



Nº 41

**Regimen de Metas de Inflación:
¿el nuevo consenso ortodoxo en política monetaria?**

Alan Cibils y Rubén Lo Vuolo *

Buenos Aires, Octubre 2004

* Investigadores Adjunto y Principal, respectivamente, del Centro Interdisciplinario para el Estudio de Políticas Públicas (Ciepp), Buenos Aires, Argentina.

**INDICE**

1. INTRODUCCIÓN.....	3
2. ¿QUÉ ES EL RÉGIMEN DE METAS DE INFLACIÓN?.....	5
2.1. Breve contexto histórico.....	5
2.2. Definición del RMI	7
2.3. Presentación formal	8
2.4. El RMI: principales características	9
3. LAS CRÍTICAS AL RMI.....	11
3.1. Las críticas al sustento teórico	11
3.1.1. <i>El ancla nominal</i>	12
3.1.2. <i>¿Es siempre perjudicial la inflación?</i>	13
3.1.3. <i>La separación de lo monetario y lo real</i>	14
3.1.4. <i>Las causas de la inflación</i>	15
3.1.5. <i>Mecanismos de transmisión de la política monetaria</i>	16
3.1.6. <i>Burbujas en precios de activos y endeudamiento</i>	18
3.2. Evidencia empírica sobre El RMI	20
3.2.1. <i>Modelos macroeconómicos</i>	20
3.2.2. <i>Modelos simples</i>	21
3.2.3. <i>Tasas de interés reales altas</i>	22
3.2.4. <i>Inversión Extranjera</i>	25
4. LINEAMIENTOS PARA UNA POLÍTICA ALTERNATIVA AL RMI.....	26
4.1. Metas reales: pleno empleo y control de la inflación	28
4.1.1. <i>El régimen de metas de empleo</i>	28
4.1.2. <i>Tasa de inflación que minimice el desempleo</i>	29
4.2. Cada tipo de activo con su encaje	31
4.3. Políticas macroeconómicas múltiples y coordinadas	32
5. EL RMI A LA LUZ DE LA EXPERIENCIA ARGENTINA.....	33
5.1. Reseña de las críticas del RMI.....	33
5.2. Los mercados y los precios.....	36
5.3. El conflicto distributivo en la explicación de la inflación	36
5.4. Política monetaria e inflación	37
5.5. Las relaciones entre los sistemas monetario y fiscal.....	39
5.6. El crédito, las firmas y el ciclo económico	41
5.7. El regimen cambiario	43
5.8. El control del flujo de capitales	45
6. A MODO DE CONCLUSIÓN: POLÍTICA MONETARIA COORDINADA Y ATENTA AL CICLO ECONÓMICO	47
Bibliografía.....	51



1. INTRODUCCIÓN

El llamado régimen de metas de inflación (en adelante, RMI) puede comprenderse como una forma particular de manejo de la política monetaria cuyo objetivo principal, y frecuentemente excluyente, es el control de la inflación a través del manejo de la tasa de interés. La hipótesis fundamental que sustenta este tipo de política es la siguiente: 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, de allí a la demanda agregada y finalmente a los precios.

Este tipo de régimen monetario ha ganado popularidad creciente en los últimos años y está siendo implementado por los bancos centrales tanto de países desarrollados como de países en vías de desarrollo. Como resultado, ya son más de 20 los países que han implementado esta política monetaria¹.

Esta política es promovida activamente por el Fondo Monetario Internacional (FMI). De hecho, siguiendo esta moda y conforme a los compromisos asumidos con organismos internacionales, el Banco Central de la República Argentina (BCRA) planea implementar un RMI a partir del tercer trimestre de 2004².

El RMI ha pasado así, a formar parte de lo que algunos denominan el “nuevo consenso macroeconómico”, mediante el cual se pretende suplantar al alicaído y “viejo” Consenso de Washington³. Puede afirmarse que el RMI aparece hoy como el remedio monetario del recetario que el FMI pretende universalizar como “sanas” políticas macroeconómicas, acoplándose con las más tradicionales políticas de liberalización de mercados de capital y del comercio exterior⁴. El compromiso con su aplicación generalmente acompaña otros acuerdos orientados a incrementar lo que ha dado en llamarse “independencia del banco central”⁵.

En este contexto, ¿qué significa esta mentada independencia. Según Blinder (1998: 54), significaría primordialmente dos cosas: 1) que el banco central tiene libertad para decidir cómo alcanzará sus metas monetarias, y 2) que se vuelve muy difícil revertir estas decisiones por parte de otras dependencias del gobierno. Estos objetivos no son sólo planteados por los defensores del RMI, sino que la independencia del banco central es apoyada desde diversas teorías y corrientes de pensamiento que ven como positiva una mayor autonomía de la política monetaria del resto de las políticas públicas. Incluso, llega

¹ Ver Fracasso y otros (2003). El primer país en implementar el RMI fue Nueva Zelandia hace más de 15 años. Un estudio realizado en el año 2001 indica que había 18 países con un RMI (Mishkin y Schmidt-Hebbel 2001), lo que indicaría una tendencia creciente en lo que se refiere a la cantidad de países que adoptan esta política monetaria.

² Esto se expresa explícitamente en los incisos 3, 34 y 35 del Memorandum de Políticas Económicas y Financieras del Gobierno Argentino para el período 2003-2006, incluido en el acuerdo firmado con el Fondo Monetario Internacional (FMI) en septiembre de 2003. El BCRA hace tiempo viene realizando trabajos en esta dirección, incluyendo seminarios de discusión internacional.

³ Para una evaluación crítica de este “nuevo consenso”, ver Arestis y Sawyer (2002a, 2002b, y 2003a y 2003e). En el apartado 3 de este trabajo presentamos una versión resumida de esta crítica.

⁴ Ver Epstein (2000, 2002 y 2003).

⁵ Ver Bernanke y Mishkin (1997), Mishkin y Schmidt-Hebbel (2001) y Blinder (1998).



a afirmarse que, en realidad, este tipo de planteo es consistente con una ideología propia de un “Banco Central neoliberal”, esto es una institución monetaria que busca independizar su gestión del proceso político democrático, para aumentar así su credibilidad de largo plazo.

El emblema de este tipo de modelo institucional sería mantener un nivel bajo de inflación⁶. En el ámbito local, la propia Carta Orgánica del BCRA, en el artículo 3°, habilita esta interpretación: “Es misión primaria y fundamental del Banco Central de la República Argentina preservar el valor de la moneda”. No obstante, este mandato da lugar a ambigüedades instrumentales. Por ejemplo, el anterior Presidente del BCRA, Alfonso Prat-Gay, lo interpretaba como sinónimo de sostener una baja inflación y lo contraponía con el régimen de Convertibilidad que interpretaba este mandato en el sentido de mantener el valor del peso contra la divisa de uso internacional⁷.

Para algunos, este cambio de interpretación (y de instrumentos) es una de las diferencias más significativas del proceso posterior a la salida de la regla de Convertibilidad. ¿Por qué? Porque bajo aquella regla, el BCRA había renunciado a toda posibilidad de llevar a cabo una política monetaria propia, convirtiéndose en una simple caja de conversión sometida a los vaivenes del flujo de capitales. En el nuevo contexto, se aumentarían sensiblemente los grados de libertad.

De este modo, el tema se ubica en el centro de la controversia sobre la definición de un régimen económico alternativo al vigente durante la década de los 90s. Más aún cuando es claro que la implantación de un RMI en la Argentina está enmarcada dentro de las restricciones y condicionantes planteados por los acuerdos con el FMI. De hecho, el compromiso de implementación de un RMI es producto del último acuerdo con dicha institución, aún cuando en el contexto de la discusión de la deuda externa es un punto que ha quedado casi desapercibido y no está en debate⁸.

Teniendo en cuenta estos antecedentes, la intención de este trabajo es hacer un análisis de la literatura crítica del RMI para contribuir a promover un mayor debate sobre el tema. ¿Por qué crítica? En primer lugar, porque entendemos que una actitud crítica frente a los postulados del saber convencional es imprescindible en el proceso de construir alternabais al régimen económico y social heredado de la década del noventa⁹. En segundo lugar, porque consideramos que existe mucha confusión en el país sobre la verdadera naturaleza de los cambios que se vienen produciendo desde el abandono de la regla de convertibilidad. En tercer lugar, porque consideramos que es necesario cuestionar las visiones que le otorgan a la moneda una función meramente instrumental, a favor de una visión alternativa que rescate su importancia para la construcción de lazos de identidad y de integración social¹⁰.

⁶ Ver Cukierman (1992) y Taylor (1999) para una presentación favorable a este enfoque.

⁷ Ver, por ejemplo, la presentación de Adolfo Prat-Gay en la sesión conjunta de las comisiones de Finanzas y Hacienda de la Cámara de Diputados del día 27 de abril de 2004.

⁸ Ver García (2004) y Abeles y Borzel (2004).

⁹ Acerca del concepto de “saber convencional” y de los problemas derivados del uso de un lenguaje hegemónico en materia económica y social, ver Lo Vuolo (2001, capítulo 1).

¹⁰ Al respecto, ver Lo Vuolo (2001, pp. 28-37 y 87-94).



Con este objetivo, en lo que sigue nos ocupamos, en primer lugar, de definir las características principales del RMI. Luego, reseñamos los puntos más conflictivos que resalta la crítica de dicho régimen monetario, tanto desde el punto de vista teórico como empírico. Finalmente, adelantamos algunas propuestas alternativas o complementarias de dicho régimen, para concluir con algunas sugerencias para investigaciones futuras.

2. ¿QUÉ ES EL RÉGIMEN DE METAS DE INFLACIÓN?

2.1. Breve contexto histórico

Hacia fines de los años '70 se hicieron evidentes los problemas, cuando no el directo fracaso, de la política de “metas monetarias” que venían orientando la acción de la mayoría de los bancos centrales. El objetivo de estas políticas era ejercer un control de la inflación mediante la fijación de metas de emisión monetaria, las cuales estaban predeterminadas de forma cuantitativa.

Con esta política de metas monetarias, los bancos centrales tratan de controlar la cantidad total de la oferta monetaria para, de esta forma, afectar directamente a las variables reales de la economía. Los problemas de esta política, y la caída de su popularidad, se debieron justamente a la alta inestabilidad que registró en la relación entre los agregados monetarios y otras variables macroeconómicas, incluyendo la inflación¹¹. De este modo, la política de metas cuantitativas mostró serios problemas para controlar la oferta monetaria y estabilizar la economía real.

La disconformidad con esta ortodoxia monetaria permitió el avance de la idea del manejo de la tasa de interés como principal instrumento de política monetaria en los países industrializados¹². Como puede apreciarse, no es que se modificaron los objetivos buscados sino que se buscaron otros instrumentos para obtener los mismos objetivos: controlar desde la política monetaria el movimiento de las variables reales de la economía y, particularmente, la inflación.

Por lo tanto, la transición de una política monetaria a otra fue plenamente consistente con la visión macroeconómica ortodoxa que entiende a la oferta de dinero como una variable exógena, conforme a la tradicional representación del modelo IS-LM de Poole (1970)¹³.

¹¹ Ver Palley (2002), Mishkin y Savastano (2001).

¹² Ver Friedman (1990) para una reseña de la literatura sobre este tema. Epstein (2000) y Palley (2002) describen la evolución histórica de estas políticas monetarias.

¹³ El modelo IS-LM fue originalmente desarrollado por Sir John Hicks en su renombrado artículo *Keynes and the classics* (1937), publicado poco después que la *Teoría General*. La mayor novedad del modelo consiste en que combina eventos de los mercados financieros con otros de los mercados de bienes, para llegar a definir un equilibrio general en el que se determina el nivel de demanda agregada de la economía. Las variables clave que definen el equilibrio macroeconómico en este modelo son el gasto agregado y la tasa de interés, las cuales se ajustan para asegurar que la inversión sea igual al ahorro (IS) y que la demanda y oferta para activos líquidos esté equilibrada (LM). El objetivo de Hicks era demostrar que el modelo de



Según Poole, el objetivo último de la autoridad monetaria es controlar el nivel del PIB real, lo cual se lograría fijando niveles adecuados de la oferta monetaria o la tasa de interés. ¿Cómo se selecciona uno u otro camino? Según cuál es el sector más variable. Por ejemplo, en caso que el sector real sea el más variable, situación que se reflejaría en la curva IS que registra la relación entre ahorro e inversión, el instrumento a utilizar debería ser la oferta monetaria. Si, en cambio, el sector financiero es el más variable, situación que se reflejaría en la curva LM que registra la relación entre demanda y oferta monetaria, el instrumento apropiado para el ajuste sería la tasa de interés. Teniendo en cuenta esta inspiración, y en el nuevo ambiente de desregulación de los mercados financieros y la consecuente inestabilidad de los mismos, se desprende que la tasa de interés debería ser el principal instrumento de la política monetaria.

Así, por muchos años, la política monetaria privilegió el uso de la tasa de interés como forma de alcanzar y mantener un determinado nivel de empleo y de actividad económica. En esa pretensión, la referencia era la llamada “tasa de desempleo que no acelera la inflación” [*non-accelerating inflation rate of unemployment, NAIRU*]¹⁴. Sin embargo, tampoco esta política logró imponerse y el objetivo de controlar la NAIRU se reemplazó directamente por el de controlar la tasa de inflación en el contexto del RMI. Este cambio de “metas-objetivo” se debió a razones tanto pragmáticas como teóricas¹⁵.

¿Por qué? Entre las principales razones pragmáticas merecen mencionarse: 1) las estimaciones empíricas de la NAIRU resultaron ser altamente volátiles e inestables; 2) dichas estimaciones tendieron a ser un reflejo muy cercano del nivel de desempleo, porque se volvió una costumbre interpretar los saltos en el nivel de desempleo como saltos en la NAIRU; y 3) la meta de inflación resulta un método más fácil de implementar, en tanto representa el cambio de una política dirigida a las “cantidades” por una dirigida a los “precios”.

La principal razón teórica estaba vinculada al debate sobre “reglas versus discrecionalidad” [*rules versus discretion*], en este caso aplicado a la política monetaria. Tomando como referencia la llamada “teoría de los juegos”¹⁶, se llega a la conclusión que para evitar una alta variabilidad en la tasa de inflación, hace falta adoptar reglas e

Keynes podía ser interpretado bajo el prisma de la teoría ortodoxa del equilibrio general, ignorando así que en su exposición original, Keynes se ocupa de señalar que el desequilibrio macroeconómico es la normalidad de la economía y que la inestabilidad es la normalidad de la política monetaria.

¹⁴ La NAIRU es la tasa de desempleo para el cual la tasa de inflación es constante. Técnicamente, el nivel de desempleo de la NAIRU es aquel que está enraizado en el sistema de ecuaciones walrasiano de equilibrio general, siempre que dicho sistema capte las actuales características estructurales de los mercados de trabajo y bienes, incluyendo las imperfecciones de mercado, la variabilidad estocástica en las demandas y ofertas, el costo de buscar información acerca de las vacantes laborales, el costo de movilidad de la mano de obra y otros factores que afectan los comportamientos en dichos mercados. Para una descripción analítica en relación con el RMI y la política monetaria, véase Abeles y Borzel (2004, 31-41) y Baker (2000).

¹⁵ Ver Palley (2002: 7 y 8) para una descripción más detallada.

¹⁶ La teoría de los juegos [*Game Theory*] es una teoría acerca de los resultados que devienen de las decisiones racionales que los individuos toman en condiciones que no son de información completa. Bajo estas condiciones, diferentes a las de la teoría microeconómica convencional donde los agentes tienen información perfecta, cada agente tiene su estrategia, las cuales difieren en costos y recompensas. Los juegos que se provocan de esta situación pueden ser cooperativos o no, de “suma cero” o no, etc..



instituciones transparentes, claras e independientes que acoten la discrecionalidad y libertad de acción de la autoridad monetaria. La combinación de este sistema de reglas es lo que finalmente se traduce en un RMI¹⁷.

2.2. Definición del RMI

Con estos elementos, podemos ahora avanzar una definición del RMI. Conforme lo explican sus máximos proponentes, el RMI es un “marco para la política monetaria que se caracteriza por el anuncio público de metas (o bandas) cuantitativas para la tasa de inflación para uno o más períodos de tiempo determinados, junto con el reconocimiento explícito que una tasa de inflación baja y estable es el objetivo principal de largo plazo de toda política monetaria”¹⁸.

Si bien sus defensores admiten que, en general, la política macroeconómica debería tener otros objetivos adicionales (como, por ejemplo, altas tasas de crecimiento real, bajo desempleo, estabilidad financiera, un déficit comercial sustentable, etc.), su énfasis en bajas tasas de inflación se basa en los siguientes argumentos¹⁹:

1. Aún cuando el desempleo y otros problemas relacionados son urgentes, entienden que los economistas y los políticos tendrían menos confianza hoy, en comparación con 30 años atrás, en el uso efectivo de la política monetaria para moderar las fluctuaciones económicas de corto plazo. Es más, “la mayoría de los macroeconomistas concuerdan en que, en el largo plazo, la tasa de inflación es la única variable que la política monetaria puede afectar”.
2. En la actualidad existiría “algo que se asemeja a un consenso”, en el sentido de que aún tasas de inflación moderadas son dañinas para la eficiencia y el crecimiento económicos, por lo que el mantenimiento de una tasa de inflación baja y estable no sólo es importante sino necesario para alcanzar otros objetivos macroeconómicos.
3. El RMI impondría a los bancos centrales y a otras reparticiones del Estado, un marco de transparencia, fiscalización y disciplina.

Para los proponentes del RMI la política monetaria sería la principal, y a menudo la única, política macroeconómica. Si bien reconocen que habría políticas complementarias (por ejemplo, fiscales), la clave del manejo macroeconómico estaría en la política monetaria. Bajo el supuesto que la inflación es exclusivamente un fenómeno de exceso de demanda agregada, su control exige afectar dicha variable. ¿Cómo? El instrumento en poder de los bancos centrales es la tasa de interés que afectaría uno de los componentes claves de la demanda agregada: la inversión.

Con este marco de análisis, los defensores del RMI sostienen que, una vez implementada dicha política monetaria, se producirán los siguientes resultados²⁰:

¹⁷ Posen (2002).

¹⁸ Bernanke y otros, (1999: 4).

¹⁹ Bernanke y otros (1999: 10-11).

²⁰ Ver Mishkin y Schmidt-Hebbel (2001), Bernanke y otros (1999) y Epstein (2003).



1. una tasa de inflación reducida;
2. una política monetaria creíble, basada en el preanuncio y cumplimiento de las metas de inflación;
3. menor costo asociado con una política monetaria contractiva en lo referente a pérdida de empleo y producto;
4. mayor inversión extranjera atraída por un marco predecible y estable²¹.

Para que se comprenda el razonamiento, en lo sigue exponemos estos argumentos mediante la presentación formal más difundida del modelo de análisis que suelen utilizar los defensores del RMI.

2.3. Presentación formal

El modelo de análisis que justifica el nuevo “consenso macroeconómico” basado en el RMI, puede presentarse sintéticamente con las siguientes ecuaciones²²:

$$(1) \quad Y_t^g = a_0 + a_1 Y_{t-1}^g + a_2 E_t(Y_{t+1}^g) - a_3 [R_t - E_t(p_{t+1})] + s_1$$

$$(2) \quad p_t = b_1 Y_t^g + b_2 p_{t-1} + b_3 E_t(p_{t+1}) + s_2$$

$$(3) \quad R_t = (1 - c_3)[RR^* + E_t(p_{t+1}) + c_1 Y_{t-1}^g + c_2 (p_{t-1} - p^T)] + c_3 R_{t-1}$$

donde Y^g es la “brecha del producto” (diferencia entre producto real y potencial); R es la “tasa de interés nominal”; p es la “tasa de inflación”, p^T es la “meta de inflación”, RR^* es la “tasa real de interés de equilibrio” (o sea, la tasa de interés compatible con una brecha del producto nula e inflación constante). Por último, s_i ($i = 1, 2$) son “shocks estocásticos” y $E_t(p_{t+1})$ representa las expectativas en el momento t con respecto a la inflación en el período siguiente.

