

1^{ras} Jornadas de Economía Crítica

5 y 6 de Octubre del 2007

Escuelas de Economía Política
Universidad Nacional de La Plata / Universidad de Buenos Aires

Tipo de cambio, crecimiento e inflación en Argentina

Fabián Amico¹

"En la Argentina actual, todo heterodoxo que debuta pronunciándose contra el ajuste en depresión y por la prioridad de la reactivación, termina corto tiempo después rindiéndose a la ortodoxia con la esperanza de recuperar el equilibrio" (Julio Nudler, abril de 2002).

1. Introducción

El trabajo se ubica en el contexto de la fuerte recuperación de la economía argentina a partir de la crisis de 2002 y el rol desempeñado por la política cambiaria y monetaria en dicha recuperación. En este marco, la relación entre tipo de cambio y salario real es vital porque determina el nivel de competitividad del conjunto de la economía y, con ello, las posibilidades de crecimiento a largo plazo, debido a la conocida restricción externa que afecta al crecimiento del país.

Los abultados saldos comerciales favorables han producido una avalancha de dólares y conducido a una fuerte acumulación de reservas, produciendo problemas para sostener el tipo de cambio en los valores deseados por el gobierno. Resultan pertinentes aquí los análisis destinados a lo que tradicionalmente se conoce como "enfermedad holandesa" (dutch disease), que se transmite a todos aquellos países que ven aumentar súbitamente el valor de sus exportaciones por crecimientos inesperados de sus precios fijados internacionalmente y/o por drásticos incrementos de los volúmenes. Argentina se enfrenta así a una gigantesca acumulación de reservas que parece conducir casi inexorablemente a la revaluación del peso, lo que puede implicar una pérdida de competitividad internacional e imponer "señales" de precios contraproducentes para el proceso actual.

2. Presiones por la revaluación y Dutch Disease

A contramano de las visiones ortodoxas que, a principios de 2002 auguraban un ajuste exponencial del tipo de cambio, los abultados saldos comerciales favorables han producido un persistente ingreso de divisas, conduciendo a una fuerte acumulación de reservas y, paradójicamente, produciendo problemas para *sostener* el tipo de cambio en los niveles requeridos por la política económica en curso. El Gráfico 1 describe el crecimiento vertiginoso de las reservas internacionales del BCRA

¹ Investigador Universidad Nacional de Luján - famico02@yahoo.com.ar y TE 4856-2923



Fuente: Ministerio de Economía en base a BCRA.

Resultan pertinentes aquí los análisis destinados a lo que tradicionalmente se conoce como "enfermedad holandesa" (*dutch disease*)². En general, esta "enfermedad" se transmite a todos aquellos países que ven aumentar súbitamente el valor de sus exportaciones por crecimientos inesperados de sus precios fijados internacionalmente y/o por drásticos incrementos de los volúmenes.

Al respecto, un informe de Cepal señala que "entre el 2002 y el 2005, los términos del intercambio de bienes de la región han acumulado un aumento del 13,2 por ciento. Esta variación positiva responde a un aumento del precio de las exportaciones del 10,6 por ciento, mientras el de las importaciones se elevó un 5,5 por ciento". En ese marco, Argentina mejoró más que el promedio: en 2005 registró un 20 por ciento por encima de 1998 (un proceso similar benefició a Chile y Colombia, y aún continúa) (ver Kosacoff, B. & Campanario, S., 2007).

A partir de estas cifras ganó fuerza la hipótesis de que la tesis Prebisch-Singer, acerca del deterioro de los términos del intercambio, había pasado a mejor vida. No es la primera vez que surgen visiones apuntadas a enterrar tal teoría. Ocurrió con las alzas del precio del petróleo en los años setenta, aunque entonces fueron interpretadas como casos coyunturales. En el presente circula la intuición, aún no muy formalizada, de que podría estar desarrollándose un cambio de carácter más estructural, vinculado especialmente al vertiginoso crecimiento de China, que empuja con fuerza persistente la demanda mundial (y los precios) de las materias primas.



Fuente: Ministerio de Economía en base a BCRA.

² La denominación refiere a los efectos adversos que sufrió ese país europeo como consecuencia de los repentinos descubrimientos de hidrocarburos en el Mar del Norte en la segunda mitad del siglo pasado, y desde entonces se aplica a los casos en los que por hallazgos en abundancia de algún recurso natural, brusco incremento de precios o algún otro motivo, se genera un considerable auge de exportaciones primarias.

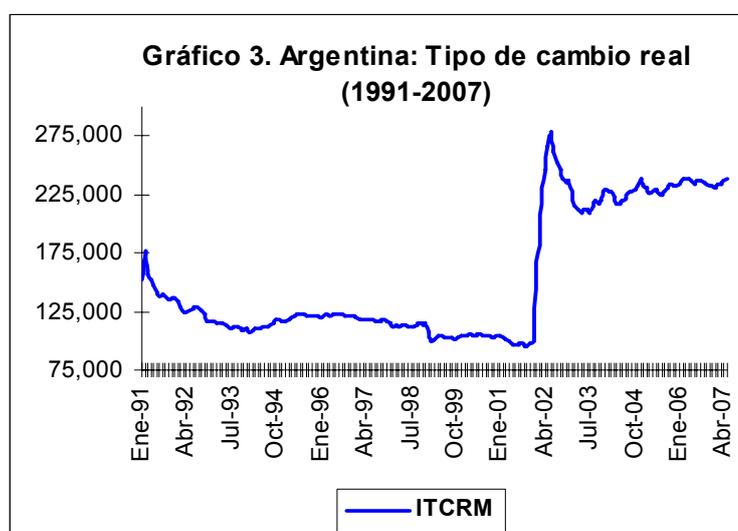
Ciertamente, los sectores más ortodoxos del pensamiento económico intentan legitimar una propuesta de ("realista") "inserción primaria-exportadora" apoyándose en las ventajas derivadas de la actual situación internacional. Sin embargo, algunos estudios recientes, especialmente focalizados en las consecuencias del alza mundial del precio de los productos primarios sobre los países industrializados, revelan que tal reversión de la tesis Singer-Prebisch es por lo menos problemática sino dudosa (ver Bloch, et al, 2007). Históricamente, la tendencia en los términos de intercambio, tal como la predice la tesis Prebisch-Singer, ha sido oscurecida por la alta volatilidad de los precios de los productos primarios. Este hecho condujo a algunos autores a rechazar la tesis y a hacer depender la validez de sus conclusiones del periodo analizado o del método empleado para su estudio.

Hoy constituye un hecho que el crecimiento industrial de los países contribuye a impulsar la demanda de productos primarios, lo que conduce a su vez a aumentos de precios que impactan en todos los productos industriales. De modo tal que el rápido crecimiento industrial a nivel mundial lleva a un precio relativo sustancialmente más elevado para los productores de bienes primarios en el corto plazo.

Si el crecimiento industrial mundial resulta lo bastante rápido, el impacto puede más que compensar la tendencia negativa en los precios relativos predicha por la tesis Prebisch-Singer y conduciría a un aumento del ingreso real de los países productores de bienes primarios. Pero esto podría resultar aventurado más allá del corto plazo y la conclusión del proceso podría ser paradójica:

"Thus, the emergence of new industrial powerhouses, such as China, may offer some hope for primary producers of a sustained burst of worldwide industrial growth and commodity price increases, albeit accompanied by a re-emergence of worldwide inflationary pressures" (Bloch, H. et.al, 2007, p.39).

En este contexto, Argentina se enfrenta a una gigantesca acumulación de reservas que parece conducir casi inexorablemente a la revaluación del peso, lo que puede implicar una pérdida de competitividad internacional e imponer "señales" de precios contraproducentes para el proceso actual en un plazo *mediato*. Es indudable, en este marco, que algunos de los muy buenos resultados que muestra Argentina, y que le plantean nuevos problemas asociados a altas tasas de crecimiento, se derivan en gran medida de los extraordinarios niveles de precio y demanda de las materias primas en el mercado mundial.



Fuente: Ministerio de Economía en base a BCRA.

La otra fuente de buenos resultados es de índole doméstica y se debe, fundamentalmente, a la política de tipo de cambio alto adoptada a la salida de la crisis de 2002. A partir de la devaluación el alza en la cotización del dólar parecía imparable. Pero a mediados de año, aún en medio de vaticinios apocalípticos, el tipo de cambio comenzó a exhibir claramente un proceso de apreciación nominal. Dicha fase de apreciación se detuvo recién a mediados de 2003, consolidando una tendencia inicialmente espontánea y revelando mucho de pragmatismo en el manejo cambiario y monetario.

Esta combinación de tipo de cambio alto y pujante demanda mundial de productos primarios condujo a una fuerte acumulación de reservas y a fuertes presiones revaloratorias sobre el tipo de cambio. Es un aspecto clave ya que la competitividad internacional de la producción doméstica se vincula estrechamente al nivel del tipo de cambio y a su determinación (*política*) condicionada por factores estructurales ciertamente alejados de las nociones de "equilibrio" supuestos por la teoría ortodoxa: en el caso argentino, su tradicional *heterogeneidad estructural*, donde las excepcionales ventajas naturales de productividad del sector agropecuario representan paradójicamente un serio obstáculo para el desarrollo industrial.

El mecanismo de transmisión de este círculo tortuoso es el tipo de cambio, en un contexto donde, en general, el desarrollo de la industria doméstica se encuentra ligado ante todo a factores relacionados con la competitividad macro (principalmente el tipo de cambio), antes que a otros de carácter "micro". Así, el problema del comportamiento empresarial pasa a constituirse en un factor de segundo orden, subordinado a las líneas generales de la política económica³. De este modo, los recurrentes ciclos argentinos son consecuencia, justamente, de la conjugación de una elevada productividad del sector primario (fuente principal de generación de divisas) y la falta de una adecuada acción reguladora del Estado que pueda bloquear la presión revaluatoria.

Es en esta *dinámica estructural* donde pueden hallarse las razones de ciertas paradojas trágicas del desarrollo argentino: cuando más robusto es el sector agropecuario, cuando más intensamente el país explota sus recursos naturales, cuando más granos y soja exporta, ... hay más pobreza y exclusión social, y mayores porcentajes de población que devienen "sobrantes". De este modo, con el paso del tiempo, la "enfermedad holandesa" genera, una y otra vez, ilusiones ópticas que retrotraen a visiones pretéritas donde la riqueza se juzgaba en base a patrones *estáticos*. Dentro de ellas, ocupa un lugar destacado la quimera de que el bienestar de los argentinos depende de los precios internacionales de las commodities agropecuarias y, en suma, del "campo argentino".

