

COMENTARIO DE ANA MARIA MARTIRENA -
MANTEL AL TRABAJO "LA APRECIACION REAL
Y EL ORDEN DE LA LIBERALIZACION
COMERCIAL Y FINANCIERA, ARGENTINA
1976-81" DE JOAQUIN A. COTTANI Y RAUL
E. GARCIA.

El trabajo de Joaquín Cottani y Raúl García comprende tres partes principales:

- a. Una detallada historia económica de los hechos empíricos estilizados ocurridos en Argentina entre 1976 y 1981 en materia de liberalización comercial y de liberalización financiera (interna y externa).
- b. La presentación de un modelo de dinero endógeno y de tipo de cambio nominal fijo (como "proxy" del crawling-peg activo o tablita cambiaria). Este análisis dinamiza y extiende en algunas direcciones el modelo IS-LM de Mundell-Fleming, y constituye la base de la estimación econométrica realizada con el método de mínimos cuadrados bietápicos, aplicada a datos trimestrales del período.
- c. La tercera parte del trabajo presenta un análisis de simulación "contrafáctica", con escenarios alternativos de políticas económicas, destinado a investigar y

aislar las causales principales de la apreciación real del tipo de cambio experimentada por Argentina. Esta tercera parte también incluye una gran simulación normativa del sendero temporal del tipo de cambio real que HUBIERA prevalecido en la economía argentina, bajo un conjunto simultáneo de políticas macroeconómicas definidas por los autores como consistentes.

El propósito central del trabajo es aislar y cuantificar la importancia relativa de distintos factores explicativos de la apreciación real del tipo de cambio o del peso argentino durante ese período.

Este propósito se logra sin ambigüedades, ya que las causales aisladas explican el 65% de la apreciación real total. Estas causales son:

- La expansión excesiva del crédito interno, en relación a una expansión "consistente", exceso apoyado por los déficits de Tesorería y Banco Central.
- La liberalización unilateral de las exportaciones (tradicionales) a través de la eliminación a las retenciones, QUE OPERO, al parecer, "overshooting" el necesario ajuste descendente del tipo de cambio real de equilibrio que toda reducción en los impuestos a las exportaciones produce.
- Tercera causal aislada está constituida por los flujos de capitales financieros internacionales, que la regla del dinero endógeno monetiza inmediatamente, sin esterilización alguna.

I - Comenzaré mis comentarios con uno de carácter general referido a la cuantificación de la última causal mencionada, i.e., los flujos de capitales, causal tan central "a priori" en las discusiones informales acerca de la aplicación de la "tablita cambiaria" en Argentina.

Los autores hallan que esta causal explica solo el 20% de la apreciación real identificada.

A mi juicio, este resultado resulta ser per se importante por su cuantificación y además, sensato, ¿Por qué digo esto?. Porque si observamos los sucesos económicos fuera de las fronteras geográficas argentinas, si observamos economías con políticas cambiarias polarmente diferentes, también preocupa el fenómeno de la apreciación real de la moneda doméstica. Un ejemplo que viene a la mente es el de los EE. UU., que al buscar estabilizar su inflación interna con políticas monetarias restrictivas, en CONTEXTO de tipo de cambio nominal cuasi-flotante y sin restricciones a los movimientos de capitales, no pueden evitar masivas apreciaciones reales del dólar (30% en los últimos quince años tales que las exportaciones de activos financieros no monetarios amenazan desplazar la exportación de bienes y servicios. También vienen a la mente las experiencias de otras economías, con diverso grado de desarrollo económico, que sufren fenómenos parecidos de apreciación real (Bolivia, Corea del Sur, Inglaterra, etc.), tan destructivos de incentivos a los sectores reales de la economía abierta.

(Sobre este tema volveré al final de mis comentarios).

II - Pasaré ahora a comentar partes mas específicas del trabajo, que inspiraron varias preguntas y reflexiones.

