

DOCUMENTOS DE TRABAJO N° 4

Macroeconomía para el desarrollo

¿Cuál es la estrategia de
crecimiento adecuada?

Juan Manuel Telechea

Noviembre 2016



Instituto de Trabajo y Economía
Fundación Germán Abdala

Resumen

El fuerte crecimiento logrado por las economías latinoamericanas durante la primera década del Siglo XXI y su posterior moderación hizo resurgir nuevamente las discusiones en torno al desarrollo y las diversas estrategias para lograrlo.

Por tales motivos, este trabajo busca analizar los principales instrumentos de política con los que cuentan los países latinoamericanos, con el fin de identificar su impacto en los distintos agregados macroeconómicos, y en base a ello, el rol que cada uno debería tener para llevar adelante una estrategia de crecimiento que sea sostenible en el tiempo y cuyo objetivo principal sea la mejora del bienestar de toda la población.

Código de clasificación JEL: E61, O11, O41, F43.

Palabras claves: Restricción Externa, Crecimiento, Estructuralismo, Distribución del ingreso.

Las opiniones expresadas en este documento son de exclusiva responsabilidad del autor y no necesariamente coincide con las del Instituto de Trabajo y Economía de la Fundación Germán Abdala.

1. Introducción¹

El fuerte crecimiento logrado por las economías latinoamericanas durante la primera década del Siglo XXI y su posterior moderación hizo resurgir nuevamente las discusiones en torno al desarrollo, entendido como la mejora constante del nivel de vida de toda la población, y las diversas estrategias para lograrlo.

La corriente estructuralista, gestada en el seno de estas economías a partir de los años 40, mostró con lucidez que el desarrollo de un país es un proceso único, no replicable e irreversible en el tiempo. Esto significa que no existen recetas universales para alcanzar este objetivo y que la estrategia a seguir no solo tiene que tener en cuenta las características propias de cada economía sino también el contexto en el que se enmarcan.

Uno de los componentes principales de esa estrategia es el *esquema macroeconómico* (EM) a adoptar, dado por los distintos instrumentos de política y cómo estos se articulan para lidiar con los objetivos económicos fijados y las tensiones que se van generando. Desde ya que entre esos objetivos no se encuentra específicamente el desarrollo, ya que el EM no puede resolver esto por sí solo. Dadas las distintas restricciones macroeconómicas, lo mejor que puede hacer este enfoque es tratar de maximizar y de sostener la tasa de crecimiento, buscando simultáneamente que eso se traduzca en mejoras para toda la población.

El enfoque adoptado, que retoma las raíces del keynesianismo y el estructuralismo, plantea que la principal restricción al crecimiento que presentan los países de la región es la falta de divisas. El origen histórico de este problema, que data del siglo XIX, se vincula con la manera en la que estos países se insertaron en el comercio internacional. La mayoría se consolidó como exportador de productos primarios (de bajo valor agregado) e importador de bienes manufacturados (de mayor valor agregado). Este patrón de inserción internacional dio lugar a una estructura productiva desequilibrada (Diamand, 1972), caracterizada por un déficit crónico de cuenta corriente, salvo en períodos puntuales de mejoras en los términos de intercambio.

Este problema estructural, sumado a la incapacidad de estos países de emitir una moneda utilizada internacionalmente como reserva de valor o medio de cambio, pone de manifiesto la vulnerabilidad de la región frente a los factores externos, tanto reales como financieros. Por tales motivos, los ciclos económicos se encuentran dominados por el balance de pagos, y a partir de la interdependencia con la tendencia de largo plazo, las políticas anticíclicas (i.e. el manejo de la demanda agregada) cobran suma relevancia para evitar la volatilidad y potenciar el crecimiento (Carvallo, Pérez Caldentey y Titelman, 2014).

¹ El autor agradece los valiosos comentarios realizados por Mariano Beltrani, Juan Cuattromo, Pablo Moldován, Haroldo Montagú, Leandro Ottone y Sebastian Valdecantos.

Esto no implica desconocer que también en las economías periféricas pueden existir restricciones de otro tipo, vinculadas a cuestiones de infraestructura, de capital humano o de insuficiencia de demanda. Lo que se pretende resaltar es que, en el caso más general, la restricción de divisas impide alcanzar el máximo nivel de crecimiento compatible con las capacidades productivas de la economía, aún en presencia de una vigorosa demanda agregada.

Dicho esto, se pueden imaginar diversas configuraciones macroeconómicas que cumplan los requisitos de generar un crecimiento sostenido. Los propios países latinoamericanos presentan diferentes esquemas, desde aquellos que plantean un crecimiento basado en exportaciones con metas de inflación hasta los que han impulsado mayoritariamente el mercado interno con políticas redistributivas. La clave está en identificar las características particulares que adquiere la política macroeconómica en estos países, y en función de eso determinar cuál es el EM adecuado para lidiar con las tensiones que van surgiendo.

Resulta necesario aclarar que el enfoque desarrollado considera que el crecimiento económico no es un fin en sí mismo, sino una condición (necesaria, pero no suficiente) para mejorar el bienestar de toda la población, en especial aquella que resulta más vulnerable y propensa a ser desfavorecida por el mercado en el reparto de los ingresos y la riqueza. De esta manera, de la multiplicidad de posibles EM consistentes con un crecimiento con equilibrio externo, sólo podrá apelarse a un subconjunto acotado si se quiere implementar una estrategia de desarrollo que respete lo anterior.

Así, el EM debería articular los diferentes instrumentos de política económica en función de esos objetivos, pero teniendo en cuenta, además, que eso va gestando distintas tensiones que también deben ser consideradas. Por tales motivos, este trabajo busca analizar dichos instrumentos, con el fin de identificar su impacto en cada uno de los agregados macroeconómicos, y en base a ello, el rol que cada uno debería tener para llevar adelante una estrategia que impulse un crecimiento equitativo.

El trabajo continúa de la siguiente manera: en la siguiente sección se analiza la política cambiaria, luego la política fiscal, en la sección 4 la política monetaria, en la sección 5 la sostenibilidad del sistema, para finalmente presentar algunas reflexiones finales.

