

céfiro

ZÉPHYROS

**REVISTA DE
ECONOMÍA Y GESTIÓN**

**AÑO 7 NÚMERO 5
PRIMAVERA 2020**

ISSN (impresa) 2408-4638
ISSN (digital) 2422-7692

COVID-19, MMT y la economía argentina

Por Agustín A. Mario¹



Introducción

Durante los meses de junio y julio fui invitado a participar como expositor en el ciclo de charlas-debate “Economía y Pandemia”, organizado por el Departamento de Economía y Administración de la Universidad Nacional de Moreno. En este artículo, repaso las exposiciones y abordo algunas de las controversias surgidas en las mismas.

MMT: los fundamentos

Aunque se ha popularizado la traducción de la MMT al español como TMM (teoría monetaria moderna), sería más adecuada utilizar teoría del dinero moderno, tal el sentido -tomado del Treatise de Keynes- utilizado por Wray en su libro de 1998, *Understanding Modern Money*.

¹ Docente UNM. Licenciado en Economía y Magister en Economía UBA. Correo electrónico: amario@unm.edu.ar

Según la MMT, el emisor (usualmente el estado nacional) impone una obligación impositiva pagable sólo en \$ (del cual posee el monopolio de emisión). El \$ es lo que es aceptado para pagar impuestos, un crédito fiscal. Al menos para pagar el impuesto, los usuarios de \$ deben obtenerlos ofreciendo bienes y servicios -incluyendo el trabajo- y, en este sentido, *taxes drive money* (los impuestos “dirigen” a la moneda).

Como es la única fuente de \$, el emisor debe gastar antes de que los usuarios puedan pagar el impuesto. De aquí que el emisor no necesita recaudar para gastar. En un hipotético primer período de la economía, es imposible que el emisor tenga un superávit; en los siguientes períodos, el superávit del emisor es posible pero su magnitud está limitada por sus déficits previos acumulados. Estos déficits previos acumulados constituyen la deuda pública, es decir, los \$ gastados por el emisor que aún no han sido utilizados para pagar impuestos (la oferta neta de \$).

Pero además, como no necesita recaudar, tampoco necesita pedir prestado para gastar (y, de nuevo, sólo podría pedir prestado hasta el monto de la deuda pública). La tasa de interés es exógena, esto es, una decisión de política. De hecho, la política monetaria (venta de bonos) impide que la tasa de interés básica de la economía (la que paga el emisor) se anule, es decir, alcance su nivel natural (de no intervención).

El emisor no tiene restricción financiera en \$. Sin embargo, está limitado por lo que es ofrecido a la venta a cambio de \$. Además, claro está, puede haber limitaciones “auto-impuestas” (como una ley de déficit cero, etc.), las cuales no obstante no poseen fundamento económico. En cualquier caso, como no tiene restricción financiera en \$, las opciones de política deben evaluarse por sus efectos: las finanzas públicas deben ser funcionales a los objetivos de política.

La crisis del COVID-19

El COVID-19 plantea problemas médicos y económicos (no independientes). La amenaza médica de primer orden es la enfermedad y, eventualmente, la muerte extendida. Esta amenaza interrumpe la producción, ya sea por la propia salud o por las medidas adoptadas para cuidarla. Por lo tanto, al menos inicialmente, se trata de una crisis “de oferta”. Las empresas no producen y, por lo tanto, no venden. En la medida en que el capitalismo es impulsado por las ventas, esto conduce a cierres y despidos. Conforme la gente pierde su empleo y/o es obligada a quedarse en casa, su demanda de bienes y servicios cae. Esto reduce aún más las ventas de las empresas, las cuales no venden bien por la falta de trabajadores y/o por la falta de demanda. Todo esto incrementa el desempleo.

A esta situación debemos sumarle el desplome del crédito, ya que nadie pide prestado si no espera vender y, en todo caso, muy probablemente el que pida un préstamo sea considerado demasiado riesgoso por las entidades de crédito. No debe sorprender que los bancos (y el sector privado en general), se comporten procíclicamente. Y como una parte sustancial de las ventas dependen del crédito, la economía se contrae aún más.

