



Universidad  
Nacional de  
General  
Sarmiento

# I JORNADAS DE **ECONOMÍA POLÍTICA**

6 y 7 de diciembre de 2007 - Campus UNGS

## POLÍTICA MONETARIA Y CAMBIARIA EN LA ARGENTINA POSTCONVERTIBILIDAD

FABIÁN AMICO

INSTITUTO DE INDUSTRIA  
UNIVERSIDAD NACIONAL DE GENERAL SARMIENTO

[jornadaecopol@ungs.edu.ar](mailto:jornadaecopol@ungs.edu.ar) / [www.ungs.edu.ar/ecopol](http://www.ungs.edu.ar/ecopol)  
(54 11) 4469-7552 o 4469-7500 int. 7160

# **POLÍTICA MONETARIA Y CAMBIARIA EN LA ARGENTINA POSTCONVERTIBILIDAD**

**FABIÁN AMICO<sup>1</sup>**

**Abstract:**

El artículo destaca el rol desempeñado por la política cambiaria y monetaria en la recuperación argentina tras la crisis de 2002. Se explicitan las condiciones puestas por el tipo de cambio real alto y su relación con el proceso de crecimiento. Se destacan los problemas para sostener el tipo de cambio en los valores postulados por la estrategia oficial y la pertinencia de los análisis destinados a lo que tradicionalmente se conoce como “enfermedad holandesa”. En este contexto, se analizan los problemas detectados en la política de esterilización y sus criterios de “sostenibilidad”. En tal marco, se cuestionan los supuestos teóricos y la fundamentación implícita de la denominada política de “objetivos múltiples”, puesto que comparte algunos supuestos implícitos esenciales con el inflation targeting, y se resumen las críticas principales a tal régimen. Luego se analizan los criterios de determinación del tipo de cambio en un proceso de crecimiento orientado por la demanda y restringido por balance de pagos. Finalmente se esboza un diagnóstico alternativo sobre la inflación argentina y posibles los caminos para su superación.

Palabras clave: crecimiento, tipo de cambio, inflación, demanda, restricción externa, desarrollo.

---

<sup>1</sup> Grupo Luján de investigación y docencia, Universidad Nacional de Luján, [famico@unlu.edu.ar](mailto:famico@unlu.edu.ar).

# **Política monetaria y cambiaria en la Argentina postconvertibilidad**

*Fabián Amico*

## **1. Introducción**

Partiendo del contexto de la fuerte recuperación de la economía argentina a partir de 2002, el presente trabajo repasa el debate acerca del rol desempeñado por la política cambiaria y monetaria en dicha recuperación. En particular se explicitan las condiciones puestas por el tipo de cambio real alto surgido de la devaluación de 2002 y su relación con el proceso de crecimiento. En dicho marco, los abultados saldos comerciales favorables han producido una avalancha de dólares y conducido a una fuerte acumulación de reservas, produciendo problemas para sostener el tipo de cambio en los valores postulados por la estrategia oficial. Resultan pertinentes aquí los análisis destinados a lo que tradicionalmente se conoce como “enfermedad holandesa” (dutch disease). En este contexto, se analizan los diversos enfoques en debate acerca del diagnóstico de los problemas detectados en la política de esterilización (absorción de los pesos emitidos contra dólares) y sus criterios de “sostenibilidad”, y se pasa revista a las diversas opciones de política cambiaria y sus posibles implicancias y efectos.

La sección 2 sitúa el problema planteado por las presiones hacia la revaluación cambiaria en el contexto de la nueva configuración macroeconómica que permitió el crecimiento diferencial de Argentina en el marco de América Latina, particularmente en relación con Brasil y México.

Luego, la sección 3 analiza los criterios de sustentabilidad del tipo de cambio real competitivo adoptado como estrategia cambiaria central desde 2002 y, en tal marco, se señalan los alcances y efectos de la política monetaria de esterilización que la complementa según la argumentación defendida por Roberto Frenkel. .

La sección 4 cuestiona los supuestos teóricos y la fundamentación implícita de la denominada política de “objetivos múltiples” que comparte con el inflation targeting, por ejemplo, el diagnóstico de la inflación como un exceso de demanda con origen en la emisión monetaria. La sección 5 resume las críticas principales al régimen de metas de inflación (inflación targeting), mientras la sección 6 analiza los criterios de determinación del tipo de cambio (y los problemas asociados) en un proceso de crecimiento orientado por la demanda y restringido por balance de pagos. La sección 7 ofrece algunos comentarios finales y resume algunas conclusiones.

## 2. La dinámica de la recuperación argentina

A contramano de las visiones ortodoxas que, a principios de 2002 auguraban un ajuste exponencial del tipo de cambio, los abultados saldos comerciales favorables han producido un persistente ingreso de divisas, conduciendo a una fuerte acumulación de reservas y, paradójicamente, produciendo problemas para *sostener* el tipo de cambio nominal en los niveles requeridos por la política económica en curso.

Los factores explicativos de la recuperación doméstica han sido y aún son motivo de debate. Este trabajo asume que, bajo nuevas condiciones, sigue vigente el poder explicativo de los modelos de *stop and go* que explicaron el funcionamiento de la economía argentina hasta los años 80 (véase Amico, 2007).

En tal contexto analítico, y si se deja a un lado la dependencia del nivel de actividad respecto del nivel del salario real, cualquier aumento posible del producto resultará dependiente de otras fuentes de demanda, especialmente de carácter “autónomo” (inversión autónoma, exportaciones, sustitución de importaciones). Tradicionalmente se planteó que la característica de estas tres fuentes alternativas de demanda era el hecho de que actuaban sobre el saldo comercial por el lado de las importaciones (que están correlacionadas directamente con el volumen de empleo), pero no afectaban los saldos exportables. Se presuponía un efecto negativo del crecimiento salarial sobre el volumen de exportables a partir del hecho de que la producción de transables (predominantemente bienes-salario, como carne y trigo), era inelástica.

Sin embargo, a partir de mediados de los sesenta, el sector agroexportador estuvo en mejores condiciones de responder a la demanda externa con aumentos en la producción, al tiempo que, entre las exportaciones agropecuarias, las agrícolas iban representando un segmento cada vez mayor frente a las ganaderas (Ver Cortés y Marshall, 1986). Estas transformaciones, aunque permitieron que el modelo standard mantuviera sus rasgos básicos, hicieron que su aplicabilidad resultara condicionada.

Asimismo, a diferencia del período de industrialización sustitutiva orientada al mercado interno, donde las fases expansivas del ciclo económico resultaban en crecimiento del empleo y los salarios, a partir de 1991 la relación entre nivel de actividad y salarios sufre un cambio que, aparentemente, parece perdurar actualmente. En efecto, en la etapa de los años 90 el salario no varía con el nivel de actividad y se disocia de los cambios en el ciclo

económico (aunque el empleo, la masa salarial y el consumo privado continúan moviéndose con el ciclo). Como resulta obvio, el salario real se mantiene en un nivel inferior al que prevaleció durante la etapa substitutiva y las variaciones en la masa salarial son una función de las variaciones del empleo asalariado y no del salario (Cortés, R. & Marshall, A., 2003).

Mientras bajo la industrialización substitutiva los aumentos salariales inducían importaciones y el control salarial las frenaba, durante la fase de apertura comercial con sobrevaluación (como en los noventa), los salarios dejan de incidir sobre la balanza comercial, aunque la sustitución de producción local por bienes importados comienza a acentuar la restricción externa. Esto es así porque la demanda de importaciones dejó de ser exclusivamente una demanda *inducida* al incorporar una creciente demanda de bienes importados de consumo final (que pasaron de representar un 5% del total de las importaciones en 1988, a oscilar entre el 15% y 21% entre 1991 y 2000).