La ecuación (1) representa a la **demanda agregada**, en donde la brecha actual del producto está determinada por la brecha pasada, la brecha esperada y la tasa de interés real. Esta ecuación se asemeja a la tradicional curva IS pero con la diferencia que aquí está especificada en forma dinámica (en función del tiempo), mientras que la representación tradicional es estática²³.

²¹ Este argumento no es otra cosa que el del “círculo virtuoso” esgrimido por la ortodoxia durante los '90 en la Argentina: lo que el país necesitaba hacer era “poner la casa en orden” y luego los flujos de capital vendrían del extranjero automáticamente.

²² Para una descripción detallada ver McCallum (2001) y Arestis y Sawyer (2002a, 2002b y 2003b).

²³ Para que se entienda la importancia práctica de la diferencia, considérese que aquí las decisiones de gasto se basan en la optimización intertemporal de una función de utilidad. O sea, la expectativa de un



La ecuación (2) es una **curva de Phillips** en donde la inflación está dada por la brecha actual del producto y por la inflación pasada y futura. La expresión $E_t(p_{t+1})$ puede ser tomada como un reflejo de la credibilidad del Banco Central en tanto representa las expectativas inflacionarias: si el Banco Central ofrece señales creíbles de inflación baja, las expectativas de inflación bajarán y con ellas la inflación efectiva.

La ecuación (3) es una **regla de política monetaria** que reemplaza a la curva LM del modelo tradicional²⁴. En esta ecuación la tasa de interés nominal está dada por la inflación esperada, por la brecha del producto, por la brecha de inflación (o sea, la desviación de la inflación de su meta) y por la llamada “tasa de interés real de equilibrio”. Esta ecuación implica que, en el modelo presentado, la política monetaria deja de ser un proceso exógeno para transformarse en un ajuste sistemático a los cambios en la economía.

¿Cómo funciona este ajuste? La regla de política monetaria formalizada en esta última ecuación (3), estipula que la tasa de interés nominal es la suma de la tasa real de equilibrio y la inflación esperada. De esta forma, se incorpora una meta de inflación simétrica: si la tasa de inflación efectiva excede a la esperada, la tasa de interés debería subir, mientras que si la tasa de inflación efectiva es menor a la esperada, entonces se requeriría una tasa de interés más baja para estimular a la economía. Obsérvese que la ecuación (3) no contiene un shock estocástico, porque la propia concepción de la política monetaria bajo este régimen (esto es, su respuesta a los cambios en el contexto económico), implica que la misma operaría en forma enteramente predecible.

Para finalizar esta presentación formal, es importante resaltar lo siguiente: la base monetaria no figura en ninguna de las ecuaciones, ilustrando así que no cumple función alguna en este modelo²⁵. Pese a ello, el modelo presentado incluye el supuesto de “neutralidad del dinero” que se evidencia en: i) la política monetaria (o sea, el manejo de la tasa de interés por parte del Banco Central) es la que determina la inflación; ii) los valores de equilibrio de las variables reales son independientes de la oferta monetaria.

2.4. El RMI: principales características

Con estos nuevos elementos, el RMI podría ahora caracterizarse de la siguiente manera²⁶:

consumo mayor en períodos siguientes, asociado con una expectativa de producto mayor, resulta en un mayor consumo en el presente y, por lo tanto, un mayor producto en el período actual.

²⁴ Es una regla similar a la definida, por ejemplo, en Svensson (2003).

²⁵ En el marco teórico ortodoxo, si bien la oferta monetaria es endógena, se adapta pasivamente a la demanda monetaria, y la tasa de interés la fija el banco central y no el mercado. En los modelos Keynesianos, la oferta monetaria depende fundamentalmente de la actividad de los bancos. El dinero se crea y se destruye fundamentalmente con el otorgamiento y vencimiento de créditos. El banco central sólo fija la tasa de referencia de corto plazo y los bancos fijan sus tasas como un *markup* sobre la tasa de referencia. Véase Arestis y Sawyer (2002b, 2003b) para una discusión detallada sobre este tema y algunos modelos alternativos con dinero endógeno.

²⁶ Arestis y Sawyer (2003e), Mishkin y Schmidt-Hebbel (2001), Bernanke y otros (1999) y Epstein (2003).



1. Es un régimen de política monetaria en el que el Banco Central preanuncia metas de inflación, explicitando que su objetivo principal es mantener niveles bajos y estables de inflación.
2. Estos objetivos se logran a través del principio de “discrecionalidad acotada” [*constrained discretion*]²⁷, bajo el cual la política monetaria está limitada a cumplir con objetivos sostenibles de largo plazo, pero tiene discrecionalidad acotada para responder sensiblemente a shocks inesperados. Se puede decir que el RMI se concibe como un “ancla nominal” que impone disciplina al gobierno pero dentro de un marco moderadamente flexible.
3. Bajo sus lineamientos, la política monetaria se convierte en el principal instrumento de la política macroeconómica, en tanto es el elemento que más afectaría a la inflación.²⁸ Es más, en el largo plazo la política monetaria sólo podría afectar a la tasa de inflación y no al nivel de actividad económica y el empleo.
4. La política fiscal pierde así su lugar como política macroeconómica y las cuentas fiscales deberían estar balanceadas para brindarle credibilidad a la política monetaria²⁹. El objetivo es limitar a las autoridades fiscales para evitar el gasto fiscal deficitario, con el único objetivo de mantener controlada a la inflación³⁰.
5. La política monetaria no debería estar en manos de políticos sino de “expertos”, situación que se verificaría con un Banco Central “independiente”. Es más, se pregona que los encargados de la política monetaria deberían ser más “conservadores” que los políticos, para garantizar que sus esfuerzos se concentrarán en el control de la inflación y que tendrán menos predisposición a bajar el nivel de desempleo³¹.
6. El cuanto al nivel de actividad, la hipótesis es que el mismo fluctúa en torno a un punto de equilibrio de la oferta [*supply-side equilibrium*]. En el modelo presentado anteriormente, este equilibrio equivale a $Y_t^s = 0$ (o sea, una brecha del producto nula con una tasa de inflación igual a la meta, y una tasa de interés real igual a RR^*)³².
7. Lo anterior se puede expresar diciendo que una tasa de desempleo por debajo de la NAIRU resultaría en un nivel más alto de inflación y viceversa, en tanto la NAIRU supuestamente representaría un equilibrio de la oferta íntimamente ligado al mercado de empleo. Sin embargo, para los defensores de la NAIRU, en el largo plazo no hay un *trade-off* entre el desempleo y la inflación (como postula la curva de Phillips), por lo que

²⁷ Véase, por ejemplo, Bernanke y Mishkin (1997: 9-10) o Bernanke (2003a). La discrecionalidad acotada sería un punto medio entre una regla de política monetaria rígida (en la que la discrecionalidad de la autoridad monetaria es nula) y la discrecionalidad total de la autoridad monetaria.

²⁸ Conviene aclarar que no existe razón por la cual el RMI no pueda formar parte de un paquete más amplio de políticas macroeconómicas que incluya, entre otras cosas, políticas fiscales activas. Sin embargo, los que promueven este régimen de política monetaria generalmente tienen un fuerte sesgo en contra de dichas políticas fiscales.

²⁹ Se elimina lo que algunos autores denominan el “dominio fiscal” [*fiscal dominance*] (ver Epstein: 2003).

³⁰ Ver Mishkin (2000, 2).

³¹ Ver Rogoff (1985).

³² Se recordará que la brecha del producto está dada, según la ecuación 1), por la brecha pasada, las expectativas de la brecha futura, y la tasa de interés real.



la economía debería funcionar (en promedio) en el nivel de la NAIRU para evitar que la inflación se acelere. ¿Por qué? Porque se considera que en el largo plazo la inflación es un fenómeno monetario en tanto la tasa de inflación se alinearía con la tasa de interés.

8. De este modo, se mantiene la esencia de la ley de Say, de forma tal que el nivel de demanda efectiva no juega un rol independiente en la determinación del nivel de actividad económica de largo plazo, sino que se adapta para ajustarse al nivel de actividad determinado por la oferta (correspondiente al nivel de la NAIRU). Como correlato, la política monetaria tiene límites muy claros ya que no podría provocar cambios permanentes en el nivel de actividad económica, sino que sólo podría tener efectos transitorios.

9. Aún cuando no esté especificado en el modelo presentado anteriormente, se supone que el tipo de cambio es flotante, ya que en el marco teórico ortodoxo, debe existir libre movilidad internacional de capitales. En este contexto, no se puede fijar simultáneamente la tasa de interés y el tipo de cambio. Como la tasa de interés es el instrumento utilizado por el banco central para alcanzar la meta de inflación, se deduce que el tipo de cambio nominal debe flotar.

Tenemos así los principales elementos para comprender el marco teórico y las implicancias prácticas del RMI, de acuerdo a los argumentos vertidos por sus defensores. En lo que sigue, nos ocupamos de presentar los cuestionamientos por partes de los críticos de este régimen. Para exponerlos, tenemos en cuenta tanto los problemas de la visión ortodoxa en la que se sustenta el RMI, como los resultados alcanzados en algunos de los países que lo han implementado.

3. LAS CRÍTICAS AL RMI

El número de países que ha implementado el RMI ha crecido durante los últimos años, en parte gracias a la promoción de esta política que lleva a cabo el FMI y la ortodoxia financiera internacional. Al mismo tiempo, se observa una creciente literatura crítica de este tipo de régimen monetario, también coincidente con las críticas a los programas y propuestas del FMI³³. Las críticas al RMI cuestionan sus propios fundamentos teóricos, como así también la metodología utilizada para su análisis y los resultados empíricos que se obtienen al implementarlos.

3.1. Las críticas al sustento teórico

³³ Para un análisis histórico de las políticas del FMI, véase el trabajo de Aglietta y Moatti (2000).



3.1.1. El ancla nominal

Los críticos del RMI sostienen que la adopción de un ancla nominal, como es la meta de inflación, restringe considerablemente el espacio de maniobra del Estado para la estabilización de las variables reales³⁴. Sus contra-argumentos se sustentan en el cuestionamiento del apotegma ortodoxo que pretende que, en el largo plazo, la política monetaria no puede influenciar el nivel de actividad. Esto es más cuestionable cuando las metas del RMI se ocupan de las fluctuaciones de corto plazo.

Lo anterior explica por qué algunos defensores del RMI sostienen que una política monetaria de este tipo debería atacar tanto a las fluctuaciones de precios como a las del producto³⁵. En esta línea, Bernanke (2003b) y Meyer (2003b), por ejemplo, distinguen entre un “mandato vertical”, en el que todos los objetivos de la política macroeconómica se subordinan a la estabilidad de precios, y un “mandato dual”, que prefieren, en el que el objetivo es tanto la estabilidad de precios como de la actividad económica. Bernanke sugiere incluso que el mandato del Banco Central podría incluir en forma simétrica tanto el control de la inflación como del desempleo (o la brecha del producto)³⁶. En el mismo sentido se pronuncia Mishkin (2000:3), para quien la estrategia de largo plazo del Banco Central no debería ser exclusivamente minimizar la fluctuación de precios, sino que también debería minimizar la brecha del producto.

Para sustentar los beneficios de esta postura más flexible, siempre dentro de los propios razonamientos del RMI, suele argumentarse que en aquellos casos en que la inflación es la única meta de la política monetaria, lo óptimo es responder a los determinantes de la “variable objetivo” (la inflación actual y la brecha del producto) más que a la meta en sí misma. ¿Por qué? Porque conforme a la ecuación (2) presentada más arriba, tanto la inflación actual como la brecha del producto determinan la inflación futura³⁷.

A pesar de estas posturas a favor de una mayor flexibilidad en la aplicación del RMI, la “esencia de la discrecionalidad acotada es el compromiso con la estabilidad de precios”³⁸. Por lo tanto, aún cuando algunos reconocen la importancia de tener en cuenta ciertas variables “reales” junto con la estabilidad de precios, esta línea crítica termina sugiriendo que los objetivos aledaños no deberían desconocer que la prioridad es el control de la inflación.

³⁴ Si bien en el caso de la Convertibilidad el ancla nominal era el tipo de cambio nominal, puede tomarse como un ejemplo de las limitaciones de tener un ancla nominal predeterminada.

³⁵ Estas posturas se conocen como “metas de inflación flexible” [*flexible inflation targeting*]. Ver Svensson (1999).

³⁶ Bernanke (2003b: 10). Bernanke (2003a) afirma que, en la práctica, el mandato dual “ha permitido a los bancos centrales obtener mejores resultados en referencia tanto a la inflación como al desempleo, contradiciendo la visión tradicional de que la política monetaria debe elegir entre los objetivos sociales importantes de estabilidad de precios y altos niveles de empleo”.

³⁷ Svensson (1999) y Rudebusch y Svensson (1999).

³⁸ Bernanke (2003a: 10).



3.1.2. ¿Es siempre perjudicial la inflación?

Una pregunta vinculada con lo anterior es la siguiente: ¿hasta qué punto es deseable o necesario, desde el punto de vista del crecimiento y el mantenimiento de altos niveles de empleo, tener niveles de inflación muy bajos? Esta pregunta es pertinente en tanto el contexto teórico del RMI supone que cuanto más baja y estable es la tasa de inflación, mejor para la economía; incluso, que se pueden lograr bajas tasas de inflación sin reducciones en el producto. Sin embargo hay considerable evidencia que indicaría que este tipo de supuesto es difícil de sostener³⁹.

Por ejemplo, en un estudio realizado por dos economistas del propio FMI⁴⁰, en el que se examina un amplio panel de países entre 1960-1996, se concluye que “hay dos no-linealidades [*nonlinearities*] importantes en la relación entre la inflación y el crecimiento”. Por un lado, a niveles de inflación bajos (menos de 3% anual), la inflación y el crecimiento están positivamente correlacionados. Por otro lado, a niveles más altos de inflación, el crecimiento y la inflación están negativamente correlacionados, pero esta relación es convexa: la caída del crecimiento por un salto de la inflación del 10% al 20% es mucho mayor que para un salto del 40% al 50%⁴¹. Aún cuando los autores consideran que el punto en el que la relación cambia de positiva a negativa requiere de más investigación, es posible inferir dos conclusiones de este trabajo: 1) existiría una relación positiva entre niveles bajos de inflación y crecimiento, y 2) no existiría una clara demarcación sobre cuáles son los niveles de inflación beneficiosos y cuáles perjudiciales, aunque muy altos niveles de inflación no son beneficiosos.

Akerlof y otros (1996), por su parte, concluyen que hay una tasa “óptima” de inflación y que la misma es mayor que cero. Por lo tanto, el énfasis en la baja inflación y en la estabilidad de precios podría dañar al crecimiento económico y el bienestar⁴². En otra línea de investigación sobre el tema, Walsh (1998) estima que un aumento de la inflación del 3% al 10% tendría un costo de aproximadamente 1,3% del PIB, mientras que una reducción de la inflación del 10% al 3% tendría un costo de 16% del PIB⁴³. Barro (1995) también concluye que una tasa de inflación inferior al 10% no tiene repercusiones negativas sobre el crecimiento económico.

En esta cuestión, merecen también citarse dos investigaciones que arrojaron resultados más que reveladores sobre los efectos de la inflación sobre variables reales. El primero es el estudio de Epstein y Maximov (1999) para una muestra de 37 países semi-industrializados, acerca de los efectos de la inflación sobre el crecimiento, la inversión (nacional y extranjera) y las exportaciones. Estos autores encuentran que⁴⁴:

1. Tasas de inflación moderadas (de 20% o menos) no tienen un impacto claro sobre variables reales como el crecimiento, la inversión, etc.

³⁹ Ver Arestis y Sawyer (2003e), Epstein (2002 y 2003), y Epstein y Maximov (1999).

⁴⁰ Ghosh y Phillips (1998).

⁴¹ Ibid.: 164.

⁴² En esta línea, ver también Stiglitz (2003).

⁴³ Citado en Epstein (2002: 26).

⁴⁴ Epstein (2002: 27).



2. Tasas de inflación mucho mayores que 20% tendrían efectos negativos sobre la economía real.
3. El impacto de la inflación sobre las exportaciones depende del régimen cambiario. Si el tipo de cambio es flotante, la relación entre la tasa de inflación y el crecimiento de las exportaciones es positiva (para niveles moderados de inflación).
4. Reducciones en la tasa de inflación tienen efectos mixtos sobre las variables reales, y en algunos casos tienen efectos negativos considerables.

El segundo trabajo, realizado por Epstein (2002), expande la muestra del estudio anterior para incluir a un grupo de 70 países industrializados, semi-industrializados y pobres. En este caso, la conclusión principal es que la inflación a niveles moderados, lejos de tener un impacto negativo sobre el crecimiento económico, parecería tener un efecto positivo⁴⁵. Lo que queda claro de este estudio es que no existe una relación significativamente negativa entre niveles moderados de inflación y crecimiento económico.

La evidencia anterior no significa ignorar los efectos nocivos que para la economía tiene la inflación, más aún en países con historia inflacionaria como la Argentina, donde se verifican peculiaridades que hay que tener en cuenta. El punto que interesa marcar es que no parece razonable tener una meta de inflación muy baja como objetivo si esto genera problemas para la necesaria reestructuración de la economía. La necesidad de modificar el patrón de especialización productiva del país implica que se han de verificar razonables movimientos de precios relativos.

La estabilidad de precios es un objetivo deseable, pero no puede atentar contra el crecimiento económico y las urgentes necesidades en materia laboral y social. Lo cierto es que las evidencias empíricas no parecen avalar el sacrificio de otros objetivos económicos y sociales en beneficio exclusivo de una meta nominal muy baja de inflación.

3.1.3. La separación de lo monetario y lo real

La insistencia ortodoxa en forzar con política monetaria los niveles de inflación más bajos posibles, se basa en su visión acerca de la separación entre los factores reales y monetarios que actúan en el sistema económico⁴⁶. Esta supuesta separación permitiría hacer una doble asignación: política monetaria para el lado monetario (especialmente para la inflación) y política fiscal para el lado real. Esta asignación de funciones suele estar acompañada de políticas para el mercado laboral, particularmente la llamada “flexibilización” que pretende eliminar las “rigideces” que no permitirían realizar los ajustes adecuados y serían la causa del desempleo y los problemas de competitividad.

Como se explicó previamente, en esta visión ortodoxa la economía real está representada por la NAIRU, que al tener valores que no cambian con el tiempo implicaría una suerte de equilibrio inmutable de la oferta⁴⁷. Una visión menos extrema dentro de la misma

⁴⁵ Epstein aclara que los resultados deben interpretarse con precaución por posibles problemas de endogeneidad en la estimación econométrica.

⁴⁶ Ver Arestis y Sawyer (2003e: 13-14).

⁴⁷ Vale recordar que, en las ecuaciones que presentamos en el apartado anterior, el equilibrio de la oferta está representado por una brecha nula del producto ($Y_t^s = 0$).



ortodoxia, postularía que el equilibrio de la oferta cambia con el tiempo (por cambios institucionales, tecnológicos, o en el mercado de trabajo) pero nunca debido a cambios en la demanda.

Lo anterior es cuestionable en el propio contexto teórico del RMI. Piénsese que el objetivo del RMI es controlar a la inflación a través de los efectos que tiene la tasa de interés sobre la demanda agregada, considerando que el componente de la demanda agregada más sensible a variaciones en la tasa de interés es la inversión. La pregunta que sigue es: ¿ese efecto sobre la demanda agregada puede también tener efectos sobre la oferta agregada? Teniendo en cuenta el párrafo anterior, la respuesta ortodoxa sería negativa.

Sin embargo, es evidente que cualquier impacto sobre el nivel de inversión actual afectaría no sólo a la demanda agregada sino también a la acumulación de capital a través del tiempo, lo cual tendría un efecto directo sobre los futuros equilibrios de la oferta.

¿Qué conclusión podría extraerse de lo anterior? Que una política monetaria contractiva subiendo la tasa de interés bien podría tener efectos duraderos sobre el stock de capital y por lo tanto sobre la oferta. En el propio contexto teórico que sostiene el RMI, es claro que el nivel de la demanda agregada tiene también impactos directos sobre la oferta agregada.

