

voices

en el Fénix



ALTA INFLACIÓN EN ARGENTINA. REFLEXIONES SOBRE SUS ORÍGENES Y LAS RESPUESTAS POSIBLES

sumario

n°88

diciembre

2022

INFLACIÓN:
LA SALIDA VIRTUOSA
Cátedra Abierta "Plan Fénix"

SAÚL N. KEIFMAN INTRODUCCIÓN 8 **SAÚL N. KEIFMAN** ENTREVISTA A ROBERTO FRENKEL **12** **JULIO H.G. OLIVERA** ¿QUÉ ES LA INFLACIÓN ESTRUCTURAL? **24** **PABLO J. MIRA** REVISITANDO LOS COSTOS DE LA INFLACIÓN **28** **LUIS BLAUM** ARGENTINA, UNA ECONOMÍA INFLACIONARIA **36** **ARIEL DVOSKIN Y GERMÁN FELDMAN** ASPECTOS GENERALES Y ESPECÍFICOS DE LA INFLACIÓN ARGENTINA **44** **SAÚL N. KEIFMAN** LA INFLACIÓN ARGENTINA EN EL SIGLO XXI: ORÍGENES DEL FENÓMENO Y PROBLEMAS DE LA ESTABILIZACIÓN **50** **ALEJANDRO VANOLI Y NICOLÁS VANOLI LONG** LINEAMIENTOS DE UN PLAN DE ESTABILIZACIÓN EXITOSO: SÍNTESIS DE EXPERIENCIAS. INCENTIVOS Y PERSPECTIVAS **58** **ANDRÉS ASIAIN** ¿CÓMO FRENAR LA INFLACIÓN? **66** **ALBERTO MÜLLER Y HAROLDO MONTAGU** INFLACIÓN, UN TEMA IRRESUELTO **72** **GABRIEL PALAZZO, MARTÍN RAPETTI Y JOAQUÍN WALDMAN** PLANES DE ESTABILIZACIÓN EN AMÉRICA LATINA: ¿QUÉ DISTINGUE A LOS CASOS EXITOSOS? **78**

AUTORIDADES UBA

Rector

Ricardo Jorge Gelpi

Vicerrector

Emiliano Yacobitti

AUTORIDADES FCE

Decano FCE

Ricardo J.M. Pahlen

Vicedecano

César Humberto Albornoz

Consejeros Docentes

Alberto Edgardo Barbieri
Inés Mercedes García Fronti
María Alejandra Metelli
Ana María Campo
José Luis Giusti
Emiliano Yacobitti
María Teresa Casparri
Andrés Flavio López

Consejeros Estudiantes

Lucille Levy
Martín Roel
Martina Sarraf
Alex Vargas

SECRETARÍA DE EXTENSIÓN UNIVERSITARIA, BIENESTAR ESTUDIANTIL Y DESARROLLO SUSTENTABLE

Carlos Jara

SUPLENTES

Nicolás Gutierrez
Mara Troncoso
Ezequiel Escobar
Cecilia Aguiar

SECRETARÍA DE RESPONSABILIDAD SOCIAL, EMPRENDEDORES E INNOVACIÓN

Andrea Zaidel

SUPLENTES

César Humberto Albornoz
Mariana Gloria Barreña
Andrea Carolina Calello
Patricia Bonatti
Ricardo J. M. Pahlen
Walter Fabián Carnota
María Inés Barbero
Guillermo Enrique Ragazzi

SECRETARÍAS: SECRETARÍA ACADÉMICA

Gustavo Montanini

SECRETARÍA DE RELACIONES ACADÉMICAS INTERNACIONALES, NACIONALES Y MUNICIPALES

Juan Francisco Nosiglia

SECRETARÍA DE INVESTIGACIÓN

Adrián Ramos

SECRETARÍA DE GRADUADOS

Rubén Arena

ESCUELA DE NEGOCIOS Y ADMINISTRACIÓN PÚBLICA

Catalino Nuñez

SECRETARÍA DE TRANSFERENCIA DE GESTIÓN E INNOVACIÓN DE TECNOLOGÍAS

Alejandro Burgos

Consejeros Graduados

Rubén Arena
Jeniffer Cirolini
Luis Alberto Cowes
Sofía Caraballo

SECRETARÍA DE DOCTORADO Y POSDOCTORADO

María Teresa Casparri

SECRETARÍA DE RELACIONES INSTITUCIONALES

Omar Quiroga

SUPLENTES

Ana María Cristina Iglesias
Daniel González
María Fernanda Inza
Juan Manuel Oro

SECRETARÍA GENERAL

Pablo Rota

SECRETARÍA DE HACIENDA Y ADMINISTRACIÓN

Fabián Famá

Voces en el Fénix
es una publicación
del Plan Fénix

ISSN 1853-8819

Registro de
la propiedad
intelectual en
trámite.



Los artículos
firmados expresan
las opiniones
de los autores
y no reflejan
necesariamente
la opinión del
Plan Fénix ni de
la Universidad de
Buenos Aires.

staff

DIRECTOR
Alberto Cimadamore

COMITÉ EDITORIAL
José Miguel Amiune
Ricardo Aronskind
Alfredo Calcagno
Ricardo Koss
Oscar Oszlak
Fernando Porta
Alejandro Rofman
Mariana Vázquez

COORDINACIÓN
TEMÁTICA
Saúl N. Keifman

SECRETARIA DE
REDACCIÓN
Wanda Fraiman

COORDINACIÓN
Paola Severino

SITIO WEB
Erica Sermukslis

DISEÑO EDITORIAL
Martín Marpons

CORRECCIÓN
Claudio M. Díaz

FOTOGRAFÍA
Sub [Cooperativa de
Fotógrafxs]

AUDIOVISUAL
Pablo Martínez
Nicolás Cerezo

Córdoba 2122, Facultad de Ciencias Económicas, Universidad de Buenos Aires. C.A.B.A.
Teléfono 5285-6819. <https://vocesenelfenix.economicas.uba.ar> / voces@vocesenelfenix.com



INFLACIÓN: LA SALIDA VIRTUOSA

Cátedra Abierta "Plan Fénix"
Facultad de Ciencias Económicas
Universidad de Buenos Aires



La inflación es un proceso recurrente en la historia argentina, aunque discontinuo en sus manifestaciones; en el último medio siglo, el país atravesó desde picos hiperinflacionarios hasta períodos de muy bajo crecimiento de los precios, cuando no deflacionarios. Hoy día asistimos a ritmos que fueron creciendo, hasta situarse en valores próximos al 100% anual. Esta dinámica de suba de precios no es admisible, porque afecta el funcionamiento de la economía y porque se traduce en cifras inaceptables de pobreza y desigualdad. La inflación es ante todo un proceso por el cual se redistribuyen ingresos en favor de quienes tienen más capacidad o poder de mercado.

Las usinas del pensamiento convencional aducen que la salida de una espiral inflacionaria demanda disciplinamiento, lo que se logra con medidas de carácter recesivo. La suba de precios



(acompañada o no por un desborde monetario) suele ser interpretada como una suerte de “rebelión” ante el “orden” que debería imponer la operación “normal” del mercado, orden al que debe someterse el Estado. La recesión impondría este disciplinamiento y reduciría las presiones sobre la demanda, al tiempo que contendría las demandas salariales, mitigando la espiral precios-salarios.

Desde el Plan Fénix entendemos que el proceso inflacionario no debe imputarse a la mera incapacidad o indisciplina de la gestión pública. Refleja antes que nada un conflicto distributivo, conflicto no limitado a la clásica oposición entre empresarios y trabajadores, sino que comprende a la generalidad de los actores que fijan precios, a fin de preservar sus posiciones en el mercado. No se trata de un mero fenómeno en el plano de lo monetario, producto de incontinencia fiscal, más allá de que este plano debe ser contemplado.

El diagnóstico monetarista brinda una solución inmediata, que es combatir la inflación por la vía mencionada de la contención de la demanda; esto deriva de un diagnóstico centralmente monetarista. Aun si se aceptara que existe una puja distributiva que presiona sobre los precios, la capacidad gubernamental de intervención es percibida como limitada. Por lo tanto, la única herramienta siempre disponible es la vía monetaria y fiscal. Así lo que vemos estos días, a nivel mundial: ante una suba de precios de *commodities* producto de la guerra ruso-ucraniana, la única respuesta es, una vez más, el torquete monetario.

La historia y la teoría económica nos advierten que una receta monetarista aplicada cuando las principales causas de la infla-

ción provienen del lado de los costos y precios internacionales puede conducir a una estanflación. Y entonces las restricciones monetarias solo garantizarían mayores niveles de pobreza y exclusión, sin afectar decisivamente el curso inflacionario.

En el caso de la Argentina, la actual espiral de precios poco se compadece con las condiciones macroeconómicas. Mientras que el déficit fiscal primario muestra valores negativos y decrecientes que resultan financiados, la cuenta corriente externa comenzó a registrar nuevamente saldos positivos. Asimismo, la deuda pública con tenedores privados y con el FMI ha sido refinanciada, y presenta perfiles relativamente sostenibles, aunque no exentos de los riesgos que conlleva la actual volatilidad financiera. La actividad productiva, a su vez, se mantiene en niveles elevados, en términos históricos. No faltan desafíos para el mediano plazo, sin duda, entre los que deben contabilizarse la necesidad de refinanciamiento; pero el horizonte en el corto plazo no justifica temores de una crisis.

Existe sí una demanda de divisas para dolarizar carteras y excedentes muy sostenida, así como también una clara acumulación de *stock* de importaciones de insumos y bienes de capital, por la expectativa de devaluación (reflejada, entre otros factores, en las brechas cambiarias). Este factor incentiva alzas precautorias de precios, siendo probablemente la causa de mayor importancia hoy día del alza de precios.

Se trata de un entrampamiento en el que ha caído una y otra vez la Argentina y del que debe salir. Una devaluación con impacto contractivo significará que el grueso del sacrificio recaerá sobre las mayorías, en un país donde la pobreza alcanza proporciones elevadas; y, como hemos visto en el



pasado, se traducirá en el corto plazo en una brutal aceleración del proceso inflacionario, a la vez que la contracción de la actividad económica significará el agravamiento de la ecuación fiscal, por pérdida de recaudación. Es de esperar que los actores responsables, tanto del gobierno como del sector privado y aun de la oposición, sepan encauzar los acontecimientos, a partir de un diagnóstico acertado acerca de la naturaleza de la espiralización de precios. Se trataría de una salida virtuosa.

Pero si esto no fuera viable –por la falta de lucidez propia de perspectivas cortoplacistas– solo quedará la vía contractiva. Si tal fuera la opción, es imperioso adoptar medidas para que el costo de la contracción que acarrea la medicina monetarista recaiga sobre los sectores con capacidad para soportarlo, en cuanto principales beneficiarios del reciente curso de los acontecimientos. Experiencias pasadas muestran la eficacia, por ejemplo, de devaluaciones parcialmente compensadas, que permitieron a la vez evitar el impacto sobre los ingresos de los sectores menos favorecidos y consolidar la posición fiscal; esto incluyó en algunos casos gravar en forma extraordinaria las ganancias emergentes del salto en el tipo de cambio. Las esperables resistencias que pueden concitar estas políticas deberán ser enfrentadas con decisión, desde la perspectiva de las mayorías y la de la razón. Porque la razón dicta que los esfuerzos deben ser condignos a las capacidades.

La política de contención de la inflación no debe ser el argumento para un disciplinamiento social regresivo. No es equitativo ni beneficioso, como ha mostrado una y otra vez la historia argentina.



INTRODUCCIÓN

LA INFLACIÓN ARGENTINA: CAUSAS, COSTOS Y SOLUCIONES POSIBLES

por SAÚL N. KEIFMAN

La inflación es un flagelo que ha azotado a la sociedad argentina por más de seis décadas. La hemos conocido en todas sus formas: baja, moderada, alta e híper. En varias ocasiones, especialmente cuando se acelera, ha erosionado ahorros y desalentado la inversión, perjudicando el crecimiento, ha castigado los ingresos reales de asalariados, jubilados y pensionados, y ha deteriorado las finanzas públicas realimentando a su vez el fenómeno.

El diseño e implementación de estrategias de desarrollo consistentes se han visto dificultados por los problemas mencionados, la concentración de las energías de los gobiernos en la atención de las urgencias de la coyuntura y el uso frecuente de instrumentos que funcionan en el corto plazo para bajar la inflación pero comprometen las perspectivas de la economía en el largo plazo.

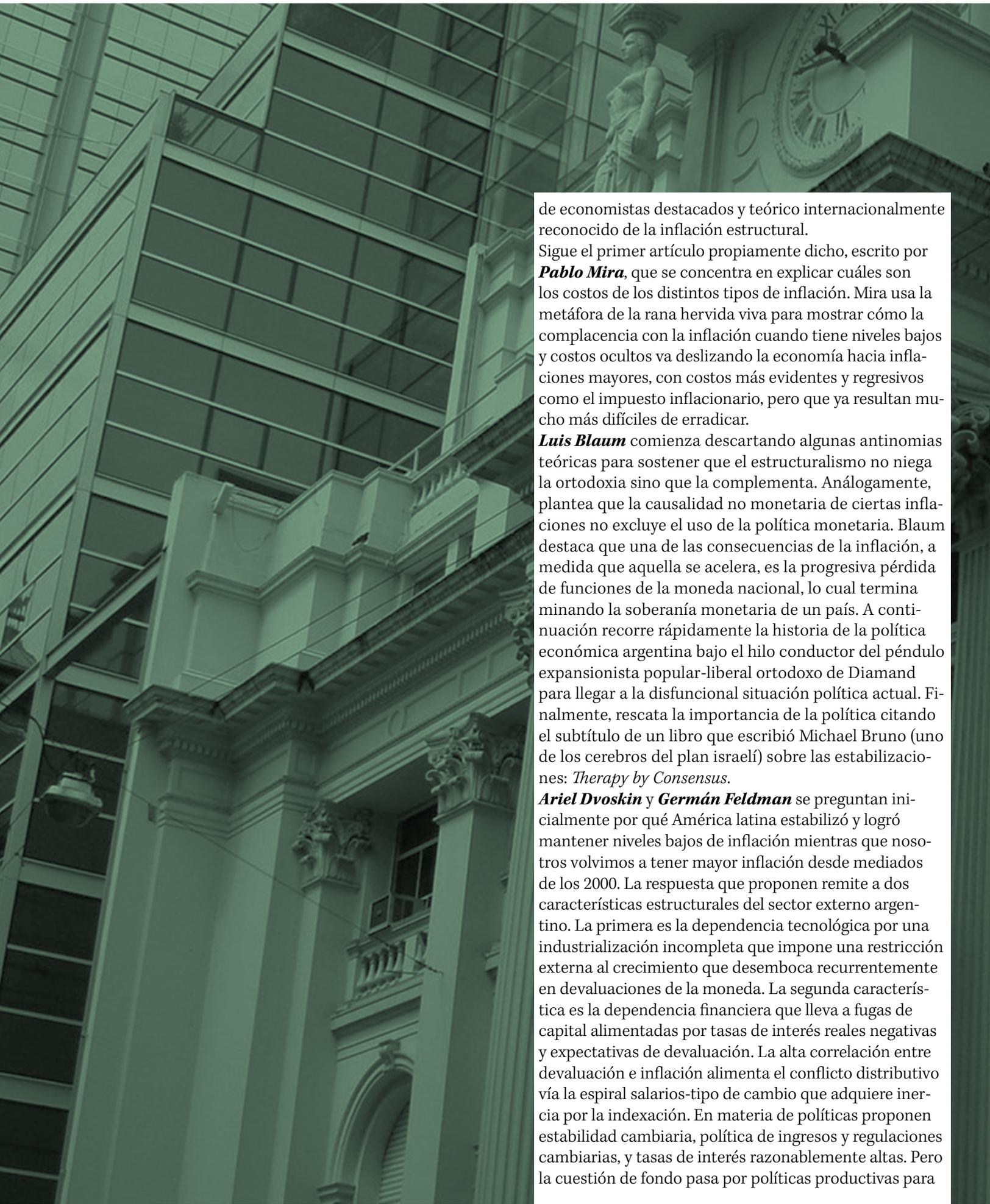
Gobiernos civiles y dictaduras militares, enfoques gradualistas y de *shock*, planes heterodoxos y ortodoxos, políticas integrales y parciales, han fracasado. La excepción confirma la regla porque la década de estabilidad de precios de la Convertibilidad generó un desempleo sin precedentes y se basó en un régimen insostenible que, herido por una sucesión de perturbaciones externas negativas, condujo a una depresión económica que culminó con su implosión. La notable recuperación económica luego de la traumática salida de la Convertibilidad se logró con baja inflación. Sin embargo, el flagelo no tardó en reaparecer.

El repaso de nuestra historia podría llevar al fatalismo. Sin embargo, tal visión no se justifica. Otros países de América latina que sufrieron procesos inflacionarios e hiperinflacionarios similares a los de la Argentina han logrado doblarla. Nosotros mismos lo habíamos logrado. Sin duda, una estrategia antiinflacionaria requiere de consenso social y político para poder obtener un éxito perdurable, pero esta es una condición necesaria y no suficiente. Vale la pena entonces indagar en las causas de la reaparición de la inflación, estudiar sus consecuencias económicas y sociales, y debatir qué soluciones podrían aplicarse para dominarla. Es lo que nos proponemos en los textos reunidos en este número.

Comenzamos con una entrevista a **Roberto Frenkel**, académico de reconocimiento internacional, uno de los más importantes macroeconomistas de América latina, el mayor estudioso de la inflación argentina y uno de los cerebros detrás del Plan Austral. Frenkel empieza

señalando los límites de la ciencia económica para hacer proyecciones en un mundo caracterizado por los cambios en la conducta de los trabajadores inducidos por la pandemia y traza un paralelismo con los que se dieron hace un siglo, después de la Primera Guerra Mundial y la gripe española, y que los llevaron a resistir la caída de sus salarios reales. Por tal razón, el entrevistado se muestra escéptico respecto de la capacidad de los bancos centrales de combatir las presiones inflacionarias que dejó la pandemia y que fueron potenciadas por la guerra entre Rusia y Ucrania. A continuación relata cómo surgió su interés por el problema de la inflación cuando fue funcionario del gobierno de la Unidad Popular en Chile. Las políticas fiscal y monetaria fuertemente expansivas combinadas con estrictos controles de precios crearon desabastecimientos generalizados y profundos desequilibrios que desembocaron en una explosión inflacionaria creando un terreno propicio para el sangriento golpe militar de Pinochet. Luego explica qué es un “régimen de alta inflación”, un concepto “sociológico” según sus palabras y una de sus contribuciones más importantes. Sigue después una rica discusión sobre la importancia del grado de sincronización de los contratos en el diseño de los planes de estabilización, y de las características de las experiencias de estabilización de Brasil, Chile y Colombia, que las distinguen de las estrategias de metas de inflación. Frenkel atribuye el regreso de la inflación en la Argentina al aumento de los precios internacionales de los alimentos y, especialmente, a aumentos salariales superiores a la suma del incremento de la productividad y la inflación pasada, que se dieron por la incertidumbre respecto de la inflación verdadera en el período de intervención del INDEC. Finalmente, plantea la gran dificultad de elaborar un plan de estabilización en la Argentina por la incertidumbre política actual que se refleja en la altísima prima de riesgo país, y enfatiza la necesidad de contar con un Banco Central independiente, plural e idóneo, y el imperativo de pensar un plan con amplio consenso que se adecue a características propias de nuestro país como el bimonetarismo y el sindicalismo.