En el contexto de la apertura comercial y financiera con sobrevaluación cambiaria, el nivel de masa salarial y, en última instancia, el nivel de actividad compatible con la restricción externa, dados el ritmo de crecimiento de las exportaciones, los precios relativos y el consumo no asalariado de altos ingresos, resultó mucho más bajo que en la etapa substitutiva.<sup>2</sup>

De este modo, el hecho de que la recuperación actual no aparezca apoyada fundamentalmente en el empuje de los salarios constituye una novedad en la historia económica argentina, signada por recurrentes *stop and go*. De hecho, las políticas tradicionalmente llamadas “populistas” se basaron históricamente en una relación baja entre el tipo de cambio real y salario real (véase Canitrot, 1975). Las políticas de expansión de la demanda “autónoma”, en cambio, se diferencian netamente de las “populistas” por la distribución de ingresos resultante (favorable a los empresarios), propiciando una relación entre tipo de cambio y salarios (reales) más alta y estable.

Al no favorecer aumentos del salario nominal como herramienta distributiva central, no “empujan” al alza de los costos (precios) industriales y permiten controlar mejor las presiones inflacionarias aún en un contexto expansivo. De este modo, se intenta mantener un nivel de competitividad permanente para orientar el proceso de inversión hacia los sectores transables, lo que finalmente constituye el modo de satisfacer “dinámicamente” la

---

<sup>2</sup> A su vez, el nuevo patrón distributivo impacta sobre la magnitud de la restricción externa. El aumento del grado de desigualdad en las últimas décadas condujo a que, dado el mayor peso de los estratos de altos ingresos (incluyendo el de los asalariados de altos ingresos), en el consumo y la demanda (directa o indirecta) de importaciones, la desigualdad creciente habría incidido en la composición de la demanda afectando especialmente a la demanda de importaciones.

restricción de divisas y prolongar la expansión del producto, incrementando la productividad.

En este marco, el volumen máximo de empleo y de producto obtenible depende del comercio exterior. La capacidad de importar depende de la magnitud de las exportaciones y estas, a su vez, dependen del precio interno de los exportables en relación al salario real que, por un lado, define cuánto se consume internamente y cuánto se exporta, mientras por otro (y este es el rasgo principal) *determina el nivel de competitividad* del conjunto de la economía y, por ende, “empuja” hacia arriba el límite fijado por la brecha externa a la expansión del producto y el empleo. Existe así una relación directa (positiva) entre el volumen de empleo (satisfecha la restricción externa) y el precio interno de los bienes transables respecto del salario real.

Sin embargo, al mismo tiempo existe una relación inversa entre el tipo de cambio y el nivel salarial (en términos reales). A más largo plazo, como se explicó, el volumen de empleo depende del crecimiento de la capacidad productiva del sector productor de bienes transables. El comercio exterior (la disponibilidad de divisas) fija el límite “máximo” o el “techo” que determina la capacidad potencial para generar empleo (bajo el supuesto que no existe capacidad de endeudamiento). Por otro lado, la generación efectiva de empleo depende de los estímulos a la demanda agregada. En suma, una vez fijado un valor alto para la relación entre tipo de cambio y salario real (esto es, *la capacidad de generar ocupación*), el *volumen efectivo* de empleo depende de dos aspectos principales: o bien el empuje de los salarios nominales; o bien la expansión de la demanda “autónoma” (inversión “autónoma”, exportaciones, sustitución de importaciones, gasto público, gasto no asalariado).

Por supuesto, puede existir una combinación de estas dos fuentes de demanda, las que fijarán el nivel de empleo efectivo. Pero su significado distributivo es sustancialmente distinto. De hecho, tras la devaluación de 2002 la distribución de ingresos resultante pudo imponerse quizás por primera vez en la historia nacional por razones político-sociales: la fragmentación, flexibilización y precarización de las relaciones laborales permitieron atenuar el histórico conflicto distributivo, fuente última de la inestabilidad económica y política argentina.<sup>3</sup> En este contexto, el impulso principal del modelo proviene del aumento

---

<sup>3</sup> Si la restricción dominante era el cuello de botella de la balanza de pagos, la forma de resolverlo pasaba por la caída del salario real, dada la asociación de éste con el nivel de actividad. Pero alcanzar ese resultado no era fácil en la situación argentina. Juan Aleman, un miembro del establishment local que resumía su experiencia como funcionario de la dictadura de Juan Carlos Onganía (1967-69), afirmaba en 1972 que las políticas económicas propuestas por el FMI desde 1955 en adelante habían fracasado porque ninguna "fuerza política podía imponer la estabilidad con un costo social y económico tan elevado" como el requerido para alcanzar esas metas. Entre otras medidas, Aleman proponía "prohibir las huelgas que, como expresión del derecho de

del empleo (y por tanto del crecimiento de la masa salarial debida a una mayor ocupación) y del consumo no asalariado, como se evidencia en los resultados excepcionales de la industria automotriz y de la construcción residencial y de lujo.

No obstante, a pesar de la fuerte expansión de la demanda doméstica, la combinación de tipo de cambio real alto y fuertes aumentos de los precios internacionales de los productos primarios, hace que Argentina se enfrente a una gigantesca acumulación de reservas que parece conducir casi inexorablemente a la revaluación del peso, lo que puede implicar una pérdida de competitividad internacional e imponer “señales” de precios contraproducentes para el proceso actual en un plazo *mediato*.

La política de tipo de cambio alto es un aspecto clave ya que la competitividad internacional de la producción doméstica se vincula estrechamente al nivel del tipo de cambio y a su determinación (*política*) condicionada por factores estructurales ciertamente alejados de las nociones de “equilibrio” supuestos por la teoría ortodoxa: en el caso argentino, su tradicional *heterogeneidad estructural*, donde las excepcionales ventajas naturales de productividad del sector agropecuario representan paradójicamente un serio obstáculo para el desarrollo industrial.

Así, Argentina lleva en la sangre, desde su conformación moderna a partir de 1930, el virus de la “enfermedad holandesa”. La diferencia con la experiencia de aquel país europeo reside en que aquí el fenómeno es consecuencia de una “estructura productiva desequilibrada” que periódicamente entra en crisis<sup>4</sup>. En los años setenta, Marcelo Diamand llamó la atención sobre este fenómeno, señalando como principal causa del subdesarrollo nacional la dificultad de consolidar un sector industrial competitivo debido a la convivencia de estructuras productivas totalmente disímiles en productividad. La principal dificultad en consolidar un importante sector industrial sería una consecuencia no deseada de las ventajas del sector primario exportador y, paradójicamente, constituiría la base profunda de las recurrentes crisis de balances de pagos que experimentó el desarrollo argentino desde 1950.

Hoy, al menos momentáneamente, desapareció de América Latina y de Argentina el fantasma de las crisis de balances de pagos que obligaban a los países a contraer la producción y el empleo por debajo de su capacidad potencial a fin de recuperar el equilibrio de divisas. Quizás sea la explicación última del sostenido crecimiento de la región. En el caso Argentino, además, la enorme acumulación de reservas muestra que también se requirió

---

fuerza, son un anacronismo en nuestra época". Esas medidas se adoptarían más tarde, a partir de 1976, cuando el propio Aleman las aplicó en la función de secretario de Hacienda.

<sup>4</sup> Ver Diamand & Nochteff, 1999, p.43, nota 3.

(y se requiere) un conjunto de políticas diferentes a la etapa previa al default que hagan sostenible y aprovechable el contexto internacional.

### **3. Sustentabilidad del tipo de cambio real competitivo: la política de esterilización**

Un tipo de cambio real competitivo y estable es por lo tanto una variable clave en el esquema de política económica vigente. Para tal fin, el Banco Central (BC) llevó adelante una política apuntada a absorber dólares para sostener la cotización nominal del tipo de cambio. A su vez, a fin de contrarrestar el fuerte efecto expansivo de la política cambiaria, el BC buscó controlar la cantidad de dinero a través de sistemáticas operaciones de esterilización mediante colocaciones de títulos en el mercado local.