2. La política cambiaria

El tipo de cambio resulta una herramienta clave en la configuración macroeconómica, dado que esta variable determina el precio relativo que vincula a la economía nacional con el resto del mundo.

Históricamente se asoció al tipo de cambio (TC) como una variable competitiva, es decir, como el instrumento de política utilizado para corregir los desbalances en el frente externo (fundamentalmente aquellos relacionados con la cuenta corriente). El argumento es que una devaluación incrementa las exportaciones y reduce las

importaciones, mejorando el saldo de la cuenta corriente, mientras que en el mediano plazo eso permitiría lograr una tasa de crecimiento mayor compatible con la restricción de la balanza de pagos (Blecker, 1998).

Se debe destacar que esta herramienta resulta determinante en la distribución de los ingresos de la población. Esto se debe a que, por las propias condiciones de los países latinoamericanos, la mayoría de los bienes producidos localmente contienen insumos importados, cuyo precio en la moneda doméstica viene dado por el tipo de cambio. De lo anterior se desprende que las variaciones en el tipo de cambio afectan el precio en moneda doméstica de los insumos de la industria, mostrando una relación inversa entre el salario promedio de la economía y el tipo de cambio, ambos en términos reales (Canitrot, 1984; y más recientemente Dvoskin y Feldman, 2015; Gerchunoff y Rapetti, 2016).

Por lo tanto, a esta tensión se le suma el hecho de que, si se persigue un objetivo en términos distributivos, esto probablemente plantee una disyuntiva frente a la restricción dada por la balanza de pagos: mientras que un tipo de cambio más elevado podría mejorar su resultado por medio de una mejora en la balanza comercial, al mismo tiempo implica reducir el salario de los trabajadores.

Esta aparente disyuntiva se disipa cuando se estudia en profundidad el impacto que tiene el tipo de cambio real (TCR)² tanto en las exportaciones como en las importaciones de bienes. Bernat (2015) analiza la mayoría de los trabajos empíricos sobre las elasticidades del comercio exterior para los países de la región y muestra que el principal resultado es que tanto las exportaciones como las importaciones presentan una sensibilidad a la demanda (interna y externa) marcadamente mayor que al TCR³.

Además de la evidencia empírica, existen varios argumentos teóricos que avalan lo anterior. En primer lugar, la canasta exportadora de los países de la región está compuesta mayoritariamente por productos primarios y por manufacturas basadas en recursos naturales, los cuales se caracterizan por tener una baja participación de insumos no transables, como el salario, en su estructura de costos.

El resto de la canasta exportadora, cuyos componentes principales son las manufacturas (que a priori tendrían una elasticidad precio mayor), tampoco resultan sensibles al TCR debido a que en esos sectores existe una marcada heterogeneidad estructural a nivel firma, tanto en relación al mercado doméstico como al estado del arte internacional. De este modo, resulta probable que una devaluación del TCR no alcance a compensar la baja productividad relativa que se observa, tanto a nivel firma

² El TCR mide el precio relativo de los bienes y servicios de una economía en relación a sus principales socios comerciales. La metodología más utilizada es a partir de un promedio ponderado de los tipos de cambio bilaterales, deflactado por la variación de precio relativa de los precios locales frente a esos países.

³ El autor analiza 14 trabajos que incluyen a Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Paraguay y Uruguay que van desde 1967 al 2013.

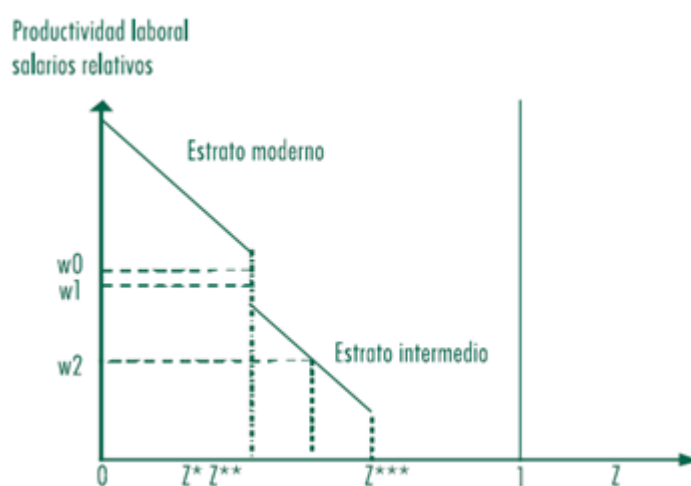
en relación a las grandes empresas exportadoras locales, como a las internacionales (Bernat, 2015).

En segundo lugar, esta heterogeneidad en la estructura productiva se puede manifestar de otro modo que complementa la explicación de la baja elasticidad de las exportaciones en relación al TCR. Ante una devaluación, las empresas exportadoras más productivas no responden aumentando la cantidad exportada sino por medio del incremento en el margen de ganancia, mientras que las menos productivas hacen lo contrario (Berman, Martin y Mayer, 2012). Dada la heterogeneidad estructural presente en los países de la región (que implica que la mayor parte de las exportaciones sean realizadas por pocas empresas muy productivas), el moderado aumento que se suele observar en las cantidades exportadas podría estar reflejando, entonces, que las empresas exportadoras -que ya estaban instaladas en el mercado- absorben el impacto por medio del incremento de su margen de ganancia, mientras que algunas pocas y pequeñas empresas menos productivas logran ingresar al mercado externo.

Lo que se observa entonces es que la heterogeneidad estructural es uno de los principales elementos que explican por qué el TCR no resulta la herramienta adecuada para estimular el nivel de las exportaciones. Dadas las elevadas brechas de productividad existentes entre las principales firmas exportadoras y el resto, el nivel del TCR debería elevarse considerablemente para lograr que las firmas de menor productividad puedan competir en los mercados internacionales, lo cual probablemente ni siquiera pueda llegar a ser logrado debido a su incompatibilidad con los límites sociales que cada gobierno enfrenta (Dvoskin y Feldman, 2015).