Esta mistificación persiste incluso a setenta años del quiebre del "modelo primario-exportador", como puede apreciarse hoy en los diagnósticos y pronunciamientos políticos de la casi totalidad de la dirigencia agropecuaria y de algunos economistas⁴. Resulta incomprensible para estos sectores –y para cierta parte de la sociedad– que la expansión argentina entre 1870 y 1930 se basó en ventajas comparativas del agro pampeano derivadas de la fertilidad natural de la llanura pampeana, lo que permitía ofrecer carne y cereales a costos mucho menores que los internacionales. Pero dichas actividades eran más de carácter extractivo que resultado del ingenio y el esfuerzo humano; de hecho, el ganado se reproducía casi espontáneamente, mientras que el elevado rendimiento agrario era consecuencia directa de la roturación de suelos vírgenes, ricos en nutrientes naturales y bien regados por las lluvias. Así,

"las formas asumidas por las actividades productivas permitieron que se confundiera la causa de esa riqueza hasta hacerla aparecer como un resultado de la "actividad humana", antes que como fruto de una naturaleza pródiga. El lenguaje de la época traducía esa imagen en frases bien expresivas; una de ellas presentaba al país con una gran "fábrica de carne", como si esa manera, rutinaria y rudimentaria, de aprovechar la multiplicación del ganado fuera un éxito técnico y una operación fabril" (Schvarzer, J. 1998).

Esta contraposición entre "dotación natural" y riqueza en un sentido moderno (como flujo creciente de producción per cápita), se reveló con toda su fuerza en la crisis de 2001: la brutal paradoja de un país "rico" en dotación "natural", pero sumergido en depresión productiva y con la mitad de la población en la pobreza.⁵

Así, Argentina lleva en la sangre, desde su conformación moderna a partir de 1930, el virus de la "enfermedad holandesa". La diferencia con la experiencia de aquel país europeo reside en que aquí el fenómeno es consecuencia de una "estructura productiva desequilibrada" que periódicamente entra en crisis⁶. En los años setenta, Marcelo Diamand llamó la atención sobre este fenómeno, señalando como principal causa del subdesarrollo nacional la dificultad de consolidar un sector industrial competitivo debido a la convivencia de estructuras productivas totalmente disímiles en productividad. La principal dificultad en consolidar un importante sector industrial sería una consecuencia no deseada de las ventajas del sector primario exportador y, paradójicamente, constituiría la base profunda de las recurrentes crisis de balances de pagos que experimentó el desarrollo argentino desde 1950.

Hoy, al menos momentáneamente, desapareció de América Latina y de Argentina el fantasma de las crisis de balances de pagos que obligaban a los países a contraer la producción y el empleo por debajo de su capacidad potencial a fin de recuperar el equilibrio de divisas. Quizás sea la explicación última del sostenido crecimiento de la región. En el caso Argentino, además, la enorme acumulación de reservas muestra que también se requirió (y se requiere) un conjunto de políticas diferentes a la etapa previa al default que hagan sostenible y aprovechable el contexto internacional. Una de esas medidas es naturalmente el mantenimiento de un tipo de cambio real alto mediante el sostenimiento de su paridad nominal. Esta (y otras intervenciones, como se verá) apuntan precisamente a limitar los efectos del virus holandés.

³ "El Virus Holandés y las Crisis Argentinas", Sergio Peskin, Reporte del Club Macro, Junio 2006.

⁴ Por ejemplo, Gerchunoff, P. (2006).- *Requiem para el stop and go*, UTDT, Fundación PENT. Dice: "No sabemos si lo que estamos verificando como un beneficio para la Argentina tiene futuro (...) pero en todo caso hay fundamento para especular que no es un movimiento de corto plazo. Es conocido el punto de que la demanda de materias primas –también las alimentarias– está impulsada en parte por la región más dinámica del mundo, el capitalismo industrial "tardío-tardío" del Asia".

⁵ "Con il procedere dello sviluppo economico, constatiamo che la correlazione tra i due concetti di ricchezza non é affatto da prendere per scontata. Anzi in certi casi sembra addirittura scomparsa. L'esempio piú eclatante é oggi quello dell'Argentina, che ha tutto in termini di risorse naturali (compreso il petrolio) ed é precipitata in un caso completo per ciò che riguarda le possibilità produttive, l'occupazione, la competitività internazionali" (Pasinetti, L., 2002.- *Una crisis strutturale*, Intervento al Forum dell'Economia di Saint Vincent, 18-19 Ottobre 2002).

⁶ Ver Diamand & Nochteff, 1999, p.43, nota 3.

3. Sustentabilidad del tipo de cambio real competitivo

3.1- La política de esterilización

Un tipo de cambio real competitivo y estable es una variable clave en el esquema de política económica vigente. En este contexto, el crecimiento debe atender la dimensión de mediano y largo plazo del sector externo y del tipo de cambio. Tal política exigiría la concurrencia y sostenimiento de un modelo de crecimiento liderado por exportaciones (*export led growth model*), con su acento en éstas como disparador de la productividad, como con el modelo de crecimiento limitado por el balance de pagos (*balance of payments constrained growth model*), con su visión de las exportaciones (en especial, manufactureras) como respaldo en materia de divisas de la expansión de la demanda doméstica (véase Curia, 2006).

Así, el Banco Central lleva adelante una agresiva política de compra de dólares a fin de absorber el excedente en el mercado cambiario para sostener la cotización nominal del tipo de cambio. Es importante aquí que el tipo de cambio nominal fluctúe para desalentar movimientos especulativos de corto plazo, aunque dentro de una modalidad de flotación "sucia" o "administrada". A su vez, a fin de contrarrestar el fuerte efecto expansivo de la política cambiaria, el Banco Central busca controlar la cantidad de dinero a través de sistemáticas operaciones de esterilización mediante colocaciones de títulos en el mercado local⁷.

Esta política, adoptada por el gobierno a partir de 2003, instaló un debate creciente acerca de la eficacia y los efectos secundarios derivados de las intervenciones del Banco Central en el mercado de cambios (Véase Frenkel, R. 2007b). El principal tema de debate ha sido el cuestionamiento de la *sostenibilidad* de tal política (más que sus objetivos), aunque es difícil hallar entre los impugnadores de la estrategia oficial trabajos técnicos que ofrezcan demostraciones al respecto. Los cuestionamientos ortodoxos arrecian sobre la política cambiaria por las restricciones que impone a una política monetaria más "dura" (ya que el esquema actual, de acumulación de reservas con absorción del exceso de liquidez, resultaría claramente inconsistente con tasas de interés más altas), o bien porque se considera que el retraso cambiario es un arma eficaz para contener la inflación.

Estas críticas, como observa Frenkel, aparecen de modo velado. Abogan por endurecer la política monetaria sin ninguna preocupación por la consistencia de dicha medida con la política cambiaria, aunque tampoco critican abiertamente la meta de tipo de cambio real alto. Dado que por sus costos sociales y económicos una política de apreciación cambiaria nominal es una clara invitación a un futuro desastre, "esta ambigüedad se explica probablemente por tratarse de opiniones locales [nota: en el ámbito internacional es el FMI quien aboga por este esquema]. Quien ejerce aquí la profesión no puede simplemente ignorar los efectos reales de la política cambiaria y se le hace difícil abogar abiertamente por la apreciación de la moneda"⁸.

Las condiciones de sustentabilidad de tal esquema se derivan de su mecanismo básico. El Banco Central expande la base monetaria comprando dólares (lo que induciría la baja de la tasa de interés). Luego compensa completamente dicha expansión (y mantiene inalterada la tasa de interés) absorbiendo el exceso de liquidez generado por su intervención cambiaria. De este modo, "esteriliza" completamente su intervención cambiaria. Al tipo de cambio objetivo del banco central y a la tasa de interés local vigente, existe un exceso de oferta de moneda internacional en el mercado, que es equivalente a un exceso de demanda de activos en pesos. Así, el Banco Central compra el exceso de oferta de divisas y expande la base. Luego ofrece títulos y otros activos financieros por un monto idéntico al exceso de demanda inicial y absorbe el incremento de base monetaria, dejando la tasa de interés a su nivel original.⁹

La sustentabilidad depende de la consistencia entre la tasa de interés que se obtiene por las reservas internacionales (traducidas en pesos), la tasa de interés local y la tasa de aumento del tipo de cambio. Si la tasa de interés local sube más allá de cierto límite en relación a la suma de la tasa de interés internacional más la tasa de aumento del tipo de cambio, el Banco Central incurre en un costo de esterilización creciente que podría resultar insostenible.

La política de esterilización es sostenible para tasas de interés locales iguales o menores al segundo miembro de la siguiente ecuación, que define la *condición de sostenibilidad*¹⁰ de la política de esterilización:

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

Donde i es la tasa de interés local, e es la tasa de aumento del tipo de cambio, r es la tasa de interés internacional obtenida por las reservas, L es el monto de pasivos remunerados del Banco Central y RE es el valor de las reservas en pesos.¹¹

⁷ Esto encierra un supuesto acerca de una relación entre agregados monetarios e inflación que será discutida luego.

⁸ "Las críticas a la política monetaria", Roberto Frenkel, La Nación, 4 de marzo de 2007.

⁹ Ciertamente, una parte de la base (que atiende a la expansión nominal del PBI y a la inflación) no necesita ser "esterilizada".

¹⁰ Véase Frenkel, R. 2007b.