Esta política, adoptada por el gobierno a partir de 2003, instaló un debate creciente acerca de la eficacia y los efectos secundarios derivados de las intervenciones del Banco Central en el mercado de cambios. El principal tema de debate ha sido el cuestionamiento de la *sostenibilidad* de tal política. En el debate público, Roberto Frenkel fue quien ofreció los principales argumentos a favor de las políticas de tipo de cambio real alto y competitivo, y sus consecuencias en el terreno cambiario y monetario. Hacia el 2005 y 2006 Frenkel estableció una polémica desafiante con los economistas ortodoxos. Defendió el objetivo y la posibilidad de sostener un tipo de cambio alto como condición necesaria para el crecimiento y el empleo.

La respuesta ortodoxa, derivada casi automáticamente del esquema de *inflation targeting*, fue que dicha opción no era factible, porque el crecimiento del déficit “cuasi-fiscal”, derivado de las intervenciones del BC para “esterilizar” la expansión monetaria resultante de la acumulación de reservas, engrosaría la “deuda” por tales pasivos (letras) hasta hacerla insostenible. Y, por sobre todo, se adujo que dicha política era inconsistente porque, debido al conocido “trilema” de una economía abierta al movimiento de capitales, el BC no podía controlar simultáneamente el tipo de cambio y la tasa de interés.

Los cuestionamientos ortodoxos arreciaron sobre la política cambiaria por las restricciones que impone a una política monetaria más “dura” (ya que el esquema actual, de acumulación de reservas con absorción del exceso de liquidez, resultaría claramente inconsistente con tasas de interés más altas), o bien porque se considera que el retraso cambiario es un arma eficaz para contener la inflación.



Frenkel destinó varios artículos y *papers* a demostrar las condiciones de sustentabilidad de tal esquema. En resumen, la fundamentación es la siguiente. Al tipo de cambio objetivo del BC y a la tasa de interés local vigente, existe un exceso de oferta de moneda internacional en el mercado, que es equivalente a un exceso de demanda de activos en pesos. Así, el BC compra el exceso de oferta de divisas y expande la base. Luego ofrece títulos y otros activos financieros por un monto idéntico al exceso de demanda inicial y absorbe el incremento de base monetaria, dejando la tasa de interés a su nivel original.<sup>5</sup>

La “sustentabilidad” depende de la consistencia entre la tasa de interés que se obtiene por las reservas internacionales (traducidas en pesos), la tasa de interés local y la tasa de aumento del tipo de cambio. Si la tasa de interés local sube más allá de cierto límite en relación a la suma de la tasa de interés internacional más la tasa de aumento del tipo de cambio, el BC incurre en un “costo de esterilización creciente” que podría resultar “insostenible”. En otros términos, la política de esterilización sería “sostenible” para tasas de interés locales iguales o menores al segundo miembro de la siguiente ecuación, que define la “condición de sostenibilidad”<sup>6</sup> de la política de esterilización:

$$i \leq \frac{(e + r)}{(L / RE)} \quad (1)$$

Donde  $i$  es la tasa de interés local,  $e$  es la tasa de aumento del tipo de cambio,  $r$  es la tasa de interés internacional obtenida por las reservas,  $L$  es el monto de pasivos remunerados del Banco Central y  $RE$  es el valor de las reservas en pesos.<sup>7</sup>

Si  $L/RE < 1$  entonces la tasa de interés local sostenible para la política de esterilización puede ser superior a  $(e + r)$ .

Obviamente la “tasa de interés local *máxima* de sostenibilidad” sería:

$$i_{\max} = \frac{(e + r)}{(L / RE)} \quad (2)$$

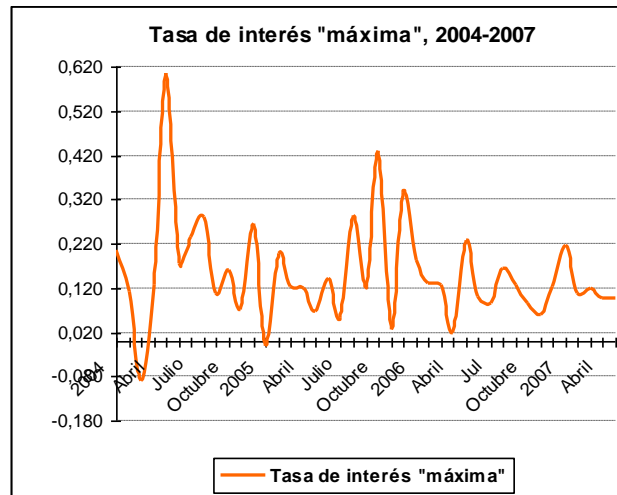
---

<sup>5</sup> Ciertamente, una parte de la base (que atiende a la expansión nominal del PBI y a la inflación) no necesita ser “esterilizada”.

<sup>6</sup> Véase Frenkel, R. 2007b.

<sup>7</sup> Para el desarrollo de la expresión (1), véase Frenkel 2007.

Tomando datos reales de la economía argentina en el período 2003-2007, se verificaría un estrechamiento de la “tasa de interés máxima”, reduciendo los “grados de libertad” del actual esquema cambiario-monetario.



Fuente: Ministerio de Economía, Secretaría de Política Económica.<sup>8</sup>

A su vez, de la expresión (2) surge por lo tanto el “grado de autonomía monetaria” ( $g$ ):

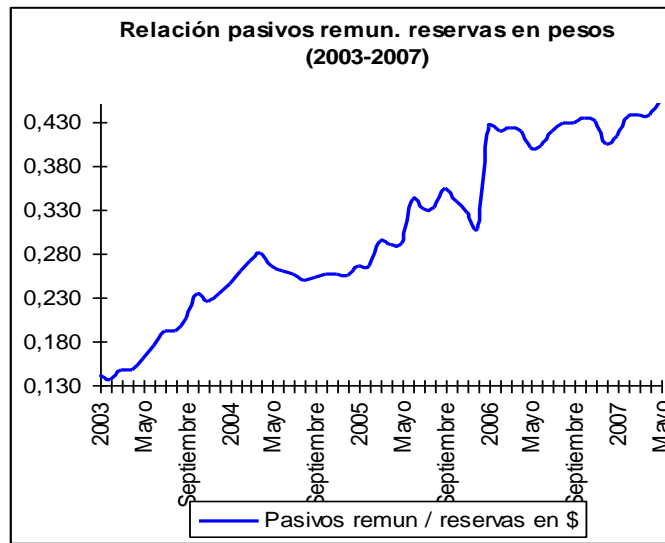
$$g = i_{\max} - (e + r)$$

$$g = \frac{(e + r)[1 - (L / RE)]}{(L / RE)}$$

El “grado de autonomía monetaria”, esto es, la diferencia entre la “tasa local máxima sostenible” y  $(r + e)$  resultaría así expresado como proporción de  $(r + e)$ . Dicho “grado de autonomía” es entonces mayor cuanto menor es  $L / RE$ . Una vez más, la evolución de tal “grado de autonomía monetaria” habría ido reduciéndose. Con una tendencia nula del tipo de cambio –e incluso incluyendo la pequeña devaluación ocurrida entre julio y agosto-, la tasa efectivamente pagada por los papeles de esterilización va convergiendo con la tasa máxima “sostenible”. No obstante, la “condición de permanencia” de la condición de sostenibilidad es intuitiva: requiere que no crezca la relación entre los pasivos remunerados

<sup>8</sup> Se tomó como índice de variación de la tasa de interés de rendimiento de las reservas internacionales a la variación de la tasa LIBOR. La variación mensual del tipo de cambio nominal, tasa de cambio, reservas en pesos y pasivos remunerados del BCRA se obtuvo del Ministerio de Economía, Secretaría de Política Económica, en base a información del BCRA.

del BCRA y las reservas valuadas en pesos. Y esta relación crece sin cesar (ver gráfico siguiente):



Fuente: Ministerio de Economía, Secretaría de Política Económica.