Aun suponiendo que se pudiera sostener un TCR elevado, la multiplicidad de sectores que existen en una economía hacen que sea imposible utilizar esta herramienta para elegir aquellos que se desea impulsar. Una forma de presentar esto es a partir de la modificación del modelo de intercambio comercial con N bienes elaborado por Dornbusch, Fisher y Samuelson (1977) que realiza Chena (2015). El gráfico a continuación refleja la heterogeneidad estructural presente en los países periféricos. La variable Z , ubicada en el eje de las abscisas, determina el requerimiento unitario de trabajo relativo a los países centrales para cada bien, en forma decreciente (es decir, mide las ventajas comparativas del país periférico), mientras que en el eje de las ordenadas se encuentra la productividad y el salario relativo entre el país central y el periférico (mediados por el tipo de cambio nominal).

Gráfico 1. Comercio y especialización internacional



Fuente: Chena (2015).

Cada sector tiene un nivel de productividad distinto y solo van a exportar aquellos cuya productividad supere al salario relativo de la economía. Lo que se observa, entonces, es que habría un solo instrumento (el tipo de cambio) frente a una gama de posibilidades. Con lo cual resulta mucho más efectivo compensar las brechas de productividades a través de otros mecanismos más selectivos, como puede ser algún beneficio fiscal o financiero, por ejemplo.

Por el contrario, la relación entre el TCR y el salario real se presenta de manera directa, es decir, no se encuentra mediada por otros factores: Una suba del tipo de cambio se traduce directamente en un incremento del precio de los insumos importados y en una caída del salario real.

De lo anterior se desprende que el tipo de cambio se presenta como una herramienta que debería estar más enfocada a evitar la volatilidad, tanto de los ingresos reales como de los insumos importados, brindando un marco de estabilidad cambiaria y nominal. En este sentido, un esquema de flotación administrada que introduce una dosis adecuada de fluctuación cambiaria en el corto plazo, sin perjuicio de la conveniencia de enviar señales de estabilidad a mediano y largo plazo, es una de las principales medidas para prevenir las crisis originadas en un excesivo optimismo respecto de la capacidad de acceder a recursos externos (CEPAL, 2012).

Desde ya que lo anterior no implica que la determinación del tipo de cambio no enfrente restricciones ni problemas de sostenibilidad. Así como un tipo de cambio alto presenta límites, lo mismo sucede ante una apreciación constante, cuyo límite va a estar dado por la evolución del resultado global del balance de pagos. El principal componente a través del cual repercute es la balanza comercial, debido al incremento del componente importado de la producción provocado por la expansión de la demanda agregada (dada por el incremento del salario real).

Como se mencionó anteriormente, aquellos que sostienen una visión *competitiva* respecto del manejo del TC, aducen que el principal problema que acarrea la

apreciación es la caída de las exportaciones, debido a la pérdida de competitividad provocada por el aumento de los costos salariales en moneda extranjera. De allí se desprende que la solución recomendada, y frecuentemente utilizada, es la devaluación del TC.

Esto no solo entra en contradicción con el objetivo distributivo que debería perseguir un EM abocado al desarrollo, sino que además la evidencia empírica tampoco avala esa relación. Kaldor (1978) comparó el crecimiento de los costos laborales unitarios (CLU) y el crecimiento en la participación mundial de las exportaciones de 12 países para el período 1963-1975 y en varios encontró una relación positiva, infiriendo que no se podía identificar los determinantes de las exportaciones solo a través de la competitividad *precio*⁴. Posteriormente, varios trabajos confirmaron dicha relación para distintos países en diversos períodos de tiempo, mostrando que los factores vinculados a la competitividad *no-precio* son más relevantes para explicar las mejoras en las exportaciones (Fagerberg, 1996; Sanchez y Bermejo, 2006; Fagerberg, Knell y Srholec, 2007; Benkovskis y Wörz, 2014).

Así, la solución para el incremento de las exportaciones estaría explicada fundamentalmente por factores distintos del precio, asociados a la calidad y el grado de diferenciación del producto (innovación, capacidades técnicas, productivas y comerciales, investigación y desarrollo, etc.). Para lograr esto, se requieren políticas específicas y planificadas que exceden al manejo del EM.

3. La política fiscal

En materia fiscal se debe distinguir entre la política tributaria, el gasto público, como así también la relación que se obtiene entre ambos elementos, dada por el resultado fiscal. Esto implica que el análisis de los distintos instrumentos requiere precisar su impacto tanto en el nivel de actividad como en términos distributivos y de sostenibilidad.

La política tributaria

El impacto que tiene la política tributaria en el nivel de actividad es bajo. Esto se debe a que no afecta directamente a la demanda agregada, sino que está mediada por las decisiones de consumo del sector privado. Una reducción de los impuestos implica un incremento del ingreso disponible del sector privado, lo cual no asegura que se canalice directamente a consumo, porque una parte (o todo) podría ser ahorrado. Por

⁴ El (CLU), medido como la participación del salario nominal en el producto a precios constantes, es simplemente la participación salarial en el PBI multiplicado por un deflactor de precios. Esto significa que una mejora en la competitividad, entendida como una reducción del CLU, es lo mismo que una baja en la participación del salario en el producto. Esto pone en duda la visión competitiva de que cuanto más bajo sea el CLU, mejor. Es posible que un mayor CLU (una participación salarial más elevada), lleve a una tasa de crecimiento mayor de la economía. Esto se encuentra en línea con la evidencia empírica que notó Kaldor (Felipe, 2005).

tales motivos, a nivel empírico se observa que el multiplicador de una rebaja de impuestos resulta menor que el del aumento del gasto público (Gechert, 2013).

Por el lado de la distribución de ingresos, si bien la política tributaria se muestra como una herramienta con mucho poder para afectar la distribución, la misma presenta severas limitaciones en la práctica, hecho que se manifiesta a nivel regional. Por un lado, los países enfrentan más dificultades para recaudar impuestos directos, los cuales son potencialmente progresivos pero a la vez de mayor facilidad para su evasión (tales como los impuestos sobre la renta personal, la propiedad o la riqueza), que para recaudar impuestos indirectos. Por otro lado, la imposición a la renta en estos países se orientó a gravar básicamente los ingresos de las personas jurídicas y, en menor medida a las rentas obtenidas por las personas físicas, lo que disminuye su efecto redistributivo (CEPAL, 2012).