3.1.4. Las causas de la inflación

Los promotores del RMI contemplan solamente el problema de la inflación causada por presión de la demanda, pero no el de la inflación causada por presión de costos⁴⁸. Esta forma de concebir el problema inflacionario es muy cuestionable. Por ejemplo⁴⁹:

1. Aún suponiendo que la inflación fuese un fenómeno de la demanda y no de costo de la oferta, ¿es la política monetaria el instrumento más efectivo para influir sobre la demanda agregada? La literatura es controvertida en el tema y muchos sugieren que la política fiscal es un instrumento alternativo superior para controlar la inflación.

2. ¿Hasta qué punto se pueden desechar otros factores de presión inflacionaria, tales como los costos? Tal y como queda expresado en la presentación formal (específicamente la ecuación 2), el “nuevo consenso” del RMI los desecha con apresurada facilidad⁵⁰. Entre otras cosas, el modelo presentado no contempla los efectos de un aumento sostenido de salarios, ni los efectos de expectativas de aumento tanto de salarios como de ganancias; tampoco se tiene en cuenta el costo de los insumos y de bienes de capital importados, tan relevantes en economías en vías de desarrollo.

La concepción de la inflación que sustenta el marco teórico del RMI es, cuanto menos, incompleta. Esto abre serios interrogantes sobre la eficacia de este régimen monetario para cumplir, incluso, con el acotado objetivo que se propone y que justifica su propia existencia.

⁴⁸ Esto se observa claramente en la ecuación (2) presentada más arriba.

⁴⁹ Arestis y Sawyer (2003b, 2003e) y Sicsú (2004).

⁵⁰ Véase también Clarida y otros (1999).



3.1.5. Mecanismos de transmisión de la política monetaria

Otro punto cuestionable es lo que quizás sea uno de los aspectos más claves del RMI: el mecanismo a través del cual se intenta mantener bajo control a la inflación. En el modelo presentado anteriormente, este proceso se ve reflejado en la ecuación (1), en donde la tasa de interés determinada por la ecuación (3) afecta directamente a la demanda agregada y a la brecha del producto. Complementariamente, mediante la ecuación (2), los cambios en la demanda agregada impactan sobre la tasa de inflación. Otra vez, en el contexto teórico del RMI, una tasa de interés más alta tiende a reducir la demanda agregada, y esto a su vez reduce la tasa de inflación, y viceversa⁵¹.

El supuesto central es que existiría una transmisión directa entre cambios en la tasa de interés de corto plazo (que es la que controla el Banco Central) y cambios en las tasas de interés de largo plazo (que impactan sobre la demanda agregada). En los hechos, este supuesto es difícil de sostener y como consecuencia, no existe un único consenso acerca de los modos en que actúan los mecanismos de transmisión de los movimientos de la tasa de interés.

En la literatura sobre este tema suelen identificarse seis mecanismos o “canales de transmisión” de la política monetaria⁵². Los cuatro canales tradicionales son: i) el “monetarista” [*monetarist channel*]; ii) el de la “tasa de interés” [*interest rate channel*]; iii) el del “efecto riqueza” [*wealth effect channel*]; y iv) el del “tipo de cambio” [*exchange rate channel*]. A los anteriores, se agregan dos canales más que, en realidad, deberían verse como sub-canales del canal del “crédito”: v) el canal de crédito “angosto” [*narrow credit channel*]; y vi) el canal de crédito “ancho” [*broad credit channel*]. Estos canales no actúan aisladamente sino que suelen estar interconectados.

Los canales monetarista y de la tasa de interés dependen fundamentalmente del supuesto que se haga sobre el grado de sustituibilidad entre el dinero y otros activos financieros, especialmente activos financieros líquidos de corto plazo. En el caso de un alto grado de sustituibilidad, estaríamos en presencia del **canal de la tasa de interés**. En este caso, cambios en la base monetaria tendrán efectos importantes sobre las tasas de interés. Si los precios son algo inflexibles, entonces también se verían afectados la tasa de interés real y el costo del capital. Si los componentes de la demanda agregada son muy sensibles a la tasa de interés, los cambios en dicha tasa que resulten de la política monetaria tendrán efectos importantes sobre la actividad económica. Este canal también puede incluir efectos de “disponibilidad”: por ejemplo, la respuesta de los bancos a un cambio de política monetaria puede ser el racionamiento del crédito en lugar de ajustar sus propias tasas de interés⁵³.

⁵¹ Es importante señalar que no se contempla aquí la posibilidad de que los capitalistas consideren a la tasa de interés como un costo en su ecuación de precios y que, consecuentemente, una tasa más alta resulte en un aumento de precios.

⁵² En la discusión que sigue nos referimos específicamente a la política monetaria encuadrada en el RMI. Este tema está desarrollado en profundidad en Arestis y Sawyer (2002a, 2003b y 2003e).

⁵³ Stiglitz y Weiss (1981).



Si, por el contrario, el grado de sustituibilidad entre el dinero y los activos financieros es bajo, estamos en presencia del **canal monetarista**. En este caso, los cambios en la tasa de interés tendrán relativamente poco efecto sobre la demanda agregada y la política monetaria debería orientarse más a controlar la base monetaria.

El **canal del efecto riqueza** funciona a través del consumo privado, bajo el supuesto que la función del consumo depende de la riqueza del consumidor⁵⁴. Cuando la política monetaria modifica la tasa de interés, pueden resultar también modificaciones en el valor de los activos y por lo tanto el valor real de la riqueza de los consumidores, provocando a su vez cambios en el consumo y la demanda agregada.

El **canal del tipo de cambio**, por su parte, vincula a la política monetaria con la inflación por dos vías. La primera es a través de la demanda agregada y la llamada “condición de la tasa de interés descubierta” [*uncovered interest rate parity condition*]. Dicha condición vincula diferencias en las tasas de interés entre dos países con cambios esperados en el tipo de cambio. En un contexto de tipo de cambio flexible y perfecta movilidad de capitales, cambios en la tasa de interés de un país relativo al otro afectará el tipo de cambio y consecuentemente la balanza de pagos. Esto tendrá efectos sobre la demanda agregada y, por lo tanto, la inflación. La segunda vía funciona a través de los precios de las importaciones y sus efectos sobre la tasa de inflación doméstica.

Los canales de crédito ancho y angosto son complementarios entre sí y están vinculados a imperfecciones o fricciones en los mercados financieros que podrían tener efectos sobre las variables reales de una economía. Estos canales reflejan los efectos sobre la demanda agregada de cambios en las posiciones financieras de prestamistas y prestatarios. El **canal de crédito angosto**, también conocido como canal “bancario” [*bank lending channel*] está vinculado al rol que juegan los bancos como prestamistas⁵⁵. Para poder prestar a los distintos agentes económicos, los bancos dependen de la existencia de depósitos que a su vez están sujetos a requisitos de encaje. Cuando varía el stock de depósitos como consecuencia de cambios en la política monetaria, se podría ver afectada la capacidad de los bancos como prestamistas y, dada la cantidad de empresas y hogares que dependen del crédito, se podría ver afectada también la demanda agregada y por ende la inflación.

El **canal de crédito ancho**, también conocido como el canal de los balances [*balance sheet channel*], está vinculado a la forma en que la salud financiera de los tomadores de crédito puede afectar la oferta en el mercado financiero y, por ende, a la demanda agregada⁵⁶. Este canal se basa en el supuesto de información incompleta o imperfecta en lo que se refiere a la oferta de crédito a las empresas y a la situación financiera de las mismas. Los bancos (y otras entidades financieras) cobran a las empresas una prima para cubrir los gastos de monitoreo, la cual está determinada por la situación financiera de la empresa; empresas con alto porcentaje de financiamiento interno pagarán una prima baja, y viceversa.

Lo anterior tiene dos consecuencias importantes. La primera se vincula con el flujo de fondos [*cash flow*] de la empresa: un incremento de la tasa de interés eleva el costo del

⁵⁴ Arestis y Sawyer (2002a, 2003e).

⁵⁵ Ver Hall (2001), Bernanke y Blinder (1988) y Bernanke y Gertler (1995).

⁵⁶ Ver Hall (2001), Bernanke y Gertler (1989, 1999), Bernanke y otros (1998).



financiamiento externo y la proporción de la inversión que debe ser financiada externamente, todo lo cual también incrementa la prima que la empresa debe pagar. La segunda consecuencia se vincula con el valor de los activos de los tomadores de créditos, ya que los mismos determinan el valor de la garantía que dan a las entidades prestamistas. En un mercado financiero con información asimétrica y otras imperfecciones, estas garantías son fundamentales, ya que al caer el valor de los activos dados en garantía por una suba decretada en las tasas de interés, se produce una suba de la prima del tomador de crédito. Esta suerte de “acelerador financiero” significa que la política monetaria puede tener un impacto considerable sobre el sector financiero y la inversión.

Como puede concluirse de lo anterior, son múltiples los canales a través de los cuales opera la política monetaria. No todos estos canales estarán en funcionamiento en todas las economías ni en todo momento, por lo que es importante tener un conocimiento de cómo funcionan dichos mecanismos en cada caso particular si realmente se pretende captar los efectos que tendría la política monetaria del RMI sobre la economía⁵⁷. Las simplificaciones sobre estos complejos mecanismos pueden llevar a efectos indeseados.

En el caso de la economía argentina, al momento de diseñar la política monetaria debería prestarse especial atención a los canales del tipo de cambio y de crédito, dado el comportamiento histórico de estas variables. Fluctuaciones en el tipo de cambio, como se describió más arriba, pueden afectar de manera importante a la economía real. También debería considerarse su efecto sobre las cuentas fiscales dado el alto grado de endeudamiento público en divisa. Los efectos sobre el sector bancario tampoco podrán desconocerse, especialmente dada la crisis bancaria de los últimos años. La escasez actual de crédito de mediano y largo plazo, pese a disponibilidad de liquidez, es un reflejo de los problemas particulares que tiene la política monetaria en el país.

3.1.6. Burbujas en precios de activos y endeudamiento

Otra de las críticas que se le ha hecho al RMI es que es insuficiente como política monetaria en presencia de desequilibrios en los balances [*balance-sheet disorders*]⁵⁸. Algunos críticos de la ortodoxia argumentan que la inflación es insuficiente como guía para la política monetaria, porque una economía puede acumular desequilibrios considerables en sus balances sin que éstos tengan efecto alguno sobre la inflación.

Los desequilibrios más comunes son las burbujas especulativas y el endeudamiento. El problema aquí radica en la facilidad con que agentes privados pueden cambiar (endógenamente) la composición de sus carteras de inversión mediante la creación de nuevos instrumentos financieros. Este tipo de desequilibrios son hoy más probables y

⁵⁷ El último acuerdo firmado por Argentina con el FMI en septiembre de 2003, estipula en el inciso 34 del Memorando de Políticas Económicas y Financieras lo siguiente: “En junio de 2003, se estableció un grupo de trabajo en el Banco Central (Comité de Metas de Inflación), que está realizando tareas preparatorias de carácter técnico principalmente centradas en: 1) definir la formulación adecuada de la meta de inflación; 2) mejorar la comprensión del mecanismo de transmisión de la política monetaria; y 3) preparar una estrategia integral de comunicación”. Hasta la fecha de publicación del presente trabajo, el citado Comité de Metas de Inflación no ha divulgado los resultados de su investigación en estas materias,

⁵⁸ Palley (2002 y 2003).



frecuentes, ya que la desregulación e innovación financiera han incrementado la elasticidad de la producción de dinero privado. Esto permite cambios considerables en balances y deudas, cuya sustentabilidad (o falta de sustentabilidad) sólo se hace evidente con el pasar del tiempo⁵⁹. El caso de la crisis financiera de la Argentina hacia finales de 2001, con los procesos de “pesificación asimétrica” y canje de activos financieros por deuda pública, es uno de los ejemplos más recientes⁶⁰.

Cuando estos desequilibrios eventualmente se resuelven, o sea cuando explota la burbuja, pueden tener costos altísimos en términos de empleo y producto. Una política monetaria eficaz debería poder detectar y corregir estos fenómenos⁶¹. El problema es que los desequilibrios en los balances o precios de activos no serán detectados si la única meta o indicador de la política es la inflación⁶². Hay varias razones para suponer esta deficiencia.

Primero, los activos financieros no forman parte de los indicadores comúnmente usados para medir la inflación; el Índice de Precios al Consumidor no contiene dichos activos ni tampoco el precio de bienes raíces. Segundo, en una economía globalizada, el gasto adicional que las burbujas provocan por aumento de los precios de activos o de endeudamiento, pueden acomodarse mediante la cuenta corriente del balance de pagos. Como consecuencia, no habrá efecto alguno sobre el nivel de precios, ya que los agentes privados pueden endeudarse con los bancos y estos últimos se endeudan en el exterior (como fue el caso de la regla de la Convertibilidad en la Argentina). Tercero, los peligros económicos de las burbujas especulativas pueden no estar relacionados a la demanda agregada o a la inflación. Por ejemplo, se podrían usar activos financieros como garantía para obtener préstamos para la compra de más activos, contribuyendo así a una burbuja de endeudamiento insostenible que arrastra al sistema financiero en su totalidad cuando por fin explota.

Otro problema con la política de metas de inflación en presencia de burbujas especulativas es que puede contribuir a la creación del llamado “riesgo moral” [*moral hazard*] en mercados financieros. La causa de este fenómeno es que los precios de los activos pueden crecer considerablemente durante una fase expansiva de la economía sin que esto cause inflación y, consecuentemente, sin provocar una respuesta de la autoridad monetaria. Cuando la fase expansiva llega a su fin, los precios inflados de los activos quedan expuestos, resultando en una corrección hacia abajo que acarrea considerables riesgos.

¿Cuáles serían esos riesgos? En primer lugar, la caída de los precios de los activos podría congelar el funcionamiento de los mercados financieros porque los agentes tendrían posiciones de riqueza neta negativas, que harían imposible que los tenedores de activos endeudados puedan venderlos. En segundo lugar, con la caída de los precios de activos cae también el valor de dichos activos que han sido colocados como garantías,

⁵⁹ Palley (2002).

⁶⁰ El actual Ministro de Economía de la Argentina, Roberto Lavagna, en su presentación en la reunión anual del FMI el 24/4/04 reconoce en el inciso 5 este tipo de fenómenos y sus peligros para economías de países periféricos como la Argentina.

⁶¹ A este tipo de fenómeno se refiere Fisher (1933) en su clásico artículo. Más recientemente, Minsky (1982) dedicó bastante atención a estos problemas.

⁶² Ver Palley (2000, 2002 y 2003) para una discusión en profundidad de estos temas.



dificultando a su vez la capacidad de sus tenedores de obtener nuevos créditos. En tercer lugar, la caída de los precios de los activos dificulta el emprendimiento de nuevos proyectos de inversión, particularmente en el rubro de la construcción. Por último, la caída de los precios de los activos puede afectar negativamente a las expectativas de los consumidores, precisamente en el momento en que es necesario el consumo para reactivar a la demanda agregada.

Todas estas consideraciones sobre los efectos perniciosos de las burbujas especulativas y de endeudamiento, llevan a la conclusión que sería aconsejable que la autoridad monetaria tuviese como objetivo prevenir y evitar este tipo de comportamientos. En ese sentido, la política monetaria del RMI se muestra como insuficiente para estos fines. Necesariamente, la creciente presencia de estos desequilibrios de balance reclama otros criterios y herramientas para que la autoridad monetaria pueda prevenir y contrarrestar desórdenes monetarios perniciosos para la economía⁶³.

3.2. Evidencia empírica sobre El RMI

Además de los cuestionamientos teóricos que acabamos de presentar, es de interés evaluar cuáles han sido los resultados de la aplicación del RMI en aquellos países que ya lo implementaron. En lo que sigue, señalamos los resultados más relevantes de la evidencia empírica con respecto al funcionamiento del RMI.

3.2.1. Modelos macroeconómicos

Conforme a los argumentos vertidos previamente, sería de interés poder evaluar en un modelo macroeconómico cuáles podrían ser los impactos de la implementación de un RMI sobre los seis canales enunciados en el apartado anterior. Sin embargo, hay varias razones por las cuales este tipo de evaluación empírica es de difícil concreción⁶⁴.

Primero, ya se señaló que los seis canales no son independientes sino que los efectos de la política monetaria sobre la economía se transmiten por varios de ellos y esto hace muy difícil la evaluación de cada canal por separado. Segundo, también se hace difícil evaluar en forma aislada cómo varía el peso de un determinado canal a medida que pasa el tiempo. Tercero, y quizás esta sea la dificultad principal, los cambios en los canales de transmisión y sus interacciones, en general se hacen evidentes luego de transcurridos períodos de tiempo relativamente largos: la relación entre la política monetaria y la economía real es dinámica y va cambiando con el pasar del tiempo.⁶⁵

La simultaneidad entre las relaciones causales genera un problema adicional para evaluar el modo en que se presentan los fenómenos: “¿cómo es posible aislar los efectos de las

⁶³ En el apartado 4 presentamos una propuesta a tal efecto.

⁶⁴ Arestis y Sawyer (2003e: 19-20).

⁶⁵ Ver Kuttner y Mosser (2002: 17-18). Por ejemplo, Boivin y Giovannoni (2002a y 2002b) encuentran evidencia que, para los EE.UU., los canales de transmisión de la política monetaria han cambiado entre 1960 y 2001.



tasas de interés sobre las condiciones económicas cuando las tasas de interés son producto de esas mismas condiciones⁶⁶” La respuesta endógena de las tasas de interés a lo que sucede en una economía representa otra dificultad considerable para aislar los efectos de los distintos canales de transmisión de la política monetaria.

Con estas salvedades, Arestis y Sawyer (2002a) evaluaron cuantitativamente los efectos de cambios en las tasas de interés realizando simulaciones dinámicas con tres de los modelos macroeconómicos utilizados en la formulación de política monetaria⁶⁷. En base a los resultados de sus simulaciones, los autores llegaron a las siguientes conclusiones⁶⁸:

1. Con los modelos macroeconómicos utilizados, existen restricciones importantes para lograr un cambio permanente en la tasa de interés.
2. Cuando la tasa de interés influye sobre la demanda agregada es porque se producen cambios sustanciales sobre la tasa de inversión. Por lo tanto, variaciones en la tasa de interés pueden tener efectos duraderos sobre la inversión lo que a su vez resulta en efectos duraderos sobre el nivel del stock de capital.
3. Los efectos de variaciones en la tasa de interés sobre la tasa de inflación son muy modestos. Un aumento del 1% en la tasa de interés resulta en una caída acumulada del nivel de precios luego de cinco años del 0,41% en un caso y del 0,76% en el otro. La caída máxima de la tasa de inflación es de 0,21 puntos porcentuales.

Basados en estos resultados, Arestis y Sawyer concluyen que el análisis econométrico demuestra que los efectos de cambios en la tasa de interés sobre la tasa de inflación son demasiado débiles como para apoyar a la hipótesis central que sustenta el razonamiento del RMI. De este modo, cuestionan su efectividad para lograr su propio y limitado objetivo con los mecanismos propuestos.

3.2.2. Modelos simples

Hay numerosos estudios que utilizan modelos de una sola ecuación econométrica para evaluar si el RMI: a) es superior a otras políticas monetarias en el manejo de la inflación, b) mejora la credibilidad de la política monetaria, y c) aumenta o disminuye el costo asociado con una reducción de la inflación.

Neumann y von Hagen (2002), por ejemplo, realizan una reseña de los trabajos empíricos de este tipo y concluyen que, conforme lo pregonan sus defensores, todos los países que implementaron el RMI lograron bajar la inflación y controlar la volatilidad tanto de las tasas de interés como de inflación. Sin embargo, la evidencia empírica analizada tiene tres debilidades importantes:

1. Los trabajos reseñados no proveen evidencia de que el RMI haya mejorado el comportamiento de la economía en lo que se refiere a control de la inflación, credibilidad

⁶⁶ Kuttner y Mosser (2002: 23), citado en Arestis y Sawyer (2003e).