El número continúa con un recuadro integrado por un conjunto de citas que resumen las ideas principales sobre la inflación de **Julio H.G. Olivera**, uno de los economistas académicos más importantes que dio la Argentina, padre de la carrera de Economía en la Universidad de Buenos Aires, maestro de varias generaciones



de economistas destacados y teórico internacionalmente reconocido de la inflación estructural.

Sigue el primer artículo propiamente dicho, escrito por **Pablo Mira**, que se concentra en explicar cuáles son los costos de los distintos tipos de inflación. Mira usa la metáfora de la rana hervida viva para mostrar cómo la complacencia con la inflación cuando tiene niveles bajos y costos ocultos va deslizándose la economía hacia inflaciones mayores, con costos más evidentes y regresivos como el impuesto inflacionario, pero que ya resultan mucho más difíciles de erradicar.

Luis Blaum comienza descartando algunas antinomias teóricas para sostener que el estructuralismo no niega la ortodoxia sino que la complementa. Análogamente, plantea que la causalidad no monetaria de ciertas inflaciones no excluye el uso de la política monetaria. Blaum destaca que una de las consecuencias de la inflación, a medida que aquella se acelera, es la progresiva pérdida de funciones de la moneda nacional, lo cual termina minando la soberanía monetaria de un país. A continuación recorre rápidamente la historia de la política económica argentina bajo el hilo conductor del péndulo expansionista popular-liberal ortodoxo de Diamand para llegar a la disfuncional situación política actual. Finalmente, rescata la importancia de la política citando el subtítulo de un libro que escribió Michael Bruno (uno de los cerebros del plan israelí) sobre las estabilizaciones: *Therapy by Consensus*.

Ariel Dvoskin y **Germán Feldman** se preguntan inicialmente por qué América latina estabilizó y logró mantener niveles bajos de inflación mientras que nosotros volvimos a tener mayor inflación desde mediados de los 2000. La respuesta que proponen remite a dos características estructurales del sector externo argentino. La primera es la dependencia tecnológica por una industrialización incompleta que impone una restricción externa al crecimiento que desemboca recurrentemente en devaluaciones de la moneda. La segunda característica es la dependencia financiera que lleva a fugas de capital alimentadas por tasas de interés reales negativas y expectativas de devaluación. La alta correlación entre devaluación e inflación alimenta el conflicto distributivo vía la espiral salarios-tipo de cambio que adquiere inercia por la indexación. En materia de políticas proponen estabilidad cambiaria, política de ingresos y regulaciones cambiarias, y tasas de interés razonablemente altas. Pero la cuestión de fondo pasa por políticas productivas para

aumentar las exportaciones y sustituir importaciones, lo cual lleva tiempo y trasciende a un gobierno. “No hay recetas mágicas”, concluyen.

Saúl Keifman propone que en el período 2003-2015 se dieron los tres tipos de inflación. Inicialmente, inflación estructural por el aumento de los precios internacionales de los alimentos; luego, inflación por puja distributiva, y finalmente, inflación de demanda por el gran aumento del déficit fiscal. El uso del tipo de cambio y las tarifas de servicios como ancla en este período incubó una nueva ronda de inflación estructural que se manifestó en los ajustes nominales implementados en 2015-2019 potenciados por la crisis de un innecesario endeudamiento público externo, que terminaron por elevar la inflación. El gran salto del déficit fiscal provocado por la pandemia y financiado con emisión por la falta de acceso al mercado, el impacto de la guerra y la crisis política interna, generaron alta inflación. La corrección del desequilibrio fiscal es condición necesaria de la desinflación, pero debe combinarse con políticas de ingreso para evitar que la inercia la haga fracasar. El artículo discute finalmente las condiciones, ventajas y desventajas de los planes de estabilización de tipo *shock* y gradualistas.

Alejandro Vanoli y **Nicolás Vanoli Long** comparan inicialmente el Plan Austral, la Convertibilidad y la política económica de Lavagna, experiencias que combinaron ortodoxia y heterodoxia, identificando fortalezas y debilidades. Luego de años de crecimiento retorna la restricción externa en 2010 por la suba de las importaciones de energía, la posterior caída de las exportaciones y las restricciones por los fondos buitres, que llevan a restricciones cambiarias. Actualmente, entramos a un régimen de alta inflación por la caída de reservas, las expectativas de devaluación, la falta de credibilidad en un plan económico consistente, y la suba de precios internacionales. Para bajar la inflación se requiere un plan integral que ataque todas las causas simultáneamente, las ortodoxas y las heterodoxas; de carácter gradual mientras se acomodan los precios relativos, con un acuerdo político, económico y social. Concluyen que se debe generar un consenso de que el crecimiento sostenible exige evitar la acumulación de desequilibrios externos y fiscales, pese a los costos de corto plazo.

Andrés Asiain comienza señalando los problemas que genera la indexación, tales como la inercia inflacionaria, el acortamiento de los contratos y la incertidumbre. El fracaso de las políticas antiinflacionarias ortodoxas (emi-

sión cero y drástico ajuste fiscal) de Macri y heterodoxas (planchar tipo de cambio y tarifas, anclaje de paritarias) se debe a que no atacaron la inercia. Propone en consecuencia un congelamiento temporal de los principales precios (tipo de cambio, alquileres y tarifas) en los meses de negociación de las paritarias para reducir el componente inercial.

Alberto Müller y **Haroldo Montagu** expresan inicialmente que lo fiscal, lo cambiario, la estructura productiva y de ingresos, y no solo lo monetario, han operado en la determinación de la inflación argentina. Agregan que la dolarización de las carteras también ha influido. Destacan que los factores no monetarios como la puja distributiva, la rigidez a la baja de los precios y las expectativas autorrealizadas no son fáciles de manejar desde el punto de vista de la formulación de políticas. Señalan que para controlar la inflación el sendero de los precios clave de la economía (salarios, tipo de cambio, tasa de interés, precios regulados) debe ser sustentable y consistente con el crecimiento económico, lo cual no puede quedar librado a los mercados. Advierten que el Estado debe intervenir para evitar que la corrección de ciertos precios clave perjudique a los sectores de menores ingresos. Concluyen afirmando que combatir la inflación no monetaria demanda un Estado fuerte con solvencia fiscal y externa, y un abordaje integral.

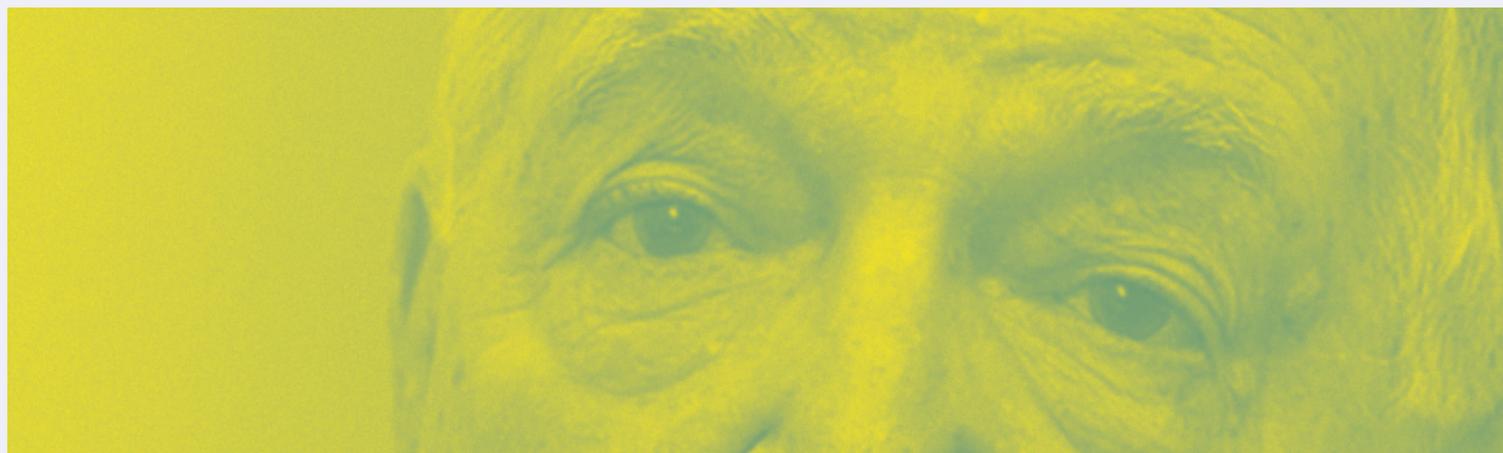
Gabriel Palazzo, **Martín Rapetti** y **Joaquín Waldman** resumen un trabajo de investigación basado en el análisis de 50 planes de estabilización implementados en América latina desde 1970 hasta 2020. La alta inflación es perjudicial para el crecimiento económico y se requiere un plan de estabilización para ir a un régimen de baja inflación. Los principales hechos estilizados que surgen del estudio son los siguientes. Primero, estabilizar es difícil, la mayoría de los planes fracasan. Segundo, el orden fiscal es indispensable pero no es condición suficiente; el anuncio de anclas y políticas de ingreso son importantes. Tercero, la probabilidad de éxito aumenta con cuentas externas más robustas. El éxito inicial va acompañado de apreciación real de la moneda, aunque no se use el tipo de cambio como ancla nominal, lo cual deteriora la cuenta corriente. Los casos exitosos partieron de superávit en la cuenta corriente evitando crisis cambiarias que terminarían con el plan. Reducir gastos no es seductor desde el punto de vista electoral, pero se estabiliza para crecer. Los países que estabilizan estaban estancados y luego lograron volver a crecer.

ENTREVISTA A ROBERTO FRENKEL

ROBERTO FRENKEL es investigador titular del CEDES, profesor de la UBA y director del Programa en Mercado de Capitales (UBA, Bolsa de Comercio, Merval). También es profesor de la Maestría en Economía (UBA) y de posgrado de la UTDT (PK) y de la Universidad de Pavia (Italia). Es miembro del Consejo Académico del CEFIDAR (Argentina), del Group of Advisers del PNUD (Nueva York) y del Board de UNU-WIDER (Universidad de Naciones Unidas). Forma parte de Initiative for Policy Dialogue de la Universidad de Columbia (Nueva York, EE.UU.) y es investigador asociado del CEPR (Washington, EE.UU.) y del IEPI, Laurentian University (Canadá).

por SAÚL N. KEIFMAN





1. Los límites de la ciencia económica y el desafío de la inflación actual

RF: –Voy a hacer una presentación en España empezando por este tema. Uno no debe olvidar que nuestro único material de conocimiento es el momento que vivimos y el pasado, por lo tanto, nuestro conocimiento es histórico, y que para usar esa experiencia los economistas necesariamente suponemos que las estructuras que nos dedicamos a develar permanecen en el tiempo. En general es válido el supuesto de que podemos usar la historia para analizar el presente y hacer proyecciones del futuro, pero a veces no. En el caso de la economía hablamos del funcionamiento de los mercados y del sistema capitalista. Pero el sistema capitalista ha cambiado mucho con los años. Por ejemplo, algunas de las relaciones fundamentales que han cambiado en la historia son las relaciones del trabajo. Un premio Nobel, [John] Hicks¹, dice que la macroeconomía es una forma de historia y observó algo muy revelador. Dice que la Primera Guerra Mundial cambió las relaciones sociales, las relaciones del trabajo. La gente que volvió de la guerra con todos los sufrimientos, las muertes, los sacrificios de cuatro años de una guerra horrosa, la primera guerra de masas que se libraba en el mundo, inauguró una nueva forma de funcionamiento que se llama *real wage resistance*, no querían que le cayera el salario real. Pero no menciona Hicks, qué curioso, que no es solo la guerra, porque

hubo una epidemia de gripe española que se llevó 18 millones de personas y mató más gente que la guerra. Entonces la gripe española que trajeron los soldados tuvo también un impacto. Uno recién lo imagina, después de ver el impacto del Covid. Hasta que uno no vive una pandemia es difícil imaginar qué es una pandemia, el temor a la muerte que genera y los cambios de conducta a que lleva. Ahora vivimos una época similar.

SK: –¿Te referís a la Gran Renuncia en Estados Unidos?

RF: –La pandemia afecta porque es muy prolongada, y todavía los efectos se sienten en China, en Europa y en nuestro país. Produce un *shock* de oferta por los efectos de la enfermedad, del aislamiento y de las dificultades para transportar, que lleva primero a un exceso de demanda de bienes mientras se da una caída brutal en la demanda de servicios, y al final de la pandemia lleva a un exceso de demanda de servicios todavía sometidos a restricciones de oferta. Luego viene la guerra que restringe la oferta de combustibles y alimentos elevando sus precios, que se suma a los efectos sobre la oferta de trabajo. En el momento en que hay un aumento en la demanda de bienes y restricciones de la oferta por los problemas que sigue teniendo China, en Estados Unidos hay mucha gente que no quiere volver al trabajo asalariado...

SK: –O no quiere volver en las condiciones en que estaba. En servicios las condiciones de trabajo en Estados Unidos son muy malas, salarios muy bajos...

1. John Hicks, economista británico de orientación nekeynesiana, recibió el premio de Nobel de Economía en 1972 por sus contribuciones a la microeconomía y la macroeconomía.



RF: –Claro, exactamente, están subiendo los salarios en servicios. Ahora entonces nos encontramos con este fenómeno de la inflación mundial. Desde que tuvo éxito la política antiinflacionaria de [Paul] Volcker² (con gran sacrificio de empleo), decimos que en el mundo se dio la *Great Moderation* [Gran Moderación]³ y empezamos a ver que los bancos centrales han sido exitosos en encajonar las expectativas de inflación en 2 por ciento anual. ¿Pero qué quiere decir que los salarios se ajusten ahora de acuerdo a la expectativa del 2 por ciento cuando la inflación está subiendo al 5, al 6, al 7, al 8, 8 y pico? Quiere decir que el salario real cae, ¿no es cierto? El argumento que dice que el salario real tiene que caer, en el caso de los combustibles es válido porque cuando sube el precio de los combustibles afecta la inversión y el consumo de toda la economía, el ingreso nacional cae y cae el ingreso de todos los agentes, somos más pobres en términos de energía. Ahora el argumento es menos válido en el caso de los alimentos porque el efecto de un aumento del precio de los alimentos no es sobre toda la economía, el efecto es bastante diferente según la distribución del ingreso porque la proporción de alimentos en la canasta de consumo de las personas de menor ingreso es mucho mayor que la de los millonarios. Sube 7 por ciento la inflación en Inglaterra y hay huelga de los camioneros que piden un 7 por ciento compensatorio, o sea que quieren indexarse al nivel general de precios y mantener el salario real: *real wage resistance*. El argumento de que los aumentos salariales

no deberían superar la expectativa de inflación de 2 por ciento más el aumento de la productividad porque el salto inflacionario sería transitorio y solo habría que mirar la *core inflation* [la inflación núcleo que excluye las *commodities* por su volatilidad] es válido en el caso de los combustibles [fósiles] porque tienen sustitutos, pero en el caso de los alimentos no es tan claro porque no tienen sustitutos y han empezado a subir hace veinte años en buena medida por el desarrollo de China. Lo que estoy diciendo es que hay un fenómeno nuevo y eso habla de una limitación de los economistas para saber cómo va a seguir esta historia.

SK: –Pero además la incertidumbre de no saber cuánto va a durar la guerra...

RF: –Eso agrega. El argumento de que no hay que ajustar los salarios [con la inflación] porque el cambio de los precios de los alimentos y la energía es transitorio no sé si va a calar entre los asalariados por esta nueva forma de *real wage resistance*.

SK: –Lo que estás haciendo de alguna manera es un ejercicio de modestia en el sentido de las limitaciones que tenemos.

RF: –¡Obvio! Hicks dice que la demanda de dinero que él no llama *liquidity preference* [preferencia por la liquidez] sino *flexibility preference* [preferencia por la flexibilidad] aumenta con la incertidumbre porque no sabés para dónde tenés que correr. Ahora esa preferencia por la flexibilidad hoy está muy acentuada por el tema de la guerra Rusia-Ucrania que está siempre al borde de involucrar a todo el mundo. Y ahora alrededor de Zaporíyia, se están tirando alrededor de la planta nuclear. Eso no es menor y tiene que afectar las decisiones de consumo e inversión. ¿Cómo cambiás el consumo si pensás que el mundo se acaba mañana? ¿Cuál es tu prioridad hoy? Ese es el efecto, ¿para qué voy a perder el tiempo si me puedo morir en cualquier momento tanto sea por la guerra o por la pandemia? [John Maynard] Keynes (1937) pone la guerra como ejemplo de la incertidumbre. ¿Qué es incertidumbre? No podés tomar todas las guerras que hubo y decir “la duración media es tanto, la varianza es tanto y la distribución es normal”, no funciona así. Entonces, yo no tengo por qué suponer que la inflación va a caer en Estados Unidos, que es la inflación que importa, porque el 80 por ciento de las transacciones mundiales se hacen en dólares.⁴

2. La experiencia de la Unidad Popular⁵ en Chile y el inicio del interés por la inflación

SK: –Me gustaría que contaras cómo empezaste a interesarte por la inflación, qué ocurrió cuando eras funcionario del gobier-

2. Presidente de la Reserva Federal de Estados Unidos entre 1979 y 1987, redujo la inflación anual desde un 13 por ciento en 1979 a un 3 por ciento en 1983.

3. Nombre con el que se conoce el período de baja inflación y menores fluctuaciones cíclicas desde mediados de los años 1980 hasta el 2007.

4. Para una exposición sistemática de las ideas de esta sección véase Frenkel (2022).

5. Coalición de izquierda que se propuso implementar la “vía chilena al socialismo”. Estaba integrada por el Partido Socialista, el Partido Comunista, el Movimiento de Acción Popular Unitaria, la Acción Popular Independiente y el Partido Social Demócrata.

no de Salvador Allende⁶. Me parece importante que cuentes esta historia porque sos un economista de formación keynesiana, heterodoxa, y el tema de la inflación es un tema que no ha sido tomado muy en serio por muchos economistas de orientación heterodoxa.

RF: –Tenés razón, buen punto, pero antes de eso en realidad hubo bastante trabajo de inflación en el mundo hecho por keynesianos. El keynesianismo en general llegó a la conclusión de que el núcleo es el mercado de trabajo y es la síntesis de los modelos modernos que se usan hoy. Por ejemplo, en el modelo de la Reserva Federal, el mercado de trabajo es el centro porque la curva de Phillips aumentada [por expectativas] es eso. No en la izquierda, que no es lo mismo que los keynesianos.

SK: –Tenés razón.