De este modo, parecería como un hecho problemático que el flujo de compras que realiza el BC supere por lejos el “límite máximo” que haría factible la permanencia de la “condición de sostenibilidad”. Dado que la tasa “sostenible máxima” se reduce sistemáticamente, los “grados de libertad” de la política económica se estarían reduciendo sistemáticamente. En este caso, de acuerdo con Frenkel, las opciones se estrechan: o bien debería depreciarse el tipo de cambio, o limitar el flujo de compras del BC aumentando las compras del gobierno, o se deberían endurecer las restricciones a los ingresos de capital. O, finalmente, se debería recurrir a una combinación de las opciones mencionadas. Si el límite de “sustentabilidad”, tal como fue definido en los párrafos precedentes, fuera transgredido, el resultado sería la aceleración de la inflación. Sería, en suma, la explicación última de las alzas de precios registradas en 2006 y 2007.

#### 4. Una crítica de la política de “objetivos múltiples”

Hasta aquí los argumentos bajo los cuales Frenkel piensa la política de “objetivos múltiples” respecto del régimen de metas de inflación. En su polémica con los economistas ortodoxos, en defensa del objetivo del tipo de cambio como condición necesaria para el crecimiento y el empleo, Frenkel empleó sin embargo un *tipo de fundamentación* que, cuando es examinada en sus fundamentos *implícitos*, resulta sumamente débil y

problemática. Si bien para Frenkel la inclusión en la política monetaria de “objetivos múltiples” (inflación y tipo de cambio) ya no podría inscribirse, estrictamente hablando, en un esquema de *inflation targeting*, puesto que sería contradictoria con sus elementos esenciales (Frenkel, 2006), se verá que la *fundamentación* empleada comparte sin embargo rasgos sustanciales con el (para nada heterodoxo) régimen de metas de inflación.

En efecto, ¿cuál es el criterio subyacente para definir la “sostenibilidad” de la política de esterilización? El supuesto es que existe un límite para la esterilización de la expansión monetaria del BC más allá del cual la emisión monetaria se traduce en inflación<sup>9</sup>. En análogo sentido, ¿en qué consistirían los “grados de libertad” del actual esquema cambiario-monetario que se estarían reduciendo con el costo creciente de esterilización? ¿O bien, que significa en términos económicos aquello que Frenkel llama “grado de autonomía monetaria”?

Como es sabido, el instrumento de la tasa de interés es clave dentro del régimen de metas de inflación. La hipótesis fundamental es que la inflación es un fenómeno de exceso de demanda y por ende la tasa de interés es el instrumento por excelencia para controlar la demanda agregada y, por esta vía, mantener bajo control el alza de precios.

En el marco de este “nuevo consenso ortodoxo”, Frenkel intentó defender la consistencia del tipo de cambio alto con el régimen de metas de inflación, sosteniendo que al ser falso el trilema como caso general, se podía entonces *preservar el instrumento tasa de interés para controlar la inflación*. Este es el criterio que define el “grado de autonomía” y los llamados “grados de libertad”. “El instrumento tasa de interés no se afecta porque el Banco Central cuenta con otro instrumento para atender su objetivo: la intervención completamente esterilizada” (Frenkel, 2006). Esto sería factible porque en condiciones de superávit de balance de pagos “la autoridad monetaria puede mantener un objetivo de tipo de cambio sin comprometer su instrumento tasa de interés”. Así, el Banco Central “puede controlar el tipo de cambio mientras mantiene autonomía para determinar la tasa” (op.cit. énfasis agregado).

---

<sup>9</sup> “El mantenimiento de la paridad nominal en un rango de \$2,85 - \$3,1 por dólar se logró en el marco de una política basada en metas cuantitativas de creación monetaria (...) las metas fueron anunciadas a principio de cada año en los sucesivos programas monetarios del Banco Central. En ellos, éste se comprometía a mantener a los agregados monetarios dentro de una banda establecida por el propio organismo. Detrás de esta política subyace la idea de que existe un vínculo entre el nivel de los agregados y la tasa de inflación (...) La política monetaria persiguió dicho objetivo indirectamente, mediante una meta de expansión monetaria, a cuyo cumplimiento se comprometía públicamente a través del programa monetario. Bajo esta orientación, se procuró alcanzar bajas tasas de inflación no sólo mediante una moderada expansión monetaria sino también a través de la influencia que el anuncio tiene sobre las expectativas inflacionarias, actuando como ancla nominal. (Frenkel, R. y Rapetti, M.- *Política Cambiaria y Monetaria después del Colapso de la Convertibilidad*, BCRA, Ensayos económicos 46, enero 2007, págs. 145-146). Queda claro que la apreciación de los autores es aprobatoria del enfoque descripto.

Frenkel es más explícito aún. Cuando señala la necesidad de introducir volatilidad en el tipo de cambio nominal de corto plazo, para generar incertidumbre de modo tal que no sea un valor conjeturable por el mercado, agrega: “Esto significa que el Banco Central tiene más libertad para aumentar la tasa de interés, a igual flujo de capitales, cuanto mayor sea la incertidumbre” (op.cit. énfasis agregado).

Sin embargo, este tipo de fundamentación empleada para defender el tipo de cambio competitivo es sumamente problemática, tanto desde el punto de vista teórico como empírico y político. Ante todo, es discutible que la inflación pueda considerarse en general como el resultado de un exceso de demanda derivado de un exceso de emisión monetaria, un criterio que guarda relación con las visiones tradicionales monetaristas.

No obstante, aun cuando la inflación sea vista como el producto de un exceso de demanda, no parece ser la tasa de interés el instrumento adecuado para combatirla. La relación entre tasa de interés e inversión ha resultado ser mucho más compleja que lo que se asume en el nuevo consenso ortodoxo (ver sección 4).

Quizá Frenkel sintió la necesidad de defender el tipo de cambio competitivo empleando el mismo “lenguaje” que el auditorio (ortodoxo) al que quería persuadir. Si este fuera el caso, hay que decir que tal “lenguaje” no es inocente: tiene sus consecuencias y conduce a posiciones cuando menos ambiguas<sup>10</sup>. No casualmente, en tal marco Frenkel terminó defendiendo la suba de la tasa de interés para contener la demanda agregada, cuyo impulso es considerado la causa del proceso inflacionario: “es necesario que la política macroeconómica tome control de la evolución de la demanda nominal agregada”<sup>11</sup> y propuso el encarecimiento del crédito para consumo de los sectores de clase media como medio para controlar la demanda “excesiva”.

No obstante, aún admitiendo que las tasas reales negativas hayan exacerbado el aumento en el consumo de bienes durables y de la construcción, en el caso de los durables —en su mayoría importados— el aumento en la demanda no es necesariamente inflacionario, teniendo en cuenta la trayectoria a la baja de los precios de los electrónicos a nivel internacional y la oferta «infinita» para Argentina. Dado el fuerte saldo comercial positivo, no se ve cuál pudiera ser el peligro de un “exceso de demanda” inflacionario.

Además, las críticas a la expansión del crédito y las recomendaciones para moderar su expansión suenan contradictorias en un contexto en donde los préstamos al sector privado

---

<sup>10</sup> Es sintomático que Curia incurra en una fundamentación análoga en algunos de sus trabajos, Véase “Política monetaria de objetivos múltiples y no neutral en el largo plazo. Una reflexión a la luz del “caso argentino”, de Eduardo Curia, Banco Central, 21 de Setiembre de 2006

apenas superan el 12% del PIB. Como observó Bein, “subir la tasa de interés y restringir la liquidez de la economía para bajar el precio de la lechuga y el tomate no parece el instrumento apropiado”.

## 5. Inflación targeting y tipo de cambio

El régimen de metas de inflación (*inflation targeting*) es una forma específica de manejo de la política monetaria cuyo objetivo principal y prácticamente *excluyente* es el control de la inflación a través del manejo de la tasa de interés de corto plazo. La hipótesis fundamental es que la inflación es un fenómeno de exceso de demanda y que, a su vez, el componente de la demanda agregada más sensible a variaciones en la tasa de interés es la inversión. Por lo tanto, los movimientos de la tasa de interés afectarían la inversión, luego la demanda agregada y finalmente los precios.