⁶⁷ Los modelos utilizados fueron el del Banco Central Europeo, el del *Bank of England* (el Banco Central de Gran Bretaña) y el del *Federal Reserve* de los EE.UU.

⁶⁸ Arestis y Sawyer (2003e: 20).



de la política monetaria y costo en términos de empleo y producto perdidos. El entorno macroeconómico mundial de los '90 fue uno de relativa estabilidad de precios y es muy probable que el RMI haya tenido un efecto bastante reducido en este sentido. En la misma línea, Ceccetti y Ehrmann (2000) encuentran que países que no habían implementado un RMI tuvieron resultados muy similares a los que sí lo habían implementado.

2. Los promotores del RMI sostienen que, en caso de no implementarse, existiría un alto riesgo de que se produzcan brotes inflacionarios y falta de control por parte del Banco Central⁶⁹. Pese a estos argumentos, ni la Reserva Federal de los EE.UU. ni el Banco Central Europeo, por ejemplo, han implementado este régimen monetario y nada de lo previsto ocurrió en estas dos economías tan importantes para la economía mundial.

3. En varios países que implementaron el RMI (como Gran Bretaña, Canadá y Nueva Zelanda), la inflación ya había sido controlada con anterioridad a la implementación de dicho régimen⁷⁰. A lo sumo, puede concluirse que el RMI ayudó a afianzar los logros que ya habían sido obtenidos con anterioridad a su implementación.

Otro estudio de interés es el de Ball y Sheridan (2003), en el que se investigan los efectos del RMI sobre la macroeconomía para una muestra de 20 países de la OCDE, siete de los cuales adoptaron el RMI durante los '90. Los autores no encuentran evidencia alguna de que el RMI mejore el funcionamiento macroeconómico desde el punto de vista de la inflación, el producto y las tasas de interés. Si bien la inflación se redujo y estabilizó en los países con RMI durante el período bajo estudio, similar comportamiento se observó en los países que no habían adoptado este régimen.

De lo anterior, puede concluirse que la evidencia empírica no sustenta los argumentos y predicciones de los promotores del RMI. En algunos casos, no se verifican las relaciones propuestas. En otros, es muy difícil probar que los resultados obtenidos en consonancia con lo que postulan sus defensores, sean realmente atribuibles a este tipo de régimen monetario.

3.2.3. *Tasas de interés reales altas*

Un estudio sobre el caso de Sud África, que implementó el RMI en 1996, concluye que “uno de los resultados persistentes y problemáticos de esta política macroeconómica... son las altas tasas de interés reales”⁷¹. En este estudio se compara la evolución de las tasas reales de interés de corto plazo de Sud África con la de ocho países industrializados entre 1950 y 2000⁷². Si bien las variaciones entre los países de la muestra son considerables, hacia el fin del período bajo estudio, Sud África tenía una de las tasas reales más altas junto con Nueva Zelanda (país que también tiene un RMI).

⁶⁹ Ver Arestis y Sawyer (2003e: 21) y los trabajos allí citados.

⁷⁰ Ver Mishkin y Posen (1997).

⁷¹ Epstein (2002: 4).

⁷² La muestra consistía de EE.UU., Alemania, Gran Bretaña, Francia, Japón, Australia, Nueva Zelanda, Canadá y Sud África.



Cuando se amplía la muestra para incluir algunos países en vías de desarrollo⁷³, y acotando en este caso el período de análisis a 1994-2000, la tasa real de interés de corto plazo de Sud África resulta la más alta con la excepción de Brasil (país que también tiene una política monetaria en línea con el RMI). Sud África también registra la tasa de largo plazo más alta de esta muestra.

Dado que la evidencia señala a las altas tasas de interés como uno de los resultados de un RMI, es interesante detenerse en los problemas que esto genera sobre la actividad económica. Al respecto, la literatura suele discutir principalmente los impactos de la tasa de interés sobre el ahorro, la inversión y el déficit fiscal⁷⁴.

Un primer problema tiene que ver con el ambiente de liberalización financiera que se ha venido promoviendo en estos años y que es parte del recetario ortodoxo. Sus defensores sostienen que este proceso debería tener un impacto positivo sobre el ahorro y, consecuentemente, sobre el crecimiento económico. ¿Por qué? El mecanismo sería el siguiente: la liberalización de los mercados financieros resultaría en tasas de interés reales más altas, lo cual induciría un mayor ahorro privado y, como consecuencia, un mayor nivel de inversión.

Este postulado, de por sí muy cuestionable aún desde el punto de vista teórico, no ha sido respaldado por la evidencia empírica⁷⁵. Por ejemplo, los estudios sobre los vínculos entre tasa de interés real y crecimiento económico encuentran que la relación puede no ser lineal y suele tener signo positivo para niveles muy bajos de la tasa de interés y negativo para niveles más altos⁷⁶. Justamente, una variable importante para definir estos impactos es el grado de apertura de los mercados financieros. Por ejemplo, para una economía abierta y pequeña, el libre movimiento de la cuenta de capital conduce a tasas de interés reales altas y de allí al sobreendeudamiento y a crisis financieras⁷⁷. Nuevamente, el ejemplo de la Argentina durante la Convertibilidad, es aleccionador.

En realidad, no se ha encontrado evidencia empírica que apoye la hipótesis de una relación positiva entre tasas de interés reales más altas con el ahorro, la inversión y crecimiento. Por el contrario, hay indicios que postulan una relación negativa entre tasas reales altas y crecimiento económico.

Pueden identificarse dos tipos de estudios que se ocupan de analizar los efectos de la tasa de interés real sobre la inversión, los cuales llegan a resultados aparentemente contradictorios⁷⁸. Por un lado están los estudios que interrogan a ejecutivos de empresas, en donde se ve claramente que el costo del crédito es una variable clave para los empresarios, particularmente cuando se refiere a nuevas inversiones. Por otro lado, están los estudios econométricos comparativos, que evalúan los efectos de la tasa de interés real sobre la inversión global en distintos países. Mayoritariamente, estos estudios

⁷³ Brasil, Chile, México, Turquía y Corea del Sur.

⁷⁴ Para una presentación más detallada, véase Epstein (2002: 16-20).

⁷⁵ Ver Mark Taylor (1999)

⁷⁶ Ver, por ejemplo, Fry (1997).

⁷⁷ Para mayor detalle, ver los trabajos expuestos en Eatwell y Taylor, comps. (2002) entre otros.

⁷⁸ Resumimos aquí los resultados de varios estudios para el caso sudafricano que son presentados con más detalle en Epstein (2002, 17-19).



encuentran una evidencia muy débil del impacto de la tasa de interés real sobre el costo de capital.

Sin embargo, otros estudios (Gibson y van Seventer, 2000) encuentran que la relación entre la tasa de interés y la inversión es altamente significativa; la clave es que la tasa de interés operaría sobre la inversión a través de dos canales. El primer canal es el costo del capital y el segundo el ahorro y las ganancias de las empresas, una vez pagados los intereses de su deuda. La mayoría de los estudios no toman en cuenta este segundo canal, lo cual podría explicar por qué no encuentran un vínculo significativo entre la tasa de interés y la inversión: altas tasas de interés significan elevados costos de endeudamiento de las empresas y menores ganancias.

El canal del endeudamiento también vincula a las altas tasas de interés con las cuentas fiscales. Tasas de interés más altas incrementan el costo del servicio del endeudamiento público y contribuyen a incrementar el déficit fiscal. A medida que esto se acumula, se dificulta el acceso del Estado a los mercados financieros que van perdiendo confianza en su capacidad para atender los pagos de la deuda.

Por lo tanto, todo indicaría que las altas tasas de interés, lejos de tener un impacto positivo sobre el crecimiento y sobre el ahorro, pueden ser nocivas para la economía. Por lo tanto, es relevante comprender por qué razón subieron las tasas de interés reales en aquellos países que implementaron RMI. Recurriendo otra vez al estudio de Epstein (2002) para el caso sudafricano, y dejando de lado factores exógenos fuera del control del gobierno, pueden sugerirse las siguientes razones⁷⁹:

1. la política monetaria restrictiva del Banco Central, como parte del RMI⁸⁰,
2. la eliminación de los controles de cambios y la liberalización financiera que provocaron una relación más estrecha de la tasa de interés del país con los mercados financieros internacionales y el uso especulativo del crédito;
3. la prima de riesgo país sobre el endeudamiento externo cobrada por los mercados financieros internacionales.

Resumiendo, son controvertidos los resultados acerca del impacto de tasas de interés elevadas sobre la inversión y el crecimiento, pero las mayores evidencias señalan que el mismo es negativo. También sería negativo su impacto sobre las cuentas públicas. Asimismo, todo indica que el RMI explica en gran medida las altas tasas de interés que caracterizan a los países que lo han adoptado.

Por consiguiente, puede concluirse que no hay buenas razones para promover este tipo de régimen monetario con el objetivo de favorecer la inversión y el crecimiento. La elevación de la tasa de interés como reacción frente a una inflación que supere a las metas pautadas, puede conducir a déficit fiscal, caída de la inversión y allí a restringir seriamente el crecimiento económico. Estos impactos negativos son más potentes cuanto

⁷⁹ Epstein (2002: 21).

⁸⁰ Cabe notar que los propios economistas del Banco Central sudafricano le otorgan el mayor peso al régimen del RMI en la explicación de las tasas de interés elevadas (Kahn y Farrell: 2002).



más integrado más influenciado está el régimen monetario doméstico por el sistema financiero internacional.

3.2.4. Inversión Extranjera

Esto nos lleva a analizar otro de los argumentos que los promotores del RMI suelen adjudicarle a la combinación entre este régimen monetario, la liberalización comercial y financiera y otras reformas “favorables a los mercados”: la supuesta mayor afluencia de flujos de inversión extranjera⁸¹. Otra vez, la evidencia empírica no convalida estas recetas ortodoxas⁸²:

1. Los flujos de capitales que circularon desde principios de los ‘80s estaban relacionados mucho más a la diversificación del riesgo de los inversores del norte que a la inversión productiva de largo plazo en el sur⁸³. Asimismo, si bien los flujos brutos de capital crecieron rápidamente durante los ‘90s, el flujo neto de capitales fue muy bajo y cayó como porcentaje del PIB⁸⁴. Ambos procesos sugieren que el movimiento de capitales en las últimas décadas del siglo XX se caracteriza más por el financiamiento de la “diversificación del riesgo” que por el financiamiento del “desarrollo”⁸⁵. Los flujos de capitales que no son especulativos aparecen luego que se verifica la presencia de un programa de desarrollo económico exitoso y muy rara vez llegan con anterioridad. A los países en vías de desarrollo les conviene, entonces, generar recursos propios y canalizarlos a la inversión productiva, antes que modificar su estructura económica con la esperanza de atraer financiamiento externo⁸⁶.

2. Desde que los países periféricos liberalizaron sus cuentas de capital, ha habido recurrentes crisis financieras⁸⁷. Según Eichengreen (2001), para una muestra de países tomados al azar, la probabilidad de tener una crisis financiera antes de 1914 era del 5%,; para el período post 1973, esa probabilidad se duplica. Es más, se han producido crisis financieras en países que, aún con buenos indicadores económicos, simplemente se contagiaron de una crisis en otros países. No debe sorprender, entonces, que los flujos netos de capital no hayan sido significativos y que hayan tendido a disminuir. Mucho menos, que no exista una correlación positiva entre la liberalización de la cuenta de capital y la inversión, el crecimiento económico u otras variables relevantes de la economía real⁸⁸.

⁸¹ Esto no es otra cosa que el supuesto “círculo virtuoso” que los economistas ortodoxos y los organismos internacionales de crédito suponen que se derivaría de la aplicación de políticas de liberalización financiera y comercial, privatizaciones, reforma del estado, flexibilización laboral, etc. En este contexto, la afluencia masiva de flujos de inversión extranjera sería la fuente de financiamiento del crecimiento económico.

⁸² Véase Epstein (2002, 6-12) para una presentación más detallada.

⁸³ Obstfeld y Taylor (2002, 58).

⁸⁴ Véase Epstein (2002, 7) y trabajos allí citados.

⁸⁵ Obstfeld y Taylor (2002, 59).

⁸⁶ Epstein (2002, 7).

⁸⁷ Comenzando con la crisis del peso mexicano en 1994, se sucedieron las del sudeste asiático, Rusia, Turquía, Brasil y Argentina.

⁸⁸ Véase Epstein (2002, 8) y los trabajos allí citados.



3. Tampoco son claras las relaciones de causalidad entre la inversión extranjera directa (IED) y el crecimiento económico⁸⁹. Por ejemplo, no es evidente el modo en que la IED afecta a la inversión global en el país receptor, o sea, si complementa a la inversión nacional [*crowding in*] o si la desplaza [*crowding out*], situación esta última que se ha verificado de hecho en numerosos países⁹⁰. En cualquier caso, los flujos entrantes y salientes de IED tienden a estar altamente concentrados en un núcleo de países industrializados y en vías de desarrollo⁹¹, sin que existan señales de que esta tendencia se esté modificando con el pasar de los años⁹². Mucho menos evidente es la supuesta relación positiva entre el RMI y la IED: allí donde se ha podido comprobar un efecto positivo de la IED, no se verifica un efecto negativo de la inflación sobre los flujos de la IED. Al contrario, existiría una relación positiva entre tasas moderadas de inflación e IED⁹³.

En resumen, aquí tampoco parecen comprobarse los postulados de la ortodoxia en relación con el RMI. No parece haber efectos positivos de la liberalización financiera sobre la inversión extranjera y mucho menos en los países en vías de desarrollo. Al contrario, lo opuesto parece más probable: los flujos de inversión llegan una vez que la economía está en marcha y las expectativas de su evolución son buenas. En cualquier caso, la inversión global es más sostenible allí donde se logra afianzar un modelo de desarrollo basado principalmente en los recursos propios dejando que los flujos de inversión del extranjero complementen dicho proceso. Finalmente, las tasas de inflación moderadas no perjudican la IED, por lo que tampoco desde este ángulo se justifican las acotadas metas de una política monetaria en línea con el RMI.

4. LINEAMIENTOS PARA UNA POLÍTICA ALTERNATIVA AL RMI

El análisis y la información presentados hasta aquí sirven para colocar en perspectiva los argumentos vertidos por la nueva ortodoxia para promover el RMI como piedra angular del régimen macroeconómico de un país. Estos argumentos son muy cuestionables tanto desde el punto de vista teórico como empírico. Estas advertencias son particularmente relevantes en el contexto de la Argentina actual, cuya economía pretende emerger de una profunda crisis económica y financiera provocada por años de sostener políticas ortodoxas.

Lo primero que puede decirse es que no parece que por medio de este régimen monetario se provoque un cambio del régimen económico heredado. El RMI es más consistente con

⁸⁹ Ver Braunstein y Epstein (2002) para una reseña de la literatura sobre este tema.

⁹⁰ Epstein (2002, 9), Braunstein y Epstein (2002).

⁹¹ Así, diez países recibieron el 74% de la IED global en 1999; entre los países en vías de desarrollo, sólo diez recibieron el 80% del total de los flujos de IED a países de estas características.

⁹² Burke y Epstein (2001).

⁹³ Epstein (2002, 10) señala que “si bien mantener a la inflación en niveles moderados tiene sus beneficios, atraer a la IED no parecería ser uno de ellos”



los postulados de la ortodoxia vigente en los años noventa que con la pretensión de construir un nuevo régimen que apunte a modificar la distribución del ingreso, sostener el crecimiento económico y generar empleo dentro de un contexto de estabilidad macroeconómica.

Por lo tanto, es necesario abrir la discusión hacia otras alternativas en materia de políticas monetarias. Buscar alternativas al RMI, cuestionando su oportunidad para la economía argentina, no implica desconocer que uno de los objetivos principales de un régimen monetario es mantener el valor de la moneda soberana. Significa que el esquema del RMI no parece adecuado para la complejidad del funcionamiento del sistema económico en el país, incluyendo la propia complejidad del proceso de determinación de los precios.

En la búsqueda de estas alternativas, es importante considerar los lineamientos planteados por los propios críticos del RMI. Así, Epstein (2002, 30-31) sugiere los siguientes principios como guía para la política monetaria:

1. El régimen monetario debe adecuarse al contexto particular donde funciona: Los objetivos de política económica y los procedimientos operativos del Banco Central deberían estar íntimamente vinculados a la estructura y a la necesidad de la economía en la que operan. No existen recetas mágicas que sirvan para todas las economías en todo tiempo.
2. El régimen monetario debe estar orientado hacia la economía real: Enfocar exclusivamente la meta de inflación en un país con altos niveles de desempleo es una propuesta equivocada y costosa. Altos niveles de inflación tienen costos considerables, pero cuando no hay riesgo de que la inflación llegue a niveles inmanejables, la política monetaria debería estar orientada a fomentar la inversión y la expansión del empleo. Por lo tanto, las metas que deberían guiar a la política monetaria deberían incluir variables reales tales como el crecimiento del empleo y la inversión.
3. Transparencia y fiscalización: El Banco Central debería preanunciar sus objetivos y metas, para incrementar de este modo su transparencia. Esto implica también blanquear públicamente sus supuestos y proyecciones. Si por alguna razón no alcanzara sus objetivos, debería tener que rendir cuentas y explicar cómo hará para alcanzarlos en el período siguiente.
4. Flexibilidad: La incertidumbre es un dato fundamental del proceso económico, tanto para los cambios en la estructura de la economía como para los shocks a que está sometida por alteraciones en el ambiente nacional e internacional. Cualquiera sea la meta prefijada, siempre debe incluir mecanismos de flexibilidad para adaptarse a los cambios. El sometimiento rígido a cualquier meta puede llevar a errores considerables de política económica.
5. Red de instituciones y políticas complementarias: la política monetaria del Banco Central es insuficiente si no se acompaña por otras instituciones. Por ejemplo, para el buen funcionamiento de la política monetaria, frecuentemente se necesitan otras políticas para controlar la entrada y salida de capitales. Adicionalmente, es necesario un sistema financiero eficiente que canalice el crédito a los sectores que lo necesiten. La política fiscal es también un complemento fundamental de la política monetaria.



Considerando estos criterios, los críticos del RMI sugieren alternativas a la política de metas de inflación⁹⁴. En lo que sigue, discutimos algunas de ellas.

4.1. Metas reales: pleno empleo y control de la inflación

La ventaja de un sistema de metas (reales o nominales) para el régimen monetario es que obliga al Banco Central a identificar públicamente sus objetivos y de este modo permite al público evaluar su cumplimiento. Esto incrementa la transparencia en las operaciones de la autoridad monetaria y obliga al Banco Central a rendir cuentas por sus acciones.

La experiencia demuestra que esto es positivo. Contra lo que se solía opinar en épocas pasadas, los cambios bruscos de política monetaria del Banco Central no generan buenas señales para la economía, aunque es claro que la política monetaria sigue siendo un mejor instrumento de manejo de corto plazo que la política fiscal.

Por lo tanto, todo indica que es bueno tener metas prefijadas de algunas variables económicas. Esto otorga certidumbre y transparencia a la política macroeconómica. Lo que no parece razonable es acotar esas metas al estrecho margen de un valor del índice general de precios.

4.1.1. El régimen de metas de empleo

Considerando las limitaciones señaladas para el RMI, una de las alternativas propuestas es tener como metas ciertas variables reales que capten de un modo más directo la evolución del bienestar de la mayoría de la población del país en que se implementan⁹⁵. ¿Cuáles serían esas variables reales? La sugerencia es no ser estrictos en el tema: la política monetaria debería ser flexible y adecuarse a las necesidades y características de la economía sobre la que opera. Así, por ejemplo, en economías donde persisten altísimos niveles de desempleo, la variable empleo sería un excelente candidato a meta de la política monetaria⁹⁶.

Con un régimen de metas de empleo (RME), las autoridades le asignarían a la política monetaria del Banco Central que se guíe por una meta de empleo, de crecimiento del empleo, o de desempleo. El Banco Central debería entonces diseñar una metodología (e instrumentos) para lograr esos objetivos. Si por algún motivo el Banco Central fracasara en alcanzar las metas establecidas, debería rendir cuentas sobre las razones del fracaso, y especificar cómo se alcanzará la meta en el período siguiente. En este sentido, el RME toma aspectos fundamentales del RMI (transparencia, rendir cuentas) pero aplicado a otras metas vinculadas al comportamiento de la economía real y el bienestar de la sociedad.

