
Macroeconomía en cuarentena

Andrés Asiain

CESO-UNDAV

andresasiain@gmail.com

Quarantine macroeconomics

Macroeconomia em quarentena

Fecha de recepción: 31 de agosto de 2020

Fecha de aprobación: 26 de noviembre de 2020

Resumen

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 tanto, 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 e incrementan la inyección de liquidez primaria, lo que puede 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 presenta 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.

Palabras clave: cuarentena; déficit público; consumo esencial; presiones cambiarias; Argentina.

Códigos JEL: E62; F31; H52; I18

Abstract

Macroeconomics during quarantine as a defense strategy against the coronavirus pandemic is characterized by paralysis of production in the non-essential sectors. Meanwhile, the State subsidizes a percentage of the population so that it can sustain its essential consumption. A series of macroeconomic imbalances arise from there that aggravate the deficit of the public accounts, increase the injection of primary liquidity, and can cause certain exchange rate tensions. Conversely, the recession reduces imports and bank money creation, dampening tensions on the exchange market. In this work, a simple model is developed to expose the macroeconomic challenges introduced by the quarantine in the Argentine case, and a series of recommendations are presented to address possible exchange pressures. The analysis is extended to analyze the central bank's balance sheet and long-term external stability.

Keywords: quarantine; public deficit; essential consumption; exchange pressures; Argentina.

JEL codes: E62; F31; H52; I18

Resumo

A macroeconomia durante a quarentena como estratégia de defesa contra a pandemia de coronavírus é caracterizada pela paralisia da produção nos setores não essenciais. Enquanto isso, o Estado subsidia uma porcentagem da população para sustentar seu consumo essencial. A partir daí, surgem uma série de desequilíbrios macroeconômicos que agravam o déficit das contas públicas, aumentam a injeção de liquidez primária e podem causar certas tensões cambiais. Por outro lado, a recessão reduz as importações e a criação de moeda bancária, atenuando as tensões no mercado de câmbio. Neste trabalho, um modelo simples é desenvolvido para expor os desafios macroeconômicos introduzidos pela quarentena no caso argentino, e uma série de recomendações é apresentada para lidar com possíveis pressões cambiais. A análise é estendida para analisar o balanço do banco central e a estabilidade externa de longo prazo.

Palavras-chave: quarentena; déficit público; consumo essencial; pressões cambiais; Argentina.

Códigos JEL: E62; F31; H52; I18

Introducción

La pandemia del coronavirus ha generado diversas estrategias de salud para enfrentarla. En muchos países como la Argentina, se ha establecido una política de cuarentena por la cual 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 tanto, 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 e incrementan la inyección de liquidez primaria, lo que puede 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 sobreendeudamiento y reperfilamiento provocado por la presidencia de Mauricio Macri (2015-2019). 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 primera 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 poskeynesiano (Lavoie, 2014).

En la siguiente sección desarrollaremos el modelo macroeconómico de dos

sectores para, en la subsiguiente, analizar el impacto en el mismo de la política de cuarentena. En la tercera sección abordaremos una serie de recomendaciones de corto plazo para disminuir las presiones cambiarias. En el apartado cuarto analizamos la hoja de balance del banco central y el impacto en la misma de distintas opciones de política económica. Por último, nos sumergimos en las condiciones de sustentabilidad externa del largo plazo.

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:

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

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

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 ; $I M_e$; G_s ; I_s ; $I M_s$ 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 esencial¹.

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

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 central² a dólar oficial (E_o):

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

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

2- Se supone que todo el cambio de reservas se monetiza.

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 atesoramiento de dólares (USD) al tipo de cambio paralelo (Ep) 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

3- El exceso de liquidez que brinda la creación de dinero por el déficit público hace que los encajes legales sean sobrecumplidos aun 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.

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 (Letras de Liquidez) y Pases.

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 (iDx)⁷ y la demanda de divisas para atesoramiento:

$$1.11 \quad \Delta R = (Xe - IMe - IMs) - iDx - \Delta USD$$

2. Macroeconomía de la cuarentena

Durante la cuarentena, el sector no esencial ve paralizada la producción (la ecuación 1.3 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 de la siguiente manera:

$$2.1 \quad 0 = c(Ye + 0 - T + S) - Ce$$

¿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:

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

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

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

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 sec-

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.

tores no esenciales (t Ys), pero aliviado por la reducción del gasto en bienes secundarios (Gs)⁸. De esa manera, crece la necesidad de financiamiento al gobierno por parte del Banco Central, incrementando la base monetaria durante la cuarentena (ΔM^c):

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

El impacto en el sector externo es ambiguo, ya que por un lado se anulan 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 $\left[\frac{f}{E_p}(dYs)\right]$. Pero, por el otro, crece la demanda de dólares hacia donde se canaliza parte de la mayor liquidez asociada al incremento del déficit público.

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

Que puede reescribirse como:

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

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 reflujo⁹.