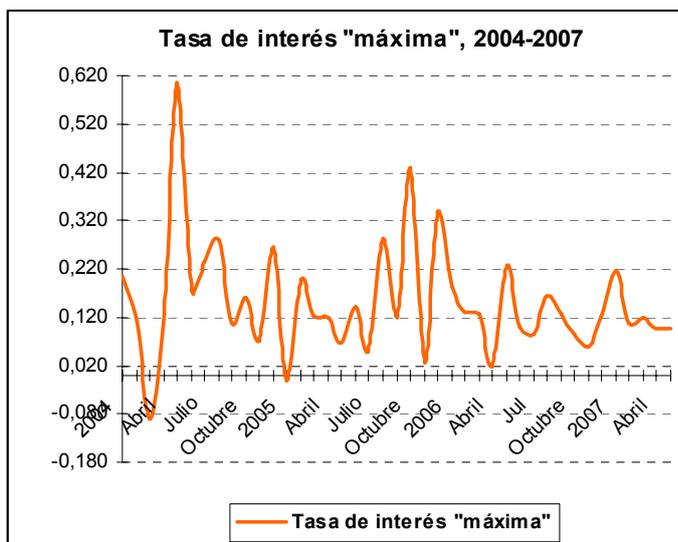
¹¹ Para el desarrollo de la expresión (1), véase Frenkel 2007.

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

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

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

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



Fuente: Ministerio de Economía, Secretaría de Política Económica.¹²

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

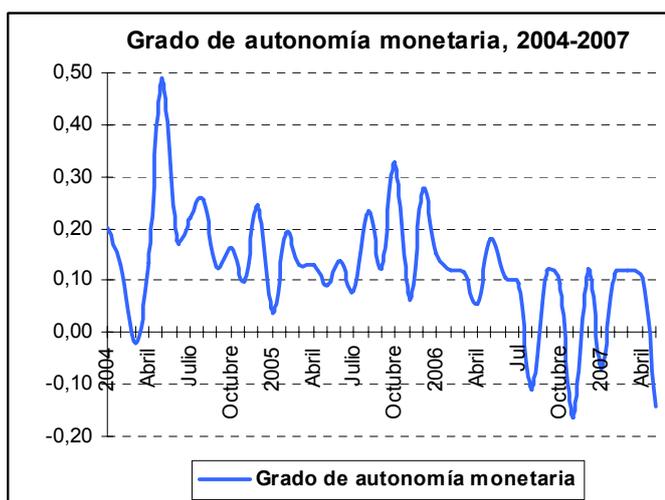
$$g = i_{\max} - (e + r)$$

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

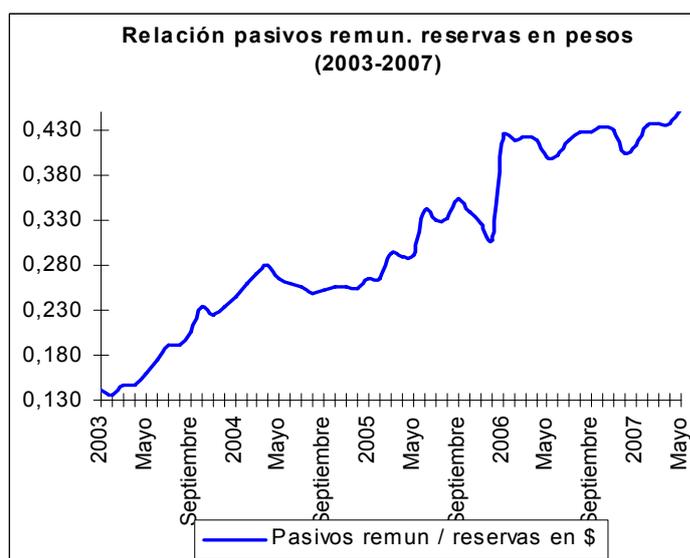
El "grado de autonomía monetaria", esto es, la diferencia entre la tasa local máxima sostenible y $(r + e)$ resulta así expresado como proporción de $(r + e)$. El grado de autonomía es entonces mayor cuanto menor es L / RE .

Una vez más, la evolución de tal "grado de autonomía monetaria" ha ido reduciéndose, como se observa en el gráfico siguiente con datos para el mismo período.

¹² Se tomó como índice de variación de la tasa de interés de rendimiento de las reservas internacionales a la variación de la tasa LIBOR. La variación mensual del tipo de cambio nominal, tasa de cambio, reservas en pesos y pasivos remunerados del BCRA se obtuvo del Ministerio de Economía, Secretaría de Política Económica, en base a información del BCRA.



Con una tendencia nula del tipo de cambio, como viene registrando en los últimos meses, la tasa efectivamente pagada por los papeles de esterilización va convergiendo con la tasa máxima sostenible. La "condición de permanencia" de la condición de sostenibilidad es intuitiva: requiere que no crezca la relación entre los pasivos remunerados del BCRA y las reservas valuadas en pesos. Y esta relación crece sin cesar (ver gráfico siguiente):



Fuente: Ministerio de Economía, Secretaría de Política Económica.

De este modo, surge como problemático el hecho de que el flujo de compras que realiza el Banco Central supera por lejos el límite máximo que hace factible la permanencia de la "condición de sostenibilidad". La tasa sostenible máxima se reduce sistemáticamente. En este contexto, los "grados de libertad" de la política económica se reducen sistemáticamente: o se deprecia el tipo de cambio¹³, o se limita el flujo de compras del Banco Central, aumentando las compras del gobierno y endureciendo las restricciones a los ingresos de capital¹⁴, o poco a poco una importante masa de recursos líquidos engrosará la oferta monetaria. Si esto último ocurriera –y todo indica que ocurrirá gradualmente–, entonces el debate se trasladará a otro terreno: la relación entre agregados monetarios e inflación en un contexto de alto crecimiento.

¹³ Frenkel estimó hacia fines de 2006 que cada punto porcentual de aumento del tipo de cambio elevaba la "tasa sostenible máxima" en 2,2 puntos porcentuales.

¹⁴ La prima de riesgo cambiario será mayor cuanto mayor sea la incertidumbre de la expectativa de tipo de cambio. Esto supone que el Banco Central tiene más libertad para elevar la tasa de interés, a igual flujo de capitales, cuanto mayor sea esa incertidumbre cambiaria. El BCRA puede generar dicha incertidumbre mediante sus intervenciones en el mercado de cambios. Así, el Banco Central conjugaría una meta de tipo de cambio real alto de mediano plazo, mientras que sus intervenciones coyunturales deberían producir volatilidad en el tipo de cambio de corto plazo a fines de no constituir una meta fácilmente conjeturable por el mercado.

3.2- Inflación targeting y tipo de cambio

En el debate económico corriente, la relación entre agregados monetarios, tipo de cambio e inflación está atravesada por la presencia dominante del régimen de metas de inflación (*inflation targeting*). Muy sintéticamente, el régimen de metas de inflación es una forma específica de manejo de la política monetaria cuyo objetivo principal y prácticamente *excluyente* es el control de la inflación a través del manejo de la tasa de interés de corto plazo. La hipótesis fundamental es que la inflación es un fenómeno de exceso de demanda y que, a su vez, el componente de la demanda agregada más sensible a variaciones en la tasa de interés es la inversión. Por lo tanto, los movimientos de la tasa de interés afectarían la inversión, luego la demanda agregada y finalmente los precios¹⁵.

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

En suma, a pesar de su rótulo de *neokeynesiano* pero dado su tenor en verdad *pre-keynesiano*, el *inflation targeting* se inscribe en un enfoque enteramente "*supply side*", donde las categorías "naturales" se erigen en un muro infranqueable que impide cualquier posible "activismo" de la política económica dirigido a estimular el crecimiento¹⁶. Este enfoque "natural" se funda en una perspectiva donde "el lado de la oferta" desempeña un rol "atractor" *independientemente* de cualquier gravitación de la demanda y, por supuesto, pretende así dotar de ropaje "científico" a las recomendaciones de política ortodoxa.

En cambio, las perspectivas de crecimiento basadas en un criterio más *demand-led*, no solo reconocen insuficiencias de demanda efectiva (*aún* en el largo plazo¹⁷), sino que asumen que las condiciones de demanda inciden sobre el desarrollo de la capacidad productiva, y de allí en el *output* potencial de la economía a través del tiempo (véase Setterfield, M. 2003). Ciertamente, la tasa de crecimiento potencial de la economía depende del crecimiento de la capacidad física, de la fuerza de trabajo y de la productividad. Sin embargo, cada uno de estos "factores" (y por tanto, la tasa misma de crecimiento potencial) es afectado por la tasa de crecimiento de la demanda.¹⁸

En el enfoque ortodoxo "neokeynesiano", en cambio, la tasa de interés nominal de corto plazo se mueve en un entorno cercano a su valor de "equilibrio" (o "natural") para ajustar la marcha del producto corriente alrededor de una trayectoria del *output* potencial que viene *dado*. No es posible realizar aquí una crítica pormenorizada del régimen de metas de inflación ni del enfoque correspondiente al *new consensus*, tarea que han desarrollado varios autores¹⁹. Se aludirá no obstante a algunos cuestionamientos pertinentes.

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

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

donde g es la tasa de acumulación, g_0 representa el componente autónomo del crecimiento, r es la tasa real de interés y los β son parámetros positivos. De (1) surge una relación inversa entre la tasa de interés y el nivel de actividad μ , donde el nivel de "equilibrio" u óptimo de la tasa de utilización de la capacidad μ_0 (output potencial) depende positivamente del componente autónomo g_0 y negativamente de la tasa de interés. Surge entonces:

¹⁵ Hay, como se puede ver, una importante cantidad de supuestos implícitos que merecen ser discutidos: primero, la inflación es siempre un fenómeno de exceso de demanda; segundo, hay una relación inversa entre tasa de interés e inversión; tercero, la reducción de la demanda agregada conducirá a la reducción de la inflación.

¹⁶ La lista es extensa: tasa de desempleo "natural", tipo de cambio "natural" de equilibrio, tasa de interés "natural" (wickselliana) y producto potencial o "natural".

¹⁷ Es probable, en este contexto, que resulten desafortunadas afirmaciones tales como "keynesiano en el corto plazo y clásico en el largo", como la que realizan Dumenil y Levy (1999), dentro de la cual los autores asumen la validez de la ley Say y los precios se forman como diferencias entre "excesos de ofertas" (algo que no se rastrea fácilmente en la literatura clásica y sí tiene más puntos de contacto con la escuela neoclásica).

¹⁸ Esta formulación genérica no opaca los debates entre visiones heterodoxas acerca de la operación concreta de esta "ley de Say en reversa", donde no está implicado que el "lado de la oferta" puede ser simplemente rechazado y permanece abierta la cuestión de dilucidar cómo se reconcilian las tasas de crecimiento de la oferta y la demanda agregada. Aquí aparece como promisorio el debate entre aquellos enfoques afirmados en la tradición postkeynesiana, y los pertenecientes a una visión más "clásica" (en un sentido sraffiano), como por ejemplo Cesaratto, Serrano y Stirati (2001), quienes desarrollan un análisis basado en un "supermultiplicador" inspirado en Hicks y donde la tasa de crecimiento de la demanda autónoma determina las tasas de aumento de la demanda efectiva y de la capacidad productiva (véase Setterfield, 2003).