⁹⁴ Para una discusión más profunda y extensa sobre el marco de política monetaria presentado aquí, ver el trabajo de Pollin (1998).

⁹⁵ Ver Epstein (2002, 2003).

⁹⁶ Esta es la sugerencia de Epstein para Sud Africa.



Lo recomendable sería que la meta de empleo esté, al mismo tiempo, sujeta a una meta de inflación⁹⁷, por lo que el Banco Central debería atender a dos metas: empleo e inflación. La meta de inflación no tendría que ser “la más baja posible” como pregonan los defensores del RMI, sino que dependería de las características macroeconómicas del país donde se implemente.

Uno de los problemas que puede surgir con el RME (y otras alternativas) es que el Banco Central no tenga la experiencia ni el conocimiento adecuado para implementar una política con metas reales. Por lo tanto, es de esperar que el Banco Central desarrolle la capacidad de investigación en la materia. La experiencia del BCRA en los trabajos preparatorios para aplicar el RMI, es ilustrativa. Hace un año que se viene preparando para su implementación, para lo cual se han diseñado y publicado nuevos informes (el “Informe de Inflación” y el “Relevamiento de Expectativas de Mercado”, por ejemplo) y se ha desarrollado capacidad para construir indicadores (por ejemplo, el “Tipo de Cambio Real Multilateral” y el “Índice de Precios de Materias Primas”). Si se pretendiera avanzar hacia un RME, debería aplicarse un proceso similar pero en este caso orientado a las metas de empleo y las variables que lo deteRMInan.

En el caso de Argentina, y dadas las complejidades del mercado laboral, estos indicadores deberían también captar la evolución de la calidad del empleo. Los profundos cambios en las relaciones laborales vuelven hoy insuficiente la mera consideración de la cantidad de ocupados como medida del bienestar en el mercado de empleo. Asimismo, esta alternativa provee incentivos para un trabajo conjunto entre el BCRA y el propio Ministerio de Economía. Es claro que las metas de bienestar no pueden lograrse exclusivamente con una política.

4.1.2. Tasa de inflación que minimice el desempleo

Otra propuesta alternativa a las del RMI es la de Palley (2002), quien propone que el Banco Central tenga como meta lo que denomina la “tasa de inflación de menor desempleo” [*minimum unemployment rate of inflation (MURI)*]. Esta propuesta, que pretende contraponerse como alternativa a la NAIRU, se basa una versión modificada de la difundida curva de Phillips. Partiendo de la teoría keynesiana tradicional, esta curva postula una relación inversa [*trade-off*] permanente entre la inflación y el desempleo.

Palley (2003b) toma en cuenta trabajos recientes sobre esta relación, los cuales sugieren la existencia de una curva de Phillips que “se inclina hacia atrás” [*backward bending Phillips curve*]⁹⁸. ¿Cuándo se verificaría esta situación? En el caso en que los trabajadores actúan con “cuasi racionalidad” [*near rationality*] e ignoran a la inflación para niveles bajos de la misma.

Admitiendo la existencia de una curva de este tipo, Palley propone otra explicación. En su criterio, los trabajadores en sectores deprimidos estarían dispuestos a aceptar

⁹⁷ Epstein (2003:5) lo denomina *inflation constraint*.

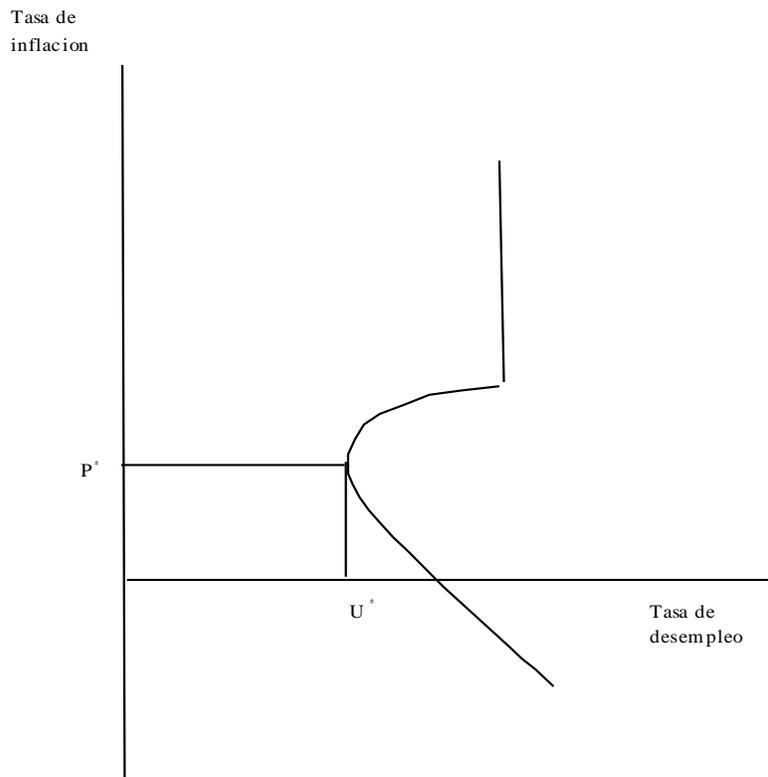
⁹⁸ Ver Akerlof y otros (2000).



reducciones en su salario real a causa de la inflación, siempre y cuando se mantenga o incremente el nivel de empleo.

Gráfico 1

La curva de Phillips “inclinada hacia atrás”



Fuente: Palley (2003b)

Tal como se ilustra en el gráfico 1, si la relación entre la tasa de desempleo y la tasa de inflación estuviese representada por una curva de Phillips inclinada hacia atrás, entonces habría una tasa de inflación P^* para la cual se minimiza el desempleo en un valor U^* . Este valor de P^* es la tasa de inflación de menor desempleo, o MURI, que debería ser la meta de la política monetaria del Banco Central.

Para entender el contraste con la NAIRU, recuérdese que en el contexto de este razonamiento, la inflación es un resultado que describe la naturaleza del equilibrio económico⁹⁹. Así, si la inflación está en aumento, los defensores de la NAIRU sostienen que la economía se está “sobre calentando” y que la autoridad monetaria debería implementar una política monetaria contractiva; lo contrario sería necesario si la inflación estuviera cayendo.

⁹⁹ Ver Palley (2002).



Por el contrario, en el marco del MURI, la inflación es un mecanismo que facilita el ajuste en el mercado laboral. Si la inflación está por debajo de la MURI, un aumento de la inflación bajará el nivel de desempleo; si la inflación excede a la MURI, entonces un aumento de la inflación puede aumentar el desempleo. Por lo tanto, la inflación es un mecanismo de ajuste que la autoridad monetaria debe calibrar teniendo en cuenta la situación en el mercado de empleo.

En cualquier caso, tanto la MURI como la NAIRU representan conceptos inobservables¹⁰⁰. Además, su validez depende de los mecanismos por los cuales se fija la inflación y el desempleo en la economía. Por ejemplo, fijar a la MURI como meta sería efectivo en situaciones donde el *mark-up* está en equilibrio, tal que la puja por la distribución entre el capital y el trabajo está resuelta. Si el escenario es uno donde la inflación es causada por un conflicto distributivo, el problema es que la meta de inflación tenderá a validar el reclamo de aquel agente económico que mueva segundo en el “juego de la fijación del salario”. Generalmente, este actor es el capital¹⁰¹.

Lo anterior advierte nuevamente sobre la necesidad de profundizar la investigación sobre el vínculo entre la inflación y el desempleo en cada caso particular. Por ejemplo, históricamente, en Argentina la puja distributiva estuvo en el centro de la explicación del proceso inflacionario y de la hiperinflación de 1989-90¹⁰². Claramente, estos comportamientos se han modificado durante la vigencia de la regla de Convertibilidad. La actual situación es incierta, en tanto gran parte del éxito del control inflacionario posterior a la maxi-devaluación estuvo centrado en la caída de los salarios reales a los niveles más bajos de la historia reciente.

Sin embargo, al mismo tiempo el discurso oficial aparece como muy crítico de esta situación y se están empezando a abrir instancias institucionales para la fijación de salarios. Además, existen masivos programas asistenciales con contraprestación laboral (como el Programa de Jefes y Jefas de Hogar Desocupados) que también colocan referencias al mercado laboral. Finalmente, el desempleo masivo provoca una presión sobre los salarios que es difícil contrarrestar con políticas institucionales.

Es muy difícil afirmar hoy cuál debería ser el valor (o valores) que debería tener la meta de inflación correspondiente a la MURI. En cualquier caso, una política de este tipo requiere no sólo capacidad de monitoreo y transparencia, sino también flexibilidad para adaptarse a los cambios y a los eventuales shocks imprevistos.

4.2. Cada tipo de activo con su encaje

Las alternativas presentadas hasta ahora no tratan el problema de los “desequilibrios en los balances” causados por burbujas especulativas y de endeudamiento discutidos

¹⁰⁰ Palley (2002) estima que para los EE.UU. la MURI estaría entre el 2-5%.

¹⁰¹ Ver Palley (1998, cap. 8) para una descripción detallada de este proceso.

¹⁰² Ver, por ejemplo, el análisis de Lo Vuolo (1998, 56-63).



anteriormente. Esto advierte sobre la necesidad de aplicar políticas adicionales y complementarias para tratar específicamente con estos desequilibrios.

En ese sentido, Palley propone incorporar a la regulación financiera un sistema de “Requisitos de Encaje por Tipo de Activo (RETA)”¹⁰³, cuyas principales características serían:

1. Se requeriría a las instituciones financieras un encaje para cada tipo de activo financiero, aunque podrían existir activos con encaje cero.
2. La autoridad monetaria podría ajustar a discreción las tasas de encaje.
3. Los requisitos de encaje se aplicarían a todas las instituciones financieras (bancos, aseguradoras, financieras, etc.), reflejando de este modo el hecho de que la desregulación financiera ha llevado a una “convergencia competitiva” en los mercados financieros. Este nuevo entorno financiero requiere regulación funcional más que sectorial.

Este tipo de regulación financiera tiene importantes ventajas. En primer lugar, como el RETA puede variar por tipo de activo, el Banco Central tiene la posibilidad de cambiar el costo relativo de invertir en dichos activos sin tener que modificar al mismo tiempo la tasa de interés. Por ejemplo, si el Banco Central quisiera desincentivar los préstamos hipotecarios (por la existencia de una burbuja especulativa en el mercado inmobiliario), podría elevar el requisito de encaje para hipotecas. De este modo, se incrementa el número de instrumentos en poder de la autoridad monetaria.

Una segunda ventaja del RETA, es que podría usarse para canalizar recursos a sectores de la economía con alto impacto social¹⁰⁴. De este modo, por ejemplo, se podría asignar un requisito de encaje menor a préstamos para determinado tipo de actividad o sector resultando en una mayor rentabilidad de dicho activo y atrayendo fondos adicionales. De esta forma, la política monetaria tendría también una conexión directa con lo que está sucediendo en la economía real.

4.3. Políticas macroeconómicas múltiples y coordinadas

Otra de las críticas sobre el RMI es que reduce la política macroeconómica a un enfoque unidimensional sobre el control de la inflación. Esta crítica también es válida para el uso de variables alternativas a la inflación, sea esta real o financiera. En este sentido, algunas de las propuestas alternativas que acabamos de presentar pueden caer en el error de reemplazar una visión unidimensional de la política macroeconómica por otra.

Si se acuerda en que puede haber otras causas de inflación además de un exceso coyuntural de la demanda agregada, entonces la política monetaria no sería la mejor manera de combatir la inflación¹⁰⁵. Esto advierte sobre la necesidad de otorgarle a la política fiscal un papel central como estabilizador de la economía. Por ejemplo, ciertos

¹⁰³ Palley (2000, 2003a).

¹⁰⁴ Ver, por ejemplo, Pollin (1993).

¹⁰⁵ Véase Arestis y Sawyer (2003b, 2003c, 2003d).



programas que funcionan como “estabilizadores automáticos” de los movimientos del ciclo económico, pueden ser útiles en tal sentido¹⁰⁶.

En este sentido es necesario tener una gama amplia de políticas macroeconómicas, fluidamente coordinadas entre sí¹⁰⁷. Es importante remarcar la importancia fundamental que tienen, además de la política monetaria, las políticas fiscales, tanto en el gasto público como en la recaudación impositiva.

5. EL RMI A LA LUZ DE LA EXPERIENCIA ARGENTINA

¿En qué medida las críticas del RMI tienen sustento en el caso particular de Argentina? Es evidente que la Argentina ha sido un laboratorio de ensayo de las más variadas políticas ortodoxas y es uno de los países más influenciados y fiscalizados por el FMI. Siendo este tipo de políticas parte del recetario universal del FMI, no debe extrañar que también se incluya entre las múltiples políticas ortodoxas que se vienen aplicando en el país como parte de los acuerdos con la entidad.

Con esta pretensión, en lo que sigue se sintetizan las principales conclusiones que surgen del análisis previo. Luego, y a la luz de dichas conclusiones, se discuten los modos particulares de funcionamiento de la economía argentina en aquellas áreas de la economía que aparecen especialmente sensibles a la discusión del RMI.

5.1. Reseña de las críticas del RMI

A lo largo de este trabajo se ha podido comprobar que este tipo de régimen monetario está sujeto a fuertes críticas y controversias. Claramente, se entienden como positivos los objetivos de transparencia pública y fiscalización en las políticas, fijación predeterminada de metas macroeconómicas y de atención a variables de las economías domésticas como la inflación. En esto, el esquema parece superar a las políticas de metas cuantitativas predeterminadas de oferta monetaria que no sólo resultaron de difícil aplicación sino que también terminaron en economías más inestables.

El RMI aparece como más flexible y razonable también cuando se compara con reglas estrictas como las que imponía la Convertibilidad. La salida de esta regla, por cierto a un costo económico y social muy elevado, sin dudas ha ampliado los márgenes de maniobra de la política macroeconómica. Sin embargo, por mucho tiempo el FMI insistió con imponer metas monetarias cuantitativas al país pese a la recesión económica, a tal punto que el gobierno argentino tuvo que solicitar que esas metas fueran revisadas en varias oportunidades por ser un freno a la recuperación del crecimiento.

¹⁰⁶ Este podría ser el caso de la propuesta del “estado como empleador de última instancia”. Para una discusión sobre esta política fiscal, véase Cibils y Lo Vuolo (2004) y los trabajos allí citados.

¹⁰⁷ Ver Lo Vuolo (2003: 371-411).



El compromiso del RMI es producto del último acuerdo con el FMI y aparece como el régimen monetario con más probabilidad de instalarse como perdurable en el país. Para observar si este régimen es el más adecuado, y siguiendo las propias recomendaciones de muchos estudiosos del tema, es necesario considerar las particularidades de la economía argentina a la luz de los puntos débiles marcados por la crítica. Interesa aquí distinguir entre la eficacia del RMI como régimen de transición y administración de la crisis, de su oportunidad como régimen monetario para una estrategia de crecimiento armónico y sostenido, apremiado por la necesidad de privilegiar la generación de empleo y la distribución progresiva de la riqueza.

La reseña de los argumentos teóricos vertidos a favor del RMI representan el blanco de un primer grupo de advertencias sobre los problemas de este tipo de régimen. La inspiración que provoca la teoría de la NAIRU en los defensores del RMI, su enfoque casi exclusivo en la inflación como objetivo de la política monetaria, su énfasis en las virtudes de una tasa de inflación baja a “cualquier costo”, su insistencia en desencajar a la política monetaria de la política fiscal, su propia teoría de la inflación como derivado del exceso de demanda agregada y su confianza en los impactos de la tasa de interés en el manejo de inversión, están entre los puntos más controvertidos del marco teórico.

Los argumentos vertidos para defender como “meta” una tasa de inflación a niveles muy bajos, desconociendo las necesidades concretas de una economía en transformación, no parecen ser sólidos. Mucho menos las relaciones planteadas por los defensores del RMI entre inflación, inversión, inversión extranjera directa y crecimiento económico. No parece razonable establecer metas de inflación sin tener en cuenta en que tipo de estrategia económica está embarcado un país y cuáles son los cambios estructurales que la misma plantea. También es incompleta la concepción de la inflación que alimenta el marco teórico del RMI. Particularmente en países en vías de desarrollo, las causas de la inflación son múltiples y su control exige de la aplicación de políticas simultáneas en varios frentes.

Tampoco parece razonable la tajante separación que plantean los defensores del RMI entre las políticas que atienden el campo monetario y el campo real de la economía. Esta separación, sumada a las anteriores deficiencias, oscurece la interpretación de los efectos que puede tener sobre la economía real el movimiento de las tasas de interés que postula el RMI como mecanismo de regulación monetaria. Aquí parece no haber una adecuada comprensión de los “canales de trasmisión” de la política monetaria.

En la identificación de la mayor o menor preponderancia de estos múltiples canales, juegan circunstancias muy específicas de cada economía. Por ejemplo, el grado de sustitución entre el dinero y otros activos financieros, la forma de la función consumo, la variación de los precios de los activos en función de la presencia de burbujas especulativas, la política cambiaria, el control del movimiento de capitales, la forma de operar de los bancos en su política crediticia, el papel del crédito en el financiamiento de las firmas, el propio impacto de la tasa de interés en la situación fiscal. Muchas de estas cuestiones no están contempladas en el contexto teórico del RMI y tampoco se reflejan en la tasa de inflación.



Estas deficiencias del marco teórico del RMI se complementan con las evidencias empíricas en aquellos países que ya vienen aplicando este régimen. Asumiendo las limitaciones de los modelos de análisis para aislar relaciones causales entre las variables económicas involucradas, los estudios disponibles señalan que los efectos de la tasa de interés sobre la inflación son muy modestos.

Además, muchos de los efectos positivos que suelen atribuirse al RMI en aquellos países que lo han implementado, también se verifican en otros países que tienen otro tipo de política macroeconómica. De hecho, dos de los bancos centrales más importantes del mundo, el de EEUU y el de la Unión Europea, no siguen los lineamientos del RMI y sin embargo no se verifican los problemas previstos por los defensores de este régimen.

Lo que sí parece evidente es que el RMI está vinculado a tasas de interés muy altas. Lejos de fomentar el ahorro y de allí el crecimiento, como pretenden algunos economistas ortodoxos, esas tasas de interés altas parecen ser nocivas para el crecimiento económico y la propia inversión. Tampoco la inversión extranjera directa no parece estimularse ni por las bajas tasas de inflación ni por las altas tasas de interés a las que estaría asociado el RMI.

Todos estos inconvenientes han alimentado una literatura crítica con respecto al RMI, que a su vez da lugar a la presentación de propuestas alternativas. En la mayoría de los casos, esas propuestas sostienen la necesidad de no confiar en recetas universales para atender las particularidades de cada caso.

La recomendación más difundida es que el régimen monetario no enfoque sólo la meta de inflación sino que tenga en cuenta otras variables reales de la economía de igual importancia, como el empleo. En esa búsqueda, también es importante mantener la flexibilidad de la política monetaria, cualquiera sea la meta fijada. Este juego son importantes también otras políticas, como el control del movimiento de capitales y un adecuado manejo del crédito.

Este tipo de argumentos da lugar a propuestas alternativas al RMI. Entre otras, se sugiere incorporar una meta de empleo, la cual debería estar sujeta a una meta de inflación. En esa línea, se sugiere tener presente la llamada “tasa de inflación que minimiza el desempleo”, posición que está basada en la idea que los trabajadores pueden aceptar reducciones del salario real frente a aumentos de la inflación pero con la condición que se mantenga o incremente el empleo.

Otra variante sugiere prestar más atención al problema de los desequilibrios en los balances causados por las llamadas burbujas especulativas y de endeudamiento. La incorporación de estos y otros factores desestabilizadores a la política monetaria es importante dado su rol preponderante en las crisis financieras recientes. Una posibilidad es el manejo de encajes diferenciales para los distintos tipos de activos financieros.