Se señala asimismo la incapacidad de la política monetaria para afectar la performance del *output* de largo plazo (“*neutralidad*” de la política monetaria), lo que supone desplazar la atención sobre los factores causales “reales” que determinarían la productividad: el desarrollo tecnológico, calificaciones laborales, “instituciones”, etc. Así, como observa Curia, “se recicla la dicotomía rigurosa entre factores ‘reales’ y ‘monetarios’, en contraste con lo que Keynes denominó ‘economía monetaria de producción’ de cara al crecimiento o desenvolvimiento productivo de largo” (Curia, 2006).

En suma, a pesar de su rótulo de *neokeynesiano* pero dado su tenor en verdad *pre-keynesiano*, el *inflation targeting* se inscribe en un enfoque enteramente “*supply side*”, donde las categorías “naturales” se erigen en un muro infranqueable que impide cualquier posible “activismo” de la política económica dirigido a estimular el crecimiento<sup>12</sup>. Este enfoque “natural” se funda en una perspectiva donde “el lado de la oferta” desempeña un rol “atractor” *independientemente* de cualquier gravitación de la demanda y, por supuesto, pretende así dotar de ropaje “científico” a las recomendaciones de política ortodoxa.

En cambio, las perspectivas de crecimiento basadas en un criterio más *demand-led*, no solo reconocen insuficiencias de demanda efectiva (*aún* en el largo plazo<sup>13</sup>), sino que asumen que

---

<sup>11</sup> 14 “Una política antiinflacionaria integral”, Roberto Frenkel, La Nación, 24 de junio de 2007.

<sup>12</sup> La lista es extensa: tasa de desempleo “natural”, tipo de cambio “natural” de equilibrio, tasa de interés “natural” (wickselliana) y producto potencial o “natural”.

<sup>13</sup> Es probable, en este contexto, que resulten desafortunadas afirmaciones tales como “keynesiano en el corto plazo y *clásico* en el largo”, como la que realizan Dumenil y Levy (1999), dentro de la cual los autores asumen la validez de la ley Say y los precios se forman como diferencias entre “excesos de ofertas” (algo que no se rastrea fácilmente en la literatura clásica y sí tiene más puntos de contacto con la escuela neoclásica).

las condiciones de demanda inciden sobre el desarrollo de la capacidad productiva, y de allí en el *output* potencial de la economía a través del tiempo (véase Setterfield, M. 2003). Ciertamente, la tasa de crecimiento potencial de la economía depende del crecimiento de la capacidad física, de la fuerza de trabajo y de la productividad. Sin embargo, cada uno de estos “factores” (y por tanto, la tasa misma de crecimiento potencial) es afectado por la tasa de crecimiento de la demanda.<sup>14</sup>

En el enfoque ortodoxo “nekeynesiano”, en cambio, la tasa de interés nominal de corto plazo se mueve en un entorno cercano a su valor de “equilibrio” (o “natural”) para ajustar la marcha del producto corriente alrededor de una trayectoria del *output* potencial que viene *dado*. No es posible realizar aquí una crítica pormenorizada del régimen de metas de inflación ni del enfoque correspondiente al *new consensus*, tarea que han desarrollado varios autores<sup>15</sup>. Se aludirá no obstante a algunos cuestionamientos pertinentes.

Ante todo, es cuestionable la simple relación entre tasa de interés e inversión implicada en el modelo IS (ver Romer, D., 2000). En general, y de modo análogo a Friedman, los defensores del enfoque del *new consensus* suponen que la política monetaria puede tener efectos reales en el corto plazo tal como es expresado en la convencional curva IS. En tal contexto, se asume que la inversión responde de modo inverso a los cambios en la tasa de interés:

$$g = g_0 - \beta_1 r + \beta_2 \mu \quad (1)$$

donde  $g$  es la tasa de acumulación,  $g_0$  representa el componente autónomo del crecimiento,  $r$  es la tasa real de interés y los  $\beta$  son parámetros positivos. De (1) surge una relación inversa entre la tasa de interés y el nivel de actividad  $\mu$ , donde el nivel de

---

<sup>14</sup> Esta formulación genérica no opaca los debates entre visiones heterodoxas acerca de la operación concreta de esta “ley de Say en reversa”, donde no está implicado que el “lado de la oferta” puede ser simplemente rechazado y permanece abierta la cuestión de dilucidar cómo se reconcilian las tasas de crecimiento de la oferta y la demanda agregada. Aquí aparece como promisorio el debate entre aquellos enfoques afirmados en la tradición postkeynesiana, y los pertenecientes a una visión más “clásica” (en un sentido sraffiano), como por ejemplo Cesaratto, Serrano y Stirati (2001), quienes desarrollan un análisis basado en un “supermultiplicador” inspirado en Hicks y donde la tasa de crecimiento de la demanda autónoma determina las tasas de aumento de la demanda efectiva y de la capacidad productiva (véase Setterfield, 2003).

<sup>15</sup> Entre ellos, Serrano, F. (2007), por ejemplo, profundiza en la crítica del *New Consensus* discutiendo y modificando sus supuestos de base desde un enfoque donde el *output* potencial sigue la tendencia de la demanda efectiva, existen conflictos distributivos y usualmente solo existe ajuste parcial de la inflación pasada. Por su lado, Stirati, A. (2007) explica el fenómeno que ha aparecido como un *puzzle* dentro del enfoque ortodoxo, particularmente la asociación de diferentes tasas de desempleo con inflación estable, y la persistencia de altas tasas de desempleo.

“equilibrio” u óptimo de la tasa de utilización de la capacidad  $\mu_0$  (output potencial) depende positivamente del componente autónomo  $g_0$  y negativamente de la tasa de interés. Surge entonces:

$$\mu = \mu_0 - \beta_3 r \quad (2)$$

Así, el enfoque del *new consensus* argumenta que esto indica la necesidad de reglas para la política monetaria, aunque ahora, a diferencia de Friedman, la regla no será la oferta monetaria sino la tasa de interés, basada en alguna variante de la denominada *Taylor rule* (ver Kriesler, P. & Lavoie, M., 2005).

Sin embargo, la relación entre tasa de interés e inversión ha resultado ser mucho más compleja que la simple función asumida en la relación IS. Además de las críticas teóricas que se han formulado sobre los supuestos de base implícitos en tal relación<sup>16</sup>, a nivel meramente empírico se ha constatado que la reacción de la inversión a cambios en la tasa de interés *es no lineal y asimétrica*. En tanto un alza de la tasa de interés podría reducir la inversión en una fase de alza del ciclo económico, la situación no funciona simétricamente a la inversa: es improbable que reducciones de la tasa de interés en fases recesivas estimulen la inversión. Como reza el viejo aforismo: uno puede llevar un caballo hasta el agua, pero no puede obligarlo a beber.

Otro supuesto injustificado deriva en una relación igualmente asimétrica: si el *output* real se encuentra por debajo del potencial, los precios deberían caer, algo que no se verifica. Asimismo, a menos que los cambios en las tasas de interés sean drásticos (algo que podría dañar la estabilidad del sistema financiero), la política monetaria podría tomar una gran cantidad de tiempo para hacer sentir sus efectos. Al respecto, un estudio reciente apuntado a testear la performance empírica del régimen de metas de inflación en una docena de países

---

<sup>16</sup> La relación inversa entre demanda de inversión y tasa de interés es un ejemplo más del “sentido común” impuesto por la ortodoxia neoclásica. Según la expresión de Harcourt, de modo análogo a la tradición religiosa, los economistas neoclásicos predicán en la forma de “parábolas”, imponiendo una serie de principios axiomáticos indiscutibles que arraigan con la fuerza de la (mala) costumbre. El verdadero origen teórico de dichas “parábolas” se ha perdido o no resulta manifiesto y es preciso desentrañarlo. Para una crítica teórica general de las “parábolas” neoclásicas, en particular la que pregona una demanda del “factor capital” como inversa de la tasa de interés, véase Fiorito, 2007, cap.1. Como escribió Petri: “La possibilità, mostrata da Sraffa e confermata dagli studi successivi, di “ritorno delle tecniche” e di “inversione del valore del capitale” (...) implica che non è affatto detto che, al diminuire del saggio di interesse, le imprese scelgano di adottare metodi produttivi che implicano un più alto valore del capitale per unità di lavoro. Pertanto, non vi è garanzia alcuna che la domanda di capitale in valore sia in generale una funzione regolarmente decrescente del saggio d'interesse, anche prendendo come dato l'impiego di lavoro” (Petri, 2003, 8y9).