¹⁹ Entre ellos, Serrano, F. (2007), por ejemplo, profundiza en la crítica del *New Consensus* discutiendo y modificando sus supuestos de base desde un enfoque donde el *output* potencial sigue la tendencia de la demanda efectiva, existen conflictos distributivos y usualmente solo existe ajuste parcial de la inflación pasada. Por su lado, Stirati, A. (2007) explica el fenómeno que ha aparecido como un *puzzle* dentro del enfoque ortodoxo, particularmente la asociación de diferentes tasas de desempleo con inflación estable, y la persistencia de altas tasas de desempleo.

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

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

Sin embargo, la relación entre tasa de interés e inversión ha resultado ser mucho más compleja que la simple función asumida en la relación IS. Además de las críticas teóricas que se han formulado sobre los supuestos de base implícitos en tal relación²⁰, a nivel meramente empírico se ha constatado que la reacción de la inversión a cambios en la tasa de interés es no lineal y asimétrica. En tanto un alza de la tasa de interés podría reducir la inversión en una fase de alza del ciclo económico, la situación no funciona simétricamente a la inversa: es improbable que reducciones de la tasa de interés en fases recesivas estimulen la inversión. Como reza el viejo aforismo: uno puede llevar un caballo hasta el agua, pero no puede obligarlo a beber.

Otro supuesto injustificado deriva en una relación igualmente asimétrica: si el *output* real se encuentra por debajo del potencial, los precios deberían caer, algo que no se verifica. Asimismo, a menos que los cambios en las tasas de interés sean drásticos (algo que podría dañar la estabilidad del sistema financiero), la política monetaria podría tomar una gran cantidad de tiempo para hacer sentir sus efectos. Al respecto, un estudio reciente apuntado a testear la performance empírica del régimen de metas de inflación en una docena de países (Australia, Canadá, Finlandia, Corea del Sur, Nueva Zelanda, Noruega, España, Suecia, Suiza, Inglaterra, Estados Unidos y Unión Europea) sugiere claramente que los bancos centrales que han adoptado tal estrategia no parecen haber sido particularmente exitosos en la reducción de los niveles de inflación de un modo significativo tal como predice el modelo (véase Angeriz, A. & Arestis, P., 2006). Más bien, en la mayoría de los casos las tendencias inflacionarias habían ingresado en una fase descendente bastante antes de que el régimen del *inflation targeting* fuera introducido.

Sin embargo, el remedio podría incluso, bajo ciertas condiciones, resultar contraproducente debido a que más altas tasas reales de interés pueden llevar precisamente a mayores tasas de inflación a través del empuje sobre los costos, algo frecuentemente asociado a la denominada *paradoja de Gibson*.²¹

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

En suma, junto a los cuestionamientos teóricos se suman un conjunto de críticas empíricas sobre los resultados predichos por el modelo. Desde su adopción en Nueva Zelanda en 1990, un número importante de países ha seguido alguna variante cercana al *inflation targeting*. Las metas exclusivas han sido frecuentemente reducir la tasa de inflación y, en ciertos casos, también la tasa de interés y la volatilidad del output. Pero como observa un trabajo reciente:

"Sin embargo, mientras existe alguna evidencia de que estos objetivos no han sido alcanzados, intentamos ver el impacto del *inflation targeting* sobre la distribución del ingreso, más específicamente sobre la participación de los salarios. Nuestras conclusiones muestran que parece haber una declinación en la participación salarial en los países que han adoptado el régimen de metas de inflación" (Rochon & Rossi, 2005).

4. Tipo de cambio, crecimiento y path-dependence

4.1- Acumulación de reservas y crecimiento

La discusión de la relación entre agregados monetarios, tipo de cambio e inflación en un contexto de alto crecimiento es, en verdad, bastante más compleja de lo que parece en la interpretación ortodoxa. La acumulación de reservas internacionales derivada de la política cambiaria permitió que hacia marzo de 2007 se alcanzara ya un stock de 36.849 millones de dólares equivalente a 17,5% del PIB, lo que constituyó un máximo histórico, superando en 30% el previo récord de la década de los noventa y cuadruplicando los niveles mínimos de reservas internacionales registrados a mediados de 2002.²²

²⁰ La relación inversa entre demanda de inversión y tasa de interés es un ejemplo más del "sentido común" impuesto por la ortodoxia neoclásica. Según la expresión de Harcourt, de modo análogo a la tradición religiosa, los economistas neoclásicos predicán en la forma de "parábolas", imponiendo una serie de principios axiomáticos indiscutibles que arraigan con la fuerza de la (mala) costumbre. El verdadero origen teórico de dichas "parábolas" se ha perdido o no resulta manifiesto y es preciso desentrañarlo. Para una crítica teórica general de las "parábolas" neoclásicas, en particular la que pregona una demanda del "factor capital" como inversa de la tasa de interés, véase Fiorito, 2007, cap.1. Como escribió Petri: "La possibilità, mostrata da Sraffa e confermata dagli studi successivi, di "ritorno delle tecniche" e di "inversione del valore del capitale" (...) implica che non è affatto detto che, al diminuire del saggio di interesse, le imprese scelgano di adottare metodi produttivi che implicano un più alto valore del capitale per unità di lavoro. Pertanto, non vi è garanzia alcuna che la domanda di capitale in valore sia in generale una funzione regolarmente decrescente del saggio d'interesse, anche prendendo come dato l'impiego di lavoro" (Petri, 2003, 8y9).

²¹ La paradoja fue observada por varios economistas y consiste en una relación positiva entre la tasa de interés y el nivel de precios, lo que puede conducir a un proceso de inflación de costos (véase Hannsgen, 2006).

²² Ministerio de Economía y Producción, Secretaría de Política Económica, Informe Económico, Primer Trimestre de 2007.

Más en general, la relación entre acumulación de reservas y tasa de crecimiento ha sido objeto de distintos estudios empíricos. Un estudio econométrico reciente (*cross-country regressions*) en el lapso 1960-1999 sugiere que la acumulación de reservas internacionales contribuye al crecimiento económico de las economías subdesarrolladas mediante el aumento de la inversión extranjera directa como de la inversión doméstica en relación al PIB, así como también del aumento de la participación de las exportaciones en el producto (Polterovich, V. & Popov, V., 2002).

Por un lado, la acumulación de reservas sostiene la devaluación del tipo de cambio y permite tomar ventajas de las externalidades generadas por las crecientes ventas externas y por tanto "gatilla" la dinámica del "*export-led growth*". Un argumento contra una política de tipo de cambio alto y contra la acumulación de reservas en general es que esta política, a la luz de los enfoques ortodoxos, es en teoría inflacionaria. Debe mencionarse no obstante que si la creación monetaria asociada a la acumulación de reservas es empleada para estimular la inversión, el *output* (potencial y real) debería subir y así la inflación (de demanda) no debería emerger. El estudio mencionado señala que:

"It appears also that countries that accumulated FER faster than others usually financed such accumulation with a government budget surplus and thus managed to escape high inflationary pressure" (Polterovich, V. & Popov, V., 2002).

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

Además, a contramano de las nociones "naturales" con su sesgo supuestamente más amigable para los mercados, la acumulación de reservas como una política sostenida en el tiempo puede paradójicamente terminar por atraer la inversión extranjera directa puesto que, a pesar de lo que predice el enfoque ortodoxo, favorecería el "clima de negocios" (la inestimable "confianza") y reduciría el precio en dólares de los activos reales. En otros términos, los capitales externos fluyen hacia economías con balanzas superavitarias y huyen de las deficitarias. Más tarde, si el flujo de capital externo es lo suficientemente fuerte y regular, las altas tasas de crecimiento pueden sostenerse bastante tiempo, incluso a pesar de la sobrevaluación que probablemente se generaría sobre el tipo de cambio.

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

En verdad, el modelo "canónico" alternativo a la corriente ortodoxa, de *balance of payments constrained* propuesto originalmente por Thirlwall (1979), asumía que el tipo de cambio real era constante en el largo plazo y postulaba la hipótesis de un efecto nulo de la manipulación de tal variable²³. Los desarrollos posteriores de esta línea de investigación, sin embargo, llevaron a la modificación de algunos de sus supuestos originales sin mella de sus núcleos fundamentales. Así, los modelos posteriores, aún basados en la versión *canónica* del *BoP constraint* (restricción de balance de pagos), no obstante determinan *tanto* la tasa de crecimiento del ingreso *como* la variación del tipo de cambio e incluyen sucesivos "refinamientos" y extensiones.

4.2- Cambio de los parámetros del "equilibrio"

Dichas extensiones abren la puerta a la posibilidad de *cambios estructurales* en la operación del *BoP constraint* (Barbosa-Filho, 2006). Supóngase el caso de un país creciendo inicialmente más rápido que la tasa que permite conservar estable su balance externo. Luego,

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

En tal contexto, y en presencia de los fuertes *structural breaks* que caracterizan a países representativos de la operación de tal modelo (caso Argentina), parece más razonable pensar que la elasticidad de los parámetros puede cambiar a través del tiempo, y tal posibilidad abre las puertas a la política macroeconómica como un factor "operativo"

²³ López y Cruz (1999) encuentran que a diferencia del modelo BPC, "durante 1965-1996 la elasticidad el PIB respecto al TCR es positiva en los casos de Argentina, Colombia y México, y negativa para Brasil. Por tanto, sí influye en el ritmo y la estabilidad del crecimiento económico".

en la construcción de los mismos parámetros del *BoP constraint*, influenciando potencialmente el crecimiento y el desarrollo en el largo plazo.²⁴

Sin embargo, la mayoría de los modelos de comercio internacional inscriptos en el *mainstream* considera que el tipo de cambio no puede ser una variable política en el largo plazo, y que cualquier intento de manipularlo como herramienta pro-crecimiento y desarrollo deviene "artificial" y escasamente efectivo. Como un índice de la desorientación oficial que rodeaba (y quizá aún rodea) a la implementación de la política de tipo de cambio alto en Argentina, en un *paper* realizado a solicitud del Ministerio de Economía de la Nación, en marzo de 2003 (Heymann, D. & Ramos, A., 2003), se proyectaba un módico crecimiento de las exportaciones de bienes del 7% anual, lo que implicaba una suba acumulada de 50% entre 2002 y 2008. Dicha tasa resultaba inferior al promedio de los años noventa y mucho más baja que correspondiente al período de rápida expansión entre 1993 y 1998. Los autores afirmaban sin dudar:

"Por otro lado, es evidente que el tipo real de cambio *es una variable endógena*, que se determina "simultáneamente" con el producto y el gasto agregado, en función de *condiciones de oferta y de demanda*, que están a su vez influidas por circunstancias externas y por expectativas acerca de la evolución del sistema. Una representación más o menos precisa requeriría disponer de un complejo modelo de comportamiento, con parámetros cuyos valores se pudiera confiablemente extrapolar, y con una noción sobre cómo se establecen las percepciones de los agentes. Este no es el caso. El punto indica nuevamente el carácter ilustrativo de los ejercicios de elaboración de escenarios" (énfasis agregado, p.20, nota 11).