El gasto público

El gasto público resulta una herramienta más efectiva tanto para el manejo del nivel de actividad como para la mejora en la distribución de ingresos. Respecto a la demanda agregada, su impacto se da directamente por medio del aumento del gasto, aunque el multiplicador fiscal sobre la actividad económica va a ser diferente según la partida del gasto que se utilice. En uno de los trabajos más recientes, Gechert (2013) encuentra, a partir del análisis de 104 estudios, que el multiplicador del gasto público agregado por lo general se ubica en torno a 1, mientras que a nivel desagregado el del gasto en inversión se ubica en 1,5; el del gasto en empleo público levemente por encima de 1, mientras que las políticas de transferencia de ingresos y de recortes de impuestos se sitúan entre 0,5 y 0,6⁵.

Se debe destacar además el rol anticíclico del gasto dado por las partidas endógenas al ciclo, conocidas como “estabilizadores automáticos” (como son, por ejemplo, los seguros de desempleo, la actualización automática de los haberes jubilatorios y las transferencias a los sectores más vulnerables de la población). Estos componentes del gasto son esenciales sobre todo en la fase contractiva del ciclo, ya que permiten sostener el consumo y evitar que se profundice la caída en el nivel de la actividad.

Gonzales y Martner (2012) muestran, a partir de una estimación de panel para los 18 países de América Latina, que las políticas públicas afectan significativamente a la distribución del ingreso, de manera directa por medio del gasto social y la progresividad tributaria, e indirectamente mediante la calidad de la educación. A nivel desagregado por partidas, dichas estimaciones muestran que el gasto social es el que tiene mayor eficacia, seguido por las transferencias y los subsidios, y el gasto en capital,

⁵ El bajo multiplicador que registran las políticas de transferencia de ingresos se debe a que no considera los efectos de segunda vuelta dados por la propensión al consumo de los beneficiarios.

siendo en todos los casos ampliamente superiores respecto de la política tributaria y el gasto en educación⁶.

Por lo tanto, el gasto público se muestra como una herramienta efectiva para influir en el nivel de actividad económica como así también en la distribución de los ingresos.

El resultado fiscal

En términos contables, a partir de reordenar la identidad contable básica del producto se obtiene que:

$$(G - T) = (S - I) + (M - X)$$

Donde G = Gasto, T = Impuestos, S = Ahorro del Sector Privado, I = Inversión del Sector Privado, X = Exportaciones y M = Importaciones.

Esto significa que para una economía cerrada ($M - X = 0$), un déficit del Sector Público es por definición un ahorro del Sector Privado (y viceversa), por lo que los destinatarios de ese excedente de dinero son justamente las familias y las empresas⁷.

Desde el punto de vista macroeconómico, el sector público produce un impacto positivo a la demanda agregada cuando sus gastos superan sus ingresos. En efecto, más allá de la discusión precedente sobre el rol puntual de la política tributaria y el gasto, resulta evidente que el sesgo global de la gestión fiscal viene dado por este resultado. Por supuesto, como indica el balance macroeconómico antes presentando, una situación de desequilibrio fiscal implica, necesariamente, un aumento en la deuda pública por lo que las posibilidades de financiar un déficit dado marcan el límite en la gestión fiscal. En economías en desarrollo, la sostenibilidad de la política fiscal va a estar estrechamente asociada con la situación del frente externo. Retomando la ecuación anterior, tras algunas operaciones y pasajes se obtiene lo siguiente⁸:

$$-\Delta N_G + \Delta R_G = (I - S) + (X - M)$$

⁶ A partir de las estimaciones de panel los autores obtuvieron los siguientes resultados (los coeficientes indican la caída en puntos del índice de Gini por cada punto de aumento de la variable): gasto social (-0,42); gasto en transferencias y subsidios (-0,26); gasto en capital (-0,23); gasto en educación (-0,02); índice de progresividad tributaria (-0,014).

⁷ No se observan mecanismos directos que permitan establecer una relación entre el déficit fiscal y el nivel de precios, salvo por el caso atípico de una economía que se encuentre utilizando plenamente todos los recursos productivos, donde el aumento de la demanda agregada provocada por la expansión fiscal se traduciría en un aumento de precios. Un mecanismo indirecto que puede sostener esta relación se podría observar si el financiamiento del déficit lo cubre el Banco Central por medio de la emisión de dinero. Al margen de lo anterior, la mayoría de los países de la región utilizada la emisión de bonos para financiar el déficit fiscal, por decisión propia o debido a que los propios estatutos de los Bancos Centrales restringen total o parcialmente el financiamiento por medio de la emisión de dinero.

⁸ Para esta parte se sigue el trabajo de Abeles, Cuattromo, Mareso y Toledo (2013). La única diferencia es que, se considera el signo de la variación en los stocks según usos/fuentes y no según activos/pasivos.

Donde ΔN_G y ΔR_G representan la variación en el stock de títulos públicos y activos externos en poder del sector público, respectivamente. Esta ecuación pone de manifiesto que los fondos que requiere el Sector Público para el manejo de la política fiscal deben provenir del resultado de cuenta corriente y/o del exceso de ahorro privado. Al mantenerse constante el ahorro del Sector Privado se observa que una mejora en el sector externo estará asociada a un robustecimiento del resultado fiscal, y viceversa. Si, como se mencionó anteriormente, se sostiene que en las economías periféricas la causalidad opera desde el frente externo hacia el fiscal⁹, queda claro que la sostenibilidad de la política fiscal va a estar determinada por la evolución del sector externo¹⁰.

De todo lo anterior se desprende que la política fiscal es la herramienta adecuada para el manejo de la demanda agregada y la redistribución de los ingresos. A partir de lo que muestra la evidencia empírica, la prioridad debería estar puesta en el gasto público (tanto su nivel como su composición), y en segundo lugar en la política tributaria (si bien aquí parecería haber un mayor margen para avanzar, las reformas tributarias enfrentan una mayor resistencia y es más difícil su implementación). Resulta esencial tener en cuenta que el margen de maniobra y la efectividad de esta herramienta se encuentran estrechamente asociados con la solvencia que presente el sector externo.

4. La política monetaria

El enfoque dominante sostiene que el objetivo primordial de la política monetaria es el control de la inflación. Según esta teoría, el Banco Central puede controlar las variaciones en el nivel de precios por medio del manejo de la tasa de interés de referencia, a través del impacto que ésta tiene en el nivel del producto.