(Australia, Canadá, Finlandia, Corea del Sur, Nueva Zelanda, Noruega, España, Suecia, Suiza, Inglaterra, Estados Unidos y Unión Europea) sugiere claramente que los bancos centrales que han adoptado tal estrategia no parecen haber sido particularmente exitosos en la reducción de los niveles de inflación de un modo significativo tal como predice el modelo (véase Angeriz, A. & Arestis, P., 2006). Más bien, en la mayoría de los casos las tendencias inflacionarias habían ingresado en una fase descendente bastante antes de que el régimen del *inflation targeting* fuera introducido.

Sin embargo, el remedio podría incluso, bajo ciertas condiciones, resultar contraproducente debido a que más altas tasas reales de interés pueden llevar precisamente a mayores tasas de inflación a través del empuje sobre los costos, algo frecuentemente asociado a la denominada *paradoja de Gibson*.<sup>17</sup>

Asimismo, a contramano del *new consensus* que postula una curva de Phillips según la cual cualquier desvío del *output* o del empleo de sus valores “normales” lleva a cambios en la tasa de inflación, algunos enfoques heterodoxos sugieren que existe una amplia banda de tasas de utilización de la capacidad que son consistentes con una ausencia de presiones inflacionarias puestas por la demanda, debido a la ausencia de rendimientos decrecientes a lo largo de un vasto rango de niveles de producción (Kriesler, P. & Lavoie, M., 2004).

## **6. Tipo de cambio, crecimiento y path-dependence**

### ***6.1- Acumulación de reservas y crecimiento***

La acumulación de reservas internacionales derivada de la política cambiaria permitió que hacia marzo de 2007 se alcanzara ya un stock de 36.849 millones de dólares equivalente a 17,5% del PIB, lo que constituyó un máximo histórico, superando en 30% el previo récord de la década de los noventa y cuadruplicando los niveles mínimos de reservas internacionales registrados a mediados de 2002.<sup>18</sup>

Más en general, la relación entre acumulación de reservas y tasa de crecimiento ha sido objeto de distintos estudios empíricos. Un estudio econométrico reciente (*cross-country regressions*) en el lapso 1960-1999 sugiere que la acumulación de reservas internacionales contribuye al crecimiento económico de las economías subdesarrolladas mediante el

---

<sup>17</sup> La paradoja fue observada por varios economistas y consiste en una relación positiva entre la tasa de interés y el nivel de precios, lo que puede conducir a un proceso de inflación de costos (véase Hannsgen, 2006).

aumento de la inversión extranjera directa como de la inversión doméstica en relación al PIB, así como también del aumento de la participación de las exportaciones en el producto (Polterovich, V. & Popov, V., 2002).

Sin embargo, dicho estudio econométrico no puede dejar de formularse la pregunta acerca de la dirección de la *causalidad*: ¿los países subdesarrollados que crecen más rápido es porque acumulan reservas o, por el contrario, acumulan reservas porque crecen a tasas más elevadas? Parece difícil argumentar que un rápido crecimiento lleve a la acumulación de reservas debido a que tal acumulación es una variable *política* (no “natural”). El Banco Central puede acumular tantos dólares como quiera comprando moneda extranjera. Como ya se ha visto, la esterilización del constante aumento de la oferta monetaria puede ser una tarea dificultosa, pero no imposible.

En el enfoque ortodoxo, no obstante, se admite que la devaluación podría tener un efecto expansivo de corto plazo, pero se afirma que en el largo plazo las tasas de crecimiento del producto no dependen del tipo de cambio. Por el contrario, el tipo de cambio mismo es considerado en el largo plazo como una variable *endógena*, determinado por la tasa de crecimiento del *output*, de los precios y el comercio exterior.

En verdad, el modelo “canónico” alternativo a la corriente ortodoxa, de *balance of payments constrained* propuesto originalmente por Thirlwall (1979), asumía que el tipo de cambio real era constante en el largo plazo y postulaba la hipótesis de un efecto nulo de la manipulación de tal variable<sup>19</sup>. Los desarrollos posteriores de esta línea de investigación, sin embargo, llevaron a la modificación de algunos de sus supuestos originales sin mella de sus núcleos fundamentales. Así, los modelos posteriores, aún basados en la versión *canónica* del *BoP constraint* (restricción de balance de pagos), no obstante determinan *tanto* la tasa de crecimiento del ingreso *como* la variación del tipo de cambio e incluyen sucesivos “refinamientos” y extensiones.

## **6.2- Cambio de los parámetros del “equilibrio”**

Dichas extensiones abren la puerta a la posibilidad de *cambios estructurales* en la operación del *BoP constraint* (Barbosa-Filho, 2006). Supóngase el caso de un país creciendo

---

<sup>18</sup> Ministerio de Economía y Producción, Secretaría de Política Económica, Informe Económico, Primer Trimestre de 2007.

<sup>19</sup> López y Cruz (1999) encuentran que a diferencia del modelo BPC, “durante 1965-1996 la elasticidad el PIB respecto al TCR es positiva en los casos de Argentina, Colombia y México, y negativa para Brasil. Por tanto, sí influye en el ritmo y la estabilidad del crecimiento económico”.

inicialmente más rápido que la tasa que permite conservar estable su balance externo. Luego,

“Sooner or later there will be a financial crisis and the combination of real-exchange-rate devaluation and growth deceleration may affect the structure of the economy. In fact, if the crisis is followed by a policy of export promotion and/or import substitution, *the very own parameters of the BoP constraint are likely to change*” (énfasis agregado, Barbosa-Filho, 2006).

En tal contexto, y en presencia de los fuertes *structural breaks* que caracterizan a países representativos de la operación de tal modelo (caso Argentina), parece más razonable pensar que la elasticidad de los parámetros puede cambiar a través del tiempo, y tal posibilidad abre las puertas a la política macroeconómica como un factor “operativo” *en la construcción de los mismos parámetros del BoP constraint*, influenciando potencialmente el crecimiento y el desarrollo en el largo plazo.

Sin embargo, la mayoría de los modelos de comercio internacional inscriptos en el *mainstream* considera que el tipo de cambio no puede ser una variable política en el largo plazo, y que cualquier intento de manipularlo como herramienta pro-crecimiento y desarrollo deviene “artificial” y escasamente efectivo.<sup>20</sup> No obstante, puede asumirse que aún cuando el tipo de cambio pueda considerarse una “variable estacionaria” en el largo plazo, el corto plazo puede ser lo “bastante largo” como para promover cambios estructurales:

“In other words, a temporary management of exchange rates to promote the development of the tradable sector may be sufficient to alter the BoP constraint permanently in a favorable or unfavorable manner” (Barbosa-Filho, 2006).

Además se agrega un aspecto de índole práctica que resulta decisivo. Existe una *asimetría fundamental* en el manejo de la política cambiaria. En el usual supuesto de una economía pequeña, un país no puede imponer un tipo de cambio apreciado como política permanente, ya que no puede emitir moneda extranjera. Sin embargo, en la dirección opuesta las cosas

---

<sup>20</sup> Curia ha observado la paradoja de economistas supuestamente heterodoxos que recaen en este tipo de concepciones, como es el caso de Heymann, D. & Ramos, A., 2003, quienes afirmaban sin dudar: “Por otro lado, es evidente que el tipo real de cambio *es una variable endógena*, que se determina “*simultáneamente*” con el producto y el gasto agregado, en función de *condiciones de oferta y de demanda*, que están a su vez influidas por circunstancias externas y por expectativas acerca de la evolución del sistema. Una representación más o menos precisa requeriría disponer de un complejo modelo de comportamiento, con parámetros cuyos valores se pudiera confiablemente extrapolar, y con una noción sobre cómo se establecen las percepciones de los agentes. Este no es el caso. El punto indica nuevamente el carácter ilustrativo de los ejercicios de elaboración de escenarios” (énfasis agregado, p.20, nota 11), ubicando la política cambiaria en un marco *ortodoxo* según el cual la acelerada expansión que luego tuvo lugar hubiera resultado *prácticamente* imposible.

son bien diferentes. Dicho país puede sostener durante lapsos importantes un tipo de cambio devaluado ya que puede emitir su propia moneda.

