



## 75 | Una opinión amigable sobre lo que no hay que hacer

Roberto Frenkel

### Introducción

Esta nota está dedicada a los colegas que trabajan con los tres candidatos presidenciales con mayor probabilidad de triunfar en las próximas elecciones. Aunque lo tuviera pensado (que no es el caso), sería improcedente sugerir un paquete más o menos completo de políticas para encarar la difícil situación que enfrenta el país. Cada uno de los equipos cuenta con profesionales de alto nivel técnico capacitados para elaborar programas viables y consistentes. Aún más importante es que los economistas que colaboran en esas tareas trabajan en diálogo con sus candidatos. En la elaboración de esos planes los componentes políticos y personales que aportan los candidatos son imprescindibles e irremplazables.

Habría, de todas maneras, lugar para sugerir iniciativas cuando la discusión sobre el tema se abra más a la sociedad. Pero el objetivo de esta nota es más modesto: advertir sobre los riesgos en que incurriríamos si entre las primeras medidas a adoptar se decide la flotación libre para resolver el problema que presenta el ajuste del tipo de cambio. Flotación libre significa liberar el acceso al mercado cambiario y retirar al banco central del mismo con el propósito de que el tipo de cambio encuentre su nivel de equilibrio.

Previo a la presentación de mis argumentos quiero enfatizar que no me motiva la intención de llevar agua a uno u otro molino político. Me motiva la preocupación por los riesgos mencionados, fundada en elementos técnicos y en mi conocimiento del funcionamiento de la economía argentina.

Mi punto de partida es que nuestra economía requiere un tipo de cambio real significativamente más alto que el actual para salir del impasse en que se encuentra. No fundamentaré este punto porque creo que es unánimemente compartido por los tres equipos económicos. Mi segunda convicción es que debemos volver a contar con un mercado único y libre de cambio. Tampoco lo fundamentaré por razones aproximadamente similares al primero. Aunque los medios sugieren diferencias sobre las formas y el timing para llegar a la unificación del mercado, los tres equipos parecen coincidir en ese objetivo. Consecuentemente, no se trata aparentemente de diferencias sustanciales en los objetivos de los equipos económicos sino en los procedimientos para alcanzarlos. En esta nota me propongo mostrar que la flotación libre es el más peligroso de los caminos.

### La teoría de la determinación de los tipos de cambio flotantes

El proceso de globalización financiera que se desarrolla desde los años sesenta del siglo pasado contribuyó a colocar en un lugar predominante las teorías basadas en la UIP (Uncovered Interest Parity). Esta visión fue originalmente propuesta por Keynes en los años veinte del siglo pasado (cuando aún estaba en pleno funcionamiento la primera globalización financiera). Con tipos de cambio fijos (como era el caso del patrón oro vigente en esos tiempos) la UIP establece una relación entre la tasa de



interés de un país y la que rige en el resto del mundo. Si dos activos financieros son completamente equivalentes salvo por la moneda en que están emitidos, las tasas de interés deben ser iguales en equilibrio. Con esta teoría, la consideración de los riesgos (por ejemplo, el riesgo de abandono del patrón oro en determinado país) y las políticas monetarias contribuían a explicar los movimientos de capital.

En contextos de flotación cambiaria la UIP establece una relación entre la tasa de interés local, la tasa internacional y la diferencia entre el tipo de cambio vigente en el mercado y el tipo de cambio futuro esperado. La UIP dice que si los activos local y externo son completamente equivalentes salvo por el país y moneda de emisión, la tasa de interés de equilibrio del activo local debe ser igual a la tasa de interés del activo externo más la tasa esperada de aumento del tipo de cambio. Aunque no sepa el nombre de la teoría, esto lo sabe cualquiera que compra o vende en el mercado cambiario con motivación financiera.