RF: –Y esa incomprensión tremenda de la gente de la izquierda es lo que ha costado muchas cosas, porque la motivación de las nacionalizaciones, empezando por la propia Unión Soviética y después en Cuba, es el descontrol de precios y es por controlar precios que Cuba terminará nacionalizando hasta los quioscos cuando el problema de la inflación era la demanda y la oferta. Y eso lo sé porque cuando yo trabajaba en Chile muchos de los funcionarios que conocí en [el ministerio de] Economía habían estado en Cuba. Y conversando con ellos empecé a preocuparme, empecé a ver cómo ante el exceso generalizado de demanda que había por la política fiscal, la política monetaria, por la incertidumbre que generaban las tomas de fábricas por el MIR [Movimiento de Izquierda Revolucionaria]⁷, por parte de los socialistas compitiendo con el MIR para ver quién azuzaba más a los trabajadores para nacionalizar fábricas que la Unidad Popular no había incluido originalmente en el área de “propiedad social”, la lista de empresas a ser estatizadas. Yo era profesor de la Universidad Católica y entré a trabajar en Odeplan (Oficina de Planificación) porque hacía modelos matemáticos. Me vinculé con el equipo de la Unidad Popular a través del MAPU [Movimiento de Acción Popular Unitaria]. Yo era conocido por la gente de la CEPAL⁸ porque había hecho trabajo econométrico con [Oscar] Varsavsky⁹. La gente de CEPAL fue el equipo técni-

co de la Unidad Popular. En Odeplan hacía modelos que nadie usaba y después me fui al ministerio [de Economía] a trabajar con [Pedro] Vuskovic. Ahí empecé a ver escaseces y un tipo de inflación que no es la que tuvimos acá [en los últimos años]. Lo de [Guillermo] Moreno era un invento de truchar los datos. Allá en aquel período, como acá durante el período de [José Ber] Gelbard y [Alfredo] Gómez Morales¹⁰, en realidad la gente ponía los precios controlados porque efectivamente te cerraban el negocio pero no encontrabas las mercaderías y tenías que pagar los precios en negro que no eran registrados en ningún lugar. Entonces la estadística de precios era trucha, no adrede, sino porque tomaba los precios oficiales. Ahí me empecé a interesar por la inflación y empecé a medirla y a analizarla. Yo le explicaba la amenaza que se venía al secretario general del MAPU, Jaime Gazmuri, quien se reunía con los ministros y el presidente, junto con los representantes de los otros partidos de la Unidad Popular. Obviamente Gazmuri no me entendía mucho y seguramente tampoco lo transmitía. La situación ya estaba muy complicada. Ahí terminó renunciando Vuskovic y hubo un acuerdo y resultó en algo similar al Rodrigazo que se llamó la política Millas-Matus. [Orlando] Millas era el ministro de Hacienda del Partido Comunista, [Carlos] Matus era un ex director de la CEPAL, que reemplazó a Vuskovic, otro de la CEPAL. Quedé como asesor de Matus. Medía la inflación, analizaba lo que estaba pasando y hacía proyecciones con eso. Me daba cuenta de que la inflación estaba aumentando y que se estaba acelerando. Millas-Matus era ajuste a un nuevo nivel, una estupidez igual a la que hizo el Rodrigazo acá con la idea de cambiar los precios relativos, pero al final no los cambiás por la *real wage resistance*. Ahí efectivamente hubo un aumento salarial que más que compensó los aumentos de tarifas y del tipo de cambio. Simplemente, lo único que cambia de nivel es la inflación¹¹. Yo lo había planteado y así pasó. Entonces se armó un lío importante. Se organizó una reunión en la quinta presidencial. El ministro me pide que lo acompañe y que presente los resultados de la proyección de inflación. Yo tenía 30 años. Y en un momento dado me dicen: “Frenkel, presente las proyecciones, por favor”. Entonces explico:

6. Presidente de Chile por la Unidad Popular, gobernó entre el 3 de noviembre de 1970 y el 11 de septiembre de 1973, cuando fue derrocado por el sangriento golpe militar encabezado por Augusto Pinochet.

7. Organización guerrillera guevarista que no integró la Unidad Popular por considerarla “reformista”.

8. Comisión Económica para América Latina y el Caribe, organismo dependiente de Naciones Unidas con sede central en Santiago de Chile.

9. Científico argentino, pionero en la elaboración de modelos matemáticos aplicados a las ciencias sociales en América Latina.

10. Gelbard fue ministro de Economía entre el 25 de mayo de 1973 y el 21 de octubre de 1974, en las presidencias de Cámpora, Lastiri, Perón y su viuda. Gómez Morales lo sucedió hasta el 2 de junio de 1975.

11. Para una crónica de las dificultades económicas del gobierno de la Unidad Popular puede verse Salgado, D. (1974).

Ahora nos encontramos con este fenómeno de la inflación mundial. Desde que tuvo éxito la política antiinflacionaria de Volcker, decimos que en el mundo se dio la Great Moderation [Gran Moderación].

va a dar 30 este mes, 38 el otro. Estábamos como acá después del Rodrigazo. Terminó yo y ahí viene el presidente y me dice: “¿Por qué no me lo dijeron antes?”. Poco después de eso me fui directamente. Estaba leyendo a [Michal] Kalecki¹² porque estaba estudiando inflación por la vía keynesiana. Tenía claro que había un exceso generalizado de demanda si era por moneda, si era fiscal, era obvio. No había ningún control del déficit.

SK: –Había una idea de que el déficit fiscal no importaba.

RF: –También había esas ideas increíbles. Yo no entendía mucho de macro en general, sabía de micro...

SK: –Pero te diste cuenta de que había un problema.

RF: –Pero es obvio que había exceso de demanda. Ahí empecé a estudiar la inflación y a estudiar macro. Yo había estudiado economía matemática. Entonces todas las matemáticas de los modelos las manejaba perfectamente, pero no tenía la intuición, no sabía economía. Empecé a entender la economía cuando vi formación de precios, cuando comencé a mirar los trabajos ya con contenido más empírico y mucha econometría. Yo sabía econometría y entonces podía leer todas esas cosas, había mucha cosa producida. Y en “Decisiones de precio en alta inflación” (Frenkel, 1979) hago un *survey* de muchas de las cosas que leía, de las estructuras de mercado que me interesaban mucho. Hoy no tienen tanto que ver. En todo caso, la estructura del mercado de trabajo, que es el mercado más importante de la economía, porque es el costo primo. Nunca hay que perder de vista eso.

3. El régimen de alta inflación

SK: –Me parece que una de tus contribuciones más importantes es justamente todo el tema del régimen de alta inflación¹³.

RF: –Ese es un concepto sociológico en realidad, porque los economistas no lo tratan. Bueno, sí, por ejemplo, la estructura de contratos de la economía, pero no muchos le han dado importancia. Stanley Fischer (1977) es uno de los que le dio importancia cuando escribió sobre *staggered wage contracts* [contratos salariales escalonados¹⁴] Era una teoría interesante.

SK: –Pero a mí me gusta mucho cómo desarrollaste todo eso. Y lo bien que describiste ese régimen.

12. Economista polaco que llegó a conclusiones similares a las de Keynes partiendo de los esquemas de reproducción de Marx. Tuvo gran influencia en los economistas poskeynesianos de la Universidad de Cambridge.

13. Concepto desarrollado en Frenkel (1989).

14. La no sincronización de los contratos salariales implica que aun con expectativas racionales habrá rigidez de precios y, por lo tanto, la política monetaria no será neutral en el corto plazo.

RF: –Sí, pero después de muchos años de pensar, claro, es una síntesis. Justamente es como juntar cosas que uno viene pensando en un solo paquete...

SK: –Casi diez años, porque empezaste con “Decisiones de precio en alta inflación”...

RF: –Más lo que aprendí cuando hicimos el Plan Austral. Por haberlo vivido, digamos, por haberlo medido en el momento y entonces, claro, por haber mirado justo qué era lo que estaba pasando, porque si no capaz que uno no mira con tanta atención.

SK: –Pero me parece importante, no sé si querés resumirlo. Pero esta idea de las características que tiene, el tema del acortamiento de la extensión de los contratos cuando se acelera la inflación. Sus consecuencias, la indexación, que va aumentando la inercia...

RF: –La indexación es una forma de resolver conflictos. Creo que no es *backward-looking* [que mira hacia el pasado¹⁵], no tienen otra.

SK: –Sí, es un mecanismo de coordinación de alguna manera.

RF: –Exacto, no más que eso. La indexación yo la defino así, pero en realidad es la forma que toma el *real wage resistance*. ¿Qué es el *real wage resistance*? Es “indexame, mandame al pico” [del salario real] ¿Cómo la operativizás? Tenés que medir los precios. El punto del régimen de alta inflación es que se coordina la gente, hay señales que permiten coordinarlos a todos. Una vez que se coordinan es muy difícil desarmarlo. Ese es el tema. Por eso se puede hablar de régimen. Porque es como un régimen legal que dura mientras dura la ley. Es una forma de funcionamiento de la economía basada en convenciones comunes. Esa convención la armaron los militares. Es interesante este punto. Uno cree que los militares tenían unos enormes grados de libertad, que hacían lo que querían porque era una dictadura salvaje, violentísima, pero en realidad ellos hicieron el ajuste fiscal más fácil del mundo que es una aceleración inflacionaria, dejás los salarios del sector público constantes y ya se arregló eso, porque el principal gasto de gobierno es el gasto en salarios y jubilaciones. Entonces no había un problema de déficit [fiscal] pero en 1977 quedaron con 8 por ciento de inflación mensual, una gran sorpresa para el gobierno, y claro, en tres meses el salario real cae un 21 por ciento acumulado si no se ajusta el nominal.

SK: –Ahí sale la indexación.

RF: –Tomaron la última convención colectiva de trabajo que había sido después del Rodrigazo cuando se habían hecho todas

las paritarias y por decreto-ley todos los convenios se ajustaron por la inflación acumulada del trimestre y quedó como una regla, porque después lo volvieron a hacer.

SK: –Después se siguió aplicando sin decretos...

RF: –Eso recién dos años después, en 1979. Se fue reduciendo la proporción indexada del ajuste hasta desregular totalmente el ajuste trimestral. Pero las empresas siguieron indexando porque era la mejor solución al problema. Hay un *paper* mío sobre eso, lo estudiaste, por eso te acordás, “Salarios industriales e inflación. El período 1976-82” (1984).

SK: –Una característica que vos destacás del régimen es la alta elasticidad que tiene la inflación, la tasa de inflación, a los *shocks*.

RF: –Cuanto más cortos son los contratos.

SK: –Exacto, cuanto más alta la inflación, más cortos son los contratos y más alta...

RF: –La sensibilidad a los *shocks*.

SK: –Te rigidiza la economía y cambiar los precios relativos es mucho más difícil cuando tenés un *shock*, te acelera la inflación.

RF: –Si tenés que cambiar los precios relativos y tenés indexación mensual, lo único que tenés para bajar el salario real es el mes, porque una vez que termina el mes, ya está. Y entonces no podés. Es más. Toda la originalidad de los modelitos que hice sobre el régimen de alta inflación está en “Extensión de contratos y efectos ingreso: aspectos de la dinámica inflacionaria en economías indexadas” (1988). Ese es más importante, tiene todos los teoremas. Cómo hay que medir por el precio medio del mes de gastos, por qué... Son dos *papers*, que hice con el Gordo Acosta, *papers* matemáticos, uno es un *paper* de simulación para mostrar que no es lo mismo contratos desincronizados que sincronizados, ninguna trivialidad. Los contratos desincronizados son mucho más complicados.

4. Las experiencias de estabilización

SK: –De eso quiero que hablemos.

RF: –Lo que tenemos acá ahora. Acá es imposible estabilizar, va a ser muy difícil ¿no? Todo el mundo dice parar simultáneamente. Sí, parar simultáneamente lo que está coordinado, lo que no está coordinado no podés. José Antonio Ocampo¹⁶, que ahora de nuevo es ministro, nos contrató a mí y a Jaime Ros¹⁷, en este mismo rol, a mediados de los noventa, para aconsejarle si había que hacer un *shock* o no. El trabajo que escribimos está disponi-

15. Se refiere a la formación de expectativas basadas en información de lo que pasó (por ejemplo, la inflación pasada) con la presunción de que en el futuro se repetirá el pasado, en contraposición con una formación expectativas *forward looking*, que mira hacia el futuro, y conjetura lo que va a suceder en base a un modelo.

16. Destacado economista colombiano. Fue secretario ejecutivo de la CEPAL en 1998-2003 y secretario general del Departamento de Asuntos Económicos y Sociales de Naciones Unidas en 2003-2007. Fue profesor de la Universidad de Los Andes, la Universidad Nacional de Colombia y la Universidad de Columbia.

17. Destacado economista académico mexicano. Fue profesor emérito de la Universidad de Notre Dame.

ble (Frenkel y Ros, 1997). Nunca se quejó, y ahí decimos: “No te metas en un *shock*, que te vas a meter en un lío bárbaro”, porque los salarios estaban desincronizados. Eso contribuyó al fracaso del Plan Cruzado¹⁸.

SK: –¿Con una inflación tan alta? Yo pensé que en Brasil estaban como nosotros.

RF: –No, ellos tenían legislación sobre el tema desde la época de la dictadura, tenían indexación salarial anual en los años setenta y en 1979 la pasaron a semestral y siguió semestral hasta 1986 que fue cuando se hizo el Plan Cruzado, un poco después del nuestro [Plan Austral].

SK: –Volvamos al caso colombiano...

RF: –Le aconsejamos a Ocampo que no instrumentara un *shock*. Si vos hacés el plan en julio y los salarios están desincronizados, algunos ajustan en enero, otros en febrero... Tenés que intervenir en todos los contratos salariales si se congelan precios y salarios¹⁹. Entonces no podés.

SK: –Volvamos a Brasil. El Plan Cruzado fracasó pero el Plan Real²⁰ tuvo éxito.

RF: –Aplicaron una propuesta muy inteligente, aprovechando las circunstancias brasileñas, que tampoco se pueden reproducir acá, la *Larida*²¹ *proposal*, o sea, el Plan Real. El *paper* de la *Larida proposal* es anterior al Plan Cruzado y fue escrito por Persio Arida y Andrés Lara Rezende²² (1985). Dos mentes privilegiadas.

SK: –¿La *Larida proposal* era la de la moneda indexada?

RF: –El Plan Real, claro, pero eso no lo podés aplicar en cualquier lugar.

SK: –No, porque aparte ahí estaban, estaban camino a la hiperinflación.

18. Plan de estabilización lanzado en Brasil el 28 de febrero de 1986 bajo la presidencia de José Sarney, que tenía algunas similitudes con el Plan Austral argentino, anunciado a mediados de junio de 1985 por Juan Vital Sourrouille bajo la presidencia de Raúl Alfonsín.

19. Quien ajustó su salario más recientemente entra al congelamiento con un salario real más alto frente a quien lo ajustó antes. Lo mismo sucede con los precios relativos de los bienes.

20. Plan de estabilización lanzado en 1994 en dos etapas durante la presidencia de Itamar Franco y elaborado por el equipo del ministerio de Hacienda encabezado por el renombrado sociólogo y político Fernando Henrique Cardoso. La primera etapa comenzó el 27 de febrero de 1994 cuando se creó la Unidad de Real de Valor (URV), un indexador de variación diaria basado en el índice de precios al consumidor, al cual debían convertirse obligatoriamente todos los contratos. La segunda etapa consistió en el reemplazo de la vieja moneda por una moneda nueva, el real, que era la URV.

21. El nombre que le dio Dornbusch a la propuesta uniendo los apellidos de los autores, Lara y Arida.

22. Profesores de la Pontificia Universidad Católica de Río de Janeiro.

RF: –[Brasil] No tuvo hiperinflación, nunca tuvo hiperinflación en mi opinión, según mi definición de hiperinflación²³.

SK: –Porque no se dolarizaron los precios.

RF: –No, nunca dejaron de indexar [con la inflación interna]. Llegaron hasta un 47 por ciento de inflación mensual [el mes anterior al lanzamiento de la nueva moneda], pero no era híper, porque no se espiralizó, como decimos nosotros, no se hizo exponencial. El Plan Real se pudo aplicar por las condiciones extraordinarias que tenía, justamente una inflación de más del 1.000 por ciento anual, con ajustes mensuales.

SK: –Estaba indexado mensualmente.

RF: –No solo estaba indexado mensualmente, sino que tenían todo aumentando a la misma tasa, entonces aprovecharon y lanzaron el paquete porque nunca atrasaron el tipo de cambio. Estaban con gran superávit, con una situación muy robusta del lado externo, tipo de cambio alto. Brasil tiene una cosa que nosotros nunca tuvimos. Que es que hay credibilidad, porque nunca defaultearon un bono local. En moneda local nunca, es más, siempre pagaron con una renta significativa, 4, 5, 6 por ciento [anual sobre el capital indexado], entonces te daba lo mismo estar en bonos indexados que en dólares. Y ellos nunca tuvieron fuga de capitales, el dólar no era una alternativa.

SK: –Esa es una gran diferencia.

RF: –Pero entonces, claro, al tener todo coordinado, da lo mismo, al IPC [Índice de Precios al Consumidor] lo llamas pirulo y ahora todos facturamos en pirulo, que es el nombre que le pusieron, se llamaba Unidad de Valor Real, que era la indexación mensual, pero la indexación la podés hacer diaria. Si vos intervenís en el mercado de tal manera de suavizar las diferencias basta tener una conjetura de cómo viene la inflación y la vas llevando, con lo cual tenés un bono que está indexado mensualmente pero con ajuste diario. Te va siguiendo la inflación diaria.

SK: –Bueno, como era el CER²⁴ de alguna manera, el CER era diario.

RF: Sí, sí, y eso se usaba para redefinir los contratos. Se usaba como ajuste inflacionario, es el IPC. Sí, es el IPC mensualizado, digamos, lo que pasa es que llamábamos CER al indexador, o sea, la Unidad de Valor Real es el IPC.

SK: –Pero en un momento hicieron el *shock*.

RF: –En un momento dejás de llamarlo Unidad de Valor Real y decís: esto se llama Real, es una moneda y ya está, terminó la inercia.

23. La hiperinflación comienza cuando los precios empiezan a ajustarse por el nivel del tipo de cambio libre en un contexto de suba sin freno de este último (Fanelli y Frenkel 1989, p. 39).

24. El CER (Coeficiente de Estabilización de Referencia) era un indexador creado poco después del colapso de la Convertibilidad para ajustar activos y pasivos financieros de acuerdo al IPC. Los depósitos bancarios y bonos públicos ajustados por CER tuvieron un gran auge hasta la intervención del INDEC en 2007.

SK: –Hicieron un ajuste fiscal en el medio, también.

RF: –Sí, claro, por supuesto, y tremenda reforma bancaria también, porque los bancos no daban crédito, administraban la deuda pública. El gobierno emitía deuda pública indexada, la tomaban los bancos y te abrían una cuenta de ahorro indexada a la inflación y te pagaban lo que pagaban los bonos.

SK: –OK. ¿Cómo hicieron en Colombia? Lograron bajar la inflación...

RF: –Gradualmente.

SK: –Ahora ¿cómo haces en un país como la Argentina cuando para bajar la inflación necesitás, por ejemplo, que la indexación salarial sea decreciente en el tiempo? ¿Cómo coordinás eso?

RF: –La forma de coordinar es... ¿Cómo hicieron los chilenos, que es la experiencia más desarrollada? Ellos inventaron una forma criolla de metas de inflación. En los noventa hay dos que aplicaron metas de inflación. No se llamaba así. Los neozelandeses, que fueron los que la inventaron, le dieron el nombre ortodoxo, *inflation targeting*, que quiere decir doy una meta de inflación y uso la tasa de interés, hay un modelito sencillo. Lo que hizo Roberto Zahler²⁵, un economista muy brillante, fue decir: “Aspiramos a una inflación de tanto, que es menor que la pasada”, no anunció una meta formal. Hicieron una cosa igual a la que hizo Colombia con un régimen de flotación administrada [del tipo de cambio] con bandas de flotación. ¿Qué quiere decir? No me acuerdo si era 5 por ciento arriba y 5 por ciento abajo, o 10 por ciento arriba y 10 por ciento abajo, con el centro de la banda indexado, tipo de cambio indexado entre bandas, o sea, se puede fluctuar pero entre las bandas, con lo cual vos tenías una meta inflacionaria con un tipo de cambio real con tendencia estable. No usaron el tipo de cambio como ancla.