Si bien los autores mostraban cierta precaución, ello no les impidió proyectar un escenario bien módico. Luego, como se sabe, se verificó un sostenido auge exportador y la expansión de los montos exportados cerraba el 2005 con una tasa anual acumulativa de crecimiento de 12,8% desde 2002, en tanto que en el 2005 ya resultaban 43,7% superiores a las de 2002 (González, M. & Rodríguez, J., 2006).

Seguramente, a principios de 2003 la situación de crisis propiciaba visiones pesimistas. No obstante, llama la atención el marco *ortodoxo* que ubica la determinación "simultánea" del tipo de cambio en función de "condiciones de oferta y demanda", y según el cual la acelerada expansión que luego tuvo lugar hubiera resultado *prácticamente* imposible. Incluso puede asumirse que aún cuando el tipo de cambio pueda considerarse una "variable estacionaria" en el largo plazo, el corto plazo puede ser lo "bastante largo" como para promover cambios estructurales:

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

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

Más en general, mientras en un modelo usual de dos brechas los coeficientes son fijos, los precios relativos son rígidos y los países tienen limitaciones relacionadas con el volumen de exportaciones que pueden colocar en el mercado internacional, en la visión ortodoxa los precios relativos son flexibles y existe sustitución ilimitada de "factores". En este enfoque, tal flexibilidad elimina del análisis la restricción de divisas que opera sobre el crecimiento y deja la disponibilidad de ahorro como la *única* restricción relevante sobre el crecimiento (véase Frenkel, 2005).

A contramano de tal enfoque, un trabajo econométrico reciente indaga sobre las razones del escaso dinamismo de la economía argentina en el período 1968-2003 y analiza las causas de recesión iniciada en 1998 a la luz del modelo del *BoP constrained* de Thirlwall (Alvarez-Ude, G.F. & Matesanz Gómez, D., 2005). Utilizando tal marco analítico, desplegando un enfoque keynesiano de crecimiento impulsado por demanda, se muestra cómo el modelo de restricción de balanza de pagos "es un marco analítico útil para explicar el lento crecimiento de Argentina en el período bajo análisis, 1968-2003, y a la par es un marco que sirve para explicar, desde una óptica nueva, la reciente crisis vivida por el país después de la caída de la Convertibilidad" (Alvarez-Ude, et al, 2005).²⁵

²⁴ Esta línea de política económica es la que, aún con sus diferencias, defienden en Argentina Curia (2004 y 2007) y Frenkel (2007, con Rapetti, y 2006).

²⁵ Entre otras significativas conclusiones, Alvarez-Ude, G.F. & Matesanz Gómez señalan que "en el período 1980-2003 se constata como exportaciones y PIB mantienen una relación estable donde la causalidad corre desde las exportaciones hacia el producto por lo que, al menos en este período, las exportaciones determinan el producto. Así, se constata como después de la década de los setenta, el menor crecimiento de la economía es debido al relativo estancamiento de las exportaciones, a pesar de que la elasticidad de importaciones disminuye como consecuencia, probablemente, del ajuste de la actividad económica durante la década perdida de los ochenta. En este sentido, los procesos de apertura y desregulación de la economía argentina a finales de los setenta y principios de los noventa no han mejorado la inserción internacional del país y el escaso dinamismo exportador logrado ha sido una de las causas del lento crecimiento de las dos últimas décadas y de la reciente crisis de principios del nuevo milenio (...) Básicamente, el modelo de crecimiento de la economía argentina sigue basado en una secuencia de tipo *Stop and go*, en la cual a las etapas de mayor crecimiento les ha seguido la necesidad de ajustar su desequilibrio externo".

Resulta asimismo fundante de la literatura de "inflation targeting" la noción de "tipo de cambio de equilibrio" y la tendencia forzosa, ajustando las metas de inflación, a que el tipo de cambio efectivo tienda a tal valor "natural". En general, las visiones ortodoxas argumentan que no es deseable mantener una política de tipo de cambio real "alto y estable", por encima del valor de "equilibrio". ¿Cómo se define el "verdadero" tipo de cambio "de equilibrio"? Básicamente sería el que surge del "libre juego" de la oferta y demanda de divisas, lo que presupone un mercado libre de cambios. Aún sin "administración" del mercado (como la actual), sin embargo, persistiría el hecho de que la demanda de divisas está afectada por un régimen arancelario y para-arancelario. Y aunque sea trivial recordarlo, no hay país en el mundo que no se rija por alguna forma de "administración" (directa o indirecta) del tipo de cambio y del flujo de divisas. De modo que el tipo de cambio resultante no tiene mucho ni de "verdadero" ni de "libre" ya que está sometido a una compleja red de determinaciones *políticas* cruzadas (véase Diamand, 1972).²⁶

Dado que la libertad cambiaria es un mito, sería razonable estudiar las condiciones, objetivos y límites de las diversas opciones de las (ineludibles) políticas de intervención estatal, por ejemplo, para mantener las tasas de crecimiento armonizadas con los requisitos del equilibrio externo e interno, un requisito que es independiente de los diversos rumbos político-estratégicos factibles de ser adoptados²⁷. Es clave, dentro de esta lógica, la consideración de que cuando se habla del valor "real" del tipo de cambio se presupone siempre que este valor "real" se refiere a una cierta estructura productiva, existente en un momento dado. Y que, como se argumentó, dicha estructura puede ser alterada en diversos sentidos mediante la administración de esos mismos instrumentos de política, instrumentos que arbitrariamente la visión ortodoxa considera como meramente pasivos, confinados a "ajustar" a la configuración de aquella estructura como si ésta fuera un "dato" inalterable.

5. Inflación y crecimiento

5.1- La explicación ortodoxa de la inflación argentina actual

La concepción ortodoxa, aún con sus matices y nuevos refinamientos, observa que la inflación es, en general, un fenómeno de exceso de demanda global con respecto a la capacidad de oferta del sistema productivo. Estimando una inflación real moderadamente alta en torno al 13-14% anual, como dice Broda:

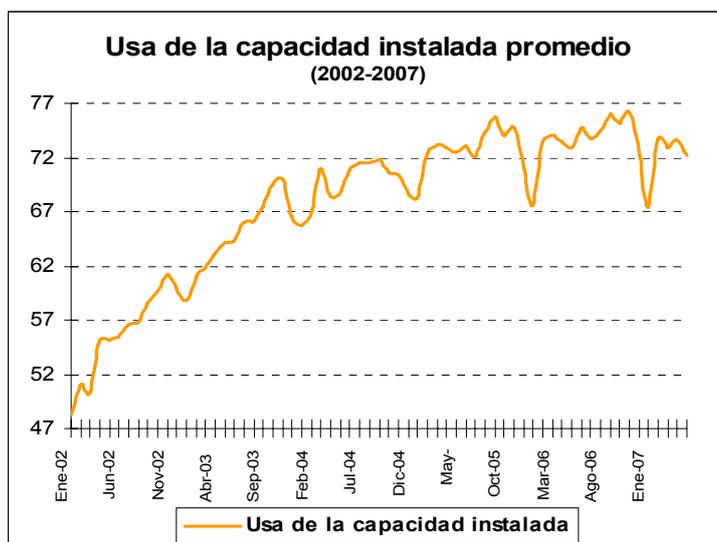
"cada vez más generalizada, con precios reprimidos, señales de desabastecimiento y expectativas en ascenso. *Es el resultado de que la demanda agregada, 'fogoneada' por políticas expansivas, esté creciendo más que la oferta.* Y tiene costos: es un impuesto para el público; produce pérdidas de eficiencia; reduce la demanda de saldos monetarios reales; distorsiona el sistema tributario y genera redistribuciones de ingresos, al incentivar la puja distributiva" (énfasis agregado).²⁸

Ante todo es conveniente analizar alguna evidencia empírica respecto de estas afirmaciones tan corrientes y de aire tan autoevidente.

²⁶ Es llamativo que un informe del Cenda (Centro de Estudios para el desarrollo Argentino), de inclinación heterodoxa, caiga en la trampa ortodoxa de las categorías "naturales" o de equilibrio. "Todo el mundo sabe que, dadas las demás circunstancias, el precio de mercado de cualquier bien tiende a equilibrarse en el punto en que la cantidad ofertada se iguala con la cantidad demandada. *Si prescindimos por completo de la acción del gobierno* podemos considerar a ese nivel como el 'precio de equilibrio' del dólar" ("Notas de la economía argentina", 01, Junio 2006). En suma, el informe primero critica las desventajas obvias de la política de "dólar bajo" y luego cuestiona los efectos secundarios del "dólar alto", como si ambos fueran criterios "artificiales" y hubiese, en este punto específico, una suerte de "tercera posición", de equilibrio o "natural".

²⁷ Incluso dentro de un programa político-económico radical, socialista, hay que optar entre un conjunto de posibles combinaciones de variables económicas claves (tipo de cambio, tasa de interés, etc), de modo que es por lo menos ingenuo igualar un "dólar barato" con un "dólar alto". Cualquier opción política real de transformación incluirá forzosamente alguna de las opciones mencionadas y deberá mantener alguna forma de equilibrio interno-externo para evitar la crisis y la recesión. Respecto de este problema, situarse en "otro plano" es sencillamente ponerse más allá de las opciones reales.

