

MACROECONOMÍA ARGENTINA EN CUARENTENA

Documento Técnico | NRO. I | MARZO 2020

En este informe:

La macroeconomía durante la cuarentena como estrategia de defensa ante la pandemia del coronavirus se caracteriza por la parálisis de la producción de los sectores no esenciales. Mientras, el Estado subsidia a un porcentaje de la población para que pueda sostener sus consumos esenciales. Surgen de allí una serie de desequilibrios macroeconómicos que agravan el déficit de las cuentas públicas, incrementan la inyección de liquidez primaria, pudiendo provocar ciertas tensiones cambiarias. Por el contrario, la recesión reduce las importaciones y la creación bancaria de dinero, amortiguando las tensiones sobre el mercado de cambios. En este trabajo, se desarrolla un modelo sencillo para exponer los desafíos macroeconómicos que introduce la cuarentena en el caso argentino, y se presentan una serie de recomendaciones para atender las posibles presiones cambiarias. El análisis se extiende para analizar la hoja de balance del banco central y la estabilidad externa de largo plazo.

Documento técnico Especial

marzo 2020

MACROECONOMÍA ARGENTINA EN CUARENTENA

por Andrés Asiain¹

La macroeconomía durante la cuarentena como estrategia de defensa ante la pandemia del coronavirus se caracteriza por la parálisis de la producción de los sectores no esenciales. Mientras, el Estado subsidia a un porcentaje de la población para que pueda sostener sus consumos esenciales. Surgen de allí una serie de desequilibrios macroeconómicos que agravan el déficit de las cuentas públicas, incrementan la inyección de liquidez primaria, pudiendo provocar ciertas tensiones cambiarias. Por el contrario, la recesión reduce las importaciones y la creación bancaria de dinero, amortiguando las tensiones sobre el mercado de cambios. En este trabajo, se desarrolla un modelo sencillo para exponer los desafíos macroeconómicos que introduce la cuarentena en el caso argentino, y se presentan una serie de recomendaciones para atender las posibles presiones cambiarias. El análisis se extiende para analizar la hoja de balance del banco central y la estabilidad externa de largo plazo.

¹ Prof. Macroeconomía UNDAV, director CESO.

Agradezco el intercambio de opiniones con Estanislao Malic y Roberto Arias, que no tienen ninguna responsabilidad respecto a las opiniones volcadas en este documento.

Introducción

La pandemia del coronavirus ha generado diversas estrategias de salud para enfrentarla. En muchos países como Argentina, se ha establecido una política de cuarentena por la cuál, un porcentaje importante de la población permanece en sus casas por un determinado período de tiempo. Esa política implica la parálisis de la producción de una serie de sectores considerados como no esenciales. Mientras, el Estado subsidia los ingresos a un porcentaje de la población para que pueda sostener sus consumos esenciales. Surgen de allí una serie de desequilibrios macroeconómicos que agravan el déficit de las cuentas públicas, incrementan la inyección de liquidez primaria, pudiendo provocar ciertas tensiones cambiarias. Por otro lado, la propia recesión económica provocada por la cuarentena, desata mecanismos que alivian el mercado de cambios al reducir las importaciones y la generación de circulante por los bancos.

En este trabajo, se desarrolla un modelo sencillo para exponer los desafíos macroeconómicos que introduce la cuarentena en el caso de la economía argentina. La misma se caracteriza por tener el mercado de bonos públicos externo e interno cerrados, tras el sobre-endeudamiento y reperfilamiento provocado por la presidencia de Mauricio Macri (2015-19). También se caracteriza por una elevada inflación que reduce al mínimo el uso de circulante y una importante dolarización de la cartera de los agentes. Como existen restricciones a la compra de dólares, la fuga de capitales se realiza a un tipo de cambio paralelo (blue, dólar país, contado con liquidación). Por otra parte, el pago de la deuda pública en dólares bajo legislación extranjera (el resto de los vencimientos se reperfilan), se realiza por fuera del presupuesto (vía colocación de bonos intransferibles en el banco central), de manera que impacta en las reservas pero no condiciona el gasto público.