Lo que es peor, estaríamos atravesando una situación de incertidumbre radical no-estocástica por lo que no podemos asignar probabilidades a los eventos futuros posibles porque no pensamos que el pasado pueda ayudarnos a entender el futuro. Muy posiblemente, estén ocurriendo quiebres en los coeficientes estructurales de las relaciones económicas lo que hace difícil/imposible pronosticar la magnitud del shock (por esto, entre otras razones, es preferible implementar un patrón-trabajo a intentar pronosticar la caída del PiB, etc; la -para algunos- sorprendente cantidad de aplicaciones al ingreso familiar de emergencia ilustra que este tipo de programas son mucho más útiles para medir la magnitud del shock que las proyecciones de las consultoras).

Respuestas de política (económica) y evaluación

Antes del COVID-19, la Argentina ya contaba con ingresos garantizados por el estado para (prácticamente) todos los que no pueden/deben trabajar: pensiones por discapacidad, asignaciones familiares y deducciones del impuesto a las ganancias para niños y adolescentes, y jubilaciones y pensiones para adultos mayores.

Para la población activa, el gobierno implementó dos programas principales: el ingreso familiar de emergencia (IFE) y la asistencia al trabajo y la producción (ATP). El IFE consiste en un pago mensual de \$10 mil por hogar destinado a trabajadores informales, trabajadores de casas particulares, y monotributistas sociales y de las categorías A y B. Es compatible con la AUH y el PROGRESAR y, en la práctica, incluye a los desempleados, tanto “oficiales” como “ocultos” en la inactividad (excepto que cobren seguro de desempleo).

El ATP se divide en dos componentes. Uno paga una parte del salario a los trabajadores del sector privado formal; el otro otorga créditos a tasa cero a monotributistas de las categorías C en adelante y a autónomos. Específicamente, el ATP paga la mitad del sueldo del trabajador (paga al menos un salario mínimo vital y móvil y dos como mucho, lo que otorga cierta progresividad al esquema).

Haciendo una evaluación de conjunto, no puede dejar de mencionarse la fragmentación de los ingresos de los que no pueden/deben trabajar: dependiendo de cual sea la “caja” que pague los beneficios, los montos pueden diferir significativamente lo que se suma a las diferencias según los ingresos del grupo familiar (en el caso de las asignaciones familiares) y a las diferencias entre jubilados y pensionados, y al interior de los jubilados. Pero además, los montos mínimos son demasiado bajos, especialmente los de las asignaciones familiares más bajas. Por supuesto que conceptos como la línea de pobreza son arbitrarios/políticos, pero una vez establecidos no tiene sentido que las prestaciones que paga el mismo estado que la establece sean inferiores a ese umbral. Por ejemplo, mientras que la línea de pobreza del adulto equivalente fue \$14.178 en junio, la AUH alcanzó los \$3.293 (esto no alcanza siquiera a cubrir la canasta básica total de los menores de un año!).

Por su parte, el IFE paga un monto demasiado bajo si se lo compara con el ATP (y, además, se limita a un miembro por hogar) lo que no hace más que reforzar la idea de que hay trabajadores “de segunda” (y esto independientemente de que a pesar de ser supuestamente mensual, en cuatro meses y medio de aislamiento social preventivo y obligatorio sólo se pagaron dos IFEs). En este sentido, el ATP podría ser más progresivo si pagara un salario mínimo vital y móvil por trabajador (y más aún si se pagara la línea de pobreza), contribuyendo a reducir la desigualdad entre trabajadores. En relación a los créditos a tasa cero, queda por verse qué sucederá en el caso de que los trabajadores no puedan devolverlos. Quizás quedará claro entonces que un crédito no es un salario, que es en realidad lo que necesitan los desempleados (y esto al margen de que no parece tener mucho sentido hacer depender el crédito del riesgo crediticio, reforzando la pro-ciclicidad del sector privado).

Una propuesta de política: la alternativa del empleador de última instancia

El empleador de última instancia (ELR) consiste en el ofrecimiento, por parte del gobierno, de un empleo a cualquiera que quiera y pueda trabajar al salario mínimo. Es decir, un patrón-trabajo que asegura una demanda de trabajo infinitamente elástica al salario mínimo. Por definición, esto resulta en pleno empleo (aunque el desempleo “medido” puede ser positivo). Automáticamente, desaparece la necesidad del seguro de desempleo, el IFE, etc. (el

ATP podría continuar con los cambios sugeridos por tiempo limitado). El salario del programa se transforma en el salario mínimo efectivo de la economía, a diferencia de la situación actual en que el salario mínimo es cero (el ingreso de los desempleados). El programa debería complementarse con ingresos para los que no pueden/deben trabajar. El ELR sería automáticamente contracíclico: en las recesiones, aumentaría el pool de trabajadores ELR (y el gasto público), y viceversa.