²⁸ Broda, M.A. & Broda, A. (2007).- "Argentina: no es la hora de la complacencia", Nueva Mayoría, abril 24 de 2007.



Fuente: Ministerio de Economía, Subsecretaría de política Económica.

El gráfico muestra la evolución del grado de utilización de capacidad en el sector industrial entre 2002 y 2007. De su análisis se desprenden nítidamente dos etapas diferentes:

Fase 1: Desde principios de 2002 hasta comienzos/mediados de 2004 es una etapa donde la reanimación de la actividad productiva se produce sobre la base de la utilización de capacidad ociosa pre-existente; es una etapa de "pura" recuperación de la capacidad instalada.

Fase 2: A partir de mediados del 2004 el grado de utilización de la capacidad se torna relativamente estable para el agregado del sector, en torno a cifras del orden del 72/74%. Si bien esa cifra esconde diferencias sectoriales importantes, una mirada multisectorial no cambia las conclusiones fundamentales.

El análisis de los datos disponibles revela que, tras una fase de un grado creciente de utilización de la capacidad, siguió otra etapa de *estabilización* del nivel de utilización con un output *en constante alza*, lo que revela un proceso significativo de alza de la inversión sectorial. Esta tendencia evidencia indirectamente un comportamiento bastante dinámico de la inversión, ya que, como se dijo, en ese lapso el producto industrial siguió expandiéndose a un ritmo muy alto. Como observa Damill:

"El hecho de que se retorne a ese pico de actividad (aclaración: se refiere al máximo del año 1998) con tasas de inversión en un nivel relativamente razonable y en crecimiento hace suponer que, en un plano macroeconómico, no parezca inadecuado esperar que las dificultades o restricciones a enfrentar en materia de capacidad productiva disponible puedan sortearse sin especial apremio" (Damill, 2006).

Se ilustra así el carácter defectuoso del enfoque ortodoxo (y/o "neokeynesiano") respecto a la consideración de la inflación como un exceso de demanda agregada respecto a la capacidad de oferta. Más bien, la evidencia ilustra el hecho de que el *output* potencial, como dice Curia, es "instigado" por la presión de la demanda. A medida que la demanda se acerca a la "frontera potencial de oferta", esta frontera se mueve "hacia adelante" como resultado de la mayor inversión estimulada por la expansión de la demanda, lo cual no es otra cosa que la constatación del hecho de que, en todo proceso de crecimiento, "la oferta sigue a la demanda", como se adujo en las secciones previas. La consecuencia del análisis precedente, en vistas de que la demanda agregada no "satura" la capacidad de oferta y *aún* así existe un nivel de inflación, es sencillamente el hecho de que el enfoque ortodoxo deja sin explicación razonable el fenómeno inflacionario actual.

La *explicación fiscal*, que es una variante de la teoría inflacionaria por "exceso de demanda" (ahora de gasto público), no sale mejor parada. En este aspecto, lo primero que salta a la vista en la evolución reciente del sistema tributario es el fuerte y sostenido aumento de la recaudación fiscal, tanto en términos reales como en relación al PIB. Entre 2002 y 2006 los ingresos totales del sector público crecieron 189%, muy por encima de la inflación y con importantes incrementos en todas las categorías de gravámenes. Asimismo, el peso de los tributos en el PIB subió en un 37,5% en este período, alcanzando los máximos niveles históricos luego de mantenerse prácticamente estable durante más de una década.²⁹

Por otro lado, el gasto público está lejos de haberse desbordado. El excedente fiscal es más que suficiente en relación con los compromisos de deuda próximos que deberá hacer frente el Estado. El superávit se mantiene en torno al

²⁹ Cenda, Notas sobre Economía Argentina, Nro3, Junio de 2007.

3% del PIB, registrando así cinco años de un abundante excedente, "inédito para la historia económica argentina y que debería ser una fiesta orgásmica para la ortodoxia"³⁰.

5.2- Origen estructural de la inflación y dinámica productiva

La debilidad fundamental del enfoque ortodoxo respecto de la inflación es la consideración del problema como un fenómeno estrictamente *monetario* y, al mismo tiempo, la consideración de la dinámica del crecimiento como si fuera una economía de un solo bien. En países como Argentina, sin embargo, resultan más adecuados aquellos enfoques que consideran la aparición de *una familia de inflaciones estructurales*, cuyo rasgo común es el hecho de que emergen *antes* del punto de exceso global de demanda respecto a la capacidad de oferta.

En las economías reales, la utilización de la plena capacidad es alcanzada por los diferentes sectores en diversos momentos³¹. De hecho puede haber sectores trabajando a plena capacidad aún en un contexto predominantemente de estancamiento, y puede haber sectores con capacidad ociosa incluso cuando la demanda global a rebasado la capacidad productiva total existente.

En este marco, podría decirse que el "pleno empleo" más que un punto es un intervalo o entorno alrededor de la *capacidad productiva plena* Y^* . Dentro de ese intervalo, las fluctuaciones de demanda inducirán variaciones del *output* en algunos sectores y variaciones de precios en otros. La proporción de las variaciones de precios será más alta que las variaciones de cantidades cuanto más arriba de Y^* se ubique la economía y viceversa. Pero, como observa Pasinetti:

"Subsiste, sin embargo, un rasgo fundamental, en contraste con las sociedades más primitivas, y es que entre los factores que concurren a determinar los precios han dejado de tener importancia las fluctuaciones de la demanda. Por consiguiente, al perder la variación de los precios su influencia como mecanismo tradicional de respuesta, otro mecanismo de respuesta ha entrado en uso. A las variaciones de la demanda, los productores responden variando la producción" (Pasinetti, 1974, 48).³²

Esta evolución desigual del output, originado a su vez en un irregular patrón estructural de la demanda, enfrenta "cuellos de botella" *antes* de colmar la capacidad productiva total, y eleva el precio del producto (o grupo de productos) momentáneamente escaso. Luego, dicho aumento se propaga por la vía de los costos de producción o de la canasta salarial, dando lugar en algún momento a una onda de alzas compensatorias de precios y salarios en el resto de la economía. Es un fenómeno ciertamente similar a la "inflación de demanda", pero con dos salvedades importantes. Primero, no se trata de un "exceso global", ya que se basa en la dinámica *diferencial* del crecimiento y por tanto se restringe a un producto "escaso" o a un grupo de ellos. Segundo, *no tiene origen monetario* sino que brota de la misma estructura productiva. Luego, la oferta monetaria se "acomoda" al movimiento de precios relativos³³.

Hay diversas razones (seguramente relacionadas) que explican este fenómeno de inflación estructural en los países semi-industrializados. Una fuente de presión inflacionaria estructural reside en el hecho de que, mientras los países desarrollados tienen mayores posibilidades de resolver los "cuellos de botella" que se presentan al crecimiento sencillamente aumentando las importaciones del producto (o grupo de productos) escaso, en los países semi-industrializados como Argentina existe escasez de divisas derivada del propio desequilibrio de su estructura productiva (véase Diamand, 1973, cap.5). Otra razón, vinculada a la anterior, es el carácter *desequilibrado* del crecimiento en estos países. Como sostenía hace décadas un clásico trabajo de Seers, "la principal crítica que se puede dirigir contra la industrialización en Argentina y Chile, así como a otros países de América Latina, no es que haya sido globalmente excesiva, sino que fue desequilibrada" (Seers, 1962, 174).

El *paper* de Seers tiene más de cuatro décadas. Sin embargo, algunas de sus referencias resuenan bien actuales. La "presión estructural" resulta allí puesta por factores tales como los déficit de producción de energía frente a una demanda creciente derivada del proceso de industrialización, o bien por el retraso de la oferta de alimentos ante un empleo en alza. Luego de que esta presión estructural emerge en la forma de un aumento de precios, resultan determinadas las *condiciones de posibilidad* de la aparición de un proceso de inflación por conflicto (al interior de la clase empresaria y entre empresarios y trabajadores).

Es interesante observar el actual alza de precios de los alimentos en Argentina a la luz de este enfoque. Kaldor, por ejemplo, sostenía que el proceso de crecimiento redundaba inicialmente en una "inflación de ganancias", y que la baja de los salarios reales que inicialmente acompañaba al proceso se debía ante todo al hecho de que la oferta de alimentos (bienes salario) no aumentaba en igual medida que el ingreso asalariado total, puesto que el empleo adicional, originado entre otras razones por esa misma "inflación de ganancias", tendía principalmente a producir artículos que no

³⁰ "Sensibilidad", Alfredo Zaiat, Página/12, Cash, 28 de abril de 2007.

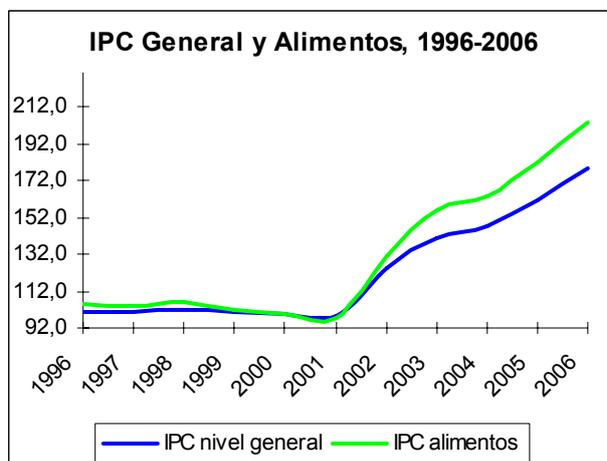
³¹ Ver Pasinetti, 1974, 47.

³² Usualmente, además, y a contramano del enfoque ortodoxo que supone pleno empleo de los "factores" productivos, las empresas trabajan con capacidad productiva excedente y rendimientos constantes en un amplio rango de utilización de la capacidad productiva. Véase "*Precios, costos y márgenes de ganancia*", Josef Steindl, p.103-128, incluido en *Economía Postkeynesiana*, selección de José Antonio Ocampo, FCE, México, 1988.

³³ En verdad, la oferta monetaria puede jugar un rol autónomo en el proceso inflacionario, pero ello se asocia más a su papel como "factor de propagación" que como origen del proceso.