SK: –Vos decís que entonces anunciando...

RF: –Metas de inflación, pero no tomando un compromiso de subir la tasa de interés si superaba la meta, sin un modelo formal y proyectando el tipo de cambio real que necesitaban, alto, que era más alto de lo que hubiera puesto el mercado si hubieran flotado en serio.

5. El regreso de la inflación en la Argentina

SK: –Es curioso que toda América latina haya estabilizado, excepto nosotros. Habíamos estabilizado y volvimos [a la inflación].

RF: –Sí, es insólito.

SK: –Es insólito. Estuve revisando tu trabajo con Friedheim²⁶, que me parece muy interesante porque ahí vos tratás de explicar justamente por qué vuelve la inflación. Y ahí aparecen, si no entendí mal, dos cuestiones. Una es el *push* salarial [un aumento de los salarios de los trabajadores mayor al de la suma de la inflación y el aumento de la productividad], que según lo que escribiste fue impulsado por el Ministerio de Trabajo.

RF: –La ignorancia, ni siquiera por hacer un *push* salarial, es porque estaban truchando los datos de inflación. El ministerio no sabía cómo venía la inflación. Entonces ¿qué hacían? Usaban [la estimación de inflación de] siete provincias de [Axel] Kicillof²⁷. Y entonces veían los primeros meses del año, proyectaban la tasa de inflación del año y anunciaban una pauta de aumento salarial. Cuando vos anunciás una pauta de algo, tasa de interés, lo que sea, el mercado lo toma como piso, en este caso, del aumento salarial. Esa pauta es el piso de los sindicatos. Nadie te va a aceptar un aumento por debajo de la pauta. Yo creo que ese asunto de falsear los datos [de inflación] debe haber sido de lo más siniestro que hubo en la Argentina, y terminó dando una porquería.

SK: –Claro, es como decisiones de precios en alta inflación, decisiones de salario con un INDEC que te miente. Es lo mismo, yo por las dudas pido de más. El otro factor inflacionario que mencionás es el [aumento del] precio de las *commodities*, ¿no es cierto?

RF: –Sí.

SK: –A mí lo que me llamó la atención del análisis que hacés con Friedheim es que la política macro está ausente porque de alguna manera también hubo una macro que convalidó la vuelta de la inflación.

RF: –Sí, el gasto público siguió subiendo todo el tiempo. Teníamos superávit en cuenta corriente y nos fuimos comiendo el superávit...

SK: –En cuenta corriente y generaste el déficit fiscal.

RF: –[El aumento de la inflación] Después fue convalidado por la política monetaria y fiscal. Sí.

25. Economista chileno. Fue presidente del Banco Central de Chile entre 1991 y 1996.

26. “La inflación argentina en los años 2000” (Frenkel y Friedheim 2016).

27. índice alternativo del Índice de Precios al Consumidor (IPC) en base a los IPC de siete provincias elaborado por el economista y político argentino Axel Kicillof, que discontinuó al ingresar al Ministerio de Economía a fines de 2011. https://cyt-ar.com.ar/cyt-ar/images/3/34/IPC_7_Provincias_CENDA_a_mar-2011.pdf.

6. Los desafíos de la situación argentina

SK: –Ahora estamos en una situación muy rara, ¿no? porque estamos pasando de la inflación moderada a la alta inflación.

RF: –Sí, pero sin ningún régimen estable porque como hay tanta incertidumbre y tantos conflictos políticos estamos en una situación donde no hay reglas de juego claras, no hay nada que se parezca a una convención como la que había en ese período [el de alta inflación]. Ahora se discute si tiene que haber paritarias. El gobierno sabe que si hay paritarias en estas condiciones se ajustan a la inflación pasada y seguimos igual. Y todavía vamos a acelerar más. El gobierno ya sabe, todo el mundo sabe cómo funciona ahora, ¿no? Te das cuenta de que si hacés política monetaria sola aquí no te alcanza. Salvo alguna gente que no entiende nada.

SK: –En este momento hay de parte de mucha gente que está sufriendo las consecuencias de la aceleración inflacionaria una demanda de una política de *shock*, pero no tenés condiciones para un *shock*.

RF: –Ni para hacer ninguna política antiinflacionaria en este momento. Dije hace dos meses que se va a acelerar la inflación, porque tenés que subir el precio relativo del tipo de cambio...

SK: –Pero tenés la paradoja ahora de que justamente como estamos entrando al régimen de alta inflación los *shocks* devaluatorios se trasladan más rápido [a la inflación]...

RF: –No, ni siquiera sabemos. Lo que pasó fue una cosa única²⁸, un Rodrigazo sin devaluación. Pero por eso es impresionante porque es “Decisiones de precio en alta inflación” en su esencia, porque yo digo en el artículo que frente al aumento de la devaluación, como los empresarios no saben qué impacto va a tener sobre los precios, entonces hay veces en que les conviene aumentar el *markup* para no perder capital de trabajo. Ahora han subido el precio en condiciones mucho más favorables para la inflación porque no solo tenés prohibición de comprar dólares para comprar bienes, tenés restricciones en el mercado para importar, tampoco hay toda la oferta de bienes importados que necesitás y la oferta viene a precio más alto, por eso se sintió el impacto aun con el dólar atrasado. Aun así, sin que mediara más

que el aumento brutal de la incertidumbre subieron los precios y eso es puro aumento del *markup* en el comercio. Y eso es porque hay mucha plata, claramente el déficit fiscal y la expansión monetaria se notan en el mercado.

SK: –Claramente tenés que corregir el tipo de cambio, ¿no es cierto? Las tarifas ya las están corrigiendo, pero ¿cómo hacés para que eso no tenga un impacto sobre la inflación y que te vaya a anular el ajuste de los precios relativos?

RF: –Vuelvo al punto inicial. No podés proyectar porque todo lo que digo sobre la inflación y la política antiinflacionaria está basado en el pasado. Todos los planes antiinflacionarios estuvieron muy condicionados por sus circunstancias. Lo que sabemos no son muchas experiencias: Chile, Colombia, Brasil, Perú e Israel. ¿Argentina y Brasil son iguales? No, Brasil no tuvo fuga de capitales y nadie nunca usó el dólar como depósito de valor. ¿Y para qué vas a querer ir al dólar si no te expropián, no te defaultean y te pagan renta? Igual que en Chile. Hay que tomar en cuenta que la gente tiene como principal depósito de valor el dólar. Yo creo que hay que pensar en cosas nuevas, por eso estoy a favor de dolarizar todo el mercado de bienes durables.

SK: –¿Podés explicarlo?

RF: –Me parece que es la política antiinflacionaria que vamos a tener que hacer, ir a un régimen bimonetario. Primero, legalmente no hay ningún problema, no hay que reformar ninguna ley, la factura en dólares es legal. Solo que vos no le podés quitar a un argentino la posibilidad de cancelar cualquier deuda en su moneda doméstica. Lo que pasa es que la factura en dólares está pensada para un régimen de cambio único que funciona como en la época de la Convertibilidad o la época del kirchnerismo [antes del control de cambios], y abajo dice que es cancelable en moneda nacional al tipo de cambio libre del “mercado único y libre de cambios”, que no es único ni libre. Pero para usar la factura en dólares lo único que hay que hacer es cambiarlo a otro dólar, al dólar fluctuante que es libre, por ejemplo, el dólar MEP²⁹.

SK: –¿Cuál sería el beneficio?

RF: –La idea es hacer funcionar todo como la construcción, eso es todo simplemente. Te da circulación a los 200.000 millones de

28. Se refiere al salto de la inflación en julio tras la renuncia de Martín Guzmán al ministerio de Economía.

29. Mercado electrónico de pagos. El Dólar MEP -conocido también como Dólar Bolsa - es el cambio resultante de una compra en pesos y su posterior venta en dólares a través de la compra-venta de bonos.

dólares que la gente tiene guardados. Mi ejemplo es Uruguay a mediados de los 80, donde lo vi funcionar. Los bienes durables y los depósitos de los bancos estaban en dólares, casi no había depósitos en pesos. En Uruguay el peso se usaba para pagar las jubilaciones, los salarios del sector público y el chiquitaje: comida, restaurantes, todo eso se pagaba en pesos uruguayos, y lo otro en dólares, pero el dólar era libre.

SK: –¿Y Perú? Perú también estaba muy dolarizado...

RF: –Financieramente; no sé cómo era el tema de los precios. Debía ser igual. Sí, Perú tenía el 60 por ciento del sistema en dólares y ahora lo bajaron a 30 o 40 por ciento pero porque le fue conviniendo a la gente, no porque hicieron ningún milagro.

SK: –Tenían un margen de flotación...

RF: –Sí, flotación administrada, pero tenían mucho más intervención que el resto y lo mantuvieron estable durante todo el período, por eso yo siempre digo que lo hicieron mejor que otros países. Por eso tiene una prima de riesgo tan baja, y eso que tiene serios problemas políticos. Ahora estoy convencido de esto y vale la pena decirlo: ¿qué es lo que yo creo que hay que hacer? Darle independencia al Banco Central y formar un directorio con técnicos de todos los partidos.

SK: –Sí, algo hay que hacer desde el punto de vista institucional.

RF: –Lo que hay que hacer es darle independencia... cumplir la ley argentina. La ley de 1992 nunca se cumplió. Los chilenos ya habían incorporado a la oposición en el Banco Central, acá nada.

SK: –Ahora, pensando en una política antiinflacionaria para la Argentina...

RF: –Hay que crear algún plan de estabilización *ad hoc* de las circunstancias en que se llegue en la Argentina y cómo se esté viviendo ese momento, que va a ser complicado, y tiene que ser original en el sentido de que reconozca las características del país: el sindicalismo, cómo estamos en materia de precios internacionales, que la gente tiene más 200.000 millones de dólares en billetes. Es tan tonto intentar hacer un Plan Austral como pensar que vas a controlar la inflación solo con política monetaria. La gente piensa que hay que encontrar el esquema, pero el esquema para bajar la inflación no existe, es *ad hoc* de cada país. Nosotros tenemos que buscar las condiciones en que una mayoría se pone de acuerdo en bajar la inflación. Necesitamos un pacto social de este tipo: el 70 por ciento del país quiere bajar la inflación y para bajar la inflación necesitamos esto, esto y esto. Para empezar tener un Banco Central independiente que maneje la tasa de interés y el tipo de cambio, solo porque sabemos que eso ha estado funcionando, cumpliendo la ley, y constituir el directorio con gente de los distintos partidos, que nombre el Congreso por su idoneidad.

SK: –¿Y la parte fiscal?

RF: –La parte fiscal no es tan difícil, por lo siguiente. Nosotros no tenemos una relación deuda producto alta, tenemos una relación deuda producto baja en comparación internacional ¿no es cierto? Entonces decimos: mirá, nuestro límite de endeudamiento es el que tenemos ahora pero lo vamos a respetar, entonces la deuda pública va a crecer lo que crezca el producto, vamos a mantener la relación deuda producto, en pesos, dólares, en fin.

SK: –Esa es una idea interesante y novedosa, me parece...

RF: –No es novedosa, es lo que miran los mercados...

SK: –...para la Argentina. ¿Estás pensando en una ley que diga eso tal vez?

RF: –Sí, podría ser. Para empezar, que la gente se convenza, que los políticos entiendan de qué se trata el tema. Lo que pasa es que ahora tenemos un déficit excesivo y hay que bajarlo, que es otro tema, no es la regla de largo plazo de política fiscal, y bueno, habrá que cortar cosas, qué vamos a hacer. Para empezar, hay que subir las tarifas. Ahora hay que pagar por lo que cuesta, pero la gente sigue pensando que es un impuesto. Hay que explicar que no es un impuesto. Igual subsidiamos una parte. Insisto que el bimonetarismo es importante porque la riqueza de la gente está en dólares y podríamos conseguir que muchos sectores funcionen como la construcción. La gran reactivación de la construcción empezó con el dólar alto y único de la posconvertibilidad. La construcción siempre estuvo dolarizada. Luego se frenó con el control de cambios. Ahora, ¿cuál es el principal problema de la Argentina hoy? ¿Cuál es la variable más complicada que tiene el país?

SK: –¿La plata que está afuera?

RF: –No, la prima de riesgo país, amigo mío. Con esta prima de riesgo país no podemos hacer nada. ¿Por qué? Por una cosa que descubrió el maestro Keynes (1923), que se llama *uncovered interest parity* [paridad no cubierta del interés]. Esta economía es abierta al movimiento de capitales porque tenemos 200.000 millones de dólares acá en billetes completamente líquidos. Entonces, ¿cuál es la tasa de interés de equilibrio de este mercado? La tasa de interés internacional más la expectativa de devaluación más la prima de riesgo cambiario más la prima de riesgo país que vale 20 por ciento. ¿Cuál es la expectativa de inflación? Hoy tenemos 90 por ciento anual. Si van a mantener el tipo de cambio real entonces tu expectativa de aumento del tipo de cambio es 90 también. ¿Cuál es la prima de riesgo cambiario? Supongamos 5 por ciento anual, que es poco. 5 más 20 más 90 da 115, que es la tasa de interés que les tenés que pagar a los ahorristas para que digan ahí estamos igual.

SK: –¿Cómo bajás la prima de riesgo?

RF: –La prima de riesgo es política. Hay que tener una política más normalizada. Con esta prima de riesgo país no podemos empezar a hablar. ¿Por qué? Porque no podés tener un tipo de cambio único. Porque para tener un tipo de cambio único es imprescindible tener una tasa de interés de equilibrio, ¿no es así? Si no bajás la prima de riesgo país no podés unificar el mercado cambiario. O sea, la brecha y la prima de riesgo país son resultado de lo mismo, de la incertidumbre que hay en la Argentina.

SK: –Eso es un punto muy bueno.

RF: –Los países que estabilizaron tienen un círculo virtuoso, control de la inflación y prima de riesgo país baja, pero tienen la prima de riesgo país baja porque tienen control de la inflación. Las dos se han dado juntas.

SK: –No tienen riesgo de default.

RF: –Lo peor es que la gente ya pasó por eso. No es trivial. Porque pasaron por eso y no volvieron nunca. Nosotros pasamos por esto y volvemos. Somos el único que volvió, por eso somos el único país que tiene esta inflación y esta prima de riesgo.

SK: –Creo que con esto creo podemos cerrar. El tema de que fuimos y volvimos y fuimos los únicos que hicimos eso.

RF: –En marzo del año 2007 teníamos la prima de riesgo país más baja de la historia argentina. Y más baja que la de Brasil que no había defaulteado. ¿Por qué? ¿Qué mira el mercado? Veníamos de diez años de ser el país más liberal del mundo. Abrimos todo, bajamos los aranceles y destruimos la industria. No quedó nada, una armaduría. El desempleo y la pobreza vienen de ahí. Pero los mercados no miraban eso. Estaban mirando que era un país que tuvo transitoriamente un problema de deuda y en realidad el kirchnerismo sorprendió porque Lavagna venía haciendo las cosas bien. Empezamos con Guillermo Moreno haciendo las cosas locas y eso cuenta también³⁰.

SK: –Sí, sí.

RF: –Ahora: presidenta, vicepresidenta, presidente, Massa. ¿Cómo no querés que el gaucho sea triste?, decía [Enrique] Pinti.

Referencias bibliográficas

- Arida, Pêrsio y André Lara-Resende (1985) Inertial inflation and monetary reform in Brazil, *Texto para Discussão* N° 85, PUC-Rio, Departamento de Economía. enero. <http://www.econ.puc-rio.br/uploads/adm/trabalhos/files/td85.pdf>
- Fischer, Stanley (1977) Long-Term Contracts, Rational Expectations, and the Optimal Money Supply Rule, *Journal of Political Economy* 85, No. 1, pp. 191-205.
- Fanelli, José María y Roberto Frenkel (1989) Desequilibrios, políticas de estabilización e hiperinflación en Argentina, *Documentos CEDES* 31. <https://repositorio.cedes.org/handle/123456789/3343>
- Frenkel, Roberto (2022) La pandemia y la política antiinflacionaria. <https://equilibra.ar/wp-content/uploads/2022/10/PB1-Frenkel-La-pandemia-y-la-poli%CC%81tica-antiinflacionaria.pdf>
- (1989) El régimen de alta inflación y el nivel de actividad, *Documento CEDES* 29, https://repositorio.cedes.org/bitstream/123456789/3338/1/Doc_c26.pdf
- (1988) Extensión de contratos y efectos ingreso. Aspectos de la dinámica inflacionaria en economías indexadas, *Documentos CEDES* 6. https://repositorio.cedes.org/bitstream/123456789/3317/1/Doc_c06.pdf
- (1984) Salarios industriales e inflación. El período 1976-82, *Desarrollo Económico*, Vol. 24, No. 95, octubre-diciembre, pp. 387-414. <https://doi.org/10.2307/3467010>
- (1979) Decisiones de precio en alta inflación, *Desarrollo Económico* Vol. 19 N°75, pp. 291-330. <https://repositorio.cedes.org/bitstream/123456789/2909/1/6691.pdf>
- Frenkel, Roberto y Diego Friedheim (2016) La inflación en Argentina en los años 2000. http://www.itf.org.ar/pdf/documentos/98_2016.pdf
- Frenkel, Roberto y Jaime Ros (1997) Alternativas de política antiinflacionaria en la economía colombiana. <https://repositorio.cedes.org/bitstream/123456789/3424/1/se199702.pdf>
- Keynes, John Maynard (1940) *How to Pay for the War*, Mcmillan.
- (1937) The General Theory of Employment, *Quarterly Journal of Economics*, febrero, pp. 209-223.
- (1936) *The General Theory of Employment, Interest, and Money*, McMillan.
- (1923) *A Tract on Monetary Reform*, McMillan.
- Salgado-D., Andrés (1974) Alcances y limitaciones de la política económica del gobierno popular de Chile, *Nueva Sociedad* N° 13, julio-agosto, pp. 73-88. https://static.nuso.org/media/articulos/downloads/119_1.pdf