El desempleo es evidencia de que el déficit público es demasiado chico (insuficiente para satisfacer el deseo de ahorro del sector no-gubernamental). El gobierno puede aumentar el déficit hasta eliminar el desempleo, es decir, aprovechar el espacio fiscal dado por el deseo de ahorro de \$ del sector no-gubernamental. A diferencia de las políticas de expansión “generalizada” de la demanda, el ELR aumenta sólo hasta eliminar el desempleo y, en ese sentido, el déficit es “determinado por el mercado” (por el deseo de ahorro de \$ al salario mínimo).

El salario mínimo define el valor del \$, que es estable en trabajo ELR/básico: si el salario mínimo se establece en 100\$/hora, 1\$ vale 0,6 minutos de trabajo básico. No hay inflación ni deflación, (pero sí cambios de precios relativos): el ELR es anti-inflacionario en la expansión y anti-deflacionario en la recesión.

El programa debe ser financiado por el estado nacional pero puede descentralizarse a organizaciones sin fines de lucro, gobiernos sub-nacionales, etc. Debe involucrar actividades de utilidad pública (aunque no sean rentables). En el marco del COVID-19, el principal trabajo que sirve al bien público es quedarse en casa (y, por lo tanto, debería remunerarse). Como mínimo, el programa debería mejorar la “calidad” de los trabajadores de modo que se conviertan en una alternativa cuando el sector privado necesite aumentar la cantidad de empleados (un trabajador empleado es, *ceteris paribus*, una mejor alternativa que un trabajador desempleado). A medida que vayamos dejando atrás el ASPO, hay innumerables tareas de utilidad pública que pueden llevarse a cabo en el marco del programa (rastreo y testeo, cuidados personales, de salud, etc. sólo para no mencionar las más obvias ligadas a la infraestructura pública).

¿Es Argentina monetariamente soberana?: las “verdaderas” restricciones

El gobierno argentino tiene deuda en moneda extranjera, lo cual implica limitaciones para perseguir el pleno empleo. Como explicamos, el estado argentino, en tanto emisor monopolístico de \$, puede comprar cualquier cosa que tenga un precio en su moneda. El dólar tiene un precio en \$, el tipo de cambio (TC). Si encuentra vendedores dispuestos, el gobierno puede comprar los dólares para pagar la deuda. El (potencial) problema es que el gasto del gobierno para comprar los dólares no podría basarse en una regla de precio: el gobierno no está en posición de decidir el precio (el TC) ni, por ende, la cantidad de \$ gastados. Esto podría ser (hiper) inflacionario – como es sabido, las grandes hiperinflaciones estuvieron asociadas a crisis de deuda en moneda extranjera-. Lamentablemente, el problema no termina allí. El sector público tiene buena parte de su deuda en \$ indexada ya sea al TC (*dollar linked*) o a la inflación (CER). Si bien siempre que lo decida podrá cumplir sus compromisos en \$, la indexación impide también gastar con una regla de precio conllevando el mismo riesgo que la deuda en moneda extranjera. Es decir, el gasto en \$ para pagar deuda podría agotar el espacio fiscal dado por el deseo de ahorro de \$ por parte del sector no-gubernamental. Podría haber, por lo tanto, un trade-off entre gastar lo suficiente para tener pleno empleo doméstico y gastar lo suficiente para pagar la deuda.

Reestructuraciones favorables pueden permitir patear el problema hacia adelante, como también utilizar las reservas internacionales para pagar (o como garantía de pago) en lugar de “regalarlas” al TC oficial, tal la política actual. Personalmente, considero que deberíamos ir aún más lejos y prohibir (¿reformando la constitución?) el endeudamiento del estado en moneda extranjera. En realidad, cualquier objetivo de TC implica comprar/vender la cantidad de dólares que el mercado desea al TC objetivo. Esto es, un objetivo de TC implica “pleno empleo” del dólar (en el sentido de que siempre es posible venderlo al estado al precio objetivo). Como en cualquier política de *buffer stock*, el riesgo es el agotamiento de las reservas. Para proteger las reservas, la política económica debe ser lo suficientemente contractiva lo que suele implicar desempleo (de trabajo). De aquí que el pleno empleo requiere un tipo de cambio flotante.

