” es mayor o menor que uno. Si “q” es mayor que uno, ello implica que el mercado valúa el capital (activo) a un monto mayor que su costo de reposición, por lo que sería posible incrementar el valor de la firma aumentando el capital. Aunque en principio no pareciera, esta teoría se encuentra estrechamente ligada con la teoría neoclásica. La conexión deriva de la observación de que la “q” de Tobin depende de la ganancia esperada corriente y futura del capital instalado. Si el valor de la productividad marginal del capital (pPMgK) excede al costo del capital (r_A) entonces el capital instalado obtiene beneficios extraordinarios, lo cual se refleja en una “q” mayor a la unidad y ello incentiva la inversión. Por otra parte, cuando el “pPMgK” es menor que el costo del capital, la “q” es menor a uno y ello conlleva a una caída del stock de capital en la economía.

III. Fundamentos de la Valuación de Empresas

En la práctica, los analistas suelen utilizar una amplia gama de modelos para determinar el valor de una compañía, los cuales suelen variar significativamente respecto al grado de sofisticación. Estos modelos a menudo utilizan muy diferentes supuestos acerca de los elementos que afectan al precio, aunque también es cierto que comparten algunas características comunes. En términos generales, se podría señalar que existen tres enfoques para realizar una valuación. El primero de ellos es el método del flujo de fondos descontados, el cual establece que el valor de un activo está determinado por el valor presente descontado de los flujos de fondos esperados. El segundo método es el que se conoce como valuación relativa, el cual determina el precio de un activo observando el precio de una empresa comparable respecto a una variable común tal como las ganancias, el flujo de fondos, el valor libros o las ventas. Por último, tenemos el método de valuación contingente, el cual se apoya en el uso del método de opciones.

Si bien los tres métodos son importantes, dados los objetivos del trabajo, el método que presenta un mejor encuadre conceptual es el del descuento de flujo de fondos. En función de ello, el valor de una firma –suponiendo su continuidad– proviene de la capacidad de la misma para generar fondos, los cuales se repartirán entre los acreedores y los accionistas. A partir de esto, el valor de la firma viene dado por el valor actual del flujo de fondos para la firma:

$$VA_0 = \frac{FF_1}{(1+r_A)} + \frac{FF_2}{(1+r_A)^2} + \frac{FF_3}{(1+r_A)^3} + \dots + \frac{FF_T}{(1+r_A)^T}$$

Donde denominamos al flujo de fondos para la firma como “FF”, mientras que “ r_A ” es lo que se conoce como costo de oportunidad del capital. En cuanto al flujo de fondos para la firma, el mismo viene dado por el resultado operativo neto de impuestos “ $EBIT \cdot (1-t)$ ” más las amortizaciones (AM), menos las variaciones del capital del trabajo (ΔWC), menos la inversión bruta en activos fijos (Capex):

$$FF_t = EBIT_t \cdot (1-t) + AM_t - \Delta WC_t - Capex_t$$

Mientras que el costo del capital viene dada por el WACC, el cual surge del promedio ponderado de las distintas fuentes de financiamiento (deuda y capital propio):

$$r_A = wacc = k_D \cdot \frac{D}{A} + k_E \cdot \frac{E}{A}$$

El costo de oportunidad de la deuda está dado por “ k_D ”, mientras que “ k_E ” representa el costo de oportunidad para los accionistas, donde éste último surge del modelo de valuación CAPM. Así, hemos desarrollado los elementos que constituyen la valuación de la firma³.

En estos términos, una valuación implica una opinión sobre el futuro y ello está reflejado en que el valor está conformado por las proyecciones de flujos de fondos. Así surge que las proyecciones son de vital importancia y que las bases sobre las cuales estas se construyen son un elemento crucial. Por lo tanto, en la sección siguiente, utilizaremos de manera conjunta la “q” de Tobin con el modelo valuación de una firma para construir proyecciones que sean consistentes con el equilibrio macroeconómico.

IV. La “q” de Tobin y la Valuación de Empresas

De lo presentado en el punto anterior surge que el valor de una firma se genera a partir de su capacidad de generar fondos durante un largo período de tiempo. Además, la capacidad de una empresa para generar valor está impulsada por su crecimiento a lo largo del tiempo y la rentabilidad que consigue de su capital invertido (pPMgK) respecto al costo del capital (WACC). A su vez, la valuación por el método del flujo de fondos descontados está asociada, salvo casos muy concretos, a un intervalo tem-
 3 Habitualmente los reportes sobre empresas ofrecen la valuación de las acciones, las cuales surgen de tomar el valor de la firma y restarle el valor de la deuda.

poral infinito. Por lo tanto, ello conlleva a una cuestión adicional que es la definición de la duración de la vida de la firma.