Finalmente, existe consenso en la necesidad de no aislar cada una de las políticas macroeconómicas, sino en considerarlas conjunta y coordinadamente. En particular, se marca una fuerte relación entre la política fiscal y la monetaria, al punto que algunos sostienen que es la política fiscal la más importante para el control inflacionario y la



estabilidad del ciclo económico. Tener instrumentos fiscales que sirvan para estabilizar el ciclo económico es una condición de sana política macroeconómica.

Teniendo en cuenta estas observaciones críticas, en lo que sigue discutimos algunas características de la economía argentina en aquellas áreas sensibles para el debate sobre la oportunidad de implantar el RMI en la Argentina. Estos elementos tienen en cuenta aquellas áreas que son motivo de controversia teórica y empírica entre defensores y críticos de este régimen monetario¹⁰⁸.

5.2. Los mercados y los precios

La economía argentina funciona con mercados no competitivos, donde pocas firmas ejercen control sobre la formación de los precios. Esto hace que, en muchos mercados clave los precios sean fijados por grandes firmas y conglomerados, mucho más aún luego del proceso de privatizaciones, extranjerización y concentración económica verificado durante la década del noventa.

En este ambiente, los criterios para la formación de precios son más bien simples. Los precios clave de la economía argentina se forman, principalmente, estableciendo un “margen” de ganancias cargado a los costos (*mark up*)¹⁰⁹, que en muchos casos surge de acuerdos con otras firmas con las que se comparte el control del mercado. Otro dato relevante es el siguiente: una parte importante del costo utilizado como base de cálculo lo representa el costo del capital financiero que financia el capital de trabajo de la empresa. Otro método habitual para la formación de precios es la fijación de una tasa de ganancias sobre activos aplicados en la empresa y que muchas veces se establece tomando como referencia la tasa de interés de un activo financiero disponible como alternativa.

Estas prácticas de fijación de precios se matizan con otras convenciones; por ejemplo, los contratos que se establecen tomando al dólar como valor de referencia, los criterios de “anticipación” de la inflación esperada o las prácticas que trasladan a precios internos los de mercados externos alternativos. Estas costumbres tienen poco que ver con los análisis convencionales sobre la formación de precios y ponen en seria duda la hipótesis de los defensores del RMI que entiende a la inflación como resultado de una presión de demanda agregada.

5.3. El conflicto distributivo en la explicación de la inflación

El conflicto distributivo también es esencial en la formación de precios. La teoría enseña que las ganancias globales se definen por la demanda global y, particularmente, por el gasto agregado en inversión que convalida la acumulación de capital. Una peculiaridad del funcionamiento económico de la Argentina es que por muchos años las ganancias

¹⁰⁸ Los argumentos que siguen están ampliados en Lo Vuolo (2003), especialmente el capítulo 5.

¹⁰⁹ Kalecki (1971: 43-44).



globales del sistema económico se generaron por una demanda inflada artificialmente por el crédito y por la valorización de activos por manipulación del tipo de cambio. Esas ganancias, en lugar de invertirse (al menos en su gran mayoría) productivamente, se fueron sacando del sistema productivo y en muchos casos circularon hacia el exterior.

Más compleja es la distribución de las ganancias entre los propios capitalistas, que se define por el diferente poder de mercado, por la capacidad para ejercer presión política, por la pertenencia a conglomerados vinculados a otros circuitos de valorización y, sólo en última instancia, por la eficiencia expresada en el proceso productivo. Esto es lo que explica que, por ejemplo, pese al aumento de la masa global de ganancias en el sistema económico durante varios años de la década del noventa, muchas empresas se hayan visto expulsadas del sistema. También que los niveles de inversión global no hayan superado los promedios de la década del ochenta y que, por lo tanto, haya sido muy baja la absorción de empleo.

Por lo anterior, todo indica que en Argentina, además de aplicar políticas que sostengan la demanda efectiva, hay que aplicar políticas selectivas para que las ganancias no sean apropiadas por algunos grupos concentrados de poder en desmedro del conjunto. También deben aplicarse medidas específicas si se quiere garantizar que la masa de ganancias se vuelque a la inversión productiva, evitando el flujo perverso de fuga de capitales que caracteriza el funcionamiento económico en el país. Nada de esto queda resuelto con un régimen como el RMI.

Un problema adicional es la profundización de la distribución regresiva del ingreso, y el nivel intolerable del desempleo y las relaciones precarias de empleo, procesos que se verificaron en ambientes de baja y hasta nula inflación. Esto demuestra que la meta de inflación no es garantía de bienestar para la población.

Es evidente que el nivel de empleo debería colocarse como un objetivo prioritario de toda la política macroeconómica del país, incluyendo la política monetaria. Pero, además, que es urgente la aplicación de políticas fiscales de fuerte peso redistributivo, que incluso funcionen por mecanismos diferentes a los del empleo.

Esto vuelve atinadas las críticas que plantean la necesidad de fijar como objetivo un alto nivel de empleo para la política monetaria. Esto implica que la política monetaria debe necesariamente coordinarse con la política fiscal en la búsqueda del sostenimiento de la demanda efectiva. Al mismo tiempo, que esas políticas deberían complementarse con políticas microeconómicas que serían las encargadas de controlar el descontrol de precios en aquellas unidades con poder de mercado para fijarlos.

5.4. Política monetaria e inflación

La experiencia argentina también demuestra que el control cuantitativo de la oferta monetaria tiene innumerables problemas. Entre otros, se destacan: 1) no está muy claro cuál es el stock de moneda que debe tenerse en cuenta para propósitos estabilizadores; 2) la oferta monetaria suele estar “inducida” por la demanda, más que ser una variable que



pueda fijarse desde fuera del sistema económico; 3) existen sustitutos de la moneda nacional que circulan fuera del circuito bancario oficial. Por el contrario, la cantidad de moneda no es una variable que pueda definirse por fuera del sistema productivo y del sistema fiscal, sino que depende en gran medida del ciclo económico y de la demanda global (de las empresas, de los particulares y del Estado).

Tampoco está claro cómo regular la demanda monetaria y los efectos de la tasa de interés. En la práctica, son los bancos los que tienen poder para fijar la tasa de interés de los préstamos y muchas veces no responden a los vaivenes de la demanda. Lo que habitualmente sucede es que las tasas de interés de corto plazo en el mercado bancario minorista, al igual que otros precios, se establecen como un margen sobre la tasa de interés de corto plazo que fija el Banco Central; las otras tasas de interés también se derivan por *mark-up* en el mercado interbancario.

En consecuencia, es probable que el movimiento de la tasa de interés de mercado sea inducido por la conducta del Banco Central, como sostienen los defensores del RMI. El problema que no contemplan es que muchas veces esa conducta está marcada por razones ajenas a la voluntad de los agentes económicos, como por ejemplo provocar una contención del tipo de cambio absorbiendo liquidez y ofreciendo una alternativa financiera más rentable en el mercado.

Se ve así que la tasa de interés puede ser un instrumento de política monetaria que atiende a varios fines y no sólo al estímulo o desestímulo de la inversión y la demanda agregada. Esto queda claro en los diversos períodos en que se aplicó en el país una política de restricción monetaria. Esta restricción, mezclada con un sistema de precios controlado por un grupo reducido de agentes económicos, dio como resultado el peor de los mundos: inflación con recesión económica y desempleo (“estanflación”). El ejemplo más reciente es lo que sucedió en la Argentina posterior a la devaluación.

En la Argentina, la inflación tiene causas estructurales que requieren más que de políticas monetarias, de políticas de ingresos y de políticas de administración de algunos precios de insumos de uso generalizado. La expansión o contracción de la oferta monetaria lo que hace es convalidar en mayor o menor medida la acción de estos comportamientos de raíz estructural, pero no es necesariamente la fuente primaria de la inflación.

En un contexto de este tipo, la política monetaria debería regularse conforme a la evolución del ciclo económico. En principio, el nivel de precios podría ser un indicador de dicho ciclo, pero hay elementos que sugieren que el nivel de precios no siempre es un buen indicador de la evolución del ciclo económico. Esto es así porque los mercados no son competitivos, por la importancia de la cotización de la divisa y los precios internacionales en la formación de precios de la canasta familiar, por los componentes importados en la estructura de costos, porque el drenaje de divisas erosiona recursos de la demanda, etc. Por ejemplo, la inflación puede estar mostrando que ha crecido el precio internacional de un insumo clave cuyo precio no está siendo regulado (como es el caso de los combustibles en el país) y no que la economía esté recalentada.

Lo que interesa al fin de cuentas, es que la política monetaria sea consistente con el ciclo económico y con las necesidades de regular la demanda efectiva: regulación del ciclo económico y regulación de la política monetaria, son dos cuestiones que van siempre de



la mano. De lo que se trata es de establecer una demanda global más predecible, informada y controlable para los agentes productivos locales. Y la política monetaria tiene que estar al servicio de este objetivo.

De aquí se deriva otra lección de los años recientes: no hay alternativas a la acción conjunta de la política monetaria y de la política fiscal. Plantear objetivos independientes, relacionando cada uno con metas rígidas y aisladas, es un error muy grave en economías como la de Argentina. Aquí también, los postulados del RMI se muestran ajenos a la realidad económica del país.

5.5. Las relaciones entre los sistemas monetario y fiscal

El saber convencional entiende que la única relación que interesa entre política monetaria y fiscal, es la vinculada a la “monetización” del déficit fiscal. Su obsesión, entonces, es establecer metas rígidas de déficit o superávit fiscal que sean consistentes con la expansión o contracción que se pretende de la oferta monetaria. Pero las relaciones entre política fiscal y monetaria son mucho más complejas.

Piénsese simplemente en lo siguiente: aún cuando ciertos manejos de política monetaria y fiscal logren impactos similares sobre la demanda efectiva, pueden ser muy diferentes sus efectos sobre el consumo y la inversión, la estabilidad de la recaudación tributaria, la velocidad de sus eslabonamientos y, por lo tanto, sus efectos sobre el ciclo económico. Un ejemplo sirve para ilustrar el punto. Tanto un alza en la tasa de interés como un aumento del impuesto a las ganancias tienen un efecto contractivo sobre la demanda de los agentes económicos. Sin embargo, en el primer caso, el efecto principal será una reducción de la demanda de préstamos para inversión y, en el segundo, una reducción del consumo o el ahorro individual de la población.

También los impactos fiscales de estas dos medidas son diferentes. Es cierto que ambas, al reducir el valor monetario de la demanda efectiva, deberían reducir la recaudación de tributos. Pero el aumento de la tasa de interés deteriora la situación presupuestaria, porque aumenta el peso de los gastos por intereses de la deuda pública (tema central en la Argentina); por el contrario, al menos en teoría, el aumento de la tasa del impuesto a las ganancias tiene un impacto positivo sobre la recaudación (en realidad, esto es cierto cuando ese aumento afecta a los grupos de mayores ingresos con capacidad de pago). El problema del creciente impacto de la tasa de interés sobre el presupuesto y sobre los gastos del Estado, es uno de los problemas que levantan los críticos al RMI y que debe atenderse especialmente en la Argentina. En la última década los intereses de la deuda pública se han vuelto un componente creciente y rígido de las cuentas fiscales.

Por otro lado, cuando se analizan las opciones de política macroeconómica, hay que tener en cuenta las diferencias entre el impacto inicial de una medida macroeconómica, su velocidad y su efecto “multiplicador”; esto es, la cadena de causa-efecto que se desata en la economía y que amplifica el impacto inicial. Tal y como sugiere la crítica del RMI a los efectos de largo plazo de un alza de la tasa de interés, la experiencia argentina demuestra que las medidas monetarias son más efectivas para realizar correcciones en el



corto plazo, pero pueden provocar daños irreparables si perduran en el largo. Por el contrario, las medidas tributarias no son buenas para el manejo de la coyuntura y sus cambios bruscos provocan problemas.

Así, por ejemplo, la regla de Convertibilidad fue una buena medida de corto plazo, pero su persistencia en el tiempo produjo daños gravísimos. Por su parte, la permanente alteración de las reglas tributarias como forma de compensar los efectos del retraso del tipo de cambio, generaron múltiples problemas, no impactaron de forma positiva en la recaudación y crearon un ambiente de alta incertidumbre. Cuando la política tributaria debe cambiarse a cada momento, significa que toda la política económica es inconsistente. La combinación de una política monetaria rígida y una política tributaria inestable, ambas con objetivos aislados y descoordinados, es la peor combinación de política macroeconómica que puede imaginarse.

Por otra parte, es evidente que la demanda y la oferta monetarias se expanden y se contraen junto con la actividad fiscal del Estado. Por ejemplo, la acción administrativa del gobierno genera fluctuaciones diarias de las reservas bancarias y el Banco Central debe operar todos los días para equilibrar movimientos. Piénsese simplemente que cuando el tesoro público paga, el cheque es depositado en el sistema bancario que, de este modo, aumenta sus reservas. Por el contrario, cuando el contribuyente paga sus tributos, las reservas del sistema financiero en principio se reducen porque el dinero va a parar al fisco (claro que el fisco, en lugar de gastarlo, puede también depositarlo en el sistema financiero pero seguramente el saldo positivo será menor que el recaudado).

Pero las relaciones entre sistema monetario y sistema fiscal no terminan allí. Otro vínculo está dado por el modo en que el sistema bancario crea moneda. Las reservas de los bancos son utilizadas como medios de pago entre los propios bancos y con el Banco Central. En principio, las deficiencias de reservas de un banco se cubren con activos del propio banco o pidiendo prestadas reservas de otros bancos. Sin embargo, cuando lo que se verifica es una deficiencia global del conjunto del sistema financiero, y para evitar su colapso, el que termina respondiendo es el Banco Central. ¿Cómo? En un primer momento, poniendo “precio” a las reservas (tasas de interés) y a los redescuentos con los que alimenta al sistema financiero y, si el problema persiste, haciéndose cargo de “sanear los patrimonios”.

De aquí se sigue a otra lección de la experiencia argentina reciente: los límites de un Banco Central independiente son muy estrechos. La crisis del sistema monetario y financiero hacia finales del 2001, terminó en medidas de virtual “nacionalización” de depósitos y masivos redescuentos para sostener un sistema que era estructuralmente insolvente por las propias reglas monetarias, cambiarias y financieras adoptadas. Esta insolvencia se verificaba aunque en apariencia no podía serlo porque sus relaciones técnicas superaban las propias normas de Basilea¹¹⁰.

Los ejemplos señalados previamente no son los únicos que muestran la estrecha relación que existe entre política monetaria y fiscal, pero son suficientes para afirmar que la única

¹¹⁰ Las normas de Basilea son generalmente aceptadas a nivel universal como criterios de sana supervisión del sistema bancario. Estos criterios establecen, por ejemplo, coberturas según los riesgos del tipo de los activos del sistema.



alternativa es su coordinación. No puede pensarse en una política monetaria con objetivos autónomos a los de la política fiscal, como postulan los defensores del RMI.

Esto no invalida la necesidad de un Banco Central con cierta independencia, sobre todo si por independiente se entiende no influenciado por intereses corporativos ni por objetivos políticos de corto plazo, incluyendo los promovidos por el propio FMI¹¹¹. Pero necesariamente debe ser un Banco Central dispuesto a coordinar medidas con la autoridad fiscal, de forma tal de trascender el estrecho objetivo de control de la cantidad de moneda.

5.6. El crédito, las firmas y el ciclo económico

También en el campo del crédito a las firmas, la experiencia de la Argentina demuestra que la tasa de interés puede no tener los impactos que postulan los defensores del RMI. En términos distributivos, la tasa de interés expresa la capacidad del poder financiero para apropiarse de una parte de la riqueza generada en el proceso productivo. Cuanto mayor sea ese poder, el poseedor de capital líquido puede llegar, incluso, a demandar una participación en el propio control y en la propiedad de la empresa¹¹².

Ésta es la forma concreta en que el poder “abstracto” del capital financiero se vuelve un poder “concreto” sobre la producción, la inversión y el trabajo. Este poder surge de la capacidad del capital financiero para transformar el dinero en deuda, la deuda en propiedad y la propiedad en influencia sobre las relaciones sociales que estructuran la sociedad.

Estas prácticas financieras se dan en un contexto donde las empresas argentinas enfrentan una fuerte incertidumbre con respecto a la evolución de sus ventas, lo cual reduce la eficiencia de la inversión en capital fijo al acentuar la subutilización promedio de los equipos en períodos recurrentes. Esto explica las estrategias “defensivas” de las firmas, que evitan comprometer inversión en capital fijo y prefieren mejoras y ajustes de técnicas de organización y administrativas o la directa subcontratación de ciertos procesos. Esto también se ve en el comportamiento del empleo: la demanda de empleo de las firmas responde a intuiciones sobre el futuro de sus ventas y tiende a ajustar los ciclos con mayores horas extras antes que con la contratación de nuevo empleo.

Lo que interesa aquí es discutir el régimen de financiamiento del proceso de acumulación en la economía. En general, en nuestro país las empresas, sobre todo las de tamaño relativamente grande, financian su capital fijo a partir de sus ganancias. Las grandes firmas también se financian con excedentes provenientes de otros sectores y actividades, para lo cual se integran en conglomerados o constituyen emprendimientos conjuntos con otras firmas nacionales o extranjeras. Esto no obsta que, para inversiones de mayor

¹¹¹ Entre otros desaciertos, en la Argentina el FMI puso un énfasis muy grande en derogar la ley de “subversión económica”, que era el instrumento por el cual se podía juzgar a funcionarios sospechados de maniobras delictivas y también en garantizar la “inmunidad” de los funcionarios del Banco Central.

¹¹² Ver Lo Vuolo (2001a: 34-36).



calibre, recurran al endeudamiento. Sin embargo, muchas veces ese endeudamiento no tiene que ver con la inversión sino con la decisión de disponer capital líquido para ser aplicado en el sistema financiero o con estrategias de los grupos empresarios. Claro que esto depende del contexto macroeconómico general, particularmente del régimen del tipo de cambio y la libertad de entrada y salida de capitales. Tal como lo señalan los críticos del RMI, la experiencia argentina muestra que los procesos de endeudamiento pueden deberse a burbujas especulativas, problema no considerado por los defensores del RMI y que no se refleja en la tasa de inflación.

La experiencia también muestra que hay poco financiamiento bancario para inversión de largo plazo, pues el sistema financiero argentino no está acostumbrado a tomar riesgos de ese calibre. Para la mayoría de las pequeñas y medianas empresas, el financiamiento que obtienen en el mercado local va dirigido al capital de trabajo, que suele ser muy reducido –básicamente limitado a insumos y salarios adelantados-, y tiene dos fuentes principales de financiamiento: 1) crédito de proveedores, en lo que hace a insumos y materiales; 2) créditos bancarios rápidos para pagar nómina salarial y servicios¹¹³.

Esto significa que, tal como suelen sugerir los críticos del RMI, la tasa de interés que pesa principalmente en los costos de la empresa, es la de los créditos bancarios rápidos que suelen convalidar las expectativas de las firmas sobre su evolución. El problema es que muchas veces el sistema bancario se conduce de modo autónomo y toma decisiones teniendo en cuenta el ambiente financiero más que la situación especial de las firmas. ¿Por qué? Porque el sistema financiero argentino no está acostumbrado a evaluar proyectos de inversión o desempeños de las empresas. En gran medida, esto se debe a la facilidad para hacer negocios con la banca personal (préstamos individuales por declaración de ingresos y garantías, tarjetas de crédito, etc.) y con el Estado.

El resultado es muy complejo. Cuando se vive un ciclo recesivo, los bancos esperan dificultades para amortizar la deuda por parte de las firmas y exigen más garantías, generalmente de tipo real (propiedades, maquinarias, bienes personales de los propietarios). En este caso, los stocks se acumulan y avanza el peso de los servicios de deuda en la estructura de costos de las firmas. Como lo que financia el sistema bancario es fundamentalmente capital de trabajo, la reducción del crédito impacta en el empleo y en los pagos de salarios. Esta cadena termina arrastrando hacia abajo también al ahorro de las personas, contribuyendo así a cerrar el exceso de oferta del crédito. El sistema financiero contribuye al proceso de ajuste recesivo en marcha colocando fondos en otros usos que el crédito productivo.