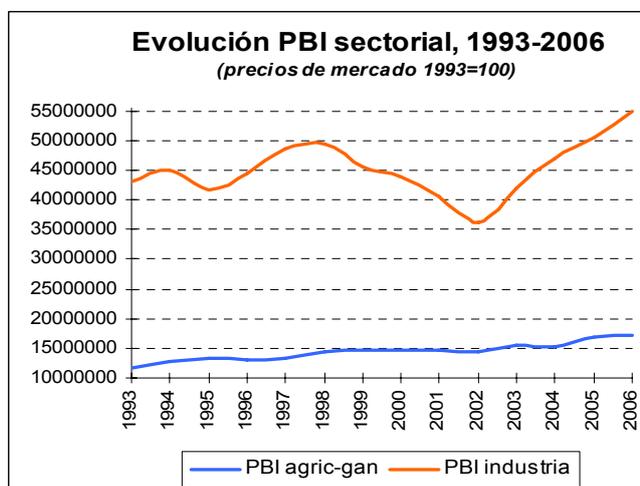
son de primera necesidad. Incluso, aún cuando la oferta de alimentos pudiera crecer, como el empleo crecía más rápido la oferta de alimentos por trabajador resultaba menor que antes (véase Kaldor, 1962, cap.IV).

Por otro lado, desde Kalecki (1956) puede afirmarse que existen mercados con mecanismos de formación de precios diferentes. Por un lado, los mercados de *precios flex*, en los que se transan productos con escasa posibilidad de diferenciación y la dinámica de precios resulta definida esencialmente por la demanda. Por otro lado, están los mercados de precios administrados (*precios fix*), donde las transacciones se efectúan bajo relaciones personalizadas de clientela y los oferentes son tomadores de cantidades y formadores de precio, por lo que los intercambios se realizan sobre la base de condiciones de oferta.



Fuente: Indec.

En tal contexto analítico resulta clara la presión inflacionaria como la exhibida en el gráfico. Dicha presión es puesta por los flex (alimentos) en la etapa abierta en 2002 y se origina en los cambios de la propia estructura productiva, como se aprecia en el gráfico que sigue, donde la brecha entre el crecimiento del PBI industrial respecto del PBI agropecuario es notoria a partir de 2002.



Fuente: Ministerio de Economía, Subsecretaría de política Económica.

Así, el alza de la ocupación generada por la expansión industrial aumenta el ingreso asalariado (aún con salarios casi constantes) y presiona sobre la oferta agropecuaria. En ese marco, se producen situaciones aparentemente paradójicas, ya verificadas en el pasado. Es el caso, por ejemplo, de la carne, cuya oferta depende en gran parte de las existencias y no solo no aumenta a corto plazo sino que incluso disminuye. La opción de los productores frente al alza del precio de la carne, originado por la devaluación, es incrementar la producción ganadera. Pero dado que el propio ganado es el medio de reproducción, el aumento de la producción requiere el previo aumento de las existencias, lo que a su vez requiere disminuir la faena. De tal modo, ante el aumento de precios los productores retienen mayor cantidad de unidades con destino a la reproducción, *reduciendo la oferta para consumo inmediato* (véase Diamand, 1973, 105).³⁴

³⁴ De esta paradoja se derivan dos observaciones. Una, de índole teórica, apunta al hecho de relativizar los análisis del sector como respondiendo a un mercado "competitivo" de oferta-demanda. Aquí, un aumento de precio conduce a una retracción de oferta. La segunda, de orden práctico, señala que la retracción de oferta no deriva de las retenciones que se aplican sobre las exportaciones y que reducen el precio efectivo del exportador –como aducen los representantes del sector agropecuario–, sino del *alza global del precio* de la carne.

Otra fuente de presión estructural es, sin dudas, la que estudió y formalizó Olivera. En el contexto del análisis de este autor, aparecen dos casos extremos (teóricos): el "*crecimiento equilibrado*", donde los diversos sectores crecen a la misma tasa y por tanto mantienen inalterada la estructura; y el "*estancamiento desequilibrado*", donde la reducción del output se produce a un ritmo sectorial desigual. En el primer caso, se daría ausencia de presión inflacionaria estructural, no así en el segundo, donde "la frustración del objetivo del crecimiento se vería acompañada del aumento estructural de los precios (Olivera, 1964, 328).

En este marco, surge como un rasgo determinante del proceso actual el hecho de que, aún con sus límites evidentes, la etapa abierta en 2002 aparece como un tímido y crudo principio de "reindustrialización", y replantea –aún con sus aspectos diferenciales- ciertos viejos temas relativos a los vínculos entre inflación y crecimiento típicos de la etapa sustitutiva.

Olivera, por ejemplo, sostenía que "un cambio desde un estancamiento (o declinación) balanceado hacia un crecimiento desequilibrado, lo que significa un mejoramiento por el lado del producto, afecta sin embargo la estabilidad de precios" (Olivera, 1964). Razonamiento que no deja de guardar cierta correspondencia con el pasaje de la convertibilidad (probablemente un régimen de "estancamiento balanceado") al régimen actual (quizás de "crecimiento desequilibrado"). Al respecto, una mirada rápida a la evidencia empírica ofrece una perspectiva sugerente de la medida del "cambio estructural" en curso.

Participación en el PBI sectores seleccionados (precios corrientes)

	Bienes	Agri-Gan	Pesca	Min y Can	Industria	Elect	Constr	Servicios
1993	32,5	5,0	0,2	1,5	18,2	1,9	5,7	61,1
1996	32,2	5,4	0,2	2,2	17,5	1,9	5,0	61,4
2001	29,8	4,3	0,3	2,5	16,1	2,4	4,3	65,1
2006	40,7	7,5	0,3	5,5	20,6	1,5	5,4	51,7

Fuente: Elaboración propia en base a Ministerio de Economía.

Se destaca el cambio de composición del PIB a favor de bienes y en detrimento de servicios, con un rol apreciable del sector industrial. Este *rápido cambio de estructura* (nótese el ritmo entre 2006-2001) *no puede dejar de traducirse en presiones inflacionarias*. Pero, al mismo tiempo, esta problemática se relaciona íntimamente con la restricción externa. Desde que el tipo de cambio es uno de los principales determinantes de la inflación en los países semi-industrializados, el control de la inflación supone algún ("*target*") meta de tipo de cambio el que, a su vez, depende de la evolución del balance de pagos. Como resume Barbosa:

"In other words, the stability of the inflation rate depends on the stability of the real exchange rate, which depends on the BoP constraint on the economy (...) the main lesson is that inflation targeting must be compatible with a stable competitive real exchange rate in order to be sustainable in the long run" (Barbosa, 2006).

6. Comentarios finales

La teoría estructuralista de la inflación distinguía dos componentes: por un lado, las presiones "estructurales" que surgían de los reajustes de precios relativos provenientes de desequilibrios sectoriales; por el otro, los "mecanismos de propagación" que transmitían las presiones inflacionarias al conjunto de la economía y llevaban a un aumento del nivel general de precios. El énfasis estructuralista se orientó inicialmente al primer componente y pareció derivar, como señala Lustig, "en una actitud complaciente frente a la inflación como un mal inevitable del desarrollo industrial tardío" (Lustig, 2000). El propio Olivera señalaba que "quizás la principal debilidad de la `escuela estructuralista` reside en sus prescripciones políticas" (Olivera, 1964, 331), demasiado confinada en el largo plazo y sin mayores respuestas en el corto plazo.

Uno de los intentos más importantes del llamado *neoestructuralismo* (el estructuralismo de los 70 y los 80) fue y es que no se pueden hacer recomendaciones de largo plazo, sin reconocer los problemas asociados a la *transición de un cambio estructural* y, por tanto, careciendo de respuestas para enfrentar los escollos relacionados con dicha transición. En particular, el neoestructuralismo reconoció firmemente que no puede haber política exitosa de largo plazo sin controlar el fenómeno inflacionario. Por tal razón, los análisis neoestructuralistas se concentraron en los "mecanismos de propagación" –el segundo componente de la teoría estructuralista de la inflación- y en el diseño de políticas apuntadas a generar estabilidad minimizando los costos en términos de crecimiento.

El Plan Austral fue el prototipo de este esquema de políticas. El "ajuste heterodoxo" se focalizó en eliminar los procesos "inerciales" y las pugnas distributivas mediante, por ejemplo, la congelación de precios y salarios. Sin embargo, el neoestructuralismo pareció agotarse en sus objetivos de corto plazo y terminó destilando un creciente escepticismo frente al uso del control estatal directo o indirecto para orientar el proceso de crecimiento.

Este escepticismo renace hoy en momentos en que el proceso de crecimiento en Argentina parece ir llegando a momentos claves: un punto en el cual hay que definir una estrategia frente a actores sociales y variables económicas claves. En lugar de dar cabida a un mayor rol estatal en la remoción de los "cuellos de botella" y para "contener" y/o "administrar" la presión inflacionaria, se apunta más bien a influir sobre las expectativas empresarias, tratando de no amedrentar a los *animal spirits*, a quienes se adjudica un rol clave en la convalidación del proceso a través de un alza de la inversión. Es el caso de Frenkel, por ejemplo, quien frente a la pérdida de capital que padecen los tenedores de bonos argentinos (por la intervención del Indec) y el mayor costo financiero que enfrenta ahora el país, sugiere que "debería observarse el comportamiento del mercado financiero como síntoma de un problema más amplio. Este mercado valora mucho la predictibilidad y la basa en la racionalidad del Gobierno (...) Debe considerarse que las consecuencias negativas de ser impredecible se extienden más allá del mercado financiero".³⁵ También sugiere que "es necesario que la política macroeconómica tome control de la evolución de la demanda nominal agregada"³⁶ y llega a proponer el encarecimiento del crédito para consumo de los sectores de clase media como medio para controlar la demanda "excesiva".

Ante este tipo de argumentos –aunque seguramente pronunciados desde un lugar más ortodoxo– se admitía que la existencia de tasas reales de interés negativas para los ahorristas "ha exacerbado el aumento en el consumo de bienes durables y de la construcción, aunque en el caso de los durables —en su mayoría importados— el aumento en la demanda no es necesariamente inflacionario, teniendo en cuenta la trayectoria declinante de los precios de los electrónicos a nivel internacional y la oferta "infinita" para Argentina. Sin complicaciones por el lado externo, no hay peligro de exceso de demanda inflacionaria a la vista".³⁷

No obstante, los argumentos neoestructuralistas del estilo de Frenkel intentan presentar las tensiones del crecimiento en un marco "amigable" para los *animal spirits*, debido al escepticismo reinante frente a una estrategia estatal de mayor intervención sobre lo que Curia denomina las "desconexiones" del crecimiento ("cuellos de botella", tensiones distributivas, etc).