Un enfoque consiste en establecer una proyección a cien años y no preocuparse de lo que pueda suceder posteriormente, ya que su valor descontado será insignificante a partir de ese momento. Sin embargo, este enfoque impone la dificultad de realizar explícitamente una proyección de rendimiento. Alternativamente, el problema puede ser resuelto separando el valor de la empresa en dos períodos: (i) el período de proyección explícita y (ii) el resto del período (estado estacionario). El valor surgido del segundo término se denomina valor residual y es fundamental una estimación de alta calidad del mismo, ya que dicho concepto representa un porcentaje elevado del valor total de la empresa. En un estudio realizado por Copeland, Koller y Murrin (2004) se muestra que el porcentaje del valor residual sobre el valor de la firma oscila entre un 56% y 125%. Por lo tanto, en este apartado mostraremos cómo la “q” de Tobin nos ayuda a contestar tres cuestiones fundamentales acerca del valor residual: (i) cuáles son las condiciones de equilibrio de largo plazo que debe cumplir la valuación para ser consistente con el equilibrio de la economía, (ii) cuánto tiempo debe abarcar el período de proyección y (iii) cómo debería estar determinada la dinámica de la proyección desde el presente hasta el estado estacionario.

IV.1. La “q” de Tobin y el Valor Residual

Dado el enorme peso que tiene el valor residual sobre la valuación de la firma es fundamental comprender las condiciones de largo plazo que están involucradas en dicho proceso. Con el objeto de mantener el análisis en un marco extremadamente simple, supondremos que en el estado estacionario no existe crecimiento, por lo que una vez alcanzado dicho estado, la empresa comienza a generar un flujo de fondos constante hasta la eternidad. En este contexto, el flujo de fondos de la firma se convierte en una perpetuidad, y el valor de la firma vendrá dado por:

$$VA_T = \frac{FF_T}{r_A}$$

Naturalmente, un equilibrio de estas características implica que la variación del capital de trabajo (ΔWC) debería ser nula, al tiempo que la inversión bruta (capex) debería ser igual a las amortizaciones (AM) de modo tal que el nivel de activo fijo permanezca constante. Así, el flujo de fondos de la firma sería igual al resultado operativo neto de impuesto, por lo que ahora el valor de la firma vendría dado por la siguiente expresión:

$$VA_T = \frac{EBIT_T \cdot (1-t)}{r_A}$$

Por otra parte, cuando la empresa se encuentra en un equilibrio de estado estacionario sin crecimiento, los costes de ajustes asociados a los incrementos de la capacidad de producción desaparecen y con ello, el valor del producto marginal del capital se debería igualar al costo de oportunidad del capital (WACC). A su vez, dado que el flujo de fondos de la firma viene dado por el producto entre el valor del producto marginal del capital y el activo:

$$EBIT_T \cdot (1-t) = p_T PMgK_T \cdot A_T$$

A su vez, al pasar el activo al otro miembro dividiendo, obtenemos:

$$ROA_T = \frac{EBIT_T \cdot (1-t)}{A_T} = p_T PMgK_T$$

Ello significa que el valor del producto marginal del capital viene dado por lo que en el análisis de estados contables se conoce como retorno sobre el activo (ROA). Por lo tanto, ahora resulta posible re-escribir el valor de la firma reemplazando el flujo de fondos de la firma por el producto del “ROA” por el activo:

$$VA_T = \frac{ROA_T \cdot A_T}{r_A}$$

Por último, para hallar la condición de equilibrio de largo plazo de la empresa que es consistente con el equilibrio de la economía en su conjunto, deberíamos plantear la “q” de Tobin en el momento “T”, sabiendo que en el estado estacionario dicha relación debe valer uno:

$$q_T = \frac{VA_T}{A_T} = \frac{ROA_T \cdot A_T}{r_A \cdot A_T} = \frac{ROA_T}{r_A} = 1$$

Por lo tanto, al construir el valor residual, el “ROA” debe igualarse al WACC (r_A). Cuando esto sucede la “q” de Tobin es igual a uno y el equilibrio de largo plazo de la firma es consistente con el de la economía. Por otra parte, cuando el “ROA” supere al WACC implicaría que la empresa estaría obteniendo beneficios extraordinarios en el largo plazo. Dado lo poco razonable de tal situación, ello deriva en una sobre estimación del valor de la firma.