Como teoría de la determinación del tipo de cambio spot, la UIP dice que, en equilibrio, el tipo de cambio actual debe ser igual al tipo de cambio futuro esperado descontado por el diferencial de tasas de interés. Ceteris paribus: si el tipo de cambio esperado aumenta, el tipo de cambio spot es mayor; si sube la tasa de interés local, el tipo de cambio spot se reduce; si sube la tasa internacional, el tipo de cambio spot aumenta. Dada la tasa internacional, el tipo de cambio spot se eleva si aumenta el tipo de cambio futuro esperado y se reduce si aumenta la tasa de interés local.

La sustituibilidad perfecta entre el activo local y extranjero que se supone en la versión de la UIP expuesta es un artefacto teórico que sirve principalmente para presentar lo esencial del argumento (que el tipo de cambio spot depende del tipo de cambio futuro esperado, que es inobservable, y de las tasas de interés en moneda local y externa). En un caso como el de nuestro país, el activo externo está emitido en moneda internacional y tiene riesgo de default despreciable y por otro lado, el activo local está denominado en moneda doméstica mientras que los activos locales emitidos en moneda internacional tienen riesgo de default. En un caso de este tipo se mantiene lo esencial del argumento de la UIP pero deben adicionarse otras variables para introducir la consideración de los riesgos.

El activo local en moneda doméstica tiene dos riesgos que, en equilibrio, deben estar cubiertos por su tasa de interés. El primero es el riesgo de default de la deuda externa del país en moneda internacional. El riesgo es que en caso de default el agente no pueda acceder al mercado cambiario. La cobertura de este riesgo adiciona una prima a la tasa de interés local de equilibrio: la prima de riesgo país (la prima de riesgo soberano del país).

El segundo riesgo resulta de las preferencias de los agentes. En Argentina, y más generalmente, en América Latina, los agentes tienen preferencia por la moneda internacional sobre la moneda local: a igualdad de tasas de interés los agentes prefieren el activo en moneda internacional. De modo que, en equilibrio, la tasa de interés local debe incorporar una prima positiva para cubrir el riesgo cambiario: la prima de riesgo cambiario. En resumen, la tasa de interés local de equilibrio debe ser igual a la suma de la tasa de interés internacional más la tasa esperada de aumento del tipo de cambio más la prima de riesgo país más la prima de riesgo cambiario.

Se puede aplicar la UIP enriquecida con la consideración de los riesgos a la determinación del tipo de cambio spot en un régimen de flotación. La UIP enriquecida dice que el tipo de cambio spot de equilibrio debe ser igual al tipo de cambio futuro esperado descontado por la diferencia entre la tasa de interés local y la suma de la



tasa de interés internacional, la prima de riesgo país y la prima de riesgo cambiario. Dada la expectativa de tipo de cambio futuro y la tasa de interés local, el tipo de cambio spot que resulta es mayor que el que sería si los activos fueran sustitutos perfectos. Para que el tipo de cambio spot fuera igual al del caso de perfecta sustitución, la tasa de interés local tendría que ser mayor por la incorporación de la cobertura de los riesgos cambiario y de default.

#### Las expectativas cambiarias

Para completar la teoría de la UIP en la determinación del tipo de cambio spot se requiere una teoría de la expectativa de tipo de cambio futuro. Se ha utilizado predominantemente para este fin la teoría de las expectativas racionales. Lo que ésta dice con relación al tipo de cambio esperado es que los agentes conocen la distribución del tipo de cambio real de equilibrio (la esperanza del tipo de cambio real de equilibrio y otros momentos de la distribución) y creen que la evolución del tipo de cambio nominal tenderá a llevar el tipo de cambio real a su nivel de equilibrio. Los agentes (el mercado) no "saben" cual es el tipo de cambio real de equilibrio sino que conocen una distribución objetiva de probabilidades que les permite construir un intervalo de confianza centrado en la esperanza de esa distribución.