Resulta asimismo fundante de la literatura de “inflation targeting” la noción de “tipo de cambio de equilibrio” y la tendencia forzoza, ajustando las metas de inflación, a que el tipo de cambio efectivo tienda a tal valor “natural”. En general, las visiones ortodoxas argumentan que no es deseable mantener una política de tipo de cambio real “alto y estable”, por encima del valor de “equilibrio”. ¿Cómo se define el “verdadero” tipo de cambio “de equilibrio”? Básicamente sería el que surge del “libre juego” de la oferta y demanda de divisas, lo que presupone un mercado libre de cambios. Aún sin “administración” del mercado (como la actual), sin embargo, persistiría el hecho de que la demanda de divisas está afectada por un régimen arancelario y para-arancelario. Y aunque sea trivial recordarlo, no hay país en el mundo que no se rija por alguna forma de “administración” (directa o indirecta) del tipo de cambio y del flujo de divisas. De modo que el tipo de cambio resultante no tiene mucho ni de “verdadero” ni de “libre” ya que está sometido a una compleja red de determinaciones *políticas* cruzadas (véase Diamand, 1972).

Dado que la libertad cambiaria es un mito, sería razonable estudiar las condiciones, objetivos y límites de las diversas opciones de las (ineludibles) políticas de intervención estatal, por ejemplo, para mantener las tasas de crecimiento armonizadas con los requisitos del equilibrio externo e interno, un requisito que es independiente de los diversos rumbos político-estratégicos factibles de ser adoptados. Es clave, dentro de esta lógica, la consideración de que cuando se habla del valor "real" del tipo de cambio se presupone siempre que este valor "real" se refiere a una cierta estructura productiva, existente en un momento dado. Y que, como se argumentó, dicha estructura puede ser alterada en diversos sentidos mediante la administración de esos mismos instrumentos de política, instrumentos que arbitrariamente la visión ortodoxa considera como meramente pasivos, confinados a “ajustar” a la configuración de aquella estructura como si ésta fuera un “dato” inalterable.

Pero, al mismo tiempo, esta problemática se relaciona intimamente con la restricción externa. Desde que el tipo de cambio es uno de los principales determinantes de la inflación en los países semi-industrializados, el control de la inflación supone algún (“*target*”) meta de tipo de cambio el que, a su vez, depende de la evolución del balance de pagos. Como resume Barbosa:

“In other words, the stability of the inflation rate depends on the stability of the real exchange rate, which depends on the BoP constraint on the economy (...) the main lesson is that inflation

targeting must be compatible with a stable competitive real exchange rate in order to be sustainable in the long run” (Barbosa, 2006).

## 7. Comentarios finales y conclusiones

Como se vio, la determinación de un tipo de cambio real “alto”, sobre la base de un criterio de impulso al crecimiento más que de “ajuste” a un supuesto “equilibrio” (o “reversión a la media” como indica Curia), es posible más allá de las posibles resoluciones concretas y aspectos complementarios de política que tal estrategia llegue a requerir. En el caso actual, sin embargo, se trasunta un fuerte escepticismo hacia una mayor intervención estatal, lo que puede debilitar y poner en duda el proceso en curso.

Sin mayor intervención pública a la vista, la acumulación de reservas destinada a sostener el tipo de cambio en niveles reales altos (lo que constituye en verdad *solo una condición necesaria del crecimiento* en economías restringidas por balance de pagos), se revela como un instrumento *poderoso pero insuficiente* para consolidar el proceso. Aún así, tal estrategia podría conducir a la concreción práctica de la meta del pleno empleo y poner en el centro de la escena el riesgo del *ciclo económico de origen político* que hace décadas estudiara Kalecki (1943). No se le escapa a Curia (2007) tal posibilidad. “En rigor es esta una cuestión muy delicada para el modelo competitivo productivo en marcha. No solo porque se plasma un pronunciado crecimiento (...) sino que la propia idea de desarrollo conlleva una determinada pretensión distributiva...” (p.117).

Existe, por lo tanto, un sensible riesgo de “sobredeterminación” del modelo vigente: debe conjugar la pretensión distributiva de los asalariados con un fuerte incentivo vía ganancias para disparar la inversión que, a su vez, debe tener un ritmo y una dirección adecuadas. Pero precisamente la debilidad reside en que todo esta necesidad de “coordinación” se confía a la buena predisposición de los *animal spirits* que, como se sabe, aún con las señales “adecuadas” constituyen más bien una variable aleatoria.

En análogo sentido, y respecto a las relaciones entre política monetaria, cambiaria, inflación y crecimiento, quedan claros los riesgos de partir de concepciones teóricas defectuosas que conducen conclusiones equivocadas e incurren en formulaciones de política que, sin ser ortodoxas en sus objetivos primarios, *sin embargo se terminan confundiendo con éstas*, como es el caso de Frenkel. Se arriba así a un resultado paradójico según el cual *Argentina no podría crecer en ningún caso*: bien porque se restringe el crecimiento para controlar la inflación; bien porque el crecimiento per sé sería inflacionario, bien porque

aparecen “limitaciones de oferta” y se ajusta la demanda a tal nivel (generando recesión), bien porque al impulsar la demanda se genera inflación y no expansión de la oferta, etc (véase Fiorito, A. & Amico, F. 2007).

La inflación argentina parece más bien ser de origen cambiario con su consecuente impacto sobre los costos (especialmente salariales). El alza de precio en los alimentos parece ser el resultado conjunto del alza de los precios de transables (bienes “salario”) ante un tipo de cambio nominal fijo, combinado con el hecho de que la soja, dada su rentabilidad diferencial, está desplazando a las restantes actividades agropecuarias en la explotación de la tierra, generando restricciones de oferta en las otras explotaciones (carnes, cereales, verduras y otros alimentos frescos).

Respecto de la inflación cambiaria que se propaga vía costos, el fenómeno es una reedición del viejo dilema nacional que redundó en el pasado en una inflación exacerbada, específicamente argentina, debido a la *superposición*, probablemente única en el mundo, entre *canasta de consumo popular* y *canasta de exportaciones*. El segundo aspecto, el avance de la soja sobre otras actividades, va alterando la canasta de exportaciones hacia un producto que *no forma parte de la canasta salarial* pero, paradójicamente, esta sustitución de las producciones *tiende a incrementar el precio de los alimentos básicos* (por las restricciones de oferta) y por tanto reduce el salario real.<sup>21</sup>

No hay solución para estos dilemas sin una política de desarrollo inducida por el Estado. Si se aspira a mantener altas tasas de crecimiento, ello demanda la adopción enérgica de tales políticas de desarrollo que hasta ahora parecen estar ausentes de la agenda oficial. Soluciones de otra índole a las recesivas (que consisten en adaptar el ritmo de crecimiento a las restricciones derivadas de la heterogeneidad estructural comentada en la sección 1 y por tanto a debilitar las posibilidades de sostener políticas de desarrollo), serían del tipo a las propuestas en su momento por Marcelo Diamand en los años setenta, lo que suponía el establecimiento de tipos de cambio diferenciales para la industria y el campo, con una densa red de compensaciones que involucraban una fuerte presencia estatal. Sin decirlo, apuntaba a