IV.2. Determinación de “T” y Sendero de la Proyección

Una vez solucionado el problema de la estimación del valor residual, aparece otro problema, el cuál viene dado por la determinación del momento a partir del cual comienza el estado estacionario. Puesto en otros términos, aparece el problema del “T”, que no es ni más ni menos que la determinación del intervalo de proyección explícita del flujo de fondos de la firma.

En general, respecto a la determinación del período de proyección, la bibliografía suele ser muy ambigua, señalando que la proyección se debe realizar hasta el momento en que la firma llega a una situación de madurez. En el mejor de los casos se afirma que dicho estado se produce cuando la tasa de crecimiento de la firma converge hacia el nivel de largo plazo de la economía, de modo tal que la proyección del valor residual no implique que la empresa se coma a la economía.

Si bien estas definiciones son sumamente atractivas, en rigor son tan amplias y dejan tanta discrecionalidad al analista, que terminan siendo sumamente peligrosas. Sin embargo, el método de la “q” de Tobin también nos ofrece una perspectiva acerca de por lo menos cuantos años debe abarcar “T”. Si uno revisa la fórmula de la “q” es posible observar que en el denominador de la misma se encuentra el valor de reposición de los activos, que por cuestiones de simplicidad asumimos que era similar al valor contable de los mismos. Claramente, en este punto, tal nivel de simplificación podría ser excesivo ya que pueden existir cuestiones de mercado, legales, impositivas y/o tecnológicas, por las que el valor contable de los activos puede diferir del valor de reposición. Por lo tanto, para que la construcción del valor residual esté limpia de toda distorsión contable, la proyección debe abarcar el tiempo suficiente como para haber sacado todos los activos actuales del balance de “T”. Dicho objetivo se logra solo cuando el intervalo de proyección viene dado por la inversa de la tasa de amortización del activo productivo más largo. Por ejemplo, si las máquinas amortizan un 10% por año, la proyección debería incluir por lo menos diez períodos.

Por último, respecto del sendero de proyección podemos decir que mientras que el “ROA” inicial es un dato y, dada la “q” de Tobin, el “ROA” final también lo es. Por lo tanto, el sendero de proyección debe ser uno tal que una estos puntos. En tanto al proceso de convergencia, ello dependerá del mercado. Así, cuanto más sencilla la entrada y salida a un mercado la convergencia será mas rápida, mientras que cuanto más altas las barreras a la entrada y más complicada la salida, existirá una convergencia mas lenta.

V. Conclusiones

En el presente trabajo hemos demostrado como la teoría económica, en especial la “q” de Tobin, nos puede resultar de suma utilidad al momento de realizar una valuación o evaluar el trabajo de un analista de acciones para tomar una decisión de inversión. En función de ello arribamos a tres resultados: (i) el intervalo de proyección explícita debe por lo menos durar un equivalente en años a la inversa de la tasa de amortización del activo productivo mas largo, (ii) en el equilibrio de estado estacionario, la estimación del valor residual que es consistente con el estado de la economía implica que el “ROA” se iguale al WACC, por último (iii) la velocidad de convergencia del “ROA” a su valor de largo plazo estará determinado en forma directa por la libre entrada y salida al mercado. Si Usted no cree en esto y está enamorado de los explosivos análisis de los “muchachos de Wall Street”, le sugiero que hable con la Academia de Estocolmo y propóngale que le quite el Premio Nobel a James Tobin y que se los dé a los muchachos de la calle de la pared.

ANEXO: Glosario

CAPM: Capital Asset Pricing Model, modelo que arroja el costo de oportunidad del accionista.

Coste ajuste del capital: son costos en los que se incurre cuando se modifica el stock de capital. Ejemplo de ellos son los costos de instalación o el entrenamiento de los empleados.

Costo de oportunidad para los accionistas: es la tasa requerida por los accionistas para ingresar en el negocio, dicha tasa viene dada por la tasa libre de riesgo, más el riesgo específico.

Costo de oportunidad de la deuda: dicho costo viene dado por la tasa de interés de la deuda, neteada del ahorro fiscal que se produce asociado al pago de intereses ($kD = rD \cdot (1-t)$).

EBIT: Resultado antes de Intereses e Impuestos.

Neoclásico: escuela de pensamiento económico que trabaja sobre la idea de optimización.

Opciones: Instrumento financiero que ofrece al tenedor del la opción de ejercer o no su derecho.

Perpetuidad: Instrumento financiero que paga una renta fija de forma perpetua.

pPMgK: valor del producto marginal del capital, el cual implica una tasa de retorno del mismo.

ROA: Retorno sobre los Activos.

Valuación relativa: es una valuación que se realiza utilizando una empresa asimilable.