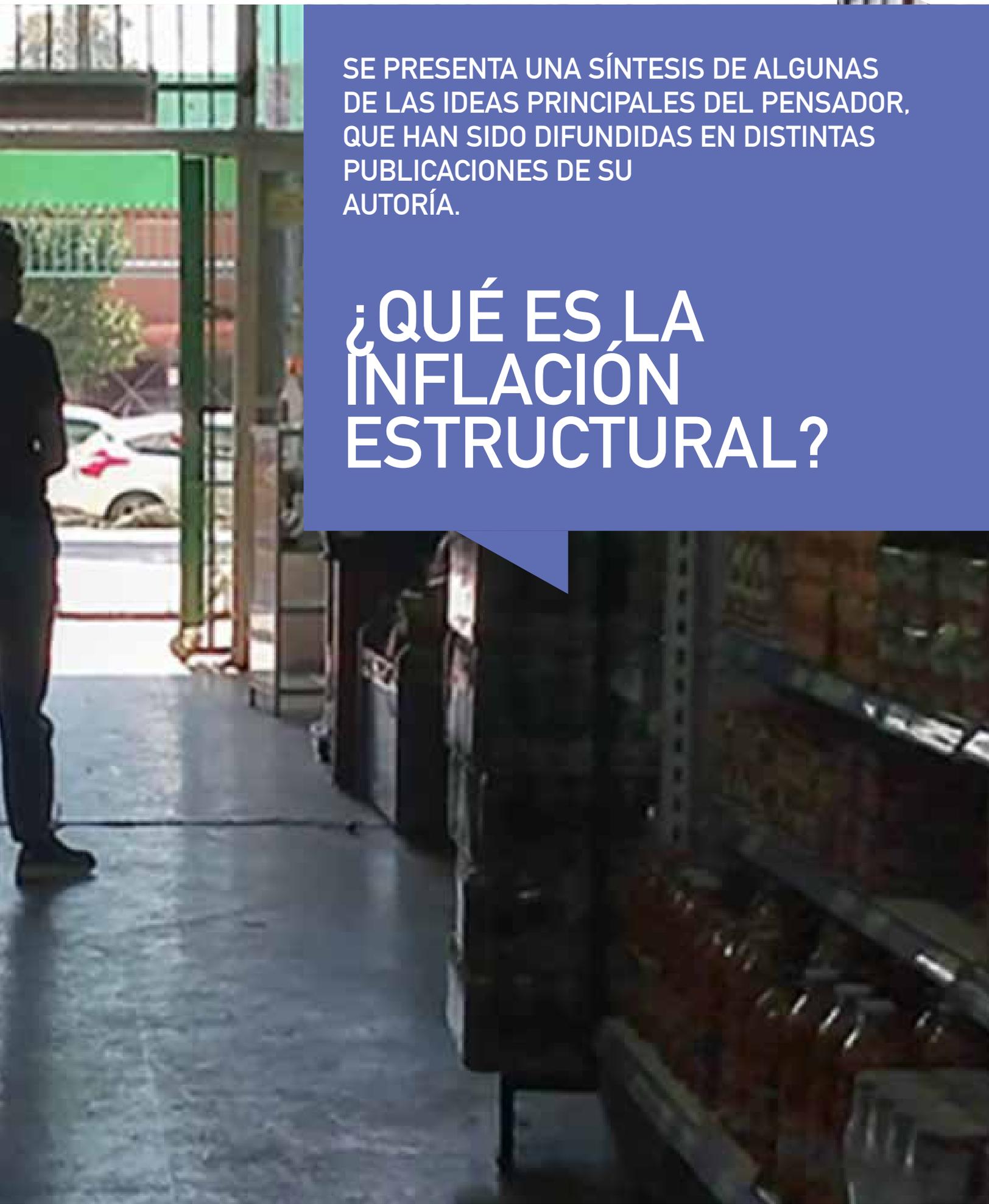
30. Cuando se hizo evidente que el INDEC estaba subestimando fuertemente la inflación del IPC, la prima de riesgo país empezó a subir porque el mercado lo interpretó como un default sobre los bonos ajustados por CER.



por **JULIO H.G. OLIVERA**. *Ha sido uno de los economistas académicos argentinos de mayor prestigio internacional. Se doctoró en Derecho (UBA), fue Rector de la Universidad de Buenos Aires, profesor titular en grado y posgrado, y se desempeñó en esa institución como Director del Instituto de Investigaciones Económicas hasta su fallecimiento (2016). Recibió los premios Konex de platino y de brillante. Fue miembro titular de varias academias y secretario de Ciencia y Tecnología de la Nación.*

SE PRESENTA UNA SÍNTESIS DE ALGUNAS DE LAS IDEAS PRINCIPALES DEL PENSADOR, QUE HAN SIDO DIFUNDIDAS EN DISTINTAS PUBLICACIONES DE SU AUTORÍA.

¿QUÉ ES LA INFLACIÓN ESTRUCTURAL?



S

upongamos un cambio en la dirección de la demanda, manteniéndose constante su nivel general.

Preguntémonos bajo qué condiciones el cambio en la demanda relativa producirá un alza de los precios 'absolutos'.

1) El efecto primario del cambio en la estructura de la demanda atañe a los precios relativos de los bienes.

2) En toda economía monetaria la variación de los precios relativos se efectúa por medio de variaciones de los precios en dinero.

Si los precios en dinero son inflexibles [...] en sentido descendente, la adaptación de las relaciones de precios al cambio incesante de las circunstancias económicas tiende a producir un estado crónico de inflación. [...] no es necesario que los precios en dinero sean absolutamente inflexibles en sentido descendente, sino que su flexibilidad en este sentido sea menor que en el contrario.

3) [...], el cambio incesante de los datos del equilibrio económico produce continuas variaciones de los precios relativos, [...] y tales variaciones, dada la inflexibilidad descendente de los precios en dinero, se traducen por un aumento continuo del nivel general de precios de los bienes. [...], es preciso dilucidar cuáles son las condiciones que deben darse en las prácticas monetarias de la sociedad para que ese aumento continuo del nivel de precios [...] sea compatible con el mantenimiento del equilibrio monetario. Las posibilidades de ajuste son dos. [...] En el primer caso la autoridad monetaria actúa pasivamente, pues se limita a proveer al sistema de la cantidad de dinero fijada por la estructura del sistema mismo. En el segundo caso, la política monetaria es activa, ya que la cantidad de dinero representa entonces un dato [...]; pero la velocidad de circulación [del dinero] se adapta pasivamente a los cambios en el nivel de precios". (1960, pp. 620-622)

¿Cuál es su relevancia empírica?

"En la realidad los procesos de inflación tienen cierto carácter híbrido. Las presiones no monetarias [estructurales] sobre el nivel de precios suelen existir, en alguna medida, también en los procesos de inflación de origen fundamentalmente monetario, y viceversa.

Esto resulta evidente [...] con respecto a la inflación de demanda. [...] En la práctica, los distintos tipos de inflación suelen presentarse combinados arracimados, más bien que dispersos". (1960, pp. 625-626)

¿Qué se puede hacer?

"Tal vez la mayor debilidad de la escuela estructuralista esté en sus recetas de política económica. Sus consejos para combatir la inflación no son mucho mejores que un abierto conformismo. [...] Muchos países, de hecho, a causa de sus características estructurales, son muy proclives a la inflación de demanda. [...] Sin embargo, por muy hondas que sean las raíces de esta propensión en la estructura económica, las correspondientes perturbaciones inflacionarias no pueden ser consideradas como inflación estructural. [...] la escuela estructuralista no ha sido muy precisa en esto. [...] A veces parece que la "escuela estructuralista" pretende abarcar todos los casos en los cuales un país subdesarrollado trata de crecer a una tasa más alta que la permitida por el equilibrio (*ex ante*) de ahorros e inversiones. [...] Aun cuando una genuina inflación estructural esté presente también en tales casos, el elemento con que esta contribuye se encuentra allí asociado con una inflación de demanda. [...] Hay otra característica muy común en la escuela estructuralista... su menosprecio por la política monetaria como elemento posible de lucha contra la inflación estructural. (1964, p. 332)

El grado de flexibilidad de los precios, en la medida que depende de la política de precios de las empresas, no es del todo extraño a las condiciones de liquidez en que están acostumbradas a operar. Además la movilidad de los capitales líquidos puede compensar en parte la falta de movilidad de otros factores en el ajuste de la oferta. Este punto es importante, ya que la movilidad del capital está sujeta en alto grado a la influencia de la política monetaria, tanto más si se combina con una adecuada regulación de los impuestos". (1964, pp. 70-72)

¿Qué clases de inflación retornaron en el siglo XXI en la Argentina?

“Uno de los hechos que suscita mayor inquietud pública es el fenómeno inflacionario. Existen tres clases de inflación reconocidas en el ámbito del Análisis Económico: la inflación de demanda, causada por un exceso de la demanda total respecto de la oferta total de productos y servicios; la inflación de costos, derivada del aumento de la tasa de salarios a un ritmo mayor que la productividad del trabajo asalariado, y la inflación estructural, originada por el cambio de los precios relativos en un contexto de inflexibilidad descendente de los precios monetarios.

En la República Argentina se dan actualmente los tres tipos de inflación: inflación de demanda, inflación de costos e inflación estructural. El fenómeno primario es probablemente la inflación estructural, asociada al incremento de los precios relativos de productos agropecuarios y recursos energéticos; pero además operan factores de inflación de costos y de inflación de demanda que no pueden reducirse a simples mecanismos de propagación de cambios en los precios relativos”. (2013, p. 211)

Referencias bibliográficas

Olivera, Julio H.G. (2013). “Existen tres clases de inflación (y tenemos las tres)”, *Anales*, segunda época, año LVIII, N° 51, pp. 211-213, Academia de Derecho y Ciencias Sociales de Buenos Aires. Comunicación del Académico, en la sesión privada del 11 de julio de 2013.

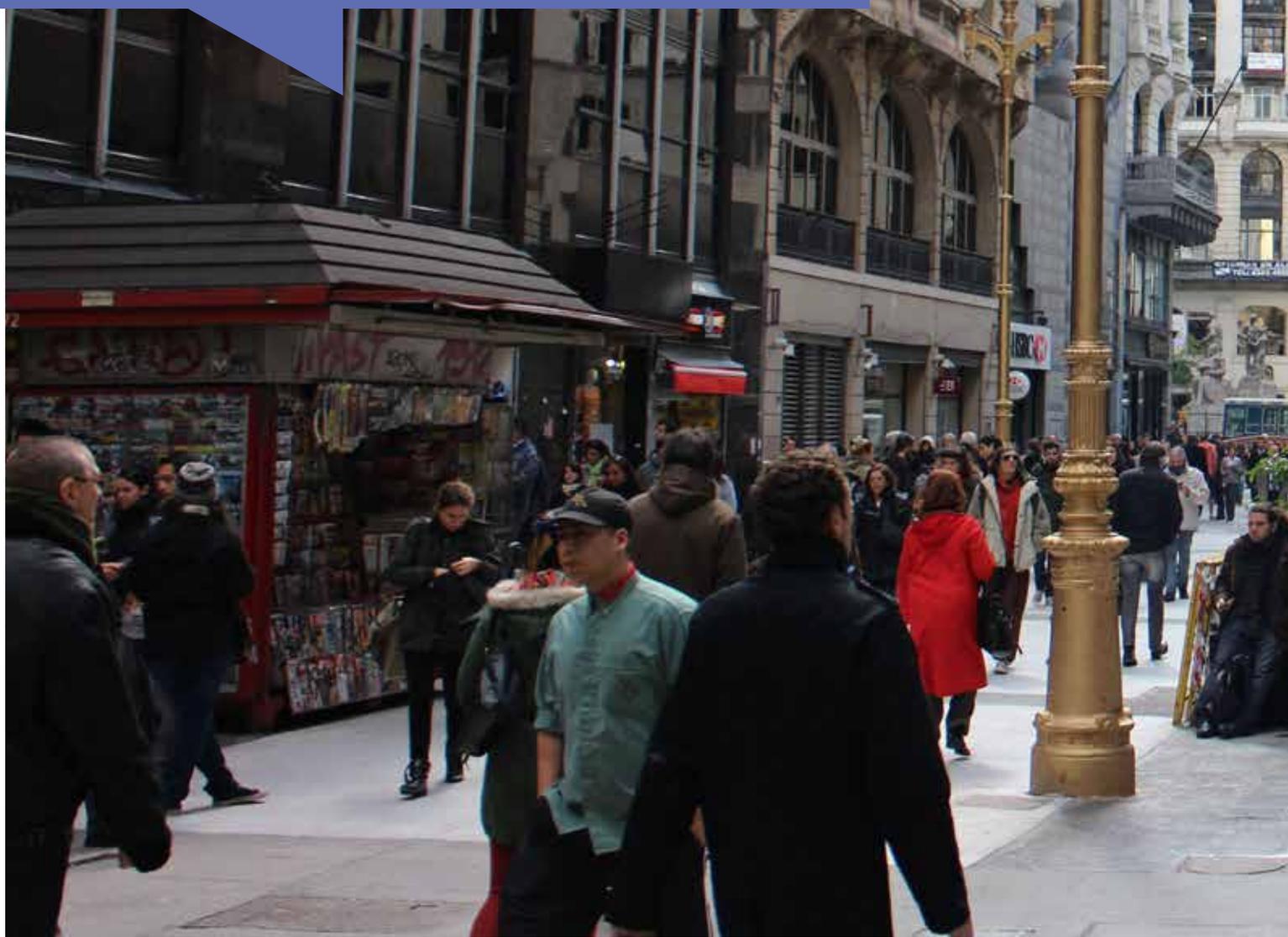
(1964). “La inflación estructural y el estructuralismo latinoamericano”, *Estudios Económicos*, N° 5/6, diciembre.

(1960). “La teoría no monetaria de la inflación”, *El Trimestre Económico*, octubre-diciembre.



EL AUTOR EXPONE LOS COSTOS ECONÓMICOS Y SOCIALES QUE CONLLEVAN LOS DISTINTOS TIPOS DE INFLACIÓN Y SU CARACTERIZACIÓN PARA EL CASO DE LA ARGENTINA DURANTE LAS ÚLTIMAS DÉCADAS.

REVISITANDO LOS COSTOS DE LA INFLACIÓN



por **PABLO J. MIRA**. *Doctor en Economía (UBA). Profesor adjunto de la materia Macroeconomía II en la Facultad de Ciencias Económicas de la misma universidad. Investigador en comisión del Instituto Interdisciplinario de Economía Política de la UBA.*



Introducción

La Argentina lleva cómodamente medio siglo lidiando con la inflación, y a esta altura hablar sobre sus costos parece redundante. Sin embargo, la relación entre inestabilidad de precios y pérdida de bienestar no siempre es transparente, en buena medida porque el propio fenómeno de la inflación es confuso y difícil de asimilar.

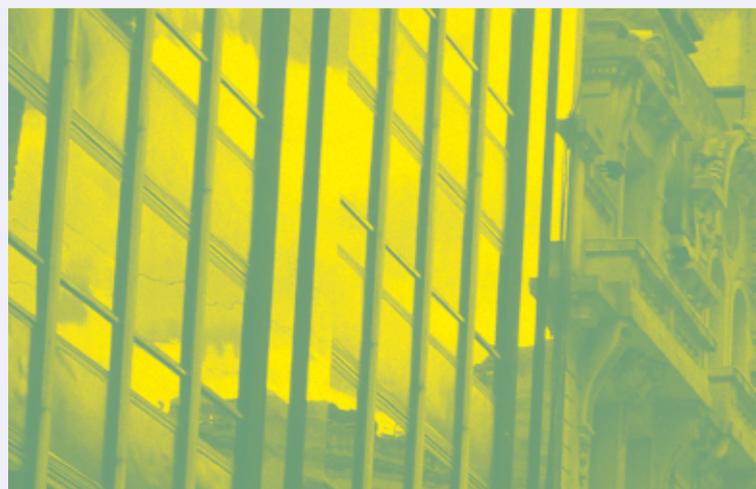
Dos ejemplos ilustran el punto. Primero, entre 1950 y 1970 la inflación rondó el 25% anual. Lejos de afectar el poder adquisitivo y empobrecer a la población, la economía tuvo un buen desempeño, con elevadas tasas de crecimiento y un aceptable reparto de la riqueza. Segundo, en los noventa la Convertibilidad logró domar la inflación durante casi toda la década, pero tras algunos años de crecimiento a tasas elevadas, en 1998 comenzó una lenta agonía que culminó en el estallido de 2001, sin que la inflación cumpliera ningún rol.

Los casos reseñados deberían llamar la atención. La inflación no parece conectar de manera simple con el nivel de vida y el crecimiento económico. Al mismo tiempo, un país sometido a semejante inestabilidad durante períodos tan largos debería sufrir consecuencias. El objetivo de esta nota es entonces contribuir a clarificar algunos aspectos sobre los costos de la inflación¹. En la sección II comentamos sobre costos que parecen ser, pero que no necesariamente son. La sección III se ocupa de los costos que son, pero no lo parecen. Finalmente, en la sección IV recordaremos las consecuencias más evidentes y perturbadoras de la inflación: las sociales.

Complejidad inflacionaria: costos que parecen, pero no siempre son

La inflación es un fenómeno complejo, en ambos sentidos. Por un lado, es complicada de entender y de sojuzgar mediante políticas simples. Por el otro, tiene propiedades que la califican como un sistema complejo. Como es una manifestación emergente, es difícil entender sus causas y sus consecuencias. Y quizá lo que más perplejidad genera: la inflación es el paradójico resultado de agentes actuando descentralizada y coordinadamente para provocar una descoordinación agregada en gran escala. La misteriosa complejidad inflacionaria y sus indeseadas consecuencias llevan natural pero falazmente a la búsqueda de culpables. Una vez identificados, estos definen beneficios para quienes la provocan, y costos para quienes la sufren. Así surge la hipótesis de que la inflación favorece los márgenes empresariales y reduce el poder adquisitivo de los consumidores, usualmente complementada con la advertencia de que esta suba conjugada es más factible con estructuras de mercado concentradas. Convocados a historias del mundo real, esta explicación no resulta fácil de retar. De hecho encaja perfectamente con la experiencia diaria, en la que millones de consumidores se sienten estafados cada vez que realizan una compra. Pero la experiencia personal puede esconder fallos de percepción. El consumidor se enfrenta a subas de precios desorganizadas, que se materializan a través de cambios discretos y que varían según el bien y el comercio. En este contexto, registrar los precios “verdaderos” de los productos resulta quimérico, y caminar para comparar pre-

1. La literatura (seleccionada) sobre costos de inflación puede separarse en tres grupos. Los primeros trabajos enfatizaban los costos anticipables de la inflación (Bailey, 1956; Friedman, 2005; Barro, 1970). Los costos no anticipables de una inflación elevada y volátil se recorren ampliamente en Okun (1975), en la Conferencia Nobel de Friedman (1997), y más recientemente en Heymann y Leijonhufvud (1990). Finalmente, una parte de la evidencia empírica puede hallarse en Bruno y Easterly (1996, 1998), y para América latina en Dabús, González y Bermúdez (2012).



cios es una misión sin sentido. Tampoco es sencillo identificar la magnitud de las variaciones: un precio que en un mes pasó de 122 a 130 pesos podría juzgarse como irrelevante, pero significa un 6,5% de suba, una gran diferencia en términos de ingresos para las empresas oferentes. Y una interpretación precisa de la inflación requiere recordar cuánto lleva cada precio sin modificarse. En suma, el entorno confunde, y en estas circunstancias es natural rastrear responsables. Y se sabe, los precios no los cambia el rematador walrasiano, sino los oferentes.

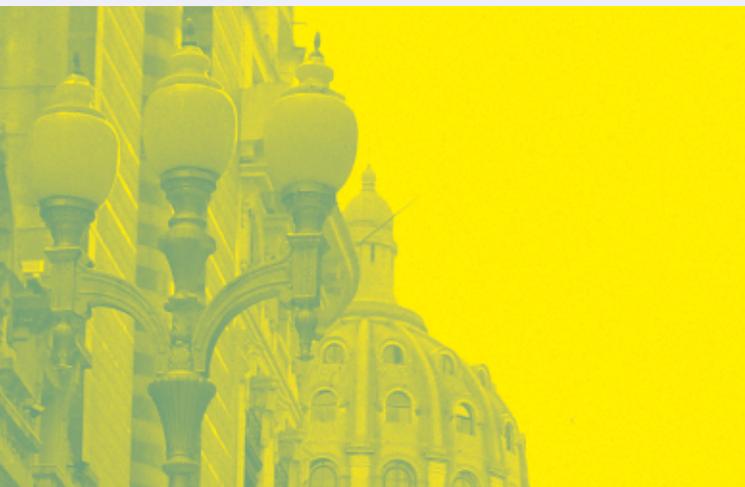
Desde la perspectiva de la distribución funcional del ingreso, la historia también tiene aparente fundamento. Si bien hay excepciones, es común que los precios suban antes que los salarios, disminuyendo el ingreso real de los trabajadores. Más aún, las políticas que buscan delimitar una posible espiral precios-salarios pueden valerse del retraso salarial para contener la inercia. Todo lo cual parece sugerir que la inflación redistribuye ingresos en favor de los capitalistas y contra los trabajadores.