IIa) En primer lugar, confieso que me hubiera gustado leer una justificación elaborada de porque elegir una variante del modelo IS-LM para la economía argentina, un modelo que buscó extender la economía keynesiana a la economía abierta al comercio de bienes (con especialización completa) y al comercio de activos financieros.

Ahora bien, suponiendo que es posible hallar tal justificación, he tenido problemas con la especificación de los precios de los bienes, P^f y P^d , que los autores usan para definir el tipo de cambio real.

¿Cuántos precios relativos hay de y de qué bienes se trata?.

¿Cuál es la desagregación del sector productivo del modelo que se adopta?.

Si interpretamos el modelo como perteneciente a la "estirpe" de Mundel-Fleming dinamizado y aumentado con expectativas que los autores suponen ser autoregresivas, entonces, P^f (llamado en el trabajo "nivel de precios externos") se identificaría con los precios en moneda extranjera de las importaciones, sobre los que se concretaría el supuesto de país pequeño ($E_M = \infty$) y P^d (llamado "nivel de precios internos") se identificaría como un bien compuesto Hicksiano, "mix" de exportables y bienes no comerciados. El precio relativo así interpretado P^f/P^d determina las decisiones de absorción, de producción, la balanza comercial y DEFINEN también a los términos del intercambio (para $E=1$), e identifican al tipo de cambio real, e (para $E=1$).

¿Podemos identificar los precios relativos que definen el e de este modelo con aquellos del modelo IS/LM standard?. No, porque la ecuación reducida (6) de los autores, contiene como variable independiente a u ="términos del intercambio externos", es decir, precios de exportables e importables para los cuales el país es tomador de precios en los mercados internacionales.

¿Qué separa a ambos conjuntos de precios relativos?. Obviamente, las distorsiones que la política comercial (impuestos y subsidios varios al comercio exterior) va introduciendo en la economía argentina a lo largo del tiempo.

Esta interpretación de desagregación productiva que yo leo en el trabajo, es alternativa a la desagregación en bienes comerciados y no comerciados, apropiada para economías pequeñas, desagregación que sigue al así llamado "modelo australiano" de Salter y Swa, y más recientemente al modelo "escandinavo". Evidentemente ESTA desagregación no resulta compatible con el modelo teórico presentado por Cottani y García -tal como está expuesto en las páginas 25 a 29 del trabajo-, y me pregunto cuan relevante es empíricamente la desagregación elegida para una economía con demanda externa de exportaciones perfectamente elástica.

IIb) Otro comentario referido al modelo presentado en su parte dinámica, se refiere al tratamiento dado a los flujos de capitales internacionales, f.

¿Como se justifica considerarlos como determinados exógenamente y tomarlos como residuo de la ecuación de cambio en las reservas de divisas o balanza de pagos?. Este comentario obviamente se relaciona con el tratamiento dado a la tasa interna de interés.

Más concretamente, aun si aceptamos no introducir explícitamente funciones de demanda stock para los activos financieros no monetarios, o sea, aún si aceptamos la especificación flujo de los autores para los movimientos de capital (afin al modelo IS/LM), me hubiera convencido mas, en el caso argentino, ver los flujos de capital como dependientes de la brecha.

$$i_d = (i_f + E)$$

donde i_d = la tasa de interés nominal interna, i_f la externa (exógena) y E denota la tasa del "crawl" esperada para el tipo de cambio nominal. La brecha nos da una medida de rentabilidad de invertir en activos financieros internos o externos.

III - Pasemos ahora a un comentario que me sugirió la lectura de los experimentos de simulación realizados por los autores. Mi pregunta se centra en la segunda simulación, que aisla, como causal de la apreciación real del peso argentino a la expansión excesiva del crédito interno con respecto a una norma de consistencia, para el período 1977/I a 1981/I, norma que busca eliminar "la presión del mercado monetario", y que iguala $(E + \frac{1}{f} + \frac{1}{r})$.

Me puse a imaginar la teoría implícita de inflación doméstica que surge de esa norma de consistencia, que parece aceptar la neutralidad del dinero en el corto plazo.