En la teoría de la UIP los agentes están exclusivamente interesados en la evolución futura del tipo de cambio nominal. Como ya mencionamos, las expectativas racionales le permiten conocer el intervalo de confianza del tipo de cambio real de equilibrio. Para conjeturar el tipo de cambio nominal futuro los agentes deben necesariamente contar con una expectativa de inflación en el período futuro relevante. Las expectativas racionales no dicen que los agentes "saben" cual será la tasa de inflación futura. Se supone que conocen los parámetros de la distribución de probabilidades de la inflación futura y pueden construir un intervalo de confianza.

Combinando la expectativa de tipo de cambio real futuro (el tipo de cambio real de equilibrio) y la expectativa de inflación los agentes construyen la expectativa de tipo de cambio nominal futuro que necesitan para decidir su asignación entre el activo local y el activo externo. Obviamente no es un número sino una distribución de probabilidades. La amplitud del intervalo de confianza del tipo de cambio nominal futuro es función de la amplitud de los intervalos de confianza del tipo de cambio real de equilibrio y la inflación.

#### El caso estable

Los agentes no pueden conocer las distribuciones de probabilidades de las variables involucradas en su decisión sino mediante el aprendizaje a través de la historia previa. En economías relativamente estables y con inflación baja los intervalos de confianza de las expectativas de tipo de cambio real de equilibrio e inflación futura serán relativamente pequeños y consecuentemente, la prima de riesgo cambiario será también relativamente pequeña. Por otro lado, la prima de riesgo de default es un dato que los agentes conocen a través de las cotizaciones diarias de los bonos soberanos emitidos en moneda internacional.



Cabe mencionar como ejemplo la economía de un país en el que la teoría UIP con expectativas racionales describe la experiencia nacional aproximadamente bien. Es el caso de la economía chilena desde que adoptó la flotación a fines de los años noventa. En este período, Chile ha tenido una historia macroeconómica relativamente estable, una inflación ligeramente superior a la de Estados Unidos y una prima de riesgo país relativamente pequeña. Ante las variaciones en los términos de intercambio y los eventos acaecidos en la economía mundial, el comportamiento del mercado cambiario y la relación experimentada entre la tasa interés local y el tipo de cambio spot pueden describirse aproximadamente bien con la teoría de la UIP con expectativas racionales. En la actualidad, después de la caída reciente de los términos de intercambio, los agentes deben conjeturar el nuevo tipo de cambio real de equilibrio, seguramente mayor que el vigente antes de la caída, lo que ha inducido el aumento del tipo de cambio spot.

Hay una característica de los casos similares al de la economía chilena que merece ser resaltada. En cualquier caso, la construcción de la expectativa sobre el tipo de cambio nominal debe ser simultánea con la formulación de la expectativa inflacionaria, ya que la variación de la tasa de inflación está ligada con la variación del tipo de cambio nominal a través del coeficiente de pass-through. En realidad, como se trata del pass-through futuro, también debemos suponer, con expectativas racionales, que los agentes conocen su distribución de probabilidad a través de la historia previa. En los casos como el chileno el coeficiente de pass-through ha sido relativamente pequeño y estable. En este contexto resulta relativamente más fácil resolver la formulación simultánea de las expectativas de tipo de cambio e inflación que en casos en los que la experiencia pasada provee poca información relevante para predecir el pass-through y hay más incertidumbre sobre el valor del coeficiente futuro.

#### Los casos inestables

El elemento clave de la teoría de la UIP con expectativas racionales es el conocimiento que tienen los agentes de la distribución de probabilidades del tipo de cambio real de equilibrio. En economías en las que el tipo de cambio real ha sido muy volátil y/o en situaciones en las que variables fundamentales del balance de pagos tuvieron recientemente cambios significativos con escasos antecedentes, los agentes "saben" menos sobre el tipo de cambio real de equilibrio. Esto es, el intervalo de confianza del tipo de cambio real de equilibrio es relativamente amplio y consecuentemente, la prima de riesgo cambiario y la tasa de interés de equilibrio serán mayores que en el caso en que el tipo de cambio real de equilibrio puede estimarse mejor, aún si existiera perfecta certidumbre sobre la tasa de inflación esperada y el coeficiente de pass-through.