En la práctica esto ocurre en el corto plazo, pero es difícil pensar que los efectos permanentes sobre la distribución obedezcan a esta estrategia de ampliación de márgenes. Consideremos la capacidad de coordinación corporativa que implica esta idea. La facultad monopólica debe ser suficiente para extenderse a todos los mercados y cadenas productivas. Con semejante autoridad para definir redistribuciones, las firmas podrían elegir corregir de una vez y para siempre su retorno. Y si en cambio estas empresas anticiparan los límites de su poder, les convendría evitar enrolarse en una ineficiente carrera de precios y salarios. Corre-

gir márgenes puede además significar perder cuotas de mercado. Y aun cuando las firmas ganaran con los ajustes de márgenes, deberían lidiar con la capacidad de gasto de los consumidores, que ellos mismos disminuyen con su actitud. Es por eso que a veces escuchamos a los líderes de la industria reclamar, en una lógica fordista, recuperaciones de los salarios.

Pero quizá sean las reacciones extendidas de condena a la inflación lo que empalidece del todo esta explicación. Los empresarios, incluso los más poderosos, se quejan permanentemente de sus efectos, votan gobiernos para que limiten la aplicación del “impuesto inflacionario”, y favorecen las políticas de ajuste para corregirla, incluso si esto implica la suba de otros impuestos. Como veremos, hay algo en las propiedades dinámicas de la inflación que conspira contra estas interpretaciones particulares de sus costos. Las penurias que genera la inestabilidad de precios son más evidentes cuando se las observa en términos de su sendero temporal. Eso es lo que se analiza en la siguiente sección.

La inflación moderada pero sostenida en el tiempo genera daños en el mediano plazo. Los costos inmediatos de atacar esta molestia suelen ser mayores que sus beneficios, lo que induce un sesgo en favor de retrasar la estabilización.



Dinámica inflacionaria: costos que son, pero no parecen

La inflación tiene varias consecuencias negativas para el funcionamiento económico, pero nos concentramos aquí en las menos evidentes, especialmente las situaciones en las que la inflación en sí no parece un problema. Como todo sistema complejo, la inflación crea dificultades en el momento y la dimensión menos esperados.

Efecto “rana hervida”

La inflación produce una especie de “efecto rana hervida”. El experimento que le da nombre consiste en poner a una rana viva en agua a temperatura ambiente, e ir calentándola lentamente. La creencia popular dice que el calentamiento será tan sutil que su cuerpo se irá adaptando al cambio, hasta que finalmente la rana morirá hervida, casi sin notarlo.

La inflación opera de manera similar, solo que los primeros calores resultan incluso bienvenidos. En una economía en expansión, las primeras presiones inflacionarias se reconocen, pero sus daños no. Sus perjuicios no los notan los consumidores, ni las empresas, ni los gobiernos. Diez puntos de inflación por año parece un ritmo aceptable para tomar decisiones informadas, y un número fácil de domar llegado el caso.

Entre los cincuenta y los setenta la economía argentina mantuvo una inflación asociada al crecimiento, similar a otros países de América latina y Asia, pero esta dinámica avivó en nuestro caso cuatro procesos. El primero fue el acostumbramiento a convivir con la inflación. Cierta incomodidad sin caos macroeconómico es una fórmula vivible, y nadie nota los pequeños desarreglos que se acumulan. Casi sin darse cuenta, los agentes-rana comienzan a incorporar la temperatura de la inflación a su memoria de largo plazo.

Segundo, si bien la inflación promedio del período no fue elevada y no afectó el crecimiento, exhibió saltos nada triviales, asociados a los ciclos *stop-go*. Una inflación moderada pero inestable no ayuda a que los mercados (de por sí con fallas) asignen recursos eficazmente. Por ende, la economía empezó a funcionar sin preocuparse demasiado por los retrasos en el desarrollo de algunos mercados, como los financieros. La rana siente calor, y deja de nadar para compensar la mayor temperatura.

El tercer proceso concierne al gobierno. La inflación comenzaba a dificultar la ejecución y la efectividad de las políticas económicas. Los presupuestos poco precisos, las políticas de crédito transformadas en meros subsidios y los aprietos para ordenar

La dinámica inflacionaria exige, de modo análogo, una mirada integral que atienda a las razones por las cuales los agentes replican constantemente la suba de precios mediante sus expectativas y actitudes.

las cuentas públicas fueron los más evidentes. Con una economía en expansión, estos obstáculos se sorteaban con relativo éxito, pero al costo de financiarse crecientemente con el Banco Central, establecer regulaciones múltiples, y mantener una economía cada vez más cerrada. La llama que calienta la olla se vuelve difícil de regular.

El cuarto proceso fue un lento pero inexorable aumento de la fragilidad de la economía ante potenciales interrupciones en un mundo que, de repente, abría vertiginosamente sus fronteras. Cuando la globalización se hizo realidad y la Argentina se sumó a esta tendencia, se reveló que la olla comenzaba a calentar demasiado en relación a lo que ocurría en otros países.

Y es así que en los setenta el agua hirvió. De la moderación pasamos casi sin notarlo a un régimen de alta inflación, ahora sí explícitamente dañino². Pero pocos reconocieron como antecedente relevante el proceso lento y creciente de maduración del fenómeno. La historia, sabemos, no terminó allí. En los noventa se produjo el milagro y el fuego cesó. La olla se enfrió rápida e inesperadamente, pero nadie estaba seguro de si la memoria inflacionaria se había extinguido. Tras el regreso a la inflación moderada de los 2000, algunos evocaron aquellos grados extras de inflación que no eran preocupantes. Pero una vez más, sin que mediara aviso, la inflación con crecimiento dejó paso a la inflación con estancamiento. Los viejos problemas de memoria inflacionaria, las dificultades para implementar políticas y la vulnerabilidad a las perturbaciones externas renacieron.

La enseñanza es que la inflación moderada pero sostenida en el tiempo genera daños en el mediano plazo. Los costos inmediatos de atacar esta molestia suelen ser mayores que sus beneficios, lo que induce un sesgo en favor de retrasar la estabilización.

2. Heymann y Leijonhufvud (1995) describen vívidamente en su capítulo 5 los enormes costos, no siempre explícitos, de vivir en un régimen de alta inflación.

Competencia

La inflación inestable genera confusiones que afectan el bolsillo, algo evidente para todos. Lo que no siempre se advierte es que estas confusiones tienden a retroalimentar la dinámica inflacionaria. Como la recorrida en busca de mejores precios es inconsecuente (algunos precios estarán más baratos, pero otros más caros), los consumidores no contribuirán a estimular la competencia. El resultado es que empresas y comercios, incluso pequeños, obtienen temporalmente un mayor poder monopólico debido a una demanda menos elástica. Pero este no es un privilegio, porque las firmas a su vez tienen proveedores, y sufren incertidumbre sobre sus costos de reposición.

Es difícil negar que en este contexto las firmas de mayor envergadura de la cadena productiva corran con ventaja, retrasando pagos a proveedores, anticipando remarcaciones, y consolidando posiciones de poder de mercado. Y es en este sentido que algunas empresas pueden tener un rol en la inercia de precios, pero estas decisiones no son la causa de la inflación, sino su consecuencia de corto plazo.

Finalmente, en un entorno incierto los *boicots* de consumidores organizados para promover la competencia están destinados al fracaso. Simplemente no hay forma de coordinar ni de diagnosticar a qué negocios o precios apuntar, ni tampoco de monitorear si la estrategia está funcionando en la práctica.

Comportamientos defensivos

A partir de tasas entre moderadas y altas (digamos, mayores al 15% anual), la inflación trae aparejadas modificaciones de magnitud en los precios relativos. Esta es una medida de la incertidumbre reinante, y su consecuencia es la necesidad de cubrirse ante eventuales pérdidas.

Fanelli y Frenkel (1995) afirman que con alta incertidumbre tener flexibilidad para cambiar decisiones del pasado es ventajoso. Estos cambios en los microfundamentos inducen dinámicas divergentes sobre la inflación. Para cubrirse de sus consecuencias los individuos reaccionan recortando la duración de sus contratos (salarios, alquileres, plazos fijos), renegociándolos cada vez con más frecuencia. Pero esto afecta las decisiones productivas y de inversión, que requieren de contratos más duraderos.

La consecuente caída del nivel de actividad induce problemas fiscales, porque reduce la recaudación, y dificulta la colocación de deuda, aun a plazos cortos. Si para financiarse se apela a la emisión monetaria, habrá un riesgo inflacionario por el lado de una mayor demanda de reservas. Estos mecanismos también

reducen la efectividad de las políticas económicas tradicionales. Con desequilibrios constantes, las autoridades se ven obligadas a implementar cambios radicales para intentar corregirlos, lo que impide fijar reglas estables. A su vez, los agentes adoptan conductas más flexibles aún para adaptarse a estos cambios continuos de política. Para modificar conductas tan enraizadas, el gobierno deberá llevar a cabo anuncios dramáticos, planes económicos amplios e integrales.

La economía desarrolla entonces una suerte de “psicología de crisis”. Como la crisis siempre está a la vuelta de la esquina, las estrategias defensivas son la norma. Del lado de las firmas solo avanzan los proyectos de alto rendimiento y bajo riesgo; del lado de las familias se ahorra poco y en activos poco sofisticados y de corta maduración. Los agentes prefieren estar líquidos para poder revertir sus decisiones rápidamente y a bajo costo. Es necesario estar listo para cuando el sistema estalle.

Violencia inercial

Una de las consecuencias menos comprendidas de la inflación es su persistencia. La inercia es un fenómeno particular y distintivo, con lógica propia, y que puede perdurar aun cuando las causas originales hayan sido erradicadas. Más aún, mientras subsiste la inercia las políticas que atacan el origen de la inflación (incluso si se ha identificado con precisión) pueden no ser efectivas y generar consecuencias negativas.

Intentaré argumentar por qué el origen y la inercia de la inflación merecen un tratamiento diferenciado. Para simplificar, asumamos que enfrentamos un proceso de inflación persistente y que es indiscutible que la inflación es un fenómeno monetario. La política para amortiguar los precios resulta evidente y simple: reducir la emisión.

Apelemos ahora a una analogía con un conflicto entre grupos. Supongamos que la causa última (de nuevo, “indiscutible”) de este hecho es la natural tendencia humana a la violencia. Concluimos que para evitar estos conflictos es necesario mitigar estos impulsos evolutivos. Pero esta estrategia pierde de vista las propiedades dinámicas de la violencia. Los conflictos comienzan con un evento específico, por ejemplo un asesinato del grupo A de un líder del grupo B. El grupo B reclama venganza por lo sucedido y tras la represalia, el grupo A vuelve a reaccionar, propiciando una nueva ronda de agresiones. Esto genera una persistencia, que a veces escala y otras se mantiene: es la inercia de la violencia.

En estas circunstancias, modificar la naturaleza humana parece una respuesta algo fuera de *timing*. Mientras intentamos convencer a la humanidad de ser más civilizada, cada grupo hostil puede seguir golpeando. Es obvio que para tratar la patología social de la violencia una vez que está instalada, se requieren políticas complementarias. Ejemplos son nuevas estrategias de negociación, la prevención de la diseminación de violencia ante hechos menores, y la mejora estructural de las leyes, del poder judicial, o del poder de policía. Estas son reacciones a la dinámica de los conflictos, no a su causa original.

La dinámica inflacionaria exige, de modo análogo, una mirada integral que atienda a las razones por las cuales los agentes replican constantemente la suba de precios mediante sus expectativas y actitudes. Una agenda que reconozca los problemas de la persistencia inflacionaria podría incluir la prevención de traslados a precios de *shocks* inesperados mediante acuerdos, el control y seguimiento de la indexación salarial, el establecimiento de leyes de competencia, y la observación estatal de la dinámica de precios. El proceso inercial es un “mal equilibrio”, y salir de él requiere esfuerzos en varios frentes, no solo frenar la emisión de papelitos.

El punto clave de esta historia es que cuando la inflación se transforma en un fenómeno inercial, cambia su naturaleza, y se dificulta enormemente su diagnóstico y su resolución. Es otro costo que no se suele considerar, pero que está bien presente.



Elefante en el bazar: costos que parecen... y son

Los costos de la inflación que parecen pero no son nos recuerdan que ojos que no ven, corazón que no siente. Los costos que no parecen pero son nos recuerdan que no todo lo que brilla es oro. Los costos que parecen y son nos recuerdan que si tiene cuatro patas, mueve la cola y ladra, es un perro. Cerramos este artículo entonces con el reconocimiento de una raza particular: los costos sociales y distributivos de la inflación.

La inflación alta y variable (adjetivos que van de la mano) produce redistribuciones indeseadas e inequitativas. La capacidad de cobertura ante *shocks* imprevistos de inflación es diferente según el actor. Quienes pueden transferir los aumentos a sus precios de oferta logran resguardarse, o incluso ganar. En el corto plazo, las grandes firmas y los bancos suelen ser los más privilegiados. Los trabajadores registrados ajustan sus salarios pero con un retraso, mientras que los informales sufren más porque no gozan de ningún contrato de ajuste inmediato de sus servicios. Los jubilados y los grupos vulnerables dependen del estado de las finanzas públicas, normalmente afectado negativamente. Los desempleados, naturalmente, son los más perjudicados.

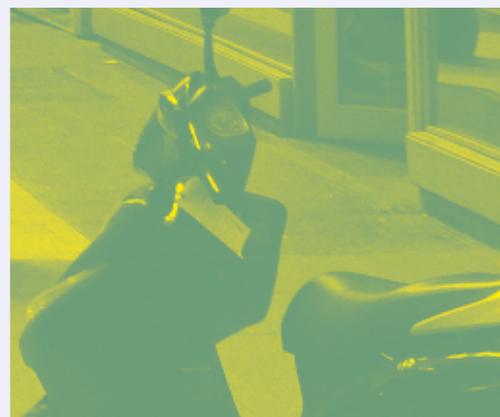
Las tenencias de efectivo son, en términos relativos, mayores en los más pobres, lo que concentra el cobro del impuesto inflacionario en este grupo. Existen más opciones de cobertura para los más ricos, que pueden ahorrar no solo en instrumentos financieros con cobertura, sino también en durables. Los que gozan de información privilegiada también pueden beneficiarse.

Las redistribuciones regresivas e inesperadas en el día a día producen malestar no solo en sí mismas, sino además porque no tienen justificación. Toda idea de meritocracia es desmentida de plano a la luz de las interacciones económicas que se viven, y los comportamientos colaborativos se reducen a un mínimo.

La inflación es, en todo tiempo y lugar, un fenómeno negativo. Sus presuntos beneficios son cantos de sirena, encantamientos temporarios que llevan al barco de la economía a estrellarse contra una hiperinflación, o bien a navegar sin rumbo por los procelosos mares de la incertidumbre, la pobreza y la desigualdad.

Referencias bibliográficas

- Bailey, M. J. (1956). The welfare cost of inflationary finance. *Journal of Political Economy*, 64(2), 93-110.
- Barro, R. J. (1970). Inflation, the payments period, and the demand for money. *Journal of Political Economy*, 78(6), 1228-1263.
- Bruno, M., & Easterly, W. (1996). Inflation and growth: in search of a stable relationship. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 78(May/June 1996).
- Bruno, M., & Easterly, W. (1998). Inflation crises and long-run growth. *Journal of Monetary Economics*, 41(1), 3-26.
- Dabús, C., G. González y C. Bermúdez (2012), "Inestabilidad y crecimiento económico: evidencia de América Latina", *Progresos en crecimiento económico*, S. Keifman (ed.), Buenos Aires, Consejo Profesional de Ciencias Económicas.
- Frenkel, R., & Fanelli, J. M. (1995). "Estabilidad y estructura: interacciones en el crecimiento económico". *Revista de la CEPAL*.
- Friedman, M. (1976). *Nobel Memorial Lecture: Inflation and Unemployment*. Nobel Foundation.
- Friedman, M. (2005). *The optimum quantity of money*. Transaction Publishers.
- Heymann, D., & Leijonhufvud, A. (1995). *High Inflation: The Arne Ryde Memorial Lectures*. OUP Catalogue.
- Okun, A.M., Fellner, W., & Wachter, M. (1975). Inflation: Its mechanics and welfare costs. *Brookings Papers on Economic Activity*, (2), 351-401.





por **LUIS BLAUM**. Licenciado en Economía Política (UBA) y Magíster en Epistemología, Metodología e Historia de la Ciencia (UNTREF). Dirige el Centro de Investigación y Docencia en Economía para el Desarrollo (CIDED- UNTREF).

ARGENTINA, UNA ECONOMÍA INFLACIONARIA

EL ARTÍCULO EXPONE DISTINTAS CORRIENTES TEÓRICAS QUE ABORDAN LA CUESTIÓN DE LA INFLACIÓN Y RECORRE ASPECTOS RELEVANTES DE LA HISTORIA DE LA POLÍTICA ECONÓMICA ARGENTINA.



Durante la segunda mitad del siglo pasado, a partir de la posguerra, se desarrolló en algunos países latinoamericanos en vías de desarrollo un debate sobre la inflación de vastas repercusiones teóricas y prácticas. En efecto, dichos países padecían procesos inflacionarios de mayor intensidad que los desarrollados, y las políticas contractivas recomendadas por el recientemente creado Fondo Monetario Internacional para frenar la inflación hacían descender la producción y el empleo sin un impacto equivalente en el ritmo inflacionario. El estructuralismo latinoamericano surgió para explicar este fenómeno, dilucidar las falencias de la teoría establecida y promover políticas que no dañaran el tejido social. En todo caso, la “heterodoxia” estructuralista nunca negó la validez de la hipótesis ortodoxa-monetarista, sino que cuestionó su unilateralidad al desechar otras causalidades y rigideces que generan inflación, como la inflación de costos y los efectos de cambios en los precios relativos en presencia de inflexibilidad al descenso de los precios monetarios. Brevemente, los procesos de desarrollo involucran modificaciones de la estructura económica y su correlato en los precios relativos; pero estas modificaciones se efectúan a través de los precios monetarios que, al bajar más lentamente de los que suben, generan una presión inflacionaria.