Esas características propias de la economía argentina, se presentan en un modelo sencillo de dos sectores (esencial y secundario), de tipo keynesiano (la demanda determina el nivel de producción sin tensiones sobre los precios). La oferta monetaria es endógena, dado que el exceso de circulante (por sobre la demanda de los agentes) que genera tanto el gobierno como los bancos, es absorbido vía compra de dólares de los ahorristas y encajes de los bancos en el central (Wray, 1990; De Lucchi, 2012). La conexión entre exceso de oferta monetaria y demanda de divisas tiene reminiscencias de los modelos de crisis de balanza de pagos de primer generación (Krugman, 1979), aunque ampliado para contemplar

el impacto cambiario de la generación de dinero en sentido amplio por los bancos en el marco de un esquema post-keynesiano (Lavoie, 2014).

1. Macroeconomía de los sectores antes de la cuarentena

Dividamos la economía en dos sectores, uno el de producción de bienes esenciales (e) y otro el de producción de bienes secundarios (s) que no exporta bienes:

$$1.1 \quad Y_e = C_e + G_e + I_e + E_o (X_e - IM_e)$$

$$1.2 \quad Y_s = C_s + G_s + I_s - E_o IM_s$$

con Y: Ingresos; C: Consumo; G: Gasto Público; I: Inversión; X: Exportación; IM: Importación y E_o =tipo de cambio oficial. Asumamos como variables exógenas C_e ; G_e ; I_e ; X_e ; IM_e ; G_s ; I_s ; IM_s y E_o .

El consumo de bienes secundarios es la diferencia entre la proporción (c) de los ingresos libres de impuestos (T) netos de subsidios (S) que se vuelca al consumo y el consumo no esencial².

$$1.3 \quad C_s = c (Y_e + Y_s - T + S) - C_e$$

Los subsidios son exógenos, mientras que los impuestos son una proporción (t) del ingreso:

$$1.4 \quad T = t (Y_e + Y_s)$$

El incremento en la oferta de dinero (M) está dada, en parte por el déficit público que debe monetizarse, ya que los mercados financieros voluntarios externos e internos de bonos están cerrados, y la compra de reservas (R) por el banco central a dólar oficial (E_o):

$$1.5 \quad \Delta M = (G + S - T) + E_o \Delta R$$

Por otro lado, los bancos generan créditos (L) para financiar el proceso productivo, incrementando la oferta monetaria en sentido amplio³:

$$1.6 \quad \Delta L = d (Y_e + Y_s)$$

En una economía con elevada inflación la demanda de circulante se reduce a la mínima, y por razones de simplificación la tomamos como nula. De esa manera, la oferta de dinero alimenta tenencias financieras que están compuestas por depósitos en moneda local (D) y

² Por razones de simplicidad, asumimos que los ingresos y egresos financieros de las familias se compensan y no influyen en sus decisiones de consumo.

³ El exceso de liquidez que brinda la creación de dinero por el déficit público hace que los encajes legales sean sobrecumplidos aún cuando parte de los depósitos creados por créditos bancarios (1.6) se retiren para comprar dólares. Por razones de sencillez, no consideramos el crédito al consumo.

atesoramiento de dólares (USD) al tipo de cambio paralelo (E_p) en una determinada proporción (f) que tomamos como exógena:

$$1.7 \quad \Delta D = (1 - f) (\Delta M + \Delta L)$$

$$1.8 \quad E_p \Delta USD = f (\Delta M + \Delta L)$$

Asumimos por simplicidad que los bancos fijan una tasa por los depósitos (i_d) y créditos (i_l) tal que no tienen ganancias ni pérdidas:

$$1.9 \quad i_d D = i_l L$$

El sistema financiero cierra con un sistema bancario donde los bancos no tienen permitido comprar divisas y encajan los depósitos que exceden sus créditos en títulos del banco central (B) que, por simplicidad, asumimos no remunerados^{4,5}.

$$1.10 \quad \Delta B = \Delta D - \Delta L$$

De esa manera, se cierra el circuito financiero endógeno ya que la expansión de la base monetaria por la vía del financiamiento del déficit público, compra de reservas y generación de crédito bancario se ve totalmente compensada por una contracción vía el canal financiero - compra de títulos del central por los bancos - y externo (compra de dólares por particulares) asumiendo una política de sostenimiento del tipo de cambio paralelo⁶.