Velocidad de ajuste: referencia a casos donde el ajuste de mercado no es instantáneo, lo cual implica que en el corto plazo existe una situación de temporaria desequilibrio.

WACC: Costo Promedio Ponderado del Capital.

WC: Capital de Trabajo.

Roma: la primera víctima del populismo

Los habitantes de la Roma antigua tenían un estándar de vida elevado. Aún hoy, los turistas siguen maravillándose a la vista de los templos, de los baños, de las calles y de los acueductos que aquella antigua civilización había logrado construir. Alrededor del año 100 AC., Roma tenía calles mejor pavimentadas, un mejor sistema de evacuación y abastecimiento del agua y mejor protección contra los incendios que las capitales de la Europa civilizada de 1800 (Mokyr).

Las explicaciones para el sorprendentemente elevado estándar de vida en el Alto Imperio no pueden basarse sobre ninguna tecnología espectacular de la época. Por lo contrario, el motivo de para dichos logros surge del hecho de que los mercados de bienes, la disponibilidad de mano de obra y los mercados de capitales se desarrollaron adecuadamente durante la Roma antigua, lo cual contribuyó a promover la especialización y la eficiencia. Esto es, las instituciones propias del mercado y un sistema de gobierno estable fueron los ingredientes básicos que produjeron este admirable resultado.

Así, al llegar el Imperio Romano a su cenit en el Siglo II -bajo los Antonios, los emperadores “buenos”-, se había instaurado un avanzado régimen de división social del trabajo al amparo de un activo comercio interregional. Varios centros metropolitanos, un número considerable de ciudades y muchas aglomeraciones urbanas más pequeñas constituían núcleos de refinada civilización. Los habitantes de estas poblaciones eran abastecidos de alimentos y materias primas procedentes no ya de las comarcas agrícolas próximas, sino también de provincias lejanas. Algunos de estos suministros fluían en concepto de rentas, pero la porción más considerable provenía del intercambio de los productos manufacturados de los habitantes de la ciudad y los artículos ofrecidos por los miembros de la población rural. Se registraba, además, un comercio intensivo entre las distintas regiones del vasto Imperio. Tanto la industria, como la agricultura, tendían a un nivel creciente de especialización. Las diversas partes del Imperio no eran económica autárquicas; operaban de modo interdependiente.

En este contexto floreciente apareció por primera vez el populismo.

El lema de los gobernantes en Roma era: “Panem et Circenses” -pan y circo-, premisas bajo las cuales el Estado garantizaba las conquistas sociales de los pobres (Huerta de Soto). El comercio de cereales y demás bienes considerados de primera necesidad se convirtieron en objeto de la intervención por parte de las autoridades del Imperio. Se consideraba inmoral pedir por los artículos esenciales precios superiores a los que las gentes estimaban normales. Las autoridades intervenían enérgicamente para cortar lo que consideraban abusos de los especuladores. La escasez fue atacada mediante la implementación de la ANNOMA (nacionalización del comercio de granos), la cual fracasó de manera rotunda empeorando aún más las cosas. Los cereales escaseaban en las aglomeraciones urbanas y los agricultores, por su parte, se quejaban de que el cultivo no era rentable a los precios fijados. La creciente interferencia de las autoridades impedía que se equilibrara la oferta con una siempre creciente demanda.

El desastre final sobrevino cuando, ante los disturbios sociales de los Siglos III y IV, los emperadores decidieron financiar el déficit del Estado degradando la calidad de la moneda. Tales prácticas inflacionarias, unidas a controles de precios, definitivamente paralizaron la producción y el comercio desintegrando toda la organización económica. Para no morir de hambre, la gente huía de las ciudades; retornaban al agro, dedicándose al cultivo de cereales, olivos, vides y otros productos, pero sólo para el propio consumo. Paso a paso, la agricultura en gran escala resultaba cada vez menos racional dados los exiguos precios. A su vez, como los propietarios rurales no podían vender en las ciudades, los artesanos urbanos perdieron también su clientela. Al final, el terrateniente abandonó la explotación en gran escala y se convirtió en mero receptor de rentas abonadas por arrendatarios y aparceros. Los latifundios fueron haciéndose cada vez más autárquicos. La actividad económica de las grandes urbes, el comercio mercantil y el desenvolvimiento de la manufacturas ciudadanas se redujo de modo notable. El progreso de la división del trabajo, tanto en Italia como en las provincias del Imperio, se derrumbó. La economía de la antigua civilización (que tan alto nivel alcanzara), retrocedió a un status que hoy denominaríamos feudal, el cual se volvió a recuperar entre fines del Siglo XVIII y comienzos del XIX.