En rigor, el estructuralismo no excluyó ninguna hipótesis y, más aún, dilucidó su mutuo entrelazamiento en procesos complejos cuyos mecanismos defensivos (indexación) se convierten en inercias inflacionarias. Esta circunstancia impide o atrasa el ajuste, mientras eleva la intensidad inflacionaria, manteniendo el mercado en zonas de desequilibrio. Un antecedente valioso de este cruce lo encontramos en Keynes (1983), quien siempre permaneció atento a los efectos nocivos de la inflación: en su Teoría General advierte que, al efectuar una expansión de demanda para disminuir la desocupación, debe tenerse cuidado con los cuellos de botella, los cuales transforman dicha expansión en inflación, en lugar de empleo.¹ En cuanto este concepto comporta uno de los problemas cruciales para el estructuralismo y

la problemática del desarrollo, ortodoxo/heterodoxo pierden aquí toda significación: notemos que este problema abarcaría también la restricción externa, una característica del estructuralismo desde los tiempos de Prebisch, esencial para la teoría del *stop and go*, y considerada también por Keynes respecto de las reparaciones de guerra alemanas.²

Por otra parte, el propio déficit fiscal puede hacerse función de la inflación (efecto Olivera-Tanzi)³, a lo que se suma el efecto de las negociaciones corporativas sobre los precios clave de la economía (i.e., el salario, tipo de cambio, tarifas, etc.). Todo ello complica este proceso y la política antiinflacionaria, pues implica recursos políticos para su resolución.⁴ Este cuadro padece complejos problemas de identificación o diagnóstico, los cuales complican encontrar las soluciones pertinentes. Es importante destacar que, para la heterodoxia, la inflación no sólo es perjudicial para los agentes privados, sino que deteriora y condiciona de manera creciente la soberanía monetaria: en un primer nivel de intensidad, afecta la función del dinero como reserva de valor, haciendo que la gente disminuya sus tenencias de dinero al mínimo imprescindible. Si la inflación se intensifica afectando al dinero en su carácter de unidad de cuenta, se entra en un régimen de alta inflación que, básicamente, es una adaptación de la estructura de contratos explícitos e implícitos, así como de la formación de expectativas. Se generaliza la indexación y se acortan los plazos, pues el poder de compra final de los contratos se torna incierto; a su turno, las expectativas dependen de la información de corto plazo y, dado el alto grado de incertidumbre que subyace al contexto, cualquier noticia puede representar un *shock* que agudice dicho cuadro (Frenkel, 1989). En una etapa final, cuando el propio circulante deja de utilizarse como medio de pago y tiende a desaparecer, se entra en la hiperinflación. La pérdida de esas funciones por el dinero local genera su reemplazo por otros bienes o dineros que limitan los alcances del poder soberano, de manera que es primordial evitarlos para preservar los grados de libertad que pueda disponer la autoridad monetaria. Más aún, los teóricos heterodoxos reconocieron

1. Notemos que este caso trata con que “la oferta de determinados bienes deja de ser elástica y sus precios tiene que subir al nivel necesario, cualquiera que sea, para desviar la demanda en otras direcciones”. Si le agregamos la inflexibilidad al descenso de los precios monetarios, al menos en el corto plazo, se describe claramente la hipótesis estructuralista de la inflación. Keynes (1983), p.266.

2. Ver al respecto, Keynes (1929 a y b). Anticipando nuevamente al estructuralismo, el autor polemiza con Rueff y Ohlin acerca de las dificultades que exhibían la estructura productiva y la del comercio internacional de Alemania, para generar el superávit externo que permita honrar las reparaciones de guerra.

3. Ver Olivera (2010), Cap.4.

4. *Ibid.*, Cap. 6.

La estabilidad no es una meta propia del monetarismo, sino que es incluso la razón por la cual surgió el estructuralismo: demostrar que el simplismo y la unilateralidad de la receta monetarista no cuadraba con el fenómeno inflacionario latinoamericano.

dos condiciones esenciales que rigen la política económica: en primer término, si bien la dirección del ciclo no se puede torcer, es posible actuar sobre su velocidad, lo cual puede modificar dramáticamente los acontecimientos al convertir un precipicio en un suave declive. En segundo lugar, aun cuando la causa de la inflación no sea monetaria, ello no implica que la política antiinflacionaria excluya componentes monetaristas. Por lo tanto, la estabilidad no es una meta propia del monetarismo, sino que es incluso la razón por la cual surgió el estructuralismo: demostrar que el simplismo y la unilateralidad de la receta monetarista no cuadran con el fenómeno inflacionario latinoamericano, de manera que, ante las rigideces de precios, se genera desempleo y tensiones sociales.

Sin embargo, la propia corriente heterodoxa tomó distancia de algunas experiencias históricas de políticas económicas que han dejado de lado o malinterpretado sus tesis principales, identificando un movimiento pendular que ha dominado importantes tramos de la vida política del país, y cuyos extremos fueron descritos por Marcelo Diamand (1983) como “la corriente expansionista o popular y la ortodoxia o el liberalismo económico”. A su turno, Adolfo Canitrot (1975, 1980 y 1981) se refería a la primera como los intentos fracasados de lograr una perdurable redistribución de ingresos vía incrementos salariales (cuya

última expresión había sido para esa fecha la del peronismo de 1973), y la segunda, a la experiencia ’76-’81 que, de manera original, caracterizó como un intento de disciplinamiento del sector industrial. Siguiendo a Damill, Frenkel y Rapetti (2018), se puede mostrar que estas distinciones se aplican al período iniciado con la Convertibilidad hasta la actualidad, lo cual le otorga un significado particular a la distancia que media entre los teóricos heterodoxos y las políticas realmente implementadas, y que se mide por las consecuencias negativas que ellas han generado sobre la economía argentina.

Ciertamente, ambos polos se reflejan uno en el otro: el neoliberalismo pretende la neutralización de la soberanía y la política, mientras su contraparte que, en concordancia con Diamand, podemos denominar “voluntarismo expansionista”, es un credo para el cual la restricción económica fundamental es la instancia política entendida como conflictos de intereses económicos. En cambio, lejos de ambos extremos del péndulo, los teóricos heterodoxos admiten la incertidumbre y la complejidad como dos aspectos indisolubles que emergen del comportamiento e interacción de los agentes, y cuya problemática no admite generalizaciones ni recetas *prêt-à-porter*. Es decir, asumiendo las restricciones que plantea el curso mercantil, evita operar de manera procíclica, tratando de morigerar sus efectos nocivos.

El pasaje al régimen de alta inflación

A despecho de una apreciable inestabilidad política, desde 1963 hasta 1974, la economía argentina registró un rendimiento notable: ocho presidentes (tres fueron militares y gobernaron siete de once años) y once ministros de Economía (de los cuales seis duraron menos de un año, y solo uno lo hizo más de dos años) no pudieron alterar un “régimen industrializador” que registró un incremento anual promedio del 3,5% en el PIB per cápita durante 11 años, una participación de los salarios del 46% en el ingreso, y una inflación del 30% anual. En cambio, durante la gestión de Martínez de Hoz el incremento del PIB per cápita apenas superó el 0,6%, la participación salarial cayó al 30% del PIB, mientras la inflación anual se disparó al 169% anual durante esos cinco años. Sobre el final de este último período se intentó una estrategia novedosa para atacar las expectativas artificiales que, según las autoridades, motorizaban ese régimen inflacionario: el Enfoque Monetario del Balance de Pagos.

A partir de diciembre de 1978 y durante ocho meses se implementó una serie de devaluaciones pautadas y decrecientes del tipo de cambio –la conocida “tablita”–, junto con una agresiva rebaja arancelaria y la liberalización financiera. Sin embargo, fijar el tipo de cambio y liberar el movimiento de capitales suponía tanto la convergencia de la inflación doméstica como la tasa de interés a las internacionales más la tasa de devaluación; adicionalmente, respetar la tablita implicaba la pérdida del control de la oferta monetaria. Pero un régimen de alta inflación supone fluctuaciones en la tasa de inflación y, de suyo, oscilaciones en la tasa de interés real en relación a la “tablita” devaluatoria, provocando la volatilidad en los flujos de capital y la oferta de dinero: “Adoptando modelos de equilibrio de largo plazo, el enfoque [monetario del Balance de Pagos] tiende a ignorar la incertidumbre [oferta perfectamente elástica de fondos externos], y a argumentar como si la libre movilidad de capitales entre la economía y el ‘resto del mundo’ equivaliera a la unificación de los mercados de capital” (Frenkel, 1980, p. 239). Adicionalmente, cuando el gobierno contrae deuda en moneda extranjera, se genera un problema fiscal pues se deben adquirir las divisas correspondientes del superávit del comercio externo del sector privado. Ello implica un esfuerzo de financiamiento que, de no poder satisfacerse vía impuestos o reducción del gasto, redundaría en emisión monetaria o colocación de deuda, todo lo cual genera presiones sobre la inflación, la tasa de interés y el nivel de actividad, acotando la soberanía económica. Curiosamente, y a pesar de estos efectos altamente negativos, la falsa idea de una neutralidad del origen externo/interno del financiamiento del gasto público se haría perdurable hasta nuestros días.

El gobierno de Alfonsín encontró esa pesada herencia en un mundo que, habiendo sufrido el segundo *shock* petrolero, implementó a través de la Reserva Federal un alza inédita de las tasas de interés en dólares, generando una masiva fuga de capitales. En ese período se aplicó el Austral, un plan antiinflacionario del mismo cuño que el llevado a cabo en Israel desde 1985, el cual atacaba los aspectos “ortodoxos” (el déficit fiscal) como la inflación inercial por medio de la política de ingresos (congelamiento de precios y salarios). Sin embargo, luego de un éxito inicial y, a diferencia del israelí, aquí fracasó y la inflación se disparó. Por contraste, vale la pena destacar los motivos del éxito del plan israelí, que sirven de marco para comprender la frustración local: en Israel, el plan se efectuó bajo el paraguas de un amplio consenso encabezado por un gobierno de coalición nacional, es decir, bajo el paraguas de la suspensión de las disputas políticas. Asimismo, mientras Israel contó con el apoyo político y la ayuda financiera de Estados Unidos, el gobierno radical no dispuso de similar consenso nacional –ni siquiera de su propia fuerza política–, es decir, carecía del poder político para administrar las demandas desmedidas sobre el gasto público. Además de padecer un fuerte *shock* externo (el deterioro de sus términos de intercambio y caída del volumen exportado), tampoco contó con apoyo internacional.

Al respecto, un aspecto a destacar es que el régimen de alta inflación tiende a perpetuarse más allá de los éxitos que a corto plazo se puedan obtener, lo cual conspira contra la efectividad de las políticas monetarias y de ingresos; esta circunstancia reclama la cobertura política que permita sortearla sin perder el esfuerzo realizado. Contrariamente a la perspectiva monetarista, que subordina el complejo entramado de una economía inflacionaria al desequilibrio fiscal, se requiere un plazo relativamente prolongado en el cambio de régimen para atender las autonomías relativas de los aspectos ortodoxos y heterodoxos en sus vínculos con la restricción externa y la deuda en moneda extranjera (Fanelli y Frenkel, 1989).

Las experiencias cruzadas del Plan Austral y el israelí sugieren que la fragilidad económica, social y política son copartícipes de la que padece el orden social en su conjunto. El Plan Primavera, que sucedió al Austral, padeció de similares debilidades políticas, y apenas duró un semestre: a pesar de que en 1988 el sector externo mejoró notoriamente, el deterioro macroeconómico no lo pudo acompañar, tal vez por la pérdida de la credibilidad política que por entonces padecía el gobierno, acrecentada por el retiro del apoyo del FMI. Además, sostenidas por candidatos presidenciales, las expectativas sobre la futura unificación del mercado cambiario animaron los movimientos especulativos y el estallido que nos ubicó en el camino de la hiperinflación.

De la híper, la estabilidad, y el regreso a la alta inflación

En abril de 1991, la Convertibilidad –un plan emparentado con la tablita– puso freno a esta desmesura al precio de una gran fragilidad y asimetría para absorber los *shocks* externos, lo cual terminó impactando en altos niveles de desempleo y una regresiva distribución del ingreso. En efecto, desde fines de 1989 se registra una brusca caída de las tasas de interés internacionales que pone fin a una década de racionamiento crediticio, lo cual dispuso un financiamiento favorable a la expansión y el plan de privatizaciones. En 1994/95, la crisis mexicana (el Tequila) preanunció lo que podría suceder; pero a partir de 1997, con las sucesivas crisis asiática, rusa y la brasileña, el contexto se revierte, algo que este sistema no puede solventar y termina por estallar. Precisamente y en forma inversa a la explicación ortodoxa, no es el déficit fiscal el origen del estallido, sino que, inversamente, es el encarecimiento del financiamiento externo que genera este nuevo contexto el que induce una dinámica negativa de las cuentas fiscales. Entre 1998 y 2002, la economía se contrajo un 18%, y disparó una enorme crisis social y política, siendo su única herencia positiva no solo el fin del régimen de alta inflación, sino de la inflación misma.

A partir de 2003, el país entró en un sendero virtuoso e inédito: mínima inflación, fuerte crecimiento del PIB, acompañado de superávit interno y externo. Esto nos alineaba con un mundo y una región que, salvo excepciones, no padecían procesos inflacionarios significativos. Situada lejos del pleno empleo, las llamadas tasas chinas de aquellos años poseían un importante componente de recuperación, o bien, un margen de 4-5 años para evitar la zona de inflación de demanda que, sin embargo, se reducía cuando se consideraban los cuellos de botella.

Sin embargo, a partir del 2005 comenzó a regir el credo para el cual estas distinciones y prudencias son neoliberales y, en poco tiempo, emergieron sus primeros efectos: la reaparición de la restricción externa y el proceso inflacionario: rodeado de países con inflaciones bajísimas, el 24/25% de inflación anual era demasiado. Las paradojas a que dio lugar esta cuestión son elocuentes: negando falazmente la hipótesis de inflación de demanda (las máximas autoridades económicas lo manifestaron públicamente y, de hecho, a partir del año 2006 y hasta el 2015 el gasto público como porcentaje del PIB creció un 56%), el credo asignó la causalidad inflacionaria a la puja distributiva. Es decir, se admitía de hecho el fracaso político del gobierno en mediar políticamente dicha disputa (la política de ingresos), que la forma retórica convertía

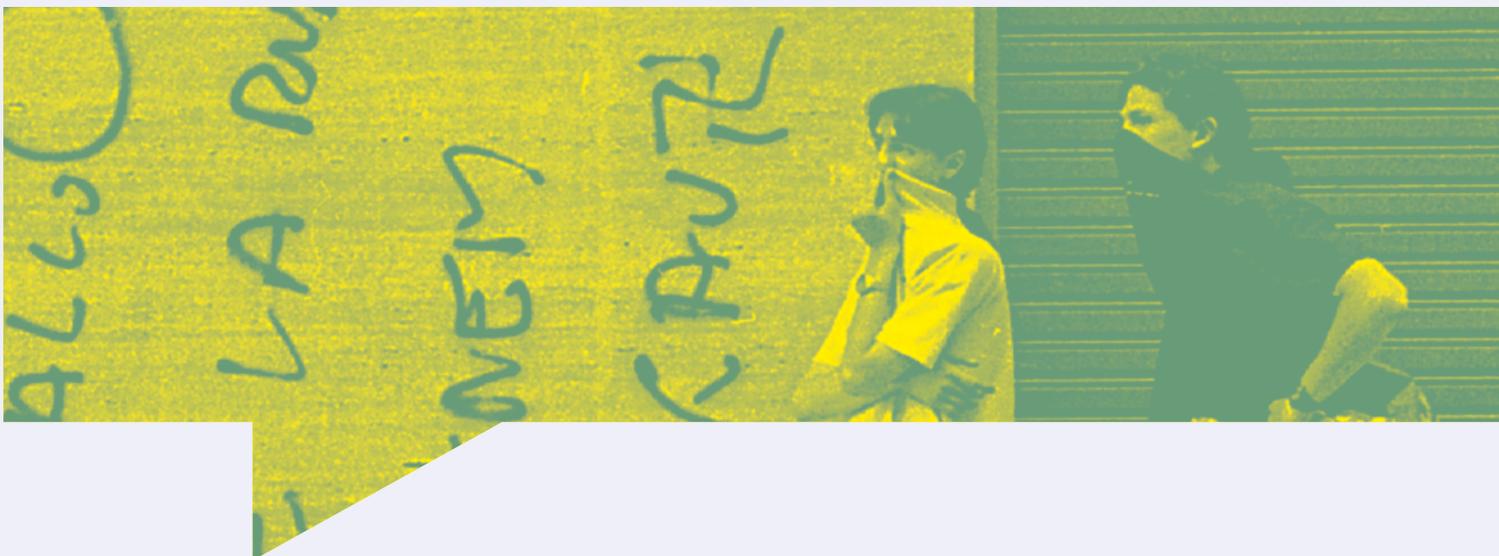


en un fenómeno exculpatorio. A finales del 2015 el PIB per cápita estaba en el mismo nivel de 2010, y la paridad cambiaria había caído en términos reales a niveles comparables a los de 2001, lo cual implicaba una fuerte suba del costo laboral en dólares. Asimismo, la restricción externa hizo que la política fiscal (sistémicamente expansiva) fuera perdiendo eficacia para estimular el nivel de actividad generando un déficit de las cuentas públicas que superaba los 4,7 puntos del PIB: la actividad del Banco Central estaba dominada por las cuentas públicas. No solo la gestión del credo fracasó en sus propios términos, sino que la medida más elocuente del mismo es haber propiciado la última y devastadora experiencia neoliberal que pregonaban combatir.

En el otro extremo, el nuevo equipo económico repitió históricas falacias: estimando que los precios ya habían asumido el nivel del dólar informal, y que las expectativas de los agentes se alinearían con los anuncios de las metas de inflación, liberaron el mercado de divisas. Asimismo, calcularon que el sinceramiento tarifario no incidiría en la inflación pues, dada la restricción presupuestaria, ello disminuiría la demanda de otros bienes cuyos precios deberían bajar de forma compensatoria. Obviamente, olvidaron que las transacciones con el exterior se hacen al dólar oficial, mientras que, a su turno, los precios monetarios son inflexibles al descenso. El resultado fue que, en el 2016, la tasa de inflación se empujó al 40%. Asimismo, como sucedió con la “tablita” y la convertibilidad, se volvió a suponer neutralidad en la financiación del déficit fiscal con crédito interno o externo, lo cual, nuevamente, apenas se modificaron las condiciones externas, en el 2018 se cortó el financiamiento y se recurrió al enorme préstamo del FMI y a uno de sus planes de ajuste tradicionales. Todo sucedió con enorme velocidad, y el 2019 terminó con un regreso a las restricciones cambiarias, una inflación del 50% y tasas de interés siderales.

El gobierno que asumió en diciembre de ese año era una coalición que incluía los derrotados del 2015; de todos modos,

alejado de los extremos ideológicos del péndulo, el nuevo equipo económico se abocó a ordenar tanto en el plano interno como el externo, puesto que la experiencia histórica y buena parte de la literatura consideraban que los severos déficits presupuestarios son una característica inherente a los procesos de alta inflación, destacando, además, el esfuerzo fiscal y monetario que implica comprar al sector privado los dólares para honrar la deuda pública externa. Sin embargo, los acontecimientos fueron en otra dirección: enseguida emergió la crisis del Covid-19, lo cual dinamitó la tarea y condujo a una cuarentena que impidió el trabajo presencial, generando una caída de la actividad similar a la registrada en el 2002 (-10%). No obstante, se logró un acuerdo con los acreedores privados y, recién en el 2021, se pudo recuperar el nivel perdido. Pero el gobierno perdió las elecciones de medio término, lo cual disparó una crisis en la coalición, que se iría profundizando hasta llegar al acuerdo con el FMI. De manera parecida a lo ocurrido con Alfonsín y luego de una larga negociación, se había logrado un acuerdo heterodoxo con dicho organismo, esto es, sin ajustes draconianos y, además, involucrando al Congreso en su aprobación. Sorpresivamente, el sector “voluntarista” del gobierno lo rechazó y fue la oposición la que permitió su aprobación. Imaginemos lo que hubiera sucedido si se hubiera impuesto un ambiente de confrontación militante con los acreedores externos y el FMI. Sin embargo, paralelamente, se inició la guerra en Ucrania que complicó la economía internacional, encareciendo alimentos y energía; el impacto en nuestro país fue una intensificación inflacionaria y un problema de liquidez o flujo negativo de divisas en el corto plazo. En este marco, la oposición interna del gobierno (el voluntarismo) se intensificó hasta lograr la renuncia del equipo económico, lo cual implicó acrecentar fuertemente el grado de incertidumbre y los márgenes de ganancia para cubrirse de un cambio brusco en la orientación económica (Frenkel, 1979).