Sin embargo, no son pocos los economistas que sostienen que es posible controlar el TC utilizando como instrumento a la tasa de interés. Las opciones para un tenedor de \$ son: 1) quedarse en “efectivo”; 2) intercambiar \$ por: a) bono en \$; b) dólares al TC objetivo. La tasa propia (*own-rate*) del dólar (en \$) es igual a la tasa de interés internacional (i^*) más la prima de riesgo (p) más la devaluación esperada (e), lo que usualmente se denomina el diferencial. Con un objetivo de TC, la *own-rate* del \$ (i) se vuelve endógena, en tanto compite con i^*+p+e

En la medida en que el no cumplimiento de compromisos en \$ es una decisión de política, p debería anularse (excepto, claro está, que se decida incumplir pagos en \$!); i^* es exógena. La competencia debería hacer que las *own-rates* de todos los activos se igualaran a la tasa de interés. Pero, hay activos (especialmente los financieros) con elasticidad de producción baja/nula. Por ejemplo, a diferencia de lo que sucede con la demanda de otras mercancías, la demanda de dólares no genera empleo (no se puede “producir dólares trabajando”). Lo central que debe reconocerse aquí es que esta característica (la baja/nula elasticidad de producción) no es exclusiva del dólar.

Además, la teoría de la preferencia por liquidez implica que un aumento de la tasa de interés desalienta la demanda de dólares (de activos en general), y viceversa. Esto asume que predomina el efecto sustitución. Lamentablemente, olvida el efecto ingreso (que llamativamente sí es tenido en cuenta a la hora de analizar la demanda de consumo, inversión, importaciones, etc.) de la tasa de interés. Pagar una tasa de interés más alta implica un mayor gasto del estado consolidado lo cual, en lugar de mitigar las presiones sobre las reservas/TC, puede exacerbarlas. Se trata del denominado canal de ingresos por intereses (no tenido en cuenta en parte por la incorrecta separación de las políticas monetaria y fiscal que suelen utilizar los economistas). Claro que este efecto ingreso compite con el efecto sustitución que puede predominar cuando la deuda es “chica”. Sin embargo, cuanto más grandes son los déficits acumulados, mayores son los ingresos por intereses (y esto se agrava, no se morigera, si sube la tasa) y, por lo tanto, mayor el poder del sector no-gubernamental para “atacar las reservas” y forzar la devaluación. En pocas palabras, a partir de un cierto tamaño de la deuda pública puede no haber tasa de interés tal que permita cumplir el objetivo de TC.

Una variante del argumento según el cual es posible controlar el TC utilizando la tasa de interés sostiene que un diferencial positivo es una condición necesaria (pero no suficiente) para lograrlo. El contraejemplo del período 2003-7 en Argentina permite, al menos, poner en tela de juicio tal afirmación: el tipo de cambio (nominal) se mantuvo prácticamente estable con tasas “reales” negativas y un diferencial “pequeño” (claro que siempre se puede usar el ad-hoc de una devaluación esperada suficientemente pequeña tal que el diferencial sea lo suficientemente grande). Por otra parte, los análisis de corte empírico que encuentran relaciones negativas entre tasa de interés y algún indicador del tipo de cambio (por ejemplo, la brecha cambiaria) suelen no controlar por los distintos regímenes cambiarios (“cepo”, liberalización) por lo que atribuyen efectos a la tasa de interés que, en realidad, son propios de la liberalización del mercado cambiario.

Ya explicamos que perseguir un objetivo de TC suele implicar desempleo doméstico (para proteger las reservas). A esto debe adicionarse que una tasa de interés básica positiva es, ni más ni menos, que un ingreso básico (ahora que está de moda el ingreso universal, etc.) para los que ya tienen dinero. Utilizar el desempleo como herramienta y regalar \$ a los que ya los tienen no parecen ser políticas progresivas.