Esto está basado en la concepción de que el producto potencial no se ve afectado por los cambios en la demanda agregada, motivo por el cual la tasa de interés tampoco lo afecta; es decir, mientras que en el corto plazo la tasa de interés tiene un papel preponderante en la determinación de los precios por medio del nivel de actividad, en el largo plazo solo repercute en el nivel de precios (Kriesler y Lavoie, 2007).

La existencia de un producto potencial que no está atado a la evolución de la demanda agregada permite que la tasa de interés sea utilizada como único instrumento para garantizar, en simultáneo, el cumplimiento de la meta para el nivel de precios y la estabilización del producto en torno a su nivel natural, lo que comúnmente se conoce como la coincidencia divina (Fontana, 2006; Blanchard y Galí, 2007). Esto significa que no haya un *trade off* en el largo plazo entre la tasa de crecimiento y la inflación.

⁹ En el trabajo citado, Abeles *et al* (2013) presentan evidencia empírica para sostener esta posición.

¹⁰ Incluso, esto permite explicar una asociación entre el déficit fiscal y la inflación, dada por medio de la devaluación del tipo de cambio ante tensiones en el frente externo.

Respeto a los mecanismos de transmisión, este enfoque destaca principalmente cuatro canales a través de los cuales la tasa de interés impacta en el nivel de actividad, enumerados en orden de prioridad para la teoría (Banco de Inglaterra, 1999). En primer lugar se encuentra el canal directo, mediante el cual los cambios en la tasa de interés de referencia se traducen, dada alguna rigidez en el mecanismo de ajuste de la economía, en variaciones de las distintas tasas reales de interés del resto del sistema bancario (i.e. afectando el costo de financiamiento y el ahorro). Esto, a su vez, provoca alteraciones sobre el consumo y la inversión y, por consiguiente, sobre el nivel de producto y los precios. En segundo lugar, se encuentra el canal mediado por el precio de los principales activos de la economía. Ello genera un efecto riqueza adicional que, típicamente, refuerza el efecto directo sobre el consumo y la inversión.

El tercer canal viene dado por el efecto que tiene la tasa de interés en el tipo de cambio. Si bien en términos estrictos este sería un caso particular del canal anterior, debido a que el tipo de cambio representa el precio de un activo, dada su importancia para la economía se analiza como un canal adicional. Una variación de la tasa de interés (relativa a la tasa de referencia internacional) afecta el precio doméstico de los activos y por ende el tipo de cambio. Esto repercute directamente en el precio doméstico de los bienes transables e indirectamente en la demanda agregada por medio de las exportaciones netas.

Por último se encuentra el canal de las expectativas, donde las variaciones de la tasa de interés afectan la formación de las expectativas de los individuos y las empresas respecto a la evolución futura de las principales variables macroeconómicas, lo que provoca cambios en las decisiones presentes respecto al consumo, inversión y ahorro de estos agentes¹¹.

La descripción anterior resulta clave para entender el manejo actual de la política monetaria en la mayoría de los países. Los principales elementos presentes en esta teoría pueden ser identificados como los pilares que dan sustento al manejo de la política monetaria llevado a cabo por la mayoría de los Bancos Centrales. Entre estos elementos, se destacan, por ejemplo la idea de que la estabilidad macroeconómica acotada es un requisito para el crecimiento, y que entonces pasa a ser prioridad el control de la inflación por sobre el crecimiento, el empleo o la distribución; que la tasa de interés es la herramienta idónea para llevar a cabo esta tarea; que la credibilidad del Banco Central resulta crucial para que tenga éxito en el cumplimiento de sus metas, y que por ende esta institución debe contar con autonomía y capacidad de actuación discrecional suficiente.

Estos elementos se encuentran presentes en los sistemas de metas de inflación que la gran mayoría de los países adoptó en los últimos años, incluidos varios de la región. Este régimen se caracteriza por el anuncio oficial de una meta inflacionaria, con el

¹¹ Existen, además de los anteriores, otros canales de transmisión reconocidos por la teoría como pueden ser el canal que afecta la hoja de balance de los agentes, el costo de fondeo de las empresas o el aumento del peso de la deuda.

reconocimiento explícito de que una tasa de inflación baja y estable es el objetivo primordial de la política monetaria, donde la tasa de interés de referencia resulta la principal herramienta para lograr ese objetivo (Bernanke y Mishkin, 1997).

Un hecho importante a destacar es que si en la determinación de los precios se incorporan factores de costos asociados al movimiento del tipo de cambio, la evolución de la demanda agregada condiciona el nivel de producto de largo plazo. Así, la utilización de un sistema de metas de inflación logra efectivamente llevar el nivel de precios a su nivel objetivo pero con un costo en términos de producto y empleo que es creciente en relación al valor de la meta de inflación (Cuattromo y Beltrani, 2016).

Si bien se considera que el mecanismo principal de transmisión viene dado por la influencia directa que tiene la tasa de interés sobre los distintos componentes de la demanda agregada, en economías abiertas y con bajos niveles de intermediación financiera, tiende a prevalecer el canal cambiario como el principal canal por el cual se transmiten los impulsos monetarios hacia los precios (ver gráfico 2). Así, ante una política monetaria contractiva (expansiva), el aumento (caída) de la tasa de interés de referencia lo que termina provocando es un ingreso (egreso) de capitales extranjeros que genera una apreciación (depreciación) del tipo de cambio nominal. Esto abarata (encarece), por un lado, los precios de los insumos importados, y por otro, el precio de los bienes transables en relación al resto. En ambos casos esto presiona a la baja (alza) del nivel de precios. Por ende, si estos países cuentan con un nivel bajo de intermediación financiera, la política monetaria contractiva (expansiva) termina generando una menor (mayor) tasa de inflación. Precisamente debido a esta mayor eficacia del canal cambiario, las autoridades suelen reaccionar rápidamente ante cualquier indicio de aumento del tipo de cambio a fin de evitar su traspaso a precios, y no tanto ante su disminución. De allí se deriva de hecho cierta asimetría en la gestión cambiaria de los bancos centrales en países periféricos (Abeles y Borzel, 2010).