Por último, las cuentas externas de la economía están dadas por el saldo comercial menos el pago de intereses de las deudas externas (iD_x)⁷ y la demanda de divisas para atesoramiento:

$$1.11 \quad \Delta R = (X_e - IM_e - IM_s) - iD_x - USD$$

2. Macroeconomía de la cuarentena

Durante la cuarentena, el sector no esencial ve paralizada la producción (la ecuación 1.2 desaparece). La producción del sector esencial se mantiene sin modificaciones (asumimos como exógenos todos sus componentes de la demanda agregada). El consumo de la economía queda reducido al de bienes esenciales, por lo que la ecuación 1.2 queda como:

$$2.1 \quad 0 = c (Y_e + 0 - T + S) - C_e$$

⁴ Se asume un sistema financiero como el argentino de los últimos años, donde el volumen de depósitos excede ampliamente el de créditos pese a la fuga de capitales, tanto por la fuerte inyección de liquidez que genera el sector público como por la baja creación de créditos de la banca.

⁵ Si se considerara la ganancia de los bancos, estaría dada por la remuneración de los encajes, en el caso argentino, por los intereses de Leliqs y Pases.

⁶ Por la vía de la compra y venta con reservas de títulos en dólares (dólar contado con liquidación).

⁷ Asumimos que la deuda pública externa se paga por fuera del presupuesto, reflejando la práctica de colocar un bono intransferible en el central para obtener las divisas.

¿Qué pasa a determinar esta ecuación? Dado que el consumo esencial de quienes percibían ingresos en el sector secundario debe sostenerse, la ecuación nos indica cuál es el nivel de subsidios en cuarentena (S^c) que deberá otorgar el Estado para garantizar el consumo esencial a toda la población (los subsidios se endogenizan), es decir:

$$2.2 \quad S^c = \left(\frac{1}{c}\right) C_e - Y_e + T = \left(\frac{1}{c}\right) C_e - (1 - t) Y_e$$

El incremento del subsidio por el establecimiento de la cuarentena viene dado por:

$$2.3 \quad \Delta S = S^c - S = \left(\frac{1}{c}\right) C_e - (1 - t) Y_e - S$$

El déficit público se ve agravado tanto por el incremento de los subsidios (ΔS) como por la baja de la recaudación que genera la parálisis de los sectores no esenciales ($t Y_s$). De esa manera, crece la necesidad de financiamiento al gobierno por parte del banco central, incrementando la base monetaria durante la cuarentena (ΔM^c):

$$2.4 \quad \Delta M^c = (G + S^c - T) + E_o \Delta R = G + \frac{C_e}{c} - Y_e + E_o \Delta R$$

El impacto en el sector externo es ambiguo ya que por un lado se reducen las importaciones del sector no esencial (IMs) incrementando el saldo comercial. En el mismo sentido, disminuye la demanda de dólares por la menor oferta de dinero bancario (L) que implica la menor producción $\left[\frac{f}{E_p} (dY_s)\right]$. Pero por el otro, crece la demanda de dólares hacia donde se canaliza parte de la mayor liquidez asociada al incremento del déficit público.

$$2.5 \quad \Delta R^c = (X_e - IM_e) - iDx - \frac{f}{E_p} \left[G + \frac{C_e}{c} - (1 - d) Y_e \right] - f \frac{E_o}{E_p} \Delta R^c$$

Que puede reescribirse como:

$$2.6 \quad \Delta R^c = \frac{1}{1 - f \left(\frac{E_o}{E_p}\right)} \left\{ (X_e - IM_e) - iDx - \frac{f}{E_p} \left[G + \frac{C_e}{c} - (1 - d) Y_e \right] \right\}$$

Donde el factor $1 - f \left(\frac{E_o}{E_p}\right)$, refleja la canalización al dólar de parte de la inyección monetaria que genera el banco central cuando compra reservas. Dado que el banco central compra reservas al dólar oficial pero los particulares al paralelo, cuanto mayor es la brecha cambiaria menor es el impacto en reservas de ese reflujo⁸.

El sector externo se deteriora siempre que la demanda de divisas asociada a la expansión de liquidez por incremento del déficit público durante la cuarentena, supere a la menor demanda de dólares que implica la recesión, tanto por la contracción del crédito bancario como por la baja de importaciones asociadas a la menor actividad del sector no esencial:

⁸ Nótese que los exportadores están obligados a liquidar las divisas al dólar oficial y deben readquirirlas al paralelo.

$$2.6 \quad IMs + \frac{f}{R_p} dYs < \frac{f}{R_p} (\Delta S + tYs) \quad \text{o bien} \quad IMs < \frac{f}{R_p} [\Delta S + (t-d)Ys]$$

3. Propuestas de políticas

Intentaremos matizar algunos hechos que se desprenden del modelo desarrollado anteriormente y plantear alguna serie de políticas que podría disminuir las presiones cambiarias durante la cuarentena.