Por razones análogas, cuanto mayor es la amplitud de los intervalos de confianza del pass-through y la inflación esperada, mayores deben ser la prima de riesgo cambiario y la tasa de interés local de equilibrio.

En la teoría de la UIP con expectativas racionales siempre hay una tasa de interés local que equilibra el mercado cambiario, no importa cuán alta sea como consecuencia de altas primas de riesgo. Pero la tasa de interés real resultante puede ser insostenible para el sistema financiero y la economía real. Si la tasa de interés



local no alcanza a cubrir los riesgos percibidos por los agentes, la demanda de activos externos continúa presionando al alza la cotización de la moneda internacional, de modo que el tipo de cambio y la inflación se aceleran continuamente. En este contexto el régimen de flotación es inviable.

Aún cuando los agentes tengan gran dificultad para estimar la distribución del tipo de cambio real de equilibrio esto no significa completa ignorancia. La experiencia pasada provee de todas maneras algún conocimiento a los agentes que hacen expectativas racionales. Por ejemplo, el conocimiento suficiente para reconocer a la luz de esa experiencia si determinado tipo de cambio real observado está muy depreciado o muy apreciado. Imaginemos un contexto de flotación en el cual la tasa de interés es sostenible pero no alcanza a cubrir los riesgos percibidos, de modo que la presión de demanda por activos externos está elevando continuamente el tipo de cambio. Si el coeficiente de pass-through es menor que uno, el tipo de cambio real observado también se eleva continuamente. En algún momento el tipo de cambio real observado sería percibido como muy depreciado y esto debería bastar para que el mercado estabilizara la tendencia del tipo de cambio nominal, ya que los agentes esperarían a partir de ese momento una tendencia a la apreciación del tipo de cambio real. Claro está que la inflación se aceleraría hasta que el tipo de cambio real observado sea percibido como muy depreciado, es decir, hasta que haya una percepción generalizada del overshooting.

En resumen, en los casos que llamamos inestables, la teoría de la UIP con expectativas racionales de la flotación cambiaría no descarta la posibilidad de escenarios muy negativos. Se requiere una alta tasa de interés real para estabilizar la tendencia del mercado cambiario (esto es, para frenar la tendencia a la depreciación real). Esa tasa de interés real, si fuera sostenible, tendría importantes efectos recesivos.

Si la tasa real requerida no es sostenible, por sus efectos sobre el sistema financiero y la economía real, la teoría predice una continua aceleración inflacionaria. Otro escenario posible es que la tendencia del mercado cambiario se estabilice solamente cuando el tipo de cambio real observado sea percibido generalizadamente como muy depreciado, es decir, cuando se verifica el overshooting. En ambos escenarios la inflación se acelera hasta que el tipo de cambio real alcance el equilibrio (esperado por el mercado), o un nivel muy depreciado (en el segundo escenario).

#### Las condiciones de la flotación en Argentina

Imaginemos que el nuevo gobierno adopta en su inicio el régimen de flotación libre. Parece claro que el régimen se ubicaría en la categoría de los casos inestables.

La información necesaria para estimar el tipo de cambio real de equilibrio es escasa. Desde que se impuso el control de cambios la demanda de moneda internacional en el mercado oficial ha estado racionada por el Ministerio de Economía y el Banco Central, de modo que la información de los años recientes aporta poco conocimiento sobre el tipo de cambio real de equilibrio. Además, durante el período en que estuvo vigente el control de cambios, los términos de intercambio sufrieron una caída importante, lo que hace aún más difícil la estimación del nuevo tipo de cambio real de equilibrio.