De lo anterior se desprende que en realidad termina siendo el tipo de cambio, y no la tasa de interés, el instrumento principal que repercute en el comportamiento del nivel de precios. Esto abre un espacio de discusión en torno al rol que tiene que tener la política monetaria en los países periféricos. Para esto resulta fundamental no solo identificar correctamente los mecanismos de transmisión que tiene la tasa de interés, sino además, y en función de lo anterior, evaluar cuál es el objetivo principal que debe perseguir la política monetaria en estos países.

En relación al nivel de actividad, el canal principal por medio del cual la política monetaria impacta es a través del crédito. Esto se debe a que la mayoría de las tasas del sector bancario se acomodan en base a la tasa de referencia determinada por el Banco Central, a través de un *mark up* sobre sus costos. De este modo, el nivel de la tasa de referencia impacta de manera directa en todas las tasas, lo que afecta al costo de financiamiento de los préstamos al consumo y a la inversión, afectando así el nivel de la demanda agregada. A pesar de lo anterior, la evidencia indica que en toda la

región existe una baja elasticidad de la demanda agregada con respecto a la tasa de interés (Barbosa-Filho, 2008; Chang, 2008; Galindo y Ros, 2008).

El otro frente relevante para las economías periféricas es el sector externo, dado que el principal obstáculo al crecimiento que enfrentan estos países viene dado por la restricción de la balanza de pagos. Aquí los canales de transmisión de la política monetaria son dos (ver gráfico 2): por un lado, como ya se mencionó anteriormente, la tasa de interés puede afectar la cuenta corriente (más específicamente, el saldo comercial) por medio del tipo de cambio. Hay que aclarar que para que esto suceda, el régimen cambiario tiene que ser del tipo flexible. Por otro, puede afectar la cuenta capital, a través del impacto que tiene en las decisiones de cartera de los agentes (en qué activos ahorran) y también a través del flujo de capitales. Ambos efectos se complementan entre sí. Esto se debe a que un aumento (reducción) de la tasa de interés de referencia genera una suba (baja) del resto de las tasas, provocando un aumento (caída) del rendimiento de los activos locales en moneda doméstica respecto a aquellos denominados en moneda extranjera, desincentivando su demanda. Del mismo modo, eso además estimula el ingreso (egreso) de capitales denominados en moneda extranjera, dado que la tasa de interés local actúa como principal determinante del diferencial de rendimientos¹² entre los activos locales y los externos¹³.

No obstante, la efectividad de la política monetaria depende además de la capacidad para regular y administrar esos flujos de capitales. Si bien la tasa de interés doméstica puede influir en esos movimientos, la evidencia empírica muestra que los factores "push" (de carácter global) predominan sobre los factores "pull" (propios de cada país), sobre todo en los flujos de cartera (Koepeke, 2015). Sumado a lo anterior, en los países latinoamericano esto se complejiza, dado que esos mismos factores push inciden marcadamente en los precios de los commodities que exporta la región. Con lo cual, un shock global negativo afecta a estos países de manera simultánea por medio del canal real, reduciendo el valor de las exportaciones, y por el canal financiero, deteriorando las condiciones de acceso al financiamiento externo (Bastourre, Carrera, Ibarlucia y Sardi, 2012).

En relación con el sistema financiero doméstico, el crédito es otro de los canales por medio del cual el ciclo afecta la tendencia de crecimiento de largo plazo de las economías. La evidencia empírica para los países de la región muestra que el ciclo financiero (medido como el nivel del crédito en relación al PBI) tiene una duración similar al ciclo real pero su amplitud es marcadamente superior, sobre todo en los

¹² El diferencial es igual a la diferencia entre la tasa de referencia local y la sumatoria de la tasa básica de interés internacional, la prima de riesgo local y la devaluación esperada del tipo de cambio.

¹³ La tasa de interés también tiene un impacto distributivo, dado que la misma repercute en la distribución del ingreso de deudores y acreedores. Si la mayoría de los deudores pertenece a los deciles inferiores de la distribución, mientras que los acreedores pertenecen a los deciles superiores, entonces un incremento de la tasa de interés redistribuye ingresos de pobres a ricos.

momentos de contracción económica. Esto muestra que el sistema financiero actúa como amplificador del ciclo (Pérez Caldentey y Titelman, 2013).

De lo anterior se desprende que el manejo de la tasa de interés local debe venir acompañado de políticas macroprudenciales que regulen los flujos financieros, con el fin de suavizar la volatilidad del ciclo económico, tanto en la fase alcista como en la recesiva. Entre éstas, se debe distinguir entre los instrumentos que buscan regular los flujos internacionales (como por ejemplo las medidas que administran el volumen, la composición y/o el destino de los flujos internacionales) de las medidas prudenciales apuntadas a regular el sector financiero local, como pueden ser los ratios de adecuación de capital, los requerimientos de información, restricciones de liquidez, etc. (Oreiro, Paula y Squeff, 2009).

A partir de lo anterior se podría considerar un cambio respecto a la concepción sobre el manejo de la política monetaria, debido a los limitantes que la misma presenta tanto para influir al nivel de actividad como al de precios, mientras que su impacto resulta más directo en relación a las cuestiones cambiarias y financieras.

5. La sostenibilidad del sistema

Para poder asegurar que el esquema que se desprende de las secciones anteriores sea sostenible en el tiempo se debe analizar en su conjunto, estableciendo la compatibilidad de los instrumentos de política, los objetivos perseguidos y las restricciones agregadas que impone la estructura productiva. Dado que se identificó como principal restricción a la externa, y que el objetivo primordial de la estrategia de desarrollo es el de la mejora del bienestar de la población, siendo el crecimiento económico solo una condición necesaria para lograrlo, entonces los instrumentos de política deberán estar abocados a ello.

Gráfico 2. El esquema macroeconómico



Fuente: Elaboración propia.

A partir del análisis de cada uno de los instrumentos, se observa entonces que la política fiscal, pero fundamentalmente el gasto público, es la herramienta por excelencia para estimular la demanda agregada y el crecimiento, y de manera simultánea, la distribución del ingreso.