En función de ello cabe preguntarnos que hubiera pasado con el desarrollo de la humanidad si el Imperio Romano no hubiera caído, entre otras cosas, en las garras del populismo. Para construir este contrafáctico resulta clave el punto donde se corta la serie romana y el empalme en torno a la Edad Moderna. Para ello trabajaremos con el modelo de

crecimiento unificado de Oded Galor quien combina en un modelo los resultados maltusianos con el crecimiento endógeno basado en la acumulación de capital humano y la transición demográfica. Respecto al primer corte, el mismo estaría dado en el año 350 DC, momento en que se produce la decantación del sistema de políticas populistas combinadas con controles de precios ligadas al Edicto de Diocleciano (301 DC). Por otra parte, en cuanto al empalme, el mismo tendría lugar en el año 1.450 DC, año en que se estima que Gutenberg habría creado la imprenta. De hecho, algunos historiadores han sostenido que la libre difusión de la investigación científica y la ilustración fueron importantes precursores de la Revolución Industrial (David, 1998, 2004; Mokyr, 2002). Esto es, el camino hacia la industrialización habría sido sumamente más difícil de no haber existido la imprenta.

Por lo tanto, en función de dicha hipótesis, el mundo habría alcanzado el mismo PIB per-cápita que el del año 2.000 DC en el año 903 DC. A su vez, en el año 936 DC se hubieran superado los 6.000M de habitantes y los 11.000M que se esperan para el 2.100 DC se hubieran alcanzado en el año 1.038 DC. En la misma línea, el hombre habría llegado a la luna en el intervalo de tiempo que va desde el año 879 DC (por criterio PIB per-cápita) al año 903 DC (criterio poblacional). Es más, si a partir del año 901 DC (momento en que se agotan los años de empalme) se supone que el PIB por habitante replicaría el crecimiento del Siglo XX del 1,6% (pese a que hoy supera el 3%), el nivel de dicha variable en la actualidad sería 32,65 millones mayor que el actual, al tiempo que la población se habría multiplicado por 33,84 veces.

Naturalmente, Usted, a lo igual que Kenneth Boulding podría sostener que “todo aquel que crea que el crecimiento exponencial puede continuar indefinidamente en un planeta finito está loco o es economista”. Por otra parte, podría darle un crédito a la hipótesis de la singularidad (piense en las recientes hamburguesas generadas desde células madres de una vaca que se han impreso en un laboratorio con gusto similar a las convencionales). Sin embargo, más allá de todo esto, lo que sí debería quedar en claro es que la implementación del sistema populista no sólo extendió la miseria del pueblo romano de aquel entonces, sino que además hundió al bienestar del mundo en una brutal oscuridad de la cual costó salir 1.100 años.

Golpeando las Puertas del Paraíso

Como humanos, primero tomamos conciencia del mundo tal como es actualmente. La primera instancia es como tomar una foto instantánea, para luego incorporar el movimiento a la misma. Inicialmente asumimos que la foto instantánea es permanente y no sólo un momento de un viaje cuyo paisaje cambia de manera continua. Quizás esto es porque los cambios son o nos parecen que toman lugar lentamente. Y quizás también porque los cambios son difíciles de anticipar o es difícil pensar acerca de los mismos hacia delante. Además, siempre es mucho más simple mirar hacia atrás.

Si Usted le hubiera preguntado en el año 1.750 a las personas que vivían en aquellos países que hoy definimos como avanzados, acerca de como sería el mundo en el futuro, probablemente le hubieran dicho que no mostraría mayores cambios. De hecho, los datos avalaban la afirmación. Es más, si a las personas de aquel momento le hubiera sugerido que en luego de 200 años países como Estados Unidos, Canadá, Australia y Nueva Zelanda mostrarían ingresos superiores a los asiáticos en torno a las 13 veces, seguramente lo hubieran tildado de trastornado. Sin embargo, para 1950, el ingreso promedio de los habitantes de estos países (en dólares Geary-Khamis de 1.990) se multiplicó por 20, pasando de USD 500 a USD 10.000. Este nuevo crecimiento fue impulsado por la aplicación de la ciencia y la tecnología al proceso productivo, las mejoras en la logística y en las comunicaciones, las mejoras en la administración y las innovaciones en el marco institucional, como así también la forma en que los gobiernos interactúan con el resto de la economía.