Por un lado, si se consideraran los stocks, la necesidad de sostener ciertos gastos mínimos por parte de los empresarios del sector no esencial puede implicar que gasten ahorros previos, muchos de los cuáles se encuentran dolarizados. De esa manera, la propia crisis del sector no esencial podría generar no sólo una menor demanda de divisas por menor oferta de dinero bancario, sino también cierta oferta neta de divisas en el mercado. La eliminación del *parking*⁹ para la venta de divisas contado con liquidación, puede facilitar esa operatoria. Para evitar ganancias especulativas vía rulo financiero, deberá mantenerse una tasa de impuesto a la compra de dólar ahorro que, por lo menos, cubra la diferencia entre el valor del dólar oficial y el contado con liquidación.

En segundo lugar, el mercado cambiario argentino se encuentra desdoblado, por lo que dada la demanda de divisas por atesoramiento, se puede escoger aceptar una suba del tipo de cambio paralelo en lugar de una pérdida de reservas.

En el caso de aceptarse perder reservas (o dejar de acumular, si el incremento del saldo comercial supera la mayor demanda de divisas para atesoramiento), las mismas deben ser canalizadas al mercado paralelo. La opción para ello es que el banco central (o algún ente público que adquiriera las reservas del banco central – por la vía de la colocación de un bono intransferible en el marco de la financiación de las políticas para hacer frente a la pandemia-) recompre deuda en dólares, haciendo bajar el dólar contado con liquidación y reduciendo, de paso, los compromisos externos. Los actuales bajos valores de los bonos en el mercado son una oportunidad para su recompra.

Una tercer política es intentar reducir la porción de las tenencias financieras privadas que se mantienen en divisas. La promoción de los plazos fijos uva (indexados por inflación) con algún incremento de su tasa real puede ser una opción para tentar a los sectores del sector esencial que mantienen sus ingresos pero ven incrementada su capacidad de ahorro por la ausencia de consumo no esencial.

⁹ Se denomina así en la jerga financiera argentina a la demora de 5 días que se exige entre la compra de un bono en dólares y su posterior venta en pesos, establecida para evitar la especulación vía bonos con las diferencias entre el dólar oficial y paralelo (denominada “rulo”).

Otra alternativa es incrementar las cargas impositivas sobre todos los que sigan recibiendo ingresos elevados durante la cuarentena o bien, sobre las grandes fortunas. Ese impuesto extraordinario, fácilmente justificable como para financiar las políticas frente a la cuarentena, absorbería parte del exceso de ahorro que se genera por la eliminación temporal de los consumos no esenciales. Una alternativa menos antipática, es brindar la posibilidad de evitar esa carga suscribiendo un bono específico emitido durante la cuarentena.

4. La hoja de balance del banco central

El modelo desarrollado en las secciones anteriores, fue pensado para atender algunas implicancias de corto plazo propias de una economía durante la cuarentena. Sin embargo, no está demás considerar algunos aspectos financieros del mismo cuya utilidad para comprender su funcionamiento en Argentina, excede la cuestión de la pandemia. Para ello desarrollaremos la hoja de balance del banco central.

En sus activos se encuentran las reservas internacionales (R) valuadas al dólar oficial (E_0), los bonos en pesos que recibe cuando financia el déficit público ($BG^{\$}$) y los bonos en dólares que recibe cuando financia el pago de deuda externa pública (BG^{USD}) valuados al dólar oficial. En sus pasivos, se encuentran los títulos que compran los bancos (B) para colocar el exceso de depósitos sobre préstamos.

$$4.1 \quad E_0 R + BG^{\$} + E_0 BG^{USD} = B$$

Cuando el banco central recibe bonos públicos ($BG^{\$}$) para financiar el déficit, dado que no hay demanda de circulante, una parte refluye a él como demanda de divisas y la otra como incremento de las tenencias de títulos del central por parte de los bancos:

$$4.2 \quad E_0 \downarrow R + \uparrow BG^{\$} + E_0 BG^{USD} = \uparrow B$$

Ese simple razonamiento permite ver que pese a la ruptura del mercado de bonos en pesos heredada de la gestión Macri, existe un sub-mercado de bonos en pesos que financia parte del gasto público. El mismo está derivado de la canalización hacia depósitos en el sistema financiero local, de una parte de la liquidez inyectada para financiar el déficit público. Dadas las regulaciones que impiden a los bancos volcar su exceso de liquidez hacia la compra de divisas, la misma refluye parcialmente al central como demanda de sus títulos.