La administración del tipo de cambio tiene un rol fundamental tanto en la estabilidad cambiaria como en la nominal; mientras que la política monetaria debería abocarse a mantener la estabilidad externa financiera por medio de la tasa de interés y la regulación del flujo de capitales.

A pesar de lo anterior, se debe destacar que resulta sumamente difícil sostener esto en el tiempo, porque conlleva una tensión constante tanto entre los distintos actores sociales que se disputan la distribución de los ingresos como en la capacidad y la velocidad para llevar a cabo los cambios en la estructura productiva necesarios para sostenerlo.

Respecto de lo primero, dado que para la teoría dominante la estabilidad nominal se presenta como la prioridad máxima en términos de objetivos macroeconómico, la recomendación de política pregonada por esta teoría es el ajuste del nivel de la demanda agregada (utilizando la política monetaria y/o la fiscal), lo que provocaría un incremento del desempleo y funcionaría como un mecanismo disciplinador para morigerar las presiones sindicales.

En contraposición a esta visión, el enfoque aquí adoptado concibe al conflicto distributivo y su consecuente manifestación en el nivel de precios como una característica inherente a todo proceso de redistribución de los ingresos. Por tales motivos, y dado que un ajuste provoca un deterioro en dicha distribución, no se contempla la posibilidad de utilizar este tipo de políticas para perseguir la estabilidad nominal de la economía.

Así, las políticas de ingreso emergen como un ariete esencial para complementar a la política cambiaria, fundamentalmente porque se postula que los desequilibrios en términos de estabilidad nominal reflejan aspiraciones distributivas disímiles entre sindicatos y empresarios, que deben encuadrarse de cierta forma. La combinación de una correcta política cambiaria acompañado de una política de ingresos se muestra superadora para lograr en el frente nominal, sin tener que apelar a una política contractiva que provoque un aumento del desempleo y/o una caída del salario real (Vera, 2014).

En relación a los cambios en la estructura productiva, vinculados principalmente con el fomento de las exportaciones y la sustitución de importaciones, se debe recurrir a políticas microeconómicas, esencialmente de tipo fiscal o financieras (retenciones, beneficios impositivos, subsidios, créditos a tasas diferenciadas, etc.) destinadas a corregir los problemas puntuales que se observan en cada una de las ramas de producción.

En este sentido, no se puede dejar de enfatizar que si bien el esquema macroeconómico puede ayudar a mitigar algunos de estos obstáculos, no resulta suficiente, por sí solo, para sortear la restricción externa. Es más, como se marcó a lo largo de todo el documento, los límites de cada uno de los instrumentos de política económica que integran el esquema vienen dados por la balanza de pagos. Con lo cual, la única forma de lograr que esta estrategia de crecimiento sea exitosa y sostenible en el tiempo es por medio de una política industrial sumamente activa que logre transformar la estructura productiva para proveer de manera simultánea las divisas y el empleo de calidad necesarios para mejorar el bienestar de toda la población.

6. Reflexiones finales

En este trabajo se pretendió, en primer lugar, tratar de identificar cuál es el esquema macroeconómico adecuado para una economía periférica cuyo objetivo principal es la mejora del bienestar de toda la población. Eso implica que dicha estrategia debería tratar de lograr, de manera simultánea, una tasa de crecimiento con una adecuada distribución de los ingresos que sea sostenida en el tiempo pero que además tenga en cuenta la restricción externa dada por la balanza de pagos.

Para la correcta identificación de esta estrategia de crecimiento, en este trabajo se buscó estudiar los mecanismos de transmisión y los límites de los principales instrumentos de política económica (tipo de cambio, gasto público, política tributaria y política monetaria) para una economía periférica como la de todos los países de la región. No es menor esta aclaración, dado que ni los mecanismos o los límites son los mismos que aquellos presentes en los países centrales.

A partir de lo anterior, se llegó a la conclusión de que un esquema macroeconómico que respeta estas premisas es aquel donde la política fiscal está abocada al manejo del nivel de la actividad y la distribución del ingreso, la política monetaria está enfocada a mantener la estabilidad externa y financiera, mientras que la administración del tipo de cambio, junto con las políticas de ingresos, tienen como objetivo la concreción de la estabilidad nominal.

Bibliografía

- Abeles, M. Cuattromo, J. Mareso P. y Toledo F. (2013). Sector externo y política fiscal en los países en desarrollo: La experiencia de América Latina ante la crisis internacional de 2008-2009. CEFID-AR, Documento de trabajo N°48. Recuperado de: http://www.cefid-ar.org.ar/documentos/dt_48.pdf
- Abeles, M. y Borzel, M. (2010). El régimen bajo presión: Los esquemas de metas de inflación en Brasil, Chile, Colombia y Perú durante el boom de los precios internacionales de materias primas. CEFID-AR, Documento de trabajo N°31. Recuperado de: http://www.cefid-ar.org.ar/documentos/DTN31_2010.pdf
- Banco de Inglaterra (1999). The transmission mechanism of monetary policy. Monetary Policy Committee, Recuperado de: <http://goo.gl/xxf2n3>
- Barba, A. y Pivetti, M. (2009). Rising household debt: Its causes and macroeconomic implications: a long-period analysis. *Cambridge Journal of Economics*, 33, 113–137.
- Barbosa-Filho, N. (2008). Inflation targeting in Brazil: 1999-2006. En G. Epstein y E. Yeldan (eds.). *Beyond Inflation Targeting: Central Bank Policy for Employment Creation, Poverty Reduction and Sustainable Growth*. Cheltenham: Edward Elgar.
- Bastourre, D. Carrera, J. Ibarlucia, J. y Sardi, M. (2012). Dos síntomas y una causa: Flujos de capitales, precios de los commodities y determinantes globales. Banco Central de la República Argentina, Documento de Trabajo N°57. Recuperado de: http://www.bcra.gov.ar/pdfs/investigaciones/WP_57_2012e.pdf
- Benkovskis, K. y Wörz, J. (2014). What Drives the Market Share Changes? Price versus Non-Price Factors. European Central Bank, Documento de trabajo N°1640, Recuperado de: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1640.pdf?769ef7abac067d56b073bfa16564e012>
- Bermejo, L. R. y Sánchez, A. M. (2006). Competitiveness and the Kaldor paradox: the case of spanish service sector. Institute of Social and Economic Analysis, Documento de trabajo N°6, Recuperado de: http://www3.uah.es/iaes/publicaciones/DT_06_06.pdf
- Bernanke, B. y Mishkin, F. (1997). Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?. *Journal of Economic Perspectives*, 11(2), 97-116.
- Berman, N. Martin, P. y Mayer, T. (2012). How do different exporters react to exchange-rate changes? Theory, empirics and aggregate implications. *The Quarterly Journal of Economics*, 127(1), 437–492.
- Bernat, G. (2015). Tipo de cambio real y diversificación productiva en América del Sur. CEPAL, *Estudios y Perspectivas*, Buenos Aires, 43.
- Blanchard, O. y Galí, J. (2007). Real Wage Rigidities and the New Keynesian Model. *Journal of Money, Credit and Banking*, 39, 35–65.