La teoría del dinero moderno y el empleador de última instancia: algunas controversias

Las obligaciones impositivas en \$ constituyen un piso para su demanda. Como vimos, *taxes drive money*. Es importante no perder esto de vista, especialmente para quienes se preocupan por el precio del dólar. En la medida que los usuarios de \$ los necesitan para pagar impuestos, la demanda de un activo no puede continuar ad-infinitum. Que la tasa de interés básica (la que paga el estado consolidado) sea nula implica que la deuda pública no paga interés pero no que la demanda de \$ sea cero (ni que otras tasas de interés no puedan ser positivas); menos aún que el emisor de \$ no pueda “financiarse”.

Sin embargo, varios de los más prominentes economistas “heterodoxos” de la Argentina, a pesar de considerar que la MMT es adecuada para los países desarrollados, consideran que la aplicación de sus implicancias de política (patrón-trabajo, tipo de cambio flotante y tasa de interés básica nula) generarían dificultades relacionadas con especificidades de las economías periféricas (como la Argentina)².

El empleador de última instancia implicaría un aumento de la demanda que incrementaría las importaciones (y, según algunos, también reduciría las exportaciones), menguando las reservas y, eventualmente, forzando una devaluación. A su vez, la devaluación se trasladaría a los precios, reduciendo el salario real. Esto reduciría el consumo y achicaría la economía (hasta volver al equilibrio externo). La preferencia por liquidez (y la deuda) en moneda extranjera agravarían esta “restricción externa”.

En primer lugar, debe aclararse una confusión habitual respecto del ELR: no se trata, necesariamente, de una política expansiva sino que puede aplicarse bajando otros gastos y/o aumentando impuestos; el pleno empleo se mantiene más allá del nivel de la demanda.

Para el país en su conjunto, las exportaciones son un costo real y las importaciones, un beneficio real. Las exportaciones son el costo de las importaciones (por qué otro motivo querríamos exportar, es decir, privar a nuestra población de esos bienes y servicios que enviamos al resto del mundo). Lo que deberíamos perseguir es la maximización de las importaciones netas (dado el deseo de ahorro de \$ del resto del mundo). Si nadie desea ahorrar en activos financieros denominados en \$, por cada dólar de exportaciones podremos tener un dólar de importaciones. Ese es el límite al crédito externo (que, ciertamente, no es infinito). Y, a menos que se considere que se necesitan dólares para crear trabajo, dicho límite no tiene porque impedir el pleno empleo.

En un sentido, en el marco de un patrón-trabajo, se torna irrelevante si la devaluación es expansiva o recesiva: en este último caso, los trabajadores que pierdan sus empleos por la recesión podrán vender su tiempo de trabajo al

² En <http://www.unmeditora.unm.edu.ar/index.php/colecciones/biblioteca-de-economia/272-teoria-del-dinero-moderno-y-empleador-de-ultima-instancia> me ocupo más en detalle de estas cuestiones.

estado, lo cual, a su vez, atenuará la recesión. (Y esto no requiere en modo alguno “salarlos flexibles”, sino que es un mero cambio de composición del empleo total). Este es un aspecto crucial, aunque muchas veces no tenido en cuenta por los críticos, en favor de la flotación del TC. En pocas palabras, el patrón-trabajo impide que la restricción externa implique (como lo hace en la actualidad) desempleo: el desempleo ya no puede usarse para controlar la demanda de dólares.

La cuestión de la soberanía monetaria se reduce a una pregunta muy sencilla: ¿puede la Argentina implementar un patrón-trabajo? Sostener que no debido a que entonces se depreciará el \$ y caerán los salarios implica usar el desempleo para controlar el TC y, por ende, proteger los ingresos (en dólares) de los ya tienen ingresos. Los desempleados, por su parte, tienen actualmente ingresos nulos y cualquier ingreso positivo implicaría para ellos una diferencia relativa (literalmente) infinita. ¿Es deseable usar el desempleo para controlar el TC y proteger los ingresos de quienes ya los tienen?

En cualquier caso, los gobiernos deben elegir (lo hacen todo el tiempo, quieran o no) entre garantizar el pleno empleo (a través de un patrón-trabajo) o garantizar el desempleo. Hasta ahora, han elegido el desempleo.