Este ciclo se potencia con la dolarización de las transacciones. Cuando se deteriora el entorno macroeconómico, los activos de las firmas son financiados con pasivos cada vez más de corto plazo y cada vez más dolarizados. Esto presiona sobre la posición financiera de las firmas y afecta la calidad de la cartera de los bancos. A su vez, la mayor volatilidad del flujo de caja de las firmas también afecta su capacidad crediticia, en tanto que se

¹¹³ Estos créditos bancarios son básicamente los adelantos en cuenta corriente y los descuentos de documentos y valores al cobro propios o de terceros, que se otorgan con la sola garantía del stock de bienes y servicios de la empresa los cuales, se supone, deberían realizarse en el futuro inmediato para servir a la deuda contraída.



transforma en uno de los indicadores que se tiene en cuenta para el otorgamiento de préstamos, porque define el valor de los activos que se toman en garantía. Esa volatilidad es mucho más grave en aquellas firmas (la mayoría) que están en el sector no transable de la economía. El análisis de la realidad económica del país mostró que este ciclo se ha reiterado muchas veces.

En síntesis, el ajuste en el empleo y la caída del crédito a las firmas, hace aumentar los créditos personales en el sector financiero; pero estos créditos también muestran problemas de realización en el mediano plazo por el deterioro de las condiciones de trabajo de la gente. También aumentan los créditos al Estado que, por definición, se supone solvente. Entonces, cuando emerge la crisis del sistema, ya se está en un punto en que sólo una licuación generalizada de pasivos o una desvalorización del capital financiero, pueden restaurar la capacidad productiva de las firmas y, en muchos casos, la capacidad de pago de las personas. El Estado interviene en ese caso y sale a “salvar” a los agentes económicos (con criterios usualmente arbitrarios), convalidando las acumulaciones privadas y transfiriendo los costos a toda la sociedad.

Nada de esto está previsto en el mecanismo del RMI. En la Argentina, las prácticas del sistema financiero agravan las tendencias del ciclo económico. Esto lo hace a través de un racionamiento por cantidades (se reduce el volumen de crédito disponible para privados de un período al período siguiente) o por precios (aumentando artificialmente la tasa de interés, de manera que los créditos a privados disminuyan). La generalización de la debilidad de la demanda agregada y de la producción reanuda la incertidumbre, induce la volatilidad de las tasas de interés y el exceso de oferta de créditos en un primer momento, pero finalmente provoca el derrumbe de todas las variables financieras. Esto es lo que sucedió a medida que se fue desatando la crisis de la Convertibilidad.

Estos comportamientos de las firmas en su relación con el sistema financiero también cuestionan los razonamientos del RMI. El manejo discrecional de la tasa de interés como política anti inflacionaria encuentra serios obstáculos también en el comportamiento del sector financiero y de las firmas.

5.7. El regimen cambiario

La Argentina también corrobora los problemas que genera el libre movimiento de capitales para una política de metas de inflación por manejo de tasas de interés. El fácil acceso al financiamiento externo deriva en sobrevaluación del tipo de cambio y genera ganancias de capital a todos los agentes endeudados con el exterior; lo contrario sobreviene con la devaluación. Los cambios en el valor de la “riqueza” que provoca un tipo de cambio que no atiende a la evolución de la economía real del país, son muy nocivos. Los mismos activos valen de la noche a la mañana mucho más (o menos) en moneda fuerte, y esto altera todo el funcionamiento económico y el comportamiento de los agentes que juegan a especular cuando se produce el “re-equilibrio”.

Otro problema de un tipo de cambio distorsionado con respecto a la realidad del país, es que debilita el uso de los instrumentos tradicionales de política comercial. La experiencia



Argentina demuestra que cuando el tipo de cambio está sobrevaluado por mucho tiempo, se producen problemas de competitividad que cuestionan la propia idea de que los países deben especializarse en la producción de aquellos productos de los que naturalmente están mejor dotados. ¿Por qué? Porque las importaciones a precios dañinos para la economía doméstica generan pérdidas de capacidad productiva y de redes de comercialización en la industria, que pueden ser permanentes¹¹⁴. En términos teóricos, lo que vale es la capacidad de generar ventajas comparativas dinámicas, y no vivir poco tiempo de rentas de las ventajas estáticas.

La política cambiaria es fundamental para la economía y para el sano manejo monetario. El tipo de cambio fijo brinda estabilidad y predicción, pero favorece el flujo de capitales especulativos y no permite ajustar los precios domésticos cuando no reflejan un precio relativo razonable. En este contexto, la entrada de capitales puede dar una circunstancial sensación de bonanza, entre otras cosas alimentando la emisión y el crédito, pero tiende a desestabilizar la economía. Ésta es la experiencia de la Convertibilidad.

Por su parte, la flotación tiene la ventaja de permitir el uso del tipo de cambio nominal para absorber el impacto económico de shocks externos o internos. Pero, si no se logra administrar adecuadamente y se permiten fuertes fluctuaciones, el resultado es un ambiente de alta incertidumbre de precios. Como ejemplo, basta recordar los primeros meses posteriores a la maxidevaluación.

La evidencia indica que el sistema de cambios debe tener presentes las particularidades del país en cuestión y las circunstancias que vive en cada momento. Para ello, algunos principios básicos ayudan a tomar decisiones. Primero, los sistemas de cambio y las instituciones financieras no son fines en sí mismos, sino instrumentos para alcanzar el bienestar de la población. Segundo, las soluciones de libre mercado en materia de cambios y de finanzas internacionales no siempre son las mejores. Tercero, no es cierto que haya instituciones financieras y cambiarias igualmente buenas para todas las economías. Cuarto, es bueno aplicar todas las medidas que tiendan a reducir la volatilidad del movimiento de capitales.

Los países con fuerte preeminencia de exportaciones primarias como la Argentina, suelen adoptar distintas variantes de flotación controlada. De este modo, se atenúa la variabilidad de los términos del intercambio, se modera el impacto de las fluctuaciones de otras monedas y de los shocks externos (por ejemplo, fuertes variaciones de los precios internacionales de los productos de exportación; bruscos incrementos de la tasa de interés, una catástrofe natural que reduzca la producción exportable, etc.). La historia económica del país, el grado de dolarización aún vigente en la economía y el traslado a precios de las expectativas, obligan a restringir los márgenes de flotación.

Para ello, no es conveniente pegarse a un patrón excesivamente rígido. Se debería arbitrar y corregir entre “bandas”, privilegiando la estabilización de un tipo de cambio efectivo para las operaciones comerciales mediante el uso de múltiples políticas comerciales,

¹¹⁴ Esta es una de las lecciones aprendidas de lo que la literatura denomina la “enfermedad holandesa” (*Dutch Disease*). El fenómeno identifica el caso de los Países Bajos, donde los descubrimientos de yacimientos de gas natural generaron una sobrevaluación de la moneda que perjudicó a la propia economía doméstica. Véase Krugman (1990, cap. 7).



fiscales, etc.. Esta estrategia es consistente con el objetivo de desdolarizar la economía, no subsidiar el riesgo cambiario y crear condiciones para avanzar con el régimen monetario y cambiario vigente en países del Mercosur, lo que facilitaría políticas de coordinación monetaria regionales.

No hay que confiar sólo en las posibilidades del Banco Central para actuar en el mercado comprando y vendiendo divisas, sino que hay que utilizar una batería de políticas en diversos campos. Entre otras acciones, se debería; 1) garantizar la solvencia fiscal estructural, principalmente sobre la base de una reprogramación de la deuda pública y una reforma tributaria; 2) establecer una canasta de diferentes monedas para liquidar las operaciones del comercio exterior; 3) aplicar una política productiva y comercial que garantice el aumento y la diversificación de las exportaciones; 4) utilizar de modo flexible las retenciones y los reembolsos a las exportaciones, considerando los cambios en el ambiente externo e interno y su impacto en la rentabilidad de los productores; 5) aceptar mecanismos de control del movimiento de capitales; 6) constituir fondos de estabilización cambiaria en el orden nacional, regional o multilateral, y coordinar políticas macroeconómicas con los socios regionales, particularmente en materia de shocks externos de los mercados financieros; 7) diversificar las monedas que constituyen las reservas internacionales.

Esta batería de políticas es imprescindible para garantizar el funcionamiento de un sistema de cambios acorde con las necesidades del país. La garantía de este sistema de cambios es imprescindible para el buen funcionamiento de un sistema monetario.

5.8. El control del flujo de capitales

El control de los flujos de capitales es otra política imprescindible pues, entre otras razones, resulta necesario para aumentar la efectividad de las medidas de regulación monetaria y cambiaria, evitando que se generen o profundicen los desequilibrios en la balanza de pagos. También la aplicación de controles directos a la entrada de capitales externos, son un mecanismo que debe estar presente para evitar excesos en el endeudamiento privado, cuestión mucho más relevante en un país como la Argentina donde las crisis de endeudamiento privado terminan resolviéndose mediante la estatización de esa deuda.

Para que se comprenda la importancia de un control activo de los movimientos de capitales, piénsese en los tres grupos de políticas que habitualmente se tienen en el frente monetario y crediticio, tanto para frenar los endeudamientos excesivos de los agentes económicos como las alzas insostenibles del precio de los activos. Un grupo de estas políticas es la esterilización de la emisión monetaria, ya sea emitiendo pasivos no monetarios del Banco Central o vendiendo títulos de la deuda pública que tiene en su poder. Otro, es la elevación de encajes o de los requisitos de liquidez aplicables a los pasivos (depósitos) del sistema financiero nacional. El tercero son las restricciones directas al crecimiento del crédito en el sistema.



Un problema común a todas estas medidas es que son menos efectivas cuanto más sensibles resulten los flujos de capital a las diferencias entre las tasas de interés internas y las externas. En otras palabras, su efectividad aumenta cuando van unidas a la regulación de las entradas y salidas de capitales que especulan con esos diferenciales.

Todo sugiere la conveniencia de contar con instrumentos permanentes de regulación de la cuenta de capital del balance de pagos, cuyo rigor se acentúe o reduzca según la fase del ciclo económico. La volatilidad de los capitales y sus efectos perversos en las crisis financieras son un dato de la economía actual y no debería sorprender a nadie, sino que obliga a prevenirse adecuadamente. Para ello es conveniente, y posible, diferenciar entre los flujos financieros más estables y de largo plazo -que contribuyen a la inversión productiva y al crecimiento- y los movimientos especulativos que alimentan la inestabilidad macroeconómica.

¿Cómo aplicar una política efectiva de control de los movimientos de capitales?. Los criterios a tomar en cuenta son fundamentalmente tres: magnitud, composición y volatilidad. El primer criterio obliga a controlar la cantidad de los flujos por su impacto en la expansión monetaria autónoma y en la eventual revaluación del tipo de cambio, que tiende a hacerse incompatible con el crecimiento económico y con el aumento y diversificación de las exportaciones. El segundo criterio obliga a ser selectivos con los flujos de capitales, seleccionando entre aquellos que se dirigen a aumentar la tasa de inversión doméstica y los especulativos. El tercer criterio apunta a restringir la capacidad de movimiento sobre la base de la certeza de que los ingresos de capitales financieros se transforman en egresos masivos y desestabilizadores. Con un sistema de regulación más eficiente del movimiento de capitales, las autoridades monetarias también deberían tener un mejor conocimiento que los especuladores sobre el comportamiento del balance de pagos y de los fundamentos de largo plazo de la economía.

En esto hay que tener presente que las normas simples son siempre preferibles a las complejas. Entre otras medidas, se deberían estudiar: 1) la necesidad de exigir la permanencia de la inversión en el país por un tiempo prudencial; 2) la calificación del riesgo de las entidades que ingresan capitales al país; 3) la obligación de un encaje, tanto para depósitos como para préstamos asociados a inversiones; 4) los requisitos estrictos para la inversión de capitales en el extranjero por parte de los inversionistas institucionales del país y de los bancos; 5) el gravar impositivamente la remesa de utilidades al exterior; 6) la eventual prohibición de realizar determinadas actividades u operaciones.

En los hechos, la exigencia de encajes mínimos a los capitales entrantes implica una suerte de tasa impositiva “implícita” por la inmovilidad de los fondos, la cual puede regularse a medida que las entradas son de más corto plazo. Un encaje uniforme y de amplio alcance mejora el perfil de la deuda al inducir un endeudamiento de más largo plazo y, de este modo, permite distribuir el impuesto equivalente durante un período más prolongado. En cierta forma, esta medida tiene efectos similares a los buscados con la aplicación de una “tasa Tobin”, pero es más factible de ser aplicada unilateralmente por el país; el impuesto Tobin requiere de instrumentos más sofisticados y la coordinación con otros países. También este mecanismo muestra ventajas frente a otros de regulación prudencial, como la aplicación de requisitos de liquidez a los pasivos de corto plazo,



porque el control del movimiento de capitales afecta tanto a agentes financieros como a los no financieros.

Está claro que existen múltiples problemas y formas de elusión de estos controles: subfacturando importaciones, sobrefacturando exportaciones, acelerando o demorando las liquidaciones, ingresando fondos por mercados informales, registrando fondos de corto plazo como inversiones extranjeras directas mediante arreglos de préstamos “cruzados” con agentes nacionales. Todas estas formas de evasión son posibles, pero a medida que se consolide una regulación adecuada serían muy costosas y se minimizarían utilizando instrumentos no discrecionales y (semi) automáticos.

Ciertamente, esto sólo se puede hacer con otros mecanismos de regulación y supervisión en el Banco Central y una profunda reforma de la Aduana. Pero estas son tareas ineludibles independientemente de la aplicación o no de controles al movimiento de capitales.

Las observaciones expuestas sobre el modo de funcionamiento de la economía argentina advierten sobre la complejidad de los problemas que debe atender una estrategia de desarrollo y apuntalan la necesidad de un manejo integrado de todas las políticas macroeconómicas. Todo indica que el modo de razonamiento de estos problemas por parte del RMI, que ve en la política monetaria autónoma la herramienta macroeconómica central y en la tasa de inflación el principal indicador de evolución del ciclo económico, es incompleta y requiere de un razonamiento más complejo.

6. A MODO DE CONCLUSIÓN: POLÍTICA MONETARIA COORDINADA Y ATENTA AL CICLO ECONÓMICO

La visión meramente instrumental que el saber convencional tiene sobre la moneda, está equivocada. La historia de la moneda demuestra que ella es anterior a los mercados y que su función no es puramente instrumental: la moneda ha sido y es una de las formas en que se expresan los valores globales de una sociedad¹¹⁵.

Por eso, en las sociedades modernas, sin moneda nacional no puede ejercerse la autoridad pública. La moneda es un símbolo que representa y a la vez hace efectivo el acuerdo por el cual los ciudadanos delegan en la autoridad pública la potestad de constituir un “sistema social de pagos”, esto es, un sistema cuya función es saldar los créditos y deudas recíprocos. En este caso, recíprocos significa que, en las obligaciones mutuas que establecen los ciudadanos, no debería haber explotación o dominación de unos sobre otros¹¹⁶. Establecer y controlar el valor de la moneda es un elemento imprescindible para que la autoridad pública pueda controlar al poder económico.

115 Lo Vuolo (2001a: 87-94). Ver también los textos incluidos en Aglietta y Orléan (1998) y Wray (1998).

116 Esto sucede, por ejemplo, cuando la moneda vale diferente para uno que para otros, como en el caso de los “bonos provinciales” o los asimétricos procesos de “pesificación”.



El billete que circula en la economía como moneda, es una suerte de “deuda original” del Estado para con la ciudadanía, del mismo modo que el poder tributario es un “crédito original”, ambos reconocidos como legítimos al Estado en la Constitución Nacional. Moneda y tributos nacen cuando los ciudadanos delegan en la autoridad pública la potestad de constituir una Nación políticamente organizada, junto con el sistema social de pagos recíprocos que es necesario para ello. Si el poder económico neutraliza la política monetaria y la tributaria, como pretende el saber convencional, le quita al Estado los elementos para ejercer su autoridad. Es ridículo decir que hay que “despolitizar” la política monetaria y la tributaria, porque es lo mismo que decir que hay que hacer desaparecer la organización política de la Nación.

Recuperar la confianza en la moneda no es sólo un problema de reservas que sostengan la base monetaria ni tampoco de control de la inflación, sino de construir un sistema de pagos recíprocos que sea consistente. ¿Qué significa esto en la práctica? Aun cuando hoy las reservas alcancen para pagar las eventuales amortizaciones de la deuda pública, la moneda será frágil si la economía no muestra capacidad para generar riquezas suficientes y el Estado para captar impuestos allí donde hay riqueza y atender de este modo sus compromisos.

La opción más conveniente para el país, entonces, es avanzar en el sentido que marca la recuperación de la moneda nacional, que sólo puede abandonarse por una “moneda común” en el contexto de un acuerdo político y económico regional. La lección de la Unión Monetaria en Europa es ésta: frente a la debilidad potencial de las monedas locales y a la amenaza sobre las mismas, se construyen políticamente las condiciones para una nueva moneda, o sea, se constituye una nueva entidad política y se crea una nueva moneda que la represente¹¹⁷.

En consecuencia, la regulación de la política monetaria tiene que mirar dos frentes. Uno, el doméstico, en el sentido de recuperar lo máximo posible la moneda nacional y la posibilidad de realizar una política monetaria integrada con las otras políticas macroeconómicas, de forma flexible y anticíclica. Otro, el externo, avanzando en las cuestiones necesarias para llegar a construir una moneda común en el contexto del Mercosur.

Lo anteriormente dicho advierte sobre los problemas de manejar la política monetaria sobre la base de metas de control cuantitativo de la oferta. Primero, esto implica tener objetivos rígidos y aislados del resto de las políticas macroeconómicas. Segundo, cada vez es más difuso saber cuál es el stock de moneda que hay que mantenerse para lograr propósitos estabilizadores. Tercero, la oferta monetaria suele ser “inducida” por la demanda y, en consecuencia, no es una variable que pueda fijarse exógenamente. Cuarto, existen muchos sustitutos de la moneda que circulan fuera del circuito bancario oficial. Quinto, existe mucha moneda atesorada en dólares “bajo el colchón” que suele utilizarse para transacciones como moneda corriente.

¹¹⁷ El ejemplo contrario sería el riesgo de desintegración del Estado nacional en la crisis reciente, la dolarización y la emisión de monedas provinciales de curso legal en territorios restringidos.



Todo esto sugiere la necesidad de avanzar con un planteo alternativo. Sin dudas, el RMI es una opción, pero merece ciertos comentarios. En primer lugar, la evolución de precios no se controla sólo con política monetaria. En segundo lugar, no puede confiarse sólo en el uso de la tasa de interés definida por el Banco Central como mecanismo de manejo del ciclo. En tercer lugar, el índice de precios no puede tomarse como un objetivo encerrado en sí mismo, porque no necesariamente refleja de forma correcta la evolución del ciclo económico, aunque hay que reconocer el peso subjetivo que tiene en la experiencia argentina¹¹⁸. En cuarto lugar, esta política es muy débil si no se combina con un cambio en la regulación de encajes y criterios en base a los cuales las entidades financieras pueden invertir sus activos de diverso riesgo y expandir de modo procíclico la emisión secundaria de recursos monetarios¹¹⁹.

Por lo tanto, la política de regulación monetaria en base a una meta inflacionaria, debería considerarse como un primer paso hacia una estrategia tendiente a vincular la política monetaria con las necesidades del ciclo económico. También, como parte de una estrategia general de reforma del sistema financiero que establezca mayores controles al uso discrecional de los fondos por parte de las entidades del sistema. En particular, que establezca criterios de encajes diferenciales según el tipo de riesgo de las inversiones de fondos que realizan. Asimismo, que descansa en múltiples instrumentos y no primordialmente en la tasa de interés, para regular las fluctuaciones monetarias.