- Blecker, R. A. (1998). International Competitiveness, Relative Wages, and the Balance-of-Payments Constraint. *Journal of Post Keynesian Economics*, 20(4), 495-526.
- Canitrot, A. (1984). El salario real y la restricción externa de la economía. *Desarrollo Económico*, 23(91), 423-427.
- Carvalho, P. Pérez Caldentey, E. y Titelman, D. (2014). Weak Expansions: A Distinctive Feature of the Business Cycle in Latin America and the Caribbean. *World Economic Review*, 2014(3), 69-89.
- CEPAL (2012). Cambio estructural para la igualdad: Una visión integrada del desarrollo. Recuperado de: http://www.cepal.org/pses34/noticias/documentosdetrabajo/4/47424/2012-SES-34Cambio_estructural.pdf
- Chang, R. (2008). Inflation Targeting, Reserves Accumulation, and Exchange Rate Management in Latin America. Banco de la República de Colombia, Documento de Trabajo N°487, Recuperado de: <http://www.banrep.gov.co/docum/ftp/borra487.pdf>
- Chena, P. (2015). Desequilibrios estructurales y conflicto distributivo en Argentina: Una mirada desde la economía política. Buenos Aires: Universidad Metropolitana para la Educación y el Trabajo (UMET).
- Cuattromo, J. y Beltrani, M. (2016). Metas de inflación y objetivos múltiples. Instituto de Trabajo y Economía (ITE), Documento de Trabajo N°2, Recuperado de: <http://itegaweb.org/wp-content/uploads/2016/10/DT-Nro2-Metas-de-Inflaci%C3%B3n-y-Objetivos-M%C3%A1ltiples.pdf>
- Diamand, M. (1972). La Estructura Productiva Desequilibrada Argentina y el Tipo de Cambio. *Desarrollo Económico*, 12(45), 25-47.
- Dornbusch, R, Fischer, S. y Samuelson, P. A. (1977). Comparative advantage, trade, and payments in a Ricardian model with a continuum of goods. *The American Economic Review*, 67(5), 823-839.
- Dvoskin, A. y Feldman, G. (2015). Política cambiaria, distribución del ingreso y estructura productiva. En Bárcena, A. Prado, A. y Abeles, M. (eds). *Estructura productiva y política macroeconómica: enfoques heterodoxos desde América Latina*. Santiago: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).
- Fagerberg, J. (1996). Technology and competitiveness. *Oxford Review of Economic Policy*, 12(3), 39-51.
- Fagerberg, J., Knell, M. y Srholec, M. (2007). The competitiveness of nations: Why some countries prosper while others fall behind? *World Development*, 35(10), 1595-1620.
- Felipe, J. (2005). A note on competitiveness, unit labor costs and growth: is "Kaldor's paradox" a figment of interpretation? Center for Applied Macroeconomic Analysis (CAMA), Documento de trabajo N°6, Recuperado de: <https://cama.crawford.anu.edu.au/publication/2360/note-competitiveness-unit-labor-costs-and-growth-kaldors-paradox-figment>

- Fontana, G. (2006). The "New Consensus" view of monetary policy: A new Wicksellian connection. *Journal of Economics*, 3, 263-278.
- Galindo, L.M. y J. Ros (2008). Alternatives to inflation targeting in Mexico. En G. Epstein y E. Yeldan (eds.). *Beyond Inflation Targeting: Central Bank Policy For Employment Creation, Poverty Reduction and Sustainable Growth*. Cheltenham: Edward Elgar.
- Gechert, S. (2013). What fiscal policy is most effective?. Macroeconomic Policy Institute (IMK), Documento de trabajo N°117, Recuperado de: http://www.boeckler.de/pdf/p_imk_wp_117_2013
- Gerchunoff, P. y Rapetti, M. (2016). La economía argentina y su conflicto distributivo estructural (1930-2015). *El Trimestre Económico*, 83(2), 330, 225-272.
- Gonzales, I. y Martner, R. (2012). Superando el "síndrome del casillero vacío": Determinantes de la distribución del ingreso en América Latina. *Revista de la CEPAL*, 108.
- Kaldor, N. (1978). The effect of devaluations on trade in manufactures. En *Further Essays on Applied Economics*. Londres: Duckworth.
- Koepke, R. (2015). What Drives Capital Flows to Emerging Markets: A Survey of the Empirical Literature. Institute of International Finance (IIF), Working Paper, Recuperado de: <https://www.iif.com/publication/capital-flows/what-drives-capital-flows-emerging-markets-2>
- Kriesler, P. y Lavoie, M. (2007). The New Consensus on monetary policy and its Post-Keynesian critique. *Review of Political Economy*, 19(3), 387-404.
- Oreiro, J.L. Paula, L.F y Squeff, G. (2009). A post keynesian proposal for a flexible institutional arrangement of inflation targeting regime in emerging economies. Recuperado de: http://www.boeckler.de/pdf/v_2008_10_31_de_paula_etal.pdf
- Pérez Caldentey, E. y Titelman D. (2013). Macroeconomics for development in Latin America and the Caribbean: Some new considerations on countercyclicality. Financing for Development series, no. 246, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).
- Vera, L. (2014). The simple Post-Keynesian monetary policy model: An open economy approach. *Review of Political Economy*. 26(4), 526-548.