Si las condiciones en las que se inaugura el régimen de flotación fueran similares a las



actuales habría, como hay hoy, una percepción generalizada de que el tipo de cambio real está muy apreciado. Esta percepción está reforzada por un tipo de cambio paralelo significativamente más alto que el oficial. Pocas dudas caben, entonces, de que el tipo de cambio libre tendería inicialmente a aumentar y la inflación a acelerarse, a menos que el coeficiente de pass-through se hiciera nulo, lo que puede descartarse.

Bajo condiciones similares a las actuales, la flotación cambiaria empezaría con una tasa de inflación del orden de 25%. La formulación de la expectativa inflacionaria no enfrenta dificultades menores que la estimación del tipo de cambio de equilibrio. La información más reciente sobre el coeficiente de pass-through proviene de la experiencia de la devaluación discreta de comienzos del año pasado, que arroja un coeficiente de aproximadamente 50% en seis meses.

En la experiencia latinoamericana de los años 2000 hay bastante evidencia de que el coeficiente de pass-through está positivamente asociado con la magnitud de la inflación vigente, de modo que los agentes con expectativas racionales, que toman en cuenta esta información, pueden esperar que el coeficiente se eleve. Pero sabemos más sobre este coeficiente de lo que informa la mencionada relación con la tasa de inflación.

La magnitud del coeficiente depende de varios elementos del contexto en que tiene lugar el ajuste del tipo de cambio en flotación. El primero que indicamos es el comportamiento de los salarios frente a la aceleración de la inflación. Desde mediados de los años 2000 hasta ahora, salvo el año 2014, los salarios de los trabajadores registrados en la seguridad social evolucionaron de acuerdo a un sistema informal de ajustes anuales indexados a los que se sumaron incrementos adicionales generalmente superiores a los aumentos de la productividad. En ese contexto se verificó el coeficiente de pass-through de aproximadamente 50%. Esto es, ese coeficiente se observó en un contexto de aumentos salariales anuales desincronizados con principal determinante en la tasa de inflación pasada. Si se mantiene la indexación pero los ajustes salariales se hacen más frecuentes con la aceleración de la inflación, el coeficiente de pass-through se elevará.

En segundo lugar, hay bastante evidencia de que frente a un aumento fuerte del tipo de cambio, las decisiones de aumento de precio de bienes y servicios tienden a elevar el mark-up sobre el costo esperado, como forma de minimizar el riesgo de pérdida de capital ante un aumento de la incertidumbre sobre la inflación esperada. Esta conducta genera un empuje inflacionario adicional que haría aumentar el coeficiente de pass-through.

En tercer lugar, también hay evidencia de que a lo largo del período en el cual el tipo de cambio se está elevando más rápido que la inflación, el coeficiente de pass-through tiende a aumentar porque un número creciente de agentes que deciden precios optan por "dolarizarse", esto es, deciden aumentar sus precios al ritmo de aumento del tipo de cambio.

Por último, la hipótesis de que todos los agentes hacen expectativas racionales es cuestionable. Parece razonable asumir que los agentes que operan habitualmente en el mercado de cambios con motivación financiera tratan de usar sus conocimientos e información de la mejor manera posible. Las empresas e individuos que manejan portafolios importantes cuentan con personal especializado o están en condiciones de adquirir los servicios de especialistas que ayuden a formular sus expectativas. En el



caso de estos agentes cabe asumir que hacen expectativas racionales. Pero en los mercados cambiarios, particularmente en nuestro país, también operan agentes que forman su expectativa de tipo de cambio futuro enfocándose en la tendencia observada y proyectándola al futuro. Si estos agentes tienen peso suficiente, su conducta puede generar una burbuja cambiaria que haría improbable la estabilización espontánea (esto es, sin intervención) de la tendencia del tipo de cambio en el mercado flotante. Si el peso de esos agentes en el mercado es significativo, los agentes que hacen expectativas racionales deben tomar en cuenta su influencia en la dinámica, lo que los llevaría a formular expectativas más altas y con mayores intervalos de confianza del tipo de cambio futuro y la futura tasa de inflación.