Sin intervención pública a la vista, la acumulación de reservas destinada a sostener el tipo de cambio en niveles reales altos (lo que constituye en verdad solo una condición necesaria del crecimiento en economías restringidas por balance de pagos), se revela como un instrumento *poderoso pero insuficiente* para consolidar el proceso. Como escriben Polterovich, V. & Popov, V. (2002) respecto de la estrategia de acumulación de reservas:

"It is simple, if not to say primitive, *but this is exactly where its major strength lies*. It is available to all countries in all periods, even when other measures to boost economic growth are not feasible due to reasons of political economy or the need for a long time for the first dividends to be reaped. If there is nothing else to do in a country with numerous government failures and poverty and institutional traps, there is at least a chance to provide an efficient "big push" to economic development via accumulation of reserves by a central bank. Even the most inefficient and corrupt governments can use reserve accumulation as the last resort device to promote growth" (énfasis agregado).

Y conste que los autores no son contrarios a tal política. No casualmente dichas estrategias han sido relativamente exitosas en países como China u otros que emergieron tras la catástrofe económica y social que sucedió a la caída del bloque soviético. Aún así, tal estrategia, siendo "lineal" y "cruda" (en cuanto a su carencia de "compensaciones" y "mediaciones"), podría arribar a la meta del pleno empleo y poner en el centro de la escena el riesgo del *ciclo económico de origen político* que hace décadas estudiara Kalecki (1943). No se le escapa a Curia (2007) tal posibilidad. "En rigor es esta una cuestión muy delicada para el modelo competitivo productivo en marcha. No solo porque se plasma un pronunciado crecimiento (...) sino que la propia idea de desarrollo conlleva una determinada pretensión distributiva..." (p.117). Existe, como dice este autor aún sin perder su optimismo, un sensible riesgo de "sobredeterminación" del modelo vigente: debe conjugar la pretensión distributiva de los asalariados con un fuerte incentivo vía ganancias para disparar la inversión que, a su vez, debe tener un ritmo y una dirección adecuadas. Pero precisamente la debilidad reside en que toda esta necesidad de "coordinación" se confía a la buena predisposición de los *animal spirits* que, como se sabe, aún con las señales "adecuadas" constituyen más bien una variable aleatoria.

Una solución de otra índole sería del tenor de la propuesta por Marcelo Diamand en los años setenta, lo que suponía el establecimiento de tipos de cambio diferenciales para la industria y el campo, con una densa red de compensaciones que involucraban una fuerte presencia estatal. Sin decirlo, apuntaba a la consideración implícita de la producción de productos primarios *como si se tratara de bienes públicos*. Esto suponía y supone planificar tanto la producción como el abastecimiento y los precios internos de dichos bienes. Obviamente, esta política es mucho más compleja que la "unilineal" estrategia de acumulación de reservas vigente e implica un gran aparato de control y planificación con herramientas tales como precios controlados, cuotas a la exportación, subsidios sectoriales, etc. Supone, en suma, reflotar la idea de que el estado sea promotor del desarrollo mediante la planificación de la economía

³⁵ "El valor de ser predecible", Roberto Frenkel, La Nación, domingo 12 de Agosto de 2007.

³⁶ "Una política antiinflacionaria integral", Roberto Frenkel, La Nación, 24 de junio de 2007.

³⁷ "Las `críticas` a la política monetaria", Miguel Bein, Clarín, 11 de marzo de 2007.

a nivel estratégico tanto en el mediano y largo plazo, una concepción que se abandonó hace más de tres décadas por la crisis de modelo sustitutivo y que hoy debería ser relanzada sobre nuevas bases.

Referencias

- Alvarez-Ude, G.F. & Matesanz Gómez, D. (2005).- *Restricción de balanza de pagos y vulnerabilidad externa en la Argentina de los noventa. Un análisis de caso*, MPRA Paper No. 210, October 11, 2006.
- Angeriz, A. & Arestis, P. (2006).- *Has inflation targeting had any impact on inflation?*, Journal of Post Keynesian Economics / Summer 2006, Vol. 28, No. 4.
- Barbosa-Filho, N.H. (2006).- *Exchange Rates, Growth and Inflation*, October 14, 2006, mimeo.
- Bloch, H., Dockery, A.M., Morgan, C.W. & Sapsford, D. (2007).- *Growth, commodity prices, inflation and the distribution of income*, Metroeconomica 58:1 (2007) 3–44.
- Curia, E.L. (2007).- *Teoría del modelo de desarrollo de la Argentina. Las condiciones para su continuidad*, Galerna, Bs. As. 2007.
- Curia, E.L. (2006a).- *Metas de inflación y política monetaria. Enfoque 'canónico' y 'alternativo'*, Jornadas Monetarias y Cambiarias del Banco Central de la República Argentina. Junio de 2006.
- Curia, E.L. (2006b).- *Política monetaria de objetivos múltiples y no neutral en el largo plazo una reflexión a la luz del caso argentino*, Centro de Análisis Social y Económico (C.A.S.E.), CABA, 21 de setiembre de 2006.
- Curia, E.L. (2004).- *Macroeconomía del desarrollo. Ensayos sobre política monetaria y cambiaria e inflación en la Argentina*, Ediciones Realidad Argentina, Bs. As. 2004.
- Damill, M. (2006).- *Ahorro, inversión y superávits sectoriales: el escenario posterior a la crisis de 2001-2002*, CEDES, Buenos Aires.
- Diamand, M. (1973).- *Doctrinas económicas, desarrollo e independencia*, Editorial Paidós, Buenos Aires, 1973.
- Diamand, M. (1972).- *La estructura productiva desequilibrada argentina y el tipo de cambio*, Desarrollo Económico, 1972.
- Diamand, M. & Nochteff, H. (1999).- *La economía argentina actual. Problemas y lineamientos de políticas para superarlos*, Grupo Editorial Norma, Argentina, abril de 1999.
- Duménil G. & Lévi D. (1999).- *Being Keynesian in the short term and classical in the long term: The traverse to classical long-term equilibrium*, The Manchester School, 67(6), pp. 684-716.
- Escude, G., (2005).- *¿Quo vadis Argentina? Estrategia de desarrollo, tipo de cambio real y régimen de política monetaria y cambiaria*, BCRA, 30 de agosto de 2005.
- Fiorito, A. (2007).- *Piero Sraffa: la implosión de la economía neoclásica*, Colección Teoría Económica, Ediciones Cooperativa, marzo de 2007.
- Frenkel, R. & Rapetti, M. (2007a).- *Política cambiaria y monetaria en Argentina después del colapso de la convertibilidad*
- Frenkel, R. (2007b).- *La sostenibilidad de la política de esterilización*, Cedec, mimeo, abril de 2007.
- Frenkel, R. (2006).- *El esquema de inflation targeting y las economías en desarrollo*, Exposición en las Jornadas Monetarias y Bancarias del Banco Central de la República Argentina, 2006.
- Frenkel, R. (2005).- *Crédito a largo plazo, inversión y crecimiento económico*, Exposición en las Jornadas Monetarias y Bancarias del Banco Central de la República Argentina, 31 de mayo de 2005.
- Gerchunoff, P. (2006).- *Requiem para el stop and go*, UDTT, Fundación PENT

González, M. & Rodríguez, J. (2006).- "*El auge exportador y el sector agropecuario argentino*", mimeo (versión ampliada del trabajo publicado como "El boom exportador de la Argentina: ¿Qué hay de nuevo?", Notas de la Economía Argentina, núm. 1, CENDA, junio de 2006).

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

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

Kaldor, N. (1962).- *Ensayos sobre desarrollo económico*, Cento de Estudios Monetarios Latinoamericanos, México, 1962.

Kalecki, M. (1956).- *Teoría de la dinámica económica*, FCE, México, 1956.

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

Kosacoff, B. & Campanario, S. (2007).- *La revalorización de las materias primas y sus efectos en América Latina*, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), mayo, 2007.

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

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

Lustig, N. (2000).- *La CEPAL y el pensamiento estructuralista*, incluido en La Cepal en sus 50 años. Notas de un seminario conmemorativo, p.81-99, Cepal, Santiago de Chile.

Obrezkov, O., Sosunov, K. & Zamulin, O. (2005).- *Real Exchange Rate Targeting via Accumulation of Reserves: Inflationary Consequences*, Paper basado en la tesis de maestria de Oleg Obrezkov en la New Economic School, 2004.

Olivera, J.H. (1964). *On structural inflation and latin - American structuralism*, Oxford Economic Papers, New Series, Vol. 16, No. 3. (Nov., 1964), pp. 321-332.

Pasinetti, L. (1981).- *Cambio estructural y crecimiento económico*, Pirámide, Madrid.

Pasinetti, L., 2002.- *Una crisis strutturale*, Intervento al Forum dell´Economia di Saint Vincent, 18-19 Ottobre 2002.

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

Pollin & Zhu (2006).- *Inflation and economic growth. A cross-country nonlinear analysis*, Journal of Post Keynesian Economics / Summer 2006, Vol. 28, No. 4 593.

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

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

Rochon & Rossi (2005).- *Inflation Targeting, Economic Performance, and Income Distribution*, mimeo, October 21, 2005.

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

Schvarzer, J. (1998).- *Nuevas perspectivas sobre el origen del desarrollo industrial argentino (1880-1930)*, Buenos Aires, abril de 1998, mimeo.

Serrano, F. (2006).- *Mind the gap. Hysteresis, inflation dynamics and the sraffian supermultiplier*.

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

Seers, D. (1962).- *A theory of inflation and growth in under-developed economies based on the experience of Latin America*, Oxford Economic Papers, New Series, Vol. 14, No. 2. (Jun., 1962), pp. 173-195.

Steindl, J. (1979).- *Precios, costos y márgenes de ganancia*, incluido en *Economía Postkeynesiana*, selección de José Antonio Ocampo, p.103-128, FCE, México, 1988.

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

Thirlwall, A. P. (1979). *The Balance of Payments Constraint as an Explanation of International Growth Rate Differences*, en Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review, marzo, 45-55.