Esta norma es racionalizada diciendo que es la expansión en la cantidad de dinero necesaria para sostener una tasa de inflación interna no mayor que la tasa de inflación externa más la tasa de crawl.

Supongamos que la inflación externa es nula, ¿implicaría creer que los impulsos inflacionarios sólo se generan a través del cambio en el tipo de cambio nominal?. ¿Significaría aceptar que todos los agentes económicos son "tomadores de precios", esto es, que no existen sectores "price setters": empresarios NO SCHUMPETERIANOS que aprovechan los "mercados cautivos", al amparo de los "bolsones de protección" que se fueron creando a lo largo de nuestra historia económica con políticas "sustitución de importaciones segunda etapa", etc., etc.?.

La realidad de sectores "price setters" (que por otra parte trasciende la experiencia argentina de empresarios no Schumpeterianos creados por la política económica), ha hecho que varios autores -como Baldwin, Krugman, Helpman, Dixit, etc.)- estén buscando explicaciones alternativas de la apreciación real del tipo de cambio en los nuevos enfoques de organización indus-

trial, basados en microeconomía de equilibrio parcial, un mundo de competencia imperfecta.

Concretando: ¿Como evitar que esta norma de consistencia no produzca efectos indeseados depresivos para el ingreso real y el empleo, dada la realidad de precios "sticky" para los salarios y los precios de bienes de origen doméstico?.

IV - Finalmente los autores presentan una gran simulación general para todo el período muestral, con un escenario hipotético, una combinación hipotética de políticas que une todas las reglas de consistencia anteriores, es decir: a) apertura comercial simétrica para exportaciones e importaciones, b) apertura financiera limitada externamente y plena internamente y c) crawlingpeg activo para el tipo de cambio nominal, con equilibrio fiscal. Tengo acá dos comentarios finales.

1. Nada nos dice el trabajo sobre cómo concretar las normas de consistencia. Ex-post, sabemos que hubieran resultado en una trayectoria para e más estable que la trayectoria observada. Pero, ¿cuales son las herramientas para alcanzar ex-ante esas metas de consistencia, sobre todo para el crédito interno y los flujos K?

2. Con respecto a estos flujos de capitales -y aquí vuelvo sobre mi primer comentario, para terminar- sabemos que se trata de un problema mundial que trasciende el caso argentino, un problema que el mundo occidental presencia desde el abandono de Bretton Woods de principios de la década de los años setenta.

Frente a esta realidad, el Profesor James Tobin en 1978 (Eastern Economic Journal) fundamenta una propuesta sobre los flujos de capitales para los gobiernos del mundo occidental en su convencimiento que las nuevas teorías de determinación del tipo de cambio no explican los shocks de expectativas que suelen dominar los cam-

bios de esta variable nominal, que hacen que el mercado exagere la información recibida añadiendo "riesgos especulativos autogenerados".

Esta propuesta sufre vaivenes en la literatura: se la ve morir y... renacer (aun el propio autor la llamó una vez "propuesta basada en una hipótesis especulativa").

La propuesta consiste en tirar arena en el mecanismo demasiado perfecto de los mercados de activos financieros, para filtrar el ruido especulativo y dar mayor macro-independencia a las distintas economías. La arena consistiría en un impuesto uniforme en todas las transacciones cambiarias para todos los países, de modo que los flujos de capitales se guiarían por el beneficio de largo plazo de la inversión, evitando los "viajes de ida y vuelta" propios del dinero "caliente" ("hot money").

¿Cual es la fundamentación analítica de la propuesta?. La distinta velocidad de ajuste que gobierna a mercados reales y financieros, creadora de una externalidad macroeconómica que justifique restringir para reducir el efecto apabullante de los flujos de capital sobre la actividad real.

Los autores recogen esta propuesta acertadamente en la gran simulación normativa.

Por falta de una solución mejor, esta propuesta renace..., ya que la alternativa, en ausencia de mercados de cambio futuro, sería poner tipos de cambio duales, sistema que probó tener sus propios problemas conocidos.