En cualquier caso, en la actual situación del país, los inconvenientes de este tipo de políticas aconsejan: 1) tener flexibilidad en el corto plazo y en su caso arbitrar entre ciertas bandas de precios; 2) avanzar hacia una política monetaria que, coordinadamente con las otras políticas macroeconómicas y diversos indicadores, apunte a regular el ciclo económico doméstico. Para ello, mucho más directo y conveniente es tener como meta el control del valor monetario de la demanda efectiva doméstica¹²⁰.

En este caso, el objetivo a tener en cuenta es el valor monetario agregado del gasto en bienes de producción interna, dentro del rango de un moderado nivel de inflación que absorba los cambios microeconómicos. Esta variante tiene una gran ventaja sobre el keynesianismo ortodoxo: evita la (imposible) tarea de determinar el nivel “apropiado” del producto o el empleo reales (ya sea el nivel del “pleno empleo” o el nivel del “desempleo de equilibrio”); y, al mismo tiempo, establece una división de tareas más racional entre las políticas macro y microeconómicas.

Estabilizar el valor monetario de los bienes y servicios producidos en el sistema económico nacional, es establecer una meta de producción. Además, se trata de una tarea diferente a la de estabilizar el nivel general de precios mediante el recurso exclusivo del control de la oferta monetaria, porque permite un manejo conjunto de política monetaria y política fiscal, las que deben considerarse coordinadamente para mantener el valor

¹¹⁸ Si se toma como objetivo un índice de precios, un indicador más aproximado podría ser, por ejemplo, el “deflactor monetario del producto”, en tanto daría una aproximación a la evolución del conjunto agregado de los precios de producción de la economía.

¹¹⁹ Para una crítica al uso de la política de *inflation targeting*, especialmente en el caso de la Reserva Federal norteamericana, ver Palley (2003).

¹²⁰ Ver Meade (1993 y 1995).



monetario del producto. Como se explicó previamente, no hay alternativa al manejo conjunto de las dos políticas macroeconómicas.

En lugar de dejar que los agregados monetarios fluctúen libremente con el ciclo financiero o con los vaivenes del tipo de cambio, o queden rígidamente fijados sobre la base de un objetivo aislado, se trata de coordinar políticas macroeconómicas para que la demanda sea más predecible, informada y controlable. Esto es lo que permitiría revertir las “distorsionadas” expectativas de los agentes económicos con respecto al futuro, dejando que los precios y los salarios específicos de cada actividad sean determinados por el juego de los mercados y de las instituciones que deberían regular ese juego. Esto permitiría que el gasto monetario se expresara en la mayor expansión del producto “real” y el empleo, en lugar de elevar costos y precios.

Estabilizar el valor monetario de los bienes y servicios producidos en el sistema económico nacional, es establecer una meta de producción. Además, se trata de una tarea diferente a la de estabilizar el nivel general de precios mediante el recurso exclusivo del control de la oferta monetaria, porque permite un manejo conjunto de política monetaria y política fiscal, las que deben considerarse coordinadamente para mantener el valor monetario del producto. Como se explicó previamente, no hay alternativa al manejo conjunto de las dos políticas macroeconómicas.

En lugar de dejar que los agregados monetarios fluctúen libremente con el ciclo financiero o con los vaivenes del tipo de cambio, o queden rígidamente fijados sobre la base de un objetivo aislado, se trata de coordinar políticas macroeconómicas para que la demanda sea más predecible, informada y controlable. Esto es lo que permitiría revertir las “distorsionadas” expectativas de los agentes económicos con respecto al futuro, dejando que los precios y los salarios específicos de cada actividad sean determinados por el juego de los mercados y de las instituciones que deberían regular ese juego. Esto permitiría que el gasto monetario se expresara en la mayor expansión del producto “real” y el empleo, en lugar de elevar costos y precios.

Por supuesto, lo anterior no cierra el debate sino que abre nuevos canales de investigación. Por ejemplo, las siguientes son preguntas que deberían alentar mayores estudios para un mejor diagrama del régimen monetario: i) ¿cómo operan efectivamente los canales de transmisión de la política monetaria en el país?; ii) ¿Cómo afecta la inflación distintas variables reales (crecimiento, inversión, empleo, demanda, exportaciones); iii) cuáles son los efectos de la tasa real de interés sobre la inversión y el ahorro en Argentina: ¿qué estudios hay?; iv) ¿cuál es la forma de la curva de Phillips en el país?; v) ¿cómo reacciona la IED frente a la inflación?

En cualquier caso, no parece una buena opción seguir importando políticas públicas prestigiosas sin corroborar su efectiva eficacia para el país. De lo que se trata es de profundizar el conocimiento del funcionamiento de la economía local para evitar repetir los errores de transferir de manera lineal políticas que ni siquiera han demostrado ser eficaces en economías mucho más estables que la Argentina.

**Bibliografía**

Abeles, Martín y Mariano Borzel (2004): “Metas de inflación: Implicancias para el desarrollo”. *Centro de Economía y Finanzas para el Desarrollo de la Argentina: Documento de Trabajo N° 1*, junio.

Aglietta, Michel y Sandra Moatti (2000): *Le FMI, de l'ordre monétaire aux désordres financiers*. Paris: Economica.

Aglietta, Michel y André Orléan, eds. (1998): *La Monnaie souveraine*, Paris, Éditions Odile Jacob.

Akerlof, George, William Dickens, George Perry, Robert Gordon y Gregory Mankiw (1996): “The Macroeconomics of Low Inflation”. *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 1996, nro. 1.

Akerlof, George, William Dickens y George Perry (2000): “Near-Rational Wage and Price Setting and the Long Run Phillips Curve”. *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 2000, nro. 1.

Arestis, Philip y Malcolm Sawyer (2002a): “Can Monetary Policy Affect the Real Economy?”. *The Levy Economics Institute of Bard College*, Annandale-on-Hudson, NY, Working Paper No. 355.

Arestis, Philip y Malcolm Sawyer (2002b): “Does the Stock of Money Have Any Causal Significance?”. *The Levy Economics Institute of Bard College*, Annandale-on-Hudson, NY, Working Paper No. 363.

Arestis, Philip y Malcolm Sawyer (2003a): “On the Effectiveness of Monetary Policy and Fiscal Policy”. *The Levy Economics Institute of Bard College*, Annandale-on-Hudson, NY, Working Paper No. 369.

Arestis, Philip y Malcolm Sawyer (2003b): “The Nature and Role of Monetary Policy When Money is Endogenous”. *The Levy Economics Institute of Bard College*, Annandale-on-Hudson, NY, Working Paper No. 374.

Arestis, Philip y Malcolm Sawyer (2003c): “Reinventing Fiscal Policy”. *The Levy Economics Institute of Bard College*, Annandale-on-Hudson, NY, Working Paper No. 381.

Arestis, Philip y Malcolm Sawyer (2003d): “The Case for Fiscal Policy”. *The Levy Economics Institute of Bard College*, Annandale-on-Hudson, NY, Working Paper No. 382.

Arestis, Philip y Malcolm Sawyer (2003e): “Inflation Targeting: A Critical Appraisal”. *The Levy Economics Institute of Bard College*, Annandale-on-Hudson, NY, Working Paper No. 388.

Baker, Dean (2000): “NAIRU: Dangerous Dogma at the Fed”. *Financial Markets and Society*, Diciembre.



Ball, Laurence y Niamh Sheridan (2003): “Does Inflation Targeting Matter?” *National Bureau of Economic Research*, Working Paper 9577. Cambridge, Massachusetts: marzo.

Barro, Robert (1995): “Inflation and Economic Growth”. *National Bureau of Economic Research*, Working Paper 5326. Cambridge, Massachusetts: octubre.

Bernanke, Ben (2003a): “Constrained Discretion and Monetary Policy”. Presentación ante los *Money Marketeers of New York University*, New York, 3 de febrero.

Bernanke, Ben (2003b): “A Perspective on Inflation Targeting”. Ponencia en la *Annual Washington Policy Conference of the National Association of Business Economists*, Washington DC.

Bernanke, Ben y Alan Blinder (1988): “Credit, Money and Aggregate Demand”. *American Economic Review*, Papers and Proceedings, vol. 78, nro. 2.

Bernanke, Ben y Mark Gertler (1995): “Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission”. *Journal of Economic Perspectives*, vol. 9, nro. 4.

Bernanke, Ben y Mark Gertler (1989): “Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations”. *American Economic Review*, vol. 79, nro. 1.

Bernanke, Ben y Mark Gertler (1999): “Monetary Policy and Asset Price Volatility”. *Federal Reserve Board of Kansas City Economic Review*, cuarto trimestre.

Bernanke Ben, Mark Gertler y Simon Gilchrist (1998): “The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework”. *National Bureau of Economic Research*, Working Paper 6455. Cambridge, Massachusetts: marzo.

Bernanke, Ben, Thomas Laubach, Frederic Mishkin y Adam Posen (1999): *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*. Princeton, NJ: Princeton University Press.

Bernanke, Ben y Frederic Mishkin (1997): “Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?”. *Journal of Economic Perspectives*, vol. 11, nro. 2.

Blinder, Alan (1998):. *Central Banking in Theory and Practice*. Cambridge, MA: MIT Press.

Boivin, Jean y Marc Giovannoni (2002a): “Assessing Changes in the Monetary Policy Transmission Mechanism: A VAR Approach”. *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, vol. 8, nro. 1.

Boivin, Jean y Marc Giovannoni (2002b): “Has Monetary Policy Become Less Powerful?”. *Federal Reserve Bank of New York Staff Report*, nro. 144.

Braunstein, Elissa y Gerald Epstein (2002): “Bargaining Power and Foreign Direct Investment in China: Can 1.3 Billion Consumers Tame the Multinationals?”. *Political Economy Research Institute*, University of Massachusetts Amherst: Working Paper Series No. 45.



Burke, James y Gerald Epstein (2001): “Threat Effects and the Internationalization of Production”. *Political Economy Research Institute*, University of Massachusetts Amherst: Working Paper Series No. 15.

Cecchetti, Stephen y Michael Ehrman (1999): “Does Inflation Targeting Increase Output Volatility? An International Comparison of Policymakers’ Preferences and Outcomes”. *National Bureau of Economic Research*, Working Paper 7426. Cambridge, Massachusetts: diciembre.

Cibils, Alan y Lo Vuolo, Rubén (2004): “El Estado como empleador de última instancia”, *Documentos de Trabajo Ciepp N° 40*, Julio.

Clarida, Richard, Jordi Gali y Mark Gertler (1999): “The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective”. *National Bureau of Economic Research*, Working Paper 7147. Cambridge, Massachusetts: mayo.

Cukierman, Alex (1992):. *Central Bank Strategy, Credibility and Independence: Theory and Evidence*. Cambridge, MA: MIT Press.

Eatwell, John y Lance Taylor, comps. (2002): *International Capital Markets: Systems in Transition*. Oxford, GB: Oxford University Press.

Eichengreen, Barry (2001): “International Financial Crises: Is the Problem Growing?”. *University of California, Berkeley*, mimeo.

Epstein, Gerald (1992):. “Political Economy of Comparative Central Banking”. *Review of Radical Policial Economics*, vol. 24, nro. 1.

Epstein, Gerald (2000): “Myth, Mendacity and Mischief in the Theory and Practice of Central Banking”. *Political Economy Research Institute*, University of Massachusetts Amherst: mimeo.

Epstein, Gerald (2002):. “Employment Oriented Central Bank Policy in an Integrated World Economy: A Reform Proposal for South Africa”. *Political Economy Research Institute*, University of Massachusetts Amherst: Working Paper Series No. 39.

Epstein, Gerald (2003): “Alternatives to Inflation Targeting Monetary Policy For Stable and Egalitarian Growth: A Brief Research Summary”. *Political Economy Research Institute*, University of Massachusetts Amherst: Working Paper Series No. 62.

Epstein, Gerald y Maxim Maximov (1999): “A Critique of Inflation Targeting and An Alternative Proposal for the Reserve Bank of South Africa. *Political Economy Research Institute*, University of Massachusetts Amherst: Working Paper Series No. 3.

Fisher, Irving (1933):. “The Debt-Deflation Theory of Great Depressions”. *Econometrica*, vol.1, nro. 4.

Fracasso, Andrea, Hans Genberg y Charles Wyplosz (2003): “How do Central Banks Write? An Evaluation of Inflation Targeting Central Banks”. *Geneva Reports on the World Economy, Special Report 2*. Londres: Centre for Economic Policy Research.



Friedman, Benjamin (1990): "Targets and Instruments of Monetary Policy". En B.M.Friedman y F. H. Hahn comps., *Handbook of Monetary Economics*, vol. 2. New York, NY: North-Holland.

Friedman, Benjamin (2000): "The Role of Interest Rates in Federal Reserve Policymaking". *National Bureau of Economic Research*, Working Paper 8047. Cambridge, MA.

Fry, Maxwell (1997): "In Favor of Financial Liberalization". *Economic Journal*, vol. 107.

García, Alfredo T (2004): "Programa Monetario y Metas de Inflación en Argentina". Cefim: *Informe Monetario Financiero* Nro. 287, Enero.

Ghosh, Atish y Stephen Phillips (1998): "Warning: Inflation may be harmful for your growth". *IMF Staff Papers*, vol. 45, nro. 4.

Gibson, Bill y Dirk van Seventer (2000): "Real Wages, Employment and Macroeconomic Policy in a Structuralist Model for South Africa", *Journal of African Economies*, vol. 9, nro. 4.

Hall, Simon (2001): "Credit Channel Effects in the Monetary Transmission Mechanism". *Bank of England Quarterly Bulletin*, invierno.

Kahn, B. Y GN Farrell (2002): "South African Real Interest Rates in Comparative Perspective: Theory and Evidence". *South African Reserve Bank*, Occasional Paper No. 17.

Krugman, P. (1990): *Rethinking International Trade*. Cambridge, USA, The MIT Press.

Kuttner, Kenneth y Patricia Mosser (2002): "The Monetary Transmission Mechanism: Some Answers and Further Questions". *Federal Reserve Board of New York Economic Policy Review*, vol.8, nro. 1.

Lavagna, Roberto (2004): Ponencia ante la *International Monetary and Finance Committee*, Fondo Monetario Internacional, 24 de abril.

Lerner, Abba P. (1943): "Functional Finance and the Federal Debt", *Social Research*, vol. 10.

Lerner, Abba P. (1947): "Money as a Creature of the State". *American Economic Review*, vol.37, nro.2, Papers and Proceedings of the Fifty-ninth Annual Meeting of the American Economic Association. Mayo.

Lo Vuolo, Rubén (1998): "¿Una nueva oscuridad? Estado de Bienestar, crisis de integración social y democracia", en *La Nueva oscuridad de la política social* (Buenos Aires: Ciepp/Miño y Dávila).

Lo Vuolo, Rubén (2001): *Alternativas. La economía como cuestión social*. Buenos Aires: Altamira.

Lo Vuolo, Rubén (2003): *Estrategia Económica para la Argentina: Propuestas*. Buenos Aires: Siglo XXI Editores Argentina.



McCallum, Bennett (2001): “Monetary Policy Analysis in Models Without Money”. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, vol. 83, nro. 4.

Meyer, Laurence (2001a): “Does Money Matter?”. *Federal Reserve Board of St. Louis Review*, vol. 83., nro. 5.

Meyer, Laurence (2001b): “Inflation Targets and Inflation Targeting”. *Federal Reserve Board of St. Louis Review*, vol. 83, nro. 6.

Minsky, Hyman (1982): *Can “It” Happen Again?*. Armonk, NY: M.E. Sharpe.

Mishkin, Frederic (2000): “What Should Central Banks Do?” *Federal Reserve Board of St. Louis Review*, vol. 82, nro. 6.

Mishkin, Frederic (2001): “Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Developing Countries”. *National Bureau of Economic Research*, Working Paper 8087. Cambridge, MA.

Mishkin, Frederic y Adam Posen (1997): “Inflation Targeting Lessons from Four Countries”. *Federal Reserve Board of New York Economic Policy Review*, vol.3, nro. 3.

Mishkin, Frederic y Miguel A. Savastano (2000): “Monetary Strategies for Latin America”. *National Bureau of Economic Research*, Working Paper 7617, Cambridge MA.

Mishkin, Frederic y Klaus Schmidt-Hebbel (2001): “A Decade of Inflation Targeting in the World: What do We Know and What do We Need to Know?”. *National Bureau of Economic Research*, Working Paper 8394. Cambridge, Massachusetts: julio.

Neumann, Manfred y Jürgen von Hagen (2002): “Does Inflation Targeting Matter?”. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, vol. 84, nro. 4.

Obstfeld, Maurice y Alan Taylor (2002): “Globalization and Capital Markets”. *National Bureau of Economic Research*, Working Paper 8846, Cambridge MA.

Palley, Thomas (1998): *Plenty of Nothing: The Down-sizing of the American Dream and the Case for Structural Keynesianism*. Princeton, NJ: Princeton University Press.

Palley, Thomas (2000): “Stabilizing Finance: The Case for Asset Based Reserve Requirements”, *Financial Markets and Society*, Agosto.

Palley, Thomas (2002): “A Post-Keynesian Framework for Monetary Policy: Why Interest Rate Operating Procedures are Not Enough”. Trabajo presentado en la conferencia *Economic Policies: Perspectives from Keynesian Heterodoxy*, Dijon, Francia. Noviembre, (revisado julio de 2003).

Palley, Thomas (2003a): “Asset Price Bubbles and the Case for Asset Based Reserve Requirements”. *Challenge*, vol. 46, mayo-junio.

Palley, Thomas (2003b): “The Backward Bending Phillips Curve and the Minimum Unemployment rate of Inflation (MURI): Wage Adjustment with Opportunistic Firms”. *The Manchester School of Economic and Social Studies*, vol.71, nro. 1.



Pollin, Robert (1993): “Public Credit Allocation through the Federal Reserve: Why it is Needed, How it Should be Done”. En Dymski, Gary, Gerald Epstein y Robert Pollin, comps., *TransfoRMing the US Financial System: Equity and Efficiency for the 21st Century*, Armonk, NY: M.E.Sharpe.

Pollin, Robert (1998): “Can domestic expansionary policy succeed in a globally integrated world?” En Baker, Dean, Gerald Epstein y Robert Pollin, *Globalization and Progressive Economic Policy*, Cambridge, GB: Cambridge University Press.

Poole, William (1970): “Optimal Choice of Monetary Policy Instruments in a Simple Stochastic Macro Model”. *The Economic Journal*, vol. 84, nro. 2.

Posen, Adam (2002): “Six Practical Views of Central Bank Transparency”. *Institute for International Economics Working Paper*, mayo.

Rogoff, Kenneth (1985): “The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target”. *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 100, nro. 4.

Rudebusch, Glen y Lars Svensson (1999): “Policy Rules for Inflation Targeting”. En John Taylor, comp. *Monetary Policy Rules*. Chicago, IL: University of Chicago Press.

Sicsú, João (2004): “A Alternativa ao Regime de Metas não é a sua Flexibilização: uma contribuição aos críticos da política econômica do Governo Lula”. Mímeo, Instituto de Economia de la Universidad Federal de Río de Janeiro, 12 de marzo.

Stiglitz, Joseph (2003): “Too Important for Central Bankers”. *The Guardian*, 11 de junio.

Stiglitz Joseph y Andrew Weiss (1981): “Credit Rationing in Markets with Imperfect Information”. *American Economic Review*, vol. 71, nro. 3.

Svensson, Lars (1999): “Inflation Targeting as Monetary Policy Rule”. *Journal of Monetary Economics*, vol. 43.

Svensson, Lars (2003): “What is Wrong with Taylor Rules? Using Judgement in Monetary Policy through Targeting Rules”. *Journal of Economic Literature*, vol. 41, nro. 2.

Taylor, John, comp. (1999): *Monetary Policy Rules*. Chicago, IL: University of Chicago Press.

Taylor, Mark (1999): “Real Interest Rates and Macroeconomic Activity”. *Oxford Review of Economic Activity*, vol. 15, nro. 2.

Walsh, Carl (1998): *Monetary Theory and Policy*. Cambridge, MA: MIT Press.

Wray, L. Randall (1998). *Understanding Modern Money: The Key to Full Employment and Price Stability*. Cheltenham, UK: Edward Elgar.