A pesar de ello, esta mejora del crecimiento fue confinada solamente a aquellos países que hoy llamamos avanzados. Esto es, sólo afectó cerca del 15% de la población mundial. Fuera de este grupo, el patrón de crecimiento siguió en línea con los siglos anteriores. Los trenes, los autos, la electricidad y los teléfonos sólo mejoraron la calidad de vida de los países desarrollados, sin mayor impacto sobre el resto del planeta. Así, el patrón global de ingresos se caracterizó por una fuerte divergencia entre los países avanzados y los restantes. Lo importante es captar que dicha foto de la economía del mundo en 1.950 se corresponde con un proceso de 200

años de historia. Un período de quiebre en el proceso económico donde 750 millones de personas vivían en un mundo desarrollados y donde los 4.000 millones restantes quedaron retrasados.

En el mismo sentido, si en 1950 Usted hubiera sugerido que los países en vía de desarrollo se aproximarían a los niveles de Europa y de los Estados Unidos, probablemente hubiera tenido la misma respuesta que en el caso anterior. Pero la foto es una foto y lejos está de ser la película. Terminada la Segunda Guerra Mundial, el patrón cambió nuevamente. Los países en vías de desarrollo comenzaron a crecer. Al inicio este proceso fue lento y se trataba de países aislados. Con el correr de los años, este proceso comenzó no sólo a ampliarse en el número de países sino que además la tasa de crecimiento se aceleró.

De hecho, la propia evolución del término que describe “al 85% restante del planeta” es en sí misma interesante. En algún momento se dejó de hacer referencia a dichos países como pobres para ser llamados subdesarrollados. Luego recibieron el nombre de países menos desarrollados. A continuación se los denominó como países en vías de desarrollo, mientras que recientemente han recibido el nombre de países emergentes. Dicha evolución en el lenguaje utilizado par definir el estado de situación de dichos países refleja la toma de conciencia acerca del proceso de crecimiento que se está experimentando y que naturalmente la situación presente de pobreza no es permanente (como si fuera una suerte de estado estacionario de subdesarrollo). Todo esto sugeriría que estamos transitando el camino de una transición hacia donde al final del mismo se encuentra un alto nivel de ingresos y con una muchísima mejor calidad de vida.

La contrapartida empírica de este proceso de aceleración del crecimiento es la cantidad de años necesarios para duplicar la renta. Así, separando la Era Cristiana en dos períodos: (i) uno que va desde el año 0 al 1.800 y (ii) otro que toma los restantes 200 años hasta el final del Siglo XX, la cantidad de años pasó de 3.649 en el primer período a 63. Es más, si se toman los datos de la última mitad del siglo XX se aprecia que la cantidad de años para que un individuo duplique su ingreso cayó a 33 años.

A su vez, durante el siglo XX es posible apreciar una reversión en la desigualdad entre países. Previo a la Revolución Industrial el mundo desarrollado era dueño del 26% de la renta, número que luego del hito productivo comenzó a crecer hasta alcanzar un máximo del 60% en la década del '50. Sin embargo, ese número ha descendido al 45%, mientras que el coeficiente de Gini (el cual mide la concentración del ingreso) cayó desde 0,7 a 0,6. Esto es, los datos no sólo muestran una mejora en la distribución del ingreso sino que además al mismo tiempo brinda con-

firmación de la hipótesis de la convergencia (en el largo plazo todos los países tenderían al mismo ingreso per-cápita).

En definitiva, como sostiene Michael Spence (Premio Nobel 2001), 1.950 es el punto de partida de un largo viaje de un siglo para la economía mundial. El punto final del mismo podría ser un mundo en el cual, el 75% de la población mundial viva en países desarrollados. Por lo tanto, un mundo mejor es posible. Para lograrlo, durante la transición, es necesario estimular la formación de capital humano (salud y educación), mantener baja la inflación, preservar el equilibrio fiscal, fomentar el comercio exterior y la competencia, flexibilizar el mercado laboral (para los nuevos ingresantes), estimular al ahorro vía una macro estable y proteger los derechos de propiedad para que la inversión provea el stock de capital y el progreso tecnológico que permita un salto continuo en la productividad, en los ingresos (salarios reales) y en el consumo.

Hacia la Singularidad en Economía

Examinando la historia de la humanidad hasta el siglo XIX y comparándola con el siglo XX, creer que lo mejor está por venir (aun cuando de tanto en tanto haya crisis) no es un exceso de optimismo. No le pido que me crea, pero al menos déjeme proponerle un juego. Imagínese que le regalan un viaje en el tiempo para presenciar el nacimiento de Jesucristo. Llega al pesebre y lo primero que sucederá es que para Usted la virginidad de la Virgen María no le genera conflicto alguno dado que viene de un lugar donde ello es técnicamente factible.