El sector externo se deteriora ($\Delta R^c < \Delta R$) 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:

$$2.7 \quad IMs + \frac{f}{E_p} d Ys < \frac{f}{E_p} (\Delta S + t Ys - G_s)$$

$$\text{o bien} \quad IMs < \frac{f}{E_p} [\Delta S + (t-d) Ys - G_s]$$

8- Que suponemos menor y, por lo tanto, el efecto total es un deterioro de las cuentas públicas.

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

3. Políticas de corto plazo para disminuir presiones cambiarias

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 cuales se encuentran dolarizados. De esa manera, la propia crisis del sector no esencial podría generar no solo 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*¹⁰ 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 (E_p) 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 adquiera 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 tercera 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.

Otra alternativa es incrementar las cargas impositivas sobre todos los que

10- 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").

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. El 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 el balance del Banco Central.

En sus activos se encuentran las reservas internacionales (R) valuadas al dólar oficial (E_o), los bonos en pesos que recibe cuando financia el déficit público (BG^S) 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 del Banco Central que compran los bancos (B) para colocar el exceso de depósitos sobre préstamos.

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

Cuando el Banco Central recibe bonos públicos (BG^S) 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:

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

Ese simple razonamiento permite ver que, pese a la ruptura del mercado de bonos en pesos heredada de la gestión Macri, existe un submercado de bonos en pesos que financia parte del gasto público. Este deriva 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, esta refluye parcialmente al Banco Central como demanda de sus títulos.

La política de pagar vencimientos de deudas en divisas (iDx) mediante la colocación de bonos intransferibles en el Banco Central incrementa la

tenencia de bonos nominados en divisas en su activo (BG^{USD}) mientras disminuye sus reservas (R):

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

La oposición a dicha política, que se funda en el deterioro del balance del Banco 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^S), al utilizar esos pesos luego para adquirir divisas, el efecto en las reservas sería el mismo. El único cambio que se produciría es que el Banco Central tendría más bonos nominados en pesos y menos en dólares dentro de su activo.

Un caso diferente se manifestaría 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. Aun cuando el Estado haga un ajuste presupuestario equivalente al monto a pagar de deuda externa, el ahorro de divisas que este ajuste genera $\downarrow R = \left[f \left(\frac{E_o}{E_p} \right) - 1 \right] iDx$ es menor al monto de divisas que debe transferir al exterior. De esa manera, incluso 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:

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

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, ya sea generada por el Banco Central para financiar gasto público o por los bancos para financiar gasto privado, tiene exactamente las mismas implicancias cambiarias¹¹. 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 monetaria¹². Pero aunque se sostenga 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), ello 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:

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

Lo inverso sucede cuando un importador demanda divisas:

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

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:

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

12- Sobre la visión monetarista tradicional y la endógena de generación del dinero, ver Palley (2002).

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

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 afectarían 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.

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:

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

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

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

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 productiva¹³.

Respecto de la deuda externa, la posibilidad de obtener menores tasas, quitas de capital y/o extensión de los plazos mediante una reestruc-

13- Sobre los distintos enfoques sobre cómo afrontar la sostenibilidad externa de la economía, tanto desde el plano del comercio externo como de los elementos financieros, ver Asiain (2018).

turación 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 balance 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 la Argentina un fuerte componente salarial y de la seguridad social. El intento de ajustarlo puede no solo 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 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 con relación a los estándares internacionales es mínimo en la 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. Aun 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.

6. A modo de conclusión

La irrupción de la pandemia y las políticas de cuarentena para reducir su impacto en la salud de la población es un hecho novedoso que tiene fuertes implicancias sobre las economías. La necesidad de paralizar amplios sectores de la producción y garantizar un ingreso a la población inmovilizada genera múltiples desequilibrios macroeconómicos. Incremento del déficit público y de la liquidez para financiarlo y reducción del consumo al esencial son algunos elementos que terminan impactando, en economías bimoneitarias como la de la Argentina, en presiones sobre el mercado de cambios.

En este artículo se analizó en forma esquemática el impacto de la cuarentena sobre las cuentas públicas y el sector externo, y se sugieren una serie de políticas de corto plazo que permitan disminuir las presiones cambiarias. Luego se avanzó en un desarrollo del balance del Banco Central y de la sostenibilidad de largo plazo de las cuentas externas. Si bien el análisis se concentra en el impacto de la cuarentena, la formalización de la economía argentina presenta una serie de novedades que, entendemos, permite echar luz sobre sus problemáticas incluso cuando se logre superar el impacto de la pandemia.

Referencias bibliográficas

Asiain, A. y Gaité, P. (2018). Una interpretación de las diversas visiones sobre la restricción externa. *Cuadernos De Economía Crítica*, 5(9), 127-155.

De Lucchi, J.M. (2012). El enfoque de dinero endógeno y tasa de interés exógena. *CEFIDAR*, documento de trabajo n.º 44 (junio).

Krugman, P. (1979). A Model of Balance-of-Payments Crises. *Journal of Money, Credit and Banking*, 11(3), 311-325.

Lavoie, M. (2014). *Post-Keynesian Economics: New Foundations*. Cheltenham: Edward Elgar.

Palley, T.I. (2002). Endogenous money: what it is and why it matters. *Metroeconomica*, (53), 152-80.

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