En resumen, hay varios elementos que podrían inducir a los agentes con expectativas racionales a esperar la elevación del coeficiente de pass-through o una tendencia más alta del tipo de cambio nominal. Sin embargo, a los fines de la presentación de mi argumento, en el presente análisis supongo que todos los agentes hacen expectativas racionales. Asumo también que los agentes estiman un coeficiente de pass-through de magnitud similar al experimentado. Esta hipótesis implica dejar de lado la interacción del ajuste cambiario con el mercado de trabajo (asumiendo que no hay cambios en la modalidad de los ajustes salariales) e ignorar los probables cambios en las modalidades de decisión de precios. De esta manera mi análisis se concentra exclusivamente en la dinámica del mercado cambiario bajo los supuestos más favorables para que el mercado en flotación alcance la estabilización de las tendencias del tipo de cambio y la inflación. Aún bajo los supuestos favorables mencionados, las amplitudes de los intervalos de confianza del tipo de cambio real de equilibrio y la expectativa inflacionaria implicarían una alta prima de cobertura del riesgo cambiario. Por otro lado, los tres equipos económicos de los candidatos presidenciales han enfatizado la intención de normalizar las relaciones financieras internacionales del país, así como también la intención de sanear la producción de las estadísticas oficiales. Cabe esperar, consecuentemente, que la prima de riesgo país se reduzca con el nuevo gobierno, acercándose a los valores definidos por sus fundamentos (una relación deuda externa en moneda extranjera/PIB relativamente baja). Pero parece improbable que el ajuste del precio de los bonos en moneda internacional se produzca abruptamente al inicio de la nueva administración, antes de que las intenciones manifiestas comiencen a concretarse. Cabe suponer, entonces, que en el inicio del gobierno, cuando se establece la flotación, la prima de riesgo país es la vigente al final de la administración actual. Si las condiciones en ese momento son similares a las presentes, la prima de riesgo país estaría alrededor de los 600 puntos básicos.

En resumen, las altas primas de riesgo país y riesgo cambiario implican que se requeriría una alta tasa de interés real para estabilizar la tendencia del tipo de cambio real (esto es, para que la tendencia del tipo de cambio nominal iguale la tasa de inflación menos la tasa de inflación internacional). Si esa tasa de interés fuera sostenible, la teoría predice que el tipo de cambio nominal tenderá a aumentar más que la inflación (mientras ésta se acelera) hasta que el tipo de cambio real iguale al tipo de cambio real de equilibrio estimado por el mercado. De ese momento en adelante la tendencia del tipo de cambio nominal debería igualar la diferencia entre la tasa de inflación y la tasa de inflación internacional. En la situación límite de poco conocimiento, la teoría predice que el tipo de cambio nominal tenderá a aumentar más que la inflación hasta que se generalice la percepción de que el tipo de cambio real



está muy depreciado. En esa situación, el tipo de cambio tendería posteriormente a aumentar menos que la tasa de inflación.

Puede concluirse que la flotación libre generaría en cualquier caso una importante aceleración inflacionaria, aún bajo los supuestos más favorables. Una condición necesaria para que la aceleración se detenga en algún momento es que la tasa de interés local esté en su nivel de equilibrio. Esto podría no ocurrir, sea porque la dominancia fiscal impide que el Banco Central logre instrumentar una tasa de interés suficientemente alta o porque la tasa de interés real resultante sea intolerable para el sistema financiero y la economía real. En este caso la aceleración inflacionaria no se detendría en el contexto de libre flotación.

Creo que los argumentos expuestos son suficientes para no adoptar la flotación libre al inicio de la nueva administración. No se trata de decidir entre correr o no correr un riesgo. Aún con las hipótesis más favorables con relación a la formación de expectativas y al coeficiente de pass-through, la teoría predominante de la determinación del tipo de cambio en un régimen de flotación predice una importante aceleración de la inflación. Basta una módica dosis de prudencia en las decisiones de política económica para recomendar no seguir ese camino.