Luego, sale a pasear por Belén y percibe que la gente vive en promedio 25 años, por lo que para brindarles una dosis de optimismo les cuenta que en un futuro ese número se triplicará y que no sólo hay personas que exceden los 100 años, sino que además Ronald Coase publicó un libro a los 102 años. Ello lo induce a que les hable de la imprenta de Gutenberg y como percibe que la gente se entusiasma, les cuenta que donde Usted vive hay agua potable, luz eléctrica, heladeras, aire-acondicionado, microondas, calefacción a gas, cine, televisión, DVDs, computadoras, iPad, teléfonos y rascacielos. Hay una muchedumbre que no sale de su asombro y le preguntan por los caballos, burros y camellos, a lo que le contesta que si bien hoy existen, nos transportamos en autos, buses, trenes, subtes, enormes barcos y hasta volamos en aviones. Naturalmente, explicar estos bienes le demanda mucho tiempo y se le hace de noche, con lo que si como todo esto fuera poco señala el oscuro cielo y le dice que además llegamos a la luna. Al terminar de describir nuestro mundo ¿qué cree que pensarán de Usted? No es necesario leerle la mente para adivinar que los lugareños creerán que está loco. Es más, si esa gente tuviera previsión perfecta acerca de lo que pasará en los siguientes 33 años, lo encerrarán en una cárcel y lo crucificarán junto a Jesucristo.

La contrapartida de todos estos logros materiales de 2.000 años ha sido una tasa de crecimiento del producto per-cápita del 0,13% anual, lo cual implicó que el nivel de ingreso se multiplicara 12,9 veces, al tiempo que la población lo hizo en 26,9 veces. Sin embargo, hacer la cuenta en las puntas esconde mucha información. Así, separando la evolución del PIB per-cápita entre el período que va desde el año 1 al 1.800 y los res-

tantes 200 años, podemos observar que la tasa de crecimiento pasó del 0,02% al 1,1%, mientras que el nivel de ingreso que durante el primer período había crecido en un 40,8% (concentrado en los siglos XIV y XV), durante el segundo período se multiplicó 9,18 veces. Ello implica que durante los últimos dos siglos el crecimiento per-cápita fue 817,7%, siendo del 92,0% en el XIX y 378,1% durante el último.

A su vez, la cantidad de años necesarios para duplicar la renta pasó de 3.649 en el primer período a 63. Es más, si se toman los datos de la última mitad del siglo XX se aprecia que la tasa de crecimiento se aceleró hasta el 2,1% y la cantidad de años para que un individuo duplique la calidad de vida de sus abuelos ha caído a 33. Esto es, los datos dan cuenta de un proceso de aceleración, lo cual se puede apreciar en la cantidad de años que demandó duplicar el PIB per-cápita. Cronológicamente, el primero en lograrlo fue el Reino Unido que tardó 58 años (1780-1838), luego lo siguieron Estados Unidos con 47 (1839-1886), Japón con 34 (1885-1919), Italia con 21 (1890-1911), España con 18 (1950-1968), Corea del Sur con 9 (1978-1987) y China con 7 (1987-1994).

En definitiva, el dato es que la tasa de crecimiento de la economía mundial se ha acelerado con el paso del tiempo y esta tendencia no puede atribuirse solamente a las fuerzas de la acumulación de factores productivos (capital y trabajo), las cuales si bien pueden explicar la convergencia, la presencia de rendimientos marginales decrecientes (cada nueva unidad de producción requiere de una mayor cantidad de insumos) las deja de lado en la explicación de un crecimiento permanente. Para conciliar esta aceleración del crecimiento con el proceso de acumulación, el cambio tecnológico tiene que aumentar con el paso del tiempo a un ritmo lo suficientemente rápido como para contrarrestar las limitaciones de la producción.

Por otra parte, si bien este crecimiento no ha sido uniforme en las distintas zonas del mundo dando lugar a una clara separación entre desarrollados y no, en los últimos 100 años es posible apreciar una reversión en dicha tendencia. Previo a la Revolución Industrial el mundo desarrollado era dueño del 26% de la renta mundial, número que luego del hito productivo comenzó a crecer hasta alcanzar un máximo del 60% a inicios de la década del '50. Sin embargo, ese número hoy ha descendido al 45%, mientras que el coeficiente de Gini (el cual mide la concentración del ingreso) cayó desde 0,7 a 0,6. Esto es, los datos confirman la hipótesis de la convergencia alpha (en el largo plazo todos los países tendrían el mismo producto per-cápita).