La política de pagar vencimientos de deuda en divisas (iDx) mediante la colocación de bonos intransferibles en el central, incrementa la tenencia de bonos nominados en divisas en su activo (BG^{USD}) mientras disminuye sus reservas (R):

$$4.3 \quad E_0 \downarrow R + BG^{\$} + E_0 \uparrow BG^{USD} = B$$

La oposición a dicha política señalando que deteriora el balance del central, carece de sentido contable. Nótese que si el pago de deuda se realizara mediante la adquisición de pesos por el gobierno mediante la colocación de un bono en pesos en el central ($BG^{\$}$), luego al utilizar esos pesos para adquirir divisas, el efecto en las reservas sería el mismo. Sólo cambiaría en que el central tendría más bonos nominados en pesos y menos en dólares dentro de su activo.

Un caso diferente se produciría si el gobierno pagara la deuda desplazando gastos corrientes o incrementando los impuestos por un monto equivalente ($E_o iDx$). El efecto de dicha política sería similar a una reducción del déficit público equivalente a los pagos de deuda a realizar, que al reducir la emisión monetaria mermaría su reflujo como compra de dólares por los ahorristas $\left[f \left(\frac{E_o}{E_p} \right) iDx \right]$. En ese caso, las reservas caerían por el pago de la deuda, pero en una proporción menor, dada por:

$$4.4 \quad \downarrow R = \left[f \left(\frac{E_o}{E_p} \right) - 1 \right] iDx$$

De la ecuación 4.4 queda en evidencia la insuficiencia de los análisis que reducen el problema de la deuda externa a un tema fiscal. Aún cuando el Estado haga un ajuste presupuestario equivalente al monto a pagar de deuda externa, el ahorro de divisas que este ajuste genera $\left[f \left(\frac{E_o}{E_p} \right) iDx \right]$, es menor al monto de divisas que debe transferir al exterior. De esa manera, aún cuando las cuentas públicas sean ajustadas para hacer frente a los pagos de la deuda externa, la posibilidad de lograrlo dependerá del saldo externo general de la economía. Por otro lado, la práctica de pagar la deuda mediante la colocación de un bono intransferible en el banco central muestra que, si el saldo externo es lo suficientemente holgado, se puede cumplir con los compromisos externos en materia de deudas sin necesidad de ajuste fiscal ni presupuesto equilibrado.

Una política más activa de los bancos para colocar créditos (L) reduciría la compra de títulos del central por los bancos (B), pero incrementaría en la misma proporción la demanda de divisas de los ahorristas (USD) hacia donde fluye parte de la liquidez generada por los bancos:

$$4.5 \quad E_o \downarrow R + BG^{\$} + E_o BG^{USD} = \downarrow B = \left(-\frac{f}{E_p} \right) \uparrow L$$

En ese sentido, oponerse a un incremento del gasto público financiado con emisión por su posible impacto sobre el mercado de cambios, pero apoyar una expansión de la liquidez bancaria que estimule el gasto privado, carece de sentido económico. La expansión de la liquidez sea generada por el central para financiar gasto público o por los bancos para financiar

gasto privado, tiene exactamente las mismas implicancias cambiarias¹⁰. La idea habitual de que el primero tiene un impacto cambiario negativo y el segundo no, es un derivado erróneo de conceptualizaciones sobre el sistema financiero donde el crédito privado aparece como un supuesto multiplicador de la base monetaria¹¹. Pero aún si se sostiene ese obsoleto sistema conceptual, un incremento del multiplicador bancario tendría un impacto negativo sobre el mercado cambiario.