---

<sup>21</sup> “La consolidación exportadora del complejo sojero muestra un cambio de relevancia dentro de la producción agropecuaria. Por primera vez desde el auge del lanar en el siglo XIX, los productores agropecuarios pampeanos se volcaron a producir y exportar principalmente un producto primario que no se destina al consumo alimentario de los habitantes del país. Este auge de la producción de soja fue un factor importante en el estancamiento y/o reducción de las producciones de muchos bienes alimentarios, tales como lácteos, carnes, frutales, etc. Esta sustitución de las producciones, tiende a incrementar el precio de los alimentos básicos. Es decir, lo que se produce en el agro (y no solamente cuánto) repercute sobre las posibilidades de alimentación de la población. La diferencia de rentabilidades entre producciones agropecuarias (en particular a favor de la soja) debe, por tanto, ser contrapesada de alguna manera, con el fin de favorecer la producción variada de alimentos para la población”, (González, M. & Rodríguez, J., 2007).

la consideración implícita de la producción de productos primarios *como si se tratara de bienes públicos*. Esto suponía y supone planificar tanto la producción como el abastecimiento y los precios internos de dichos bienes. Obviamente, esta política es mucho más compleja que la mera estrategia de acumulación de reservas vigente e implica un gran aparato de control y planificación con herramientas tales como precios controlados, cuotas a la exportación, subsidios sectoriales, etc. Supone, en suma, reflatar la idea de que el estado sea promotor del desarrollo mediante la planificación de la economía a nivel estratégico, tanto en el mediano como en el largo plazo, una concepción que se abandonó hace más de tres décadas por la crisis de modelo sustitutivo y que hoy debería ser relanzada *sobre nuevas bases*.

### **Referencias**

Amico, F. 2006. "Sobre las diferencias básicas entre el actual modelo de dólar alto y la convertibilidad", Anuario EDI, Nro.3, p.108-126, abril de 2007 (disponible en [www.geocities.com/aportexxi](http://www.geocities.com/aportexxi)).

Angeriz, A. & Arestis, P. (2006).- *Has inflation targeting had any impact on inflation?*, Journal of Post Keynesian Economics / Summer 2006, Vol. 28, No. 4.

Barbosa-Filho, N.H. (2006).- *Exchange Rates, Growth and Inflation*, October 14, 2006, mimeo.

Cesaratto, S., Serrano, F. & Stirati, A. (2003).- *Technical Change, Effective Demand and Employment*, Review of Political Economy, forthcoming in 2003.

Canitrot A. (1975).- "La experiencia populista de redistribución de ingresos", Desarrollo Económico, Vol.XV, Nro.59, 1975.

Curia, E.L. (2007).- *Teoría del modelo de desarrollo de la Argentina. Las condiciones para su continuidad*, Galerna, Bs. As. 2007.

Curia, E.L. (2006a).- *Metas de inflación y política monetaria..Enfoque 'canónico' y 'alternativo'*, Jornadas Monetarias y Cambiarias del Banco Central de la República Argentina. Junio de 2006.

Curia, E.L. (2006b).- *Política monetaria de objetivos múltiples y no neutral en el largo plazo una reflexión a la luz del caso argentino*, Centro de Análisis Social y Económico (C.A.S.E.), CABA, 21 de setiembre de 2006.

Curia, E.L. (2004).- *Macroeconomía del desarrollo. Ensayos sobre política monetaria y cambiaria e inflación en la Argentina*, Ediciones Realidad Argentina, Bs. As. 2004.

Diamand, M. (1973).- *Doctrinas económicas, desarrollo e independencia*, Editorial Paidós, Buenos Aires, 1973.

Diamand, M. (1972)- *La estructura productiva desequilibrada argentina y el tipo de cambio*, Desarrollo Economico, 1972.

Diamand, M. & Nochteff, H. (1999).- *La economía argentina actual. Problemas y lineamientos de políticas para superarlos*, Grupo Editorial Norma, Argentina, abril de 1999.

Duménil G. & Lèvi D. (1999).- *Being Keynesian in the short term and classical in the long term: The traverse to classical long-term equilibrium*, The Manchester School, 67(6), pp. 684-716.

Fiorito, A. (2007).- *Piero Sraffa: la implosión de la economía neoclásica*, Colección Teoría Económica, Ediciones Cooperativa, marzo de 2007.

Fiorito, A. & Amico, F. (2007).- Heterodoxia, teoría económica y crisis argentina, Circus Revista argentina de economía, Grupo Luján, Nro1, primavera de 2007, p.94-112.

Frenkel, R. & Rapetti, M. (2007a).- Política cambiaria y monetaria en Argentina después del colapso de la convertibilidad

Frenkel, R. (2007b).- *La sostenibilidad de la política de esterilización*, Cedes, mimeo, abril de 2007.

Frenkel, R. (2006).- *El esquema de inflation targeting y las economías en desarrollo*, Exposición en las Jornadas Monetarias y Bancarias del Banco Central de la República Argentina, 2006.

Frenkel, R. (2005).- *Crédito a largo plazo, inversión y crecimiento económico*, Exposición en las Jornadas Monetarias y Bancarias del Banco Central de la República Argentina, 31 de mayo de 2005.

González, M. & Rodríguez, J. (2007).- El auge exportador y el sector agropecuario argentino”, Anuario EDI Nro 3, abril de 2007.

Hannsgen, G. (2006).- *Gibson's Paradox Modeling a Conundrum of Tight Money*, The Levy Economics Institute of Bard College, mimeo, abril 2006.

Heymann, D. & Ramos, A. (2003).- *La sustentabilidad macroeconómica a mediano plazo*, Estudios macroeconómicos, Oficina de la CEPAL-ONU en Bs As, a solicitud de la Secretaría de Política Económica, Ministerio de Economía de la Nación, Marzo de 2003.

Kalecki, M. (1943).- *Political Aspects of Full Employment*, Political Quarterly, 1943.

Kriesler, P. & Lavoie, M. (2005).- *The New View On Monetary Policy: The New Consensus And Its Post-Keynesian Critique*, Working Paper No. 05-01, Research On Banking International and National Systems Or Networks University of Ottawa.

Cortés, R. & Marshall, A. (1986).- “Salario real, composición del consumo y balanza comercial, Desarrollo Económico, 26(101), 1986.

López-Gallardo., J. y Cruz, A. (1999).- *Crecimiento económico y tipo de cambio real: un análisis de cointegración para América Latina*, Momento Económico, No. 102, marzo-abril, 23-33. (1999).

Petri, F. (2003).- *Implicazioni per la politica economica di alcuni recenti risultati di teoria economica*, Università degli Studi di Siena, Dipartimento di Economia Politica, Quaderni n. 378, Febbraio 2003.



Polterovich, V. & Popov, V. (2002).- *Accumulation of foreign exchange reserves and long-term growth*, New Economic School research program (<http://www.nes.ru/english/about/10th-Anniversary/papers-pdf/Popov-Polterovich.pdf>).

Polterovich, V. & Popov, V. (2006).- *Economic Growth, Real Exchange Rate, and Inflation*, New Economic School, Research Project 2006-2007.

Romer, D. (2000).- *Keynesian Macroeconomics without the LM Curve*, The Journal of Economic Perspectives, Vol. 14, No. 2. (Spring, 2000), pp. 149-169.

Serrano, F. (2006).- *Histéresis, dinámica inflacionaria y el supermultiplicador sraffiano*, incluido en *Marx-Sraffa, Seminarios sraffianos*, Unlu-Grupo Luján, Ediciones Cooperativas, junio de 2007.

Setterfield, M. (2003).- *Supply and demand in the theory of long-run growth: introduction to a symposium on demand-led growth*, Review of Political Economy, Vol.15, Nro.1, 2003.

Stirati, A. (2007).- *Inflación, desempleo e histéresis: una mirada alternativa*, Unlu, Grupo Luján, Serie de Seminarios Sraffianos, mimeo, Buenos Aires, 2007.

Taylor, J.B. (2000).- *Teaching Modern Macroeconomics at the Principles Level*, The American Economic Review, Vol. 90, No. 2, Papers and Proceedings of the One Hundred Twelfth Annual Meeting of the American Economic Association. (May, 2000), pp. 90-94.