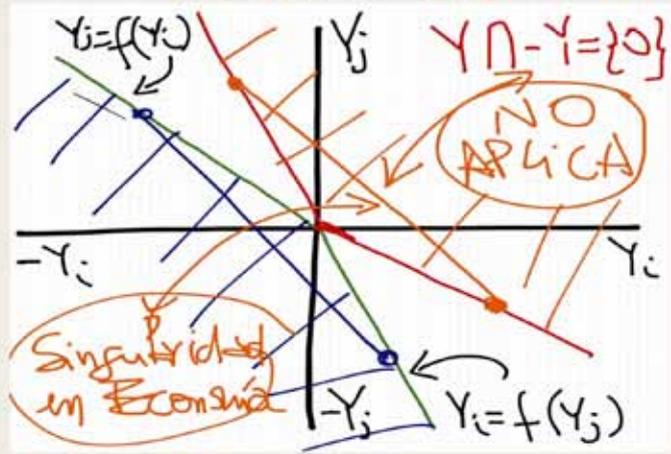
Para tener una idea de lo que la convergencia junto a la aceleración de

la tasa de crecimiento de la economía significa, supongamos que la misma tuviera lugar durante el siglo XXI. El producto per-cápita inicial era de USD 6.000 (dólares Geary-Khamis de 1990), donde dicho indicador para EEUU era de USD 30.000, mientras que el resto del plante promediaba USD 4960. Al mismo tiempo, la economía americana durante el último siglo se ha expandido a una tasa del 3%, por lo que de mantener la misma tendencia y junto a una caída a la mitad en el crecimiento de la población (del 1% al 0,5%) su producto por habitante crecería al 2,5%. Así, de cumplirse la convergencia, el resto de los países deberían crecer un 4,36% anual compuesto, lo cual implicaría que el producto per-cápita mundial creciera al 4,18%.

Puesto en otros términos, el nivel de riqueza de los habitantes de la tierra se multiplicaría por 60,04 veces, o lo que es lo mismo, un nivel de vida 11,8 veces mayor al que mostraba EEUU en el año 2000). Esto es, en un siglo habremos crecido 4,65 veces más que lo hecho en 20 siglos, lo cual no solo significa algo imposible de imaginar (si no considere lo que pensarían los habitantes del año 0 si uno le contara el mundo del 2.000) sino que implicaría ingresar a una singularidad en economía, donde la economía dejaría de ser la ciencia de administración de la escasez para convertirse en la ciencia del estudio de la acción humana frente a un contexto de abundancia radical.

Por lo tanto, un mundo mejor es posible. Para ello, durante la transición, es necesario estimular la formación de capital humano (salud y educación), mantener baja la inflación, preservar el equilibrio fiscal, fomentar el comercio exterior y la competencia, flexibilizar el mercado laboral (para nuevos ingresantes), estimular al ahorro vía una macro estable y proteger los derechos de propiedad para que la inversión no solo provea el stock de capital para producir más sino también para que ello traiga consigo el progreso técnico que permita un salto en la productividad, en los salarios reales y en el consumo. En definitiva, como señalara Robert Lucas Jr. (1988), “las consecuencias que este tipo de cuestiones entrañan para el bienestar humano son sencillamente estremecedoras y una vez que uno comienza a pensar en ellas resulta difícil pensar en cualquier otra cosa”.

Crecimiento, Convergencia y Singularidad



Javier Gerardo Milei

Javier Gerardo Milei

Licenciado en Economía de la Universidad de Belgrano. Posgrado en Teoría Económica del Instituto del Desarrollo Económico y Social. Posgrado en Economía de la Universidad Torcuato DiTella. Ha sido Economista Jefe de Máxima AFJP, Coordinador del Estudio Broda y Asesor del Gobierno Argentino en el CIADI en los casos de Transportadora de Gas del Norte, Aguas Argentinas, Aguas de la Provincia de Santa Fe, CAPSA y Metrogas. Actualmente se desempeña como Economista Jefe de la Fundación Acordar, miembro del B20, miembro del Grupo de Política Económica de ICC Internacional (asesor del G20 en el diseño de políticas económicas) miembro del World Economic Forum. En el plano académico es especialista en temas de crecimiento con y sin dinero. Ha sido profesor de universitario de Microeconomía, Macroeconomía, Teoría Monetaria (Dinero, Crédito y Bancos), Teoría Financiera, Crecimiento Económico y Economía Matemática, tanto en Universidades de Argentina como en el exterior. Es autor de más de 50 artículos académicos, cerca de un centenar de artículos periodísticos en los medios más importantes del país, co-autor de tres libros entre ellos Política Económica Contrarreloj (Barbarroja Ediciones) y autor de Lecturas de Economía en tiempos del kirchnerismo (GrupoUnión).