Por último, cuando un exportador liquida las divisas (X) incrementando las reservas del banco central (R), se traducirá en un incremento de la liquidez que, por un lado, fluye a depósitos y, luego a compra de títulos del central por los bancos (B). Pero, por el otro, refluye como compra de divisas para atesoramiento mermando parte del incremento inicial de las reservas:

$$4.6 \quad E_o \uparrow R + BG^{\$} + E_o BG^{USD} = \uparrow B = \left[1 - f \left(\frac{E_o}{E_p} \right) \right] \uparrow X$$

Lo inverso sucede cuando un importador demanda divisas:

$$4.7 \quad E_o \downarrow R + BG^{\$} + E_o BG^{USD} = \downarrow B = \left[f \left(\frac{E_o}{E_p} \right) - 1 \right] \uparrow M$$

5. La sostenibilidad de largo plazo

La sostenibilidad de largo plazo del modelo económico desarrollado descansa sobre la dinámica del sector externo y la posibilidad de que las reservas internacionales del banco central puedan agotarse. En ese caso, la crisis externa provocaría una fuerte devaluación del dólar paralelo, restricciones a la importación que frenarían la actividad económica y la cesación del pago de las deudas externas.

Durante la cuarentena, la sostenibilidad externa está dada por la ecuación 2.6 que reescribimos:

$$2.6 \quad \Delta R^c = \frac{1}{1 - f \left(\frac{E_o}{E_p} \right)} \left\{ (Xe - IMe) - iDx - \frac{f}{E_p} \left[G + \frac{C_e}{\sigma} - (1 - d)Y_e \right] \right\}$$

Durante dicha emergencia, el déficit es endógeno y está determinado en la necesidad del Estado de brindar subsidios para garantizar el consumo esencial de la población en cuarentena. Por otro lado, no pueden reducirse las importaciones ni el financiamiento bancario, ya que afectaría la producción de los bienes esenciales. De esa manera, si ΔR^c es negativa y compromete la sostenibilidad externa, las opciones de política pasan por dejar subir el dólar paralelo o bien, suspender el pago de la deuda.

¹⁰ Lo mismo podría decirse de su impacto inflacionario, si se tomase un modelo donde el incremento de los gastos impacta en los precios.

¹¹ Sobre la visión monetarista tradicional y la endógena de generación del dinero ver Palley, 2002.

Pasada la cuarentena, existe un mayor número de políticas que pueden permitir lograr la sostenibilidad externa de la economía. Para analizarlas, unificamos los sectores económicos y reescribimos 2.6 como:

$$5.1 \quad \Delta R_t = \frac{1}{1-f\left(\frac{E_e}{E_p}\right)} \left\{ (X_t - IM_t) - iDx_t - \frac{i}{E_p} [(G_t + S_t - T_t) + L_t] \right\}$$

Para analizar la estabilidad de largo plazo, tomamos como objetivo que $\Delta R_t \geq 0$ y dado que $1 - f\left(\frac{E_e}{E_p}\right) > 0$, podemos escribir la condición de equilibrio externo como:

$$5.2 \quad X_t \geq IM_t + iDx_t + \frac{i}{E_p} (G_t + S_t - T_t) + \frac{i}{E_p} L_t$$

La trayectoria en el tiempo de las exportaciones depende en gran medida de factores externos como la tasa de crecimiento de nuestros socios comerciales y el precio de las materias primas. De esa manera, la posibilidad de actuar sobre ella es relativamente reducida. En el caso de las importaciones, su evolución de largo plazo depende en gran medida de la tasa de crecimiento de la economía. En ese sentido, de no mediar un cambio estructural en nuestra capacidad productiva, un intento de estabilizar el sector externo mediante un bajo crecimiento de las importaciones, implica aceptar un estancamiento de la actividad productiva¹².

Respecto a la deuda externa, la posibilidad de obtener menores tasas, quitas de capital y/o extensión de los plazos mediante una reestructuración, puede ser un elemento determinante para lograr la estabilidad externa de largo plazo. Al momento de encarar una negociación de ese estilo, debe tenerse en cuenta cuál es la capacidad real de pago de la Argentina mediante una estimación realista de la evolución de sus exportaciones y la trayectoria de importaciones implícita en un determinado objetivo de crecimiento económico.

Los últimos dos elementos del balce externo de largo plazo reflejan los componentes subyacentes de la fuga de capitales. El primero dado por la evolución de la oferta monetaria que genera el déficit fiscal. Un intento de reducir la demanda de divisas achicando el déficit fiscal en el largo plazo debe tener en consideración tanto cuestiones económicas como sociales. El gasto público y los subsidios tienen en Argentina un fuerte componente salarial y de la seguridad social. El intento de ajustarlo puede no sólo alimentar el descontento social, sino también implicar un ajuste del gasto interno que desacelere la actividad económica. Por el lado de los impuestos, la posibilidad de incrementarlos sin generar una caída de la actividad depende de su orientación. Si recaen sobre las grandes fortunas o sectores de muy elevada productividad, su impacto en materia de demanda agregada y competitividad será bajo. Sin

¹² Sobre los distintos enfoques sobre como afrontar la sostenibilidad externa de la economía, tanto desde el plano del comercio externo como de los elementos financieros, ver Asiain y Gaite, 2018.

embargo, también puede generar tensiones sociales fuertes, esta vez, de parte de los sectores de elevados ingresos.

Respecto a la fuga de capitales alimentada por la liquidez generada por el sector bancario, difícilmente pueda pensarse en reducirla. El nivel de crédito al sector privado en relación a los estándares internacionales es mínimo en Argentina, especialmente el ligado a la producción. Si se escogiera algún tipo de reducción en ese sentido, debería enfocarse en el crédito al consumo.

Tampoco puede pensarse como variable de ajuste un incremento tendencial en el dólar paralelo, ya que generaría una inestabilidad económica estructural. La elevación del tipo de cambio puede servir para reducir un desequilibrio de stocks de corto plazo, pero su utilización sistemática puede derivar en espirales inflacionarias que lesionen aún más el ahorro dentro del sistema financiero local.

Por último, algunas innovaciones financieras como la extensión de las monedas indexadas (uva) como instrumento de ahorro tanto dentro del sistema financiero (mayor difusión de los depósitos con tasa indexada) como fuera (una moneda uva de circulación que permita ahorrar en ella a la economía no registrada), pueden contribuir a reducir la fuga estructural. Aún así, la hipótesis de una mejora significativa en desdolarizar los ahorros en una economía que enfrenta tantas presiones externas como la Argentina, parece poco probable.

Bibliografía

Asiain, A. y P. Gaité (2018). “Una interpretación de las diversas visiones sobre la restricción externa”, *CEC* Año 5, N° 9 (2018) pp. 127-155.

De Lucchi, J.M. (2012). “El enfoque de dinero endógeno y tasa de interés exógena”, CEFIDAR, documento de trabajo No 44 (junio).

Krugman, P. (1979). “A Model of Balance-of-Payments Crises”, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 11, No. 3. (Aug.), pp. 311-325.

Lavoie, M. (2014). *Post-Keynesian Economics*. Cheltenham, UK, New Hampton, MA, EEUU: Edward Elgar.

Palley, T.I. (2002a), ‘Endogenous money: what it is and why it matters’, *Metroeconomica*, 53 (May), 152–80.

Wray, L. R., (1990). *Money and Credit in Capitalist Economies: The Endogenous Money Approach*. Aldershot, UK and Brookfield, EEUU: Edward Elgar.

Documento Técnico

NRO. I | MARZO 2020

Centro de Estudios Económicos y Sociales Scalabrini Ortiz

DIRECTOR

Andrés Asiain

Vice-DIRECTOR

Miguel Cichowolski

CONTENIDOS DEL INFORME

Andrés Asiain

Integran el CESO:

Agustín Crivelli, Augusto Prato, Cecilia Olivera, Cecilia Wilhelm, Cristian Andrés Nieto, Cristián Berardi, Diego Caviglia, Eric Delgado, Estefanía Manau, Fabio Agueci, Fabio Carboni, Facundo Leguizamon, Facundo Pesce, Federico Castelli, Gaspar Herrero, Laura Sformo, Lisandro Mondino, Lorena Putero, Mahuén Gallo, María Alejandra Martínez Fernández, María Belén Basile, María Celina Calore, María Laura Iribas, Maximiliano Uller, Miriam Juaiek, Nicolás Hechenleitner, Nicolás Gutman, Nicolás Pertierra, Nicolás Zeolla, Rodrigo López, Tomás Castagnino, Virginia Brunengo, Yamila Steg.



Centro de Estudios Económicos y Sociales
Scalabrini Ortiz

www.ceso.com.ar

[/cesoargentina](https://www.facebook.com/cesoargentina)

[@cesoargentina](https://www.instagram.com/cesoargentina)