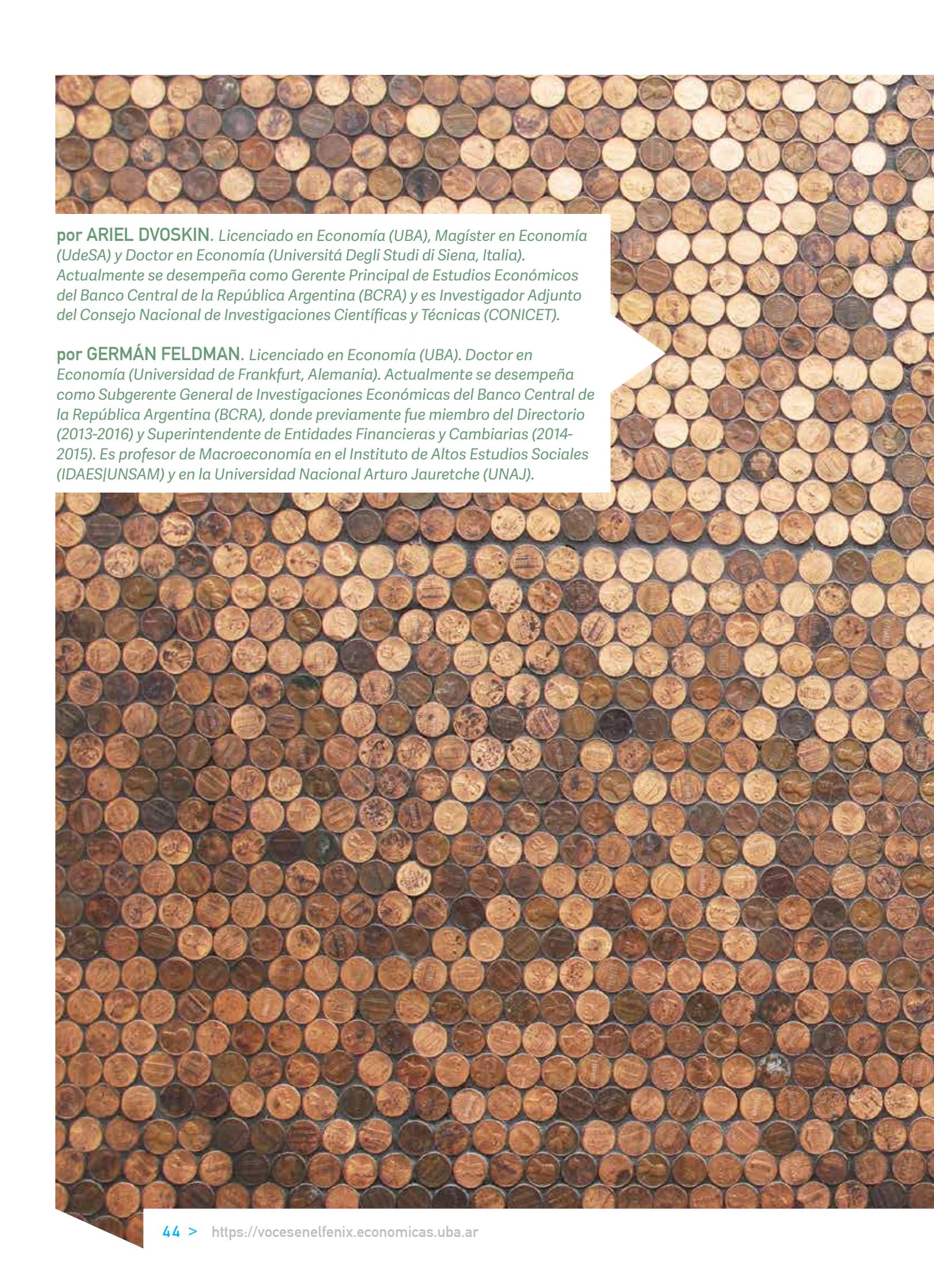
Conclusión

Reiterando la figura del péndulo de Diamand, el régimen de alta inflación que las autoridades querían evitar retornó con renovados bríos, mostrando la fragilidad que resulta del cruce entre las distintas temporalidades de las esferas económica, política y social. En otros términos, ambos polos “dicen una cosa y hacen otra”: sin sustento empírico ni teórico, sus argumentos pertenecen a otro escenario, un juego alejado de las necesidades de una economía jaqueada por la crisis de deuda, el Covid-19 y el *shock* del conflicto ruso-ucraniano, esto es, una suerte de economía de guerra que no soporta rivalidades y desacuerdos políticos con meras finalidades de reconocimiento electoral. Además de la amplia literatura local sobre el tema, el caso que nos ayuda a comprender estos fenómenos de alta inflación y los efectos que posee la política en ellos lo encontramos en el libro de Bruno (1993), cuyo sugerente subtítulo reza *Therapy by Consensus*, es decir, un consenso sobre la necesidad del consenso.

La propia corriente heterodoxa tomó distancia de algunas experiencias históricas de políticas económicas que han dejado de lado o malinterpretado sus tesis principales, identificando un movimiento pendular que ha dominado importantes tramos de la vida política del país.

Referencias bibliográficas

- Bruno, M. (1993), *Crisis, Stabilization, and Economic Reform (Therapy by Consensus)*, Clarendon, New York, 1993.
- Canitrot, A. (1975): “La experiencia populista de redistribución de ingresos”, *Desarrollo Económico* 15 (59), 1975.
- (1980), “La disciplina como objetivo de la política económica. Un ensayo sobre el programa económico del gobierno argentino desde 1976”, *Desarrollo Económico*; 19(76), 1980.
- (1981): “Teoría y práctica del liberalismo. Política antiinflacionaria y apertura económica en la Argentina 1976-1981”, *Desarrollo Económico*, 21 (82), 1981.
- Damill, M., Frenkel, R. y M. Rapetti (2018), “Policy Brief: Was fiscal irresponsibility the cause behind the Latin American crises?”, IFT, CEDES [chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/ <http://www.ift.org.ar/pdf/lecturas/lectura60.pdf>]
- Diamand, M. (1983): “El péndulo argentino: ¿hasta cuándo?”, presentado en la Conferencia sobre Medidas de Cambio Político Económico en América Latina organizada por Vanderbilt University, de Nashville, Tennessee, Estados Unidos. Luego, el Centro de Estudios de la Realidad Económica y Social (CERES) lo editó en un folleto de circulación restringida.
- Fanelli, J.M., y R. Frenkel (1989), “Políticas de Estabilización e Hiperinflación en Argentina”, *Documentos Cedees*; (31), 1989.
- Frenkel, R. (1979): “Decisiones de precio en alta inflación”, en *Desarrollo Económico*, Vol. 19, N° 75, octubre-diciembre, pp. 291-330.
- (1980), “El desarrollo reciente del mercado de capitales en la Argentina”, en *Desarrollo Económico*, Vol. 20, N° 78, julio-septiembre, pp. 215-248.
- (1989): “El régimen de alta inflación y el nivel de actividad”, en *Documento CEDES*, N° 26.
- Keynes, J.M. (1929a) “The German Transfer Problem”, *Economic Journal*, 39, 1-7.
- (1929b), “Mr. Keynes’ Views on the Transfer Problem”, *The Economic Journal*, Vol. 39, No. 155 (Sep., 1929), pp. 388-408.
- (1983): *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*, México, Fondo de Cultura Económica.
- Olivera, J.H.G. (2010), *Economía y Hermenéutica*, EDUNTREF, 2010.



por **ARIEL DVOSKIN**. *Licenciado en Economía (UBA), Magíster en Economía (UdeSA) y Doctor en Economía (Università Degli Studi di Siena, Italia). Actualmente se desempeña como Gerente Principal de Estudios Económicos del Banco Central de la República Argentina (BCRA) y es Investigador Adjunto del Consejo Nacional de Investigaciones Científicas y Técnicas (CONICET).*

por **GERMÁN FELDMAN**. *Licenciado en Economía (UBA). Doctor en Economía (Universidad de Frankfurt, Alemania). Actualmente se desempeña como Subgerente General de Investigaciones Económicas del Banco Central de la República Argentina (BCRA), donde previamente fue miembro del Directorio (2013-2016) y Superintendente de Entidades Financieras y Cambiarias (2014-2015). Es profesor de Macroeconomía en el Instituto de Altos Estudios Sociales (IDAES/UNSAM) y en la Universidad Nacional Arturo Jauretche (UNAJ).*

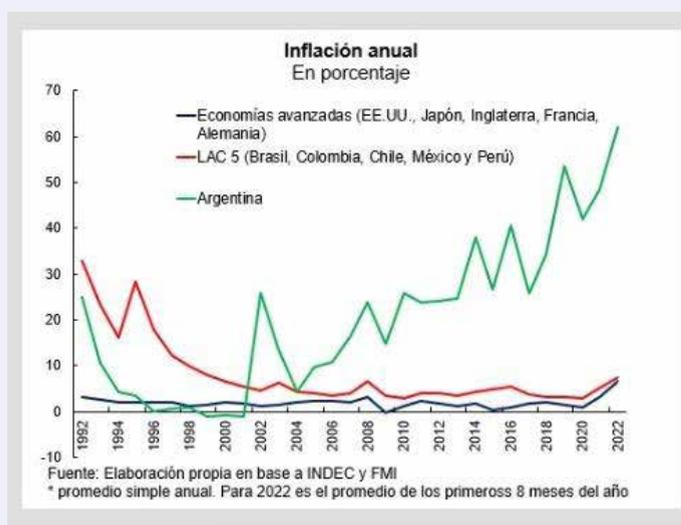
LOS AUTORES ANALIZAN EL MOTIVO DE LOS DISTINTOS NIVELES DE INFLACIÓN EN LA REGIÓN DE AMÉRICA LATINA, Y PARTICULARMENTE EN LA ARGENTINA, EN EL ÚLTIMO TIEMPO.

ASPECTOS GENERALES Y ESPECÍFICOS DE LA INFLACIÓN ARGENTINA

E

l mundo asiste una vez más a una etapa de elevada inflación, solo comparable en la segunda posguerra, por su extensión y magnitud, con el período iniciado con el primer *shock* petrolero en 1973, y que se extendió hasta los comienzos de la década de 1980.

Para la Argentina, el período de inflación baja y estable fue mucho más breve, comenzando como en el resto de la región a comienzos de los años noventa, pero interrumpiéndose mucho antes, a mediados de la primera década de los años 2000.



Ahora bien, ¿qué nos hace tan especiales, ya no en la comparación con las economías avanzadas, sino con el resto de los emergentes de Latinoamérica como Brasil, México, Chile, Colombia o Perú? La respuesta más convencional es que, siguiendo las buenas prácticas internacionales, nuestros vecinos aplicaron esquemas de política monetaria adecuados para preservar la estabilidad de precios. Específicamente los llamados regímenes de metas de inflación, que eliminaron la dominancia fiscal y consagraron la independencia de los bancos centrales, recurriendo a la tasa de interés como principal variable de política para anclar las expectativas inflacionarias. Si bien no puede menospreciarse la importancia de las instituciones monetarias en el análisis de los determinantes de la inflación, la explicación convencional no parece ser del todo satisfactoria. No solo porque la inflación ya había comenzado a registrar una tendencia decreciente con anterioridad a la introducción de los regímenes de metas de inflación a mediados de la década de 1990, sino porque otros

países que no aplicaron dichas políticas también gozaron de una baja sustancial en sus registros inflacionarios. Comentario al margen, nuestro país cuenta con el particular récord de ser el único que, habiendo adoptado metas de inflación, las abandonó luego. Nos referimos a la breve y traumática experiencia del período 2016-2018.

Volviendo a la pregunta que nos compete, lo primero que debemos notar es que, ya sea en la Argentina o en cualquier parte del mundo, la inflación –es decir el aumento generalizado y sostenido de los precios– no es más ni menos que el reflejo de una persistente incompatibilidad de reclamos de las distintas clases sociales sobre cómo debe distribuirse el excedente económico que genera una sociedad en un período dado (Lavoie, 2022, cap. 8). En particular, entre la clase trabajadora, que exige incrementos de sus salarios nominales para alcanzar un cierto salario real objetivo, y la clase capitalista, que busca preservar los niveles de rentabilidad que considera “normales” trasladando los incrementos de costos a los precios de venta. Una particularidad de este fenómeno es que, *a priori*, no es posible determinar qué parte hará prevalecer su posición en la puja. Ello dependerá de las condiciones políticas, históricas e institucionales consideradas. Y si bien no existen relaciones generales capaces de caracterizar el vínculo capital-trabajo, a riesgo de cierta simplificación sí parece posible afirmar que el conflicto recrudece y favorece a los trabajadores cuando un proceso de crecimiento acelerado genera mercados laborales estrechos, o también cuando existen condiciones institucionales favorables a los trabajadores, por ejemplo, a través de sistemas tributarios progresivos, seguros de desempleo, regímenes que promueven la sindicalización y el combate a la informalidad laboral o que protegen el mercado interno de la competencia extranjera. Precisamente, la ausencia de estas circunstancias parece haber sido un factor determinante para entender por qué el conflicto entre capitalistas y trabajadores se ha reducido considerablemente en el mundo desde la década de 1980 con el avance de la apertura comercial y financiera, en consonancia con una distribución más regresiva del ingreso (cf. Braga y Summa, 2020).

De todos modos, la explicación anterior es demasiado general como para dar cuenta del modo en que se manifiesta el fenómeno inflacionario en una economía periférica, pequeña y abierta como la nuestra. Ello requiere adentrarnos en las características estructurales del sector externo argentino y el modo en que interactúa y se retroalimenta con las políticas macroeconómicas implementadas en las últimas décadas.

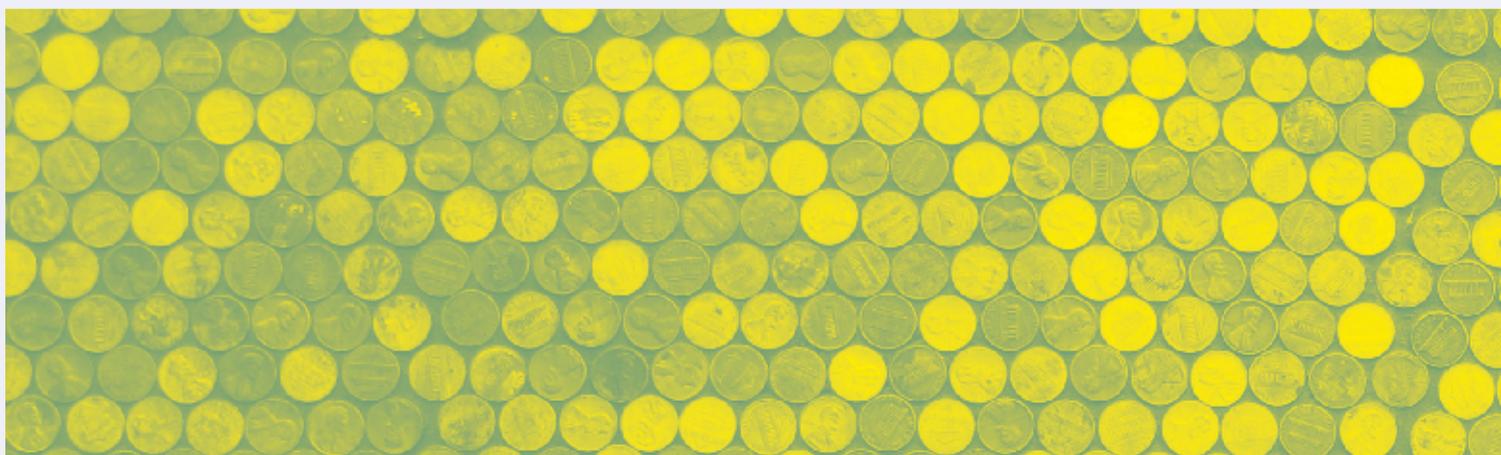
Uno de los rasgos salientes de la economía argentina es la recurrencia de crisis macroeconómicas que ponen fin a procesos de

Uno de los rasgos salientes de la economía argentina es la recurrencia de crisis macroeconómicas que ponen fin a procesos de crecimiento del producto bruto algo más intensos que los que se verifican en promedio en el resto de la región.

crecimiento del producto bruto algo más intensos que los que se verifican en promedio en el resto de la región. Es decir, cuando crecemos lo hacemos a “tasas chinas”, pero ese crecimiento no logra ser sostenido en el tiempo. Más temprano que tarde, la llamada “dependencia tecnológica” producto de un proceso de desarrollo industrial incompleto, y que se expresa en una elevada elasticidad ingreso y una baja elasticidad precio de las importaciones, hace que se manifieste la llamada “restricción externa”, o escasez crónica de divisas, que obliga a devaluar la

moneda doméstica. Incluso en aquellos períodos de términos de intercambio favorables, como en el contexto de los años 2000, los altos precios de *commodities* lograron demorar, pero no evitar, la manifestación de la crisis externa.

A estos problemas que enfrenta la economía “real”, ampliamente documentados por la literatura estructuralista de la posguerra (Prebisch, 1950; Diamand, 1972), debemos adicionar el rol de los factores financieros, que se manifiestan en la dirección de los flujos de capital, resultado en este caso de lo que se conoce como “dependencia financiera” (Tavares, 2000; Dvoskin y Feldman, 2018a). Porque no solo la economía argentina encuentra dificultades para sostener una cuenta corriente superavitaria, sino que la cuenta capital y financiera también es estructuralmente deficitaria. Es decir, los dos grandes componentes del balance de pagos tienden a operar en un mismo sentido, precipitando las crisis externas y los ajustes cambiarios. Por supuesto, la coloquialmente llamada “fuga de capitales”, o en términos más rigurosos “formación de activos externos netos del sector privado”, no se explica por factores puramente culturales o extraeconómicos, sino que refleja la percepción de los argentinos y las argentinas sobre los retornos esperados de los activos denominados en pesos vis-a-vis aquellos expresados en dólares (cf. Corso, 2021). Sintéticamente, no solo las tasas de interés domésticas han tendido en las últimas décadas a ser negativas en términos reales, sino que, especialmente, la percepción de insostenibilidad del régimen cambiario (producto de los reiterados colapsos de los diferentes esquemas implementados y consecuentes saltos abruptos del tipo de cambio nominal) hace que, al menos en períodos relativamente cortos de tiempo, sea difícil pensar en la existencia de un diferencial de retornos capaz de compensar la expectativa de depreciación de la paridad oficial. El hecho de haber comenzado por la caracterización del sector externo y la dinámica cambiaria en la Argentina a la hora de explicar la inflación no es casual, ya que difícilmente podamos dar cuenta de la alta inflación en nuestro país sin hacer referencia a los recurrentes *shocks* devaluatorios. Cualquier ejercicio económico mostraría que la devaluación y la inflación están muy correlacionadas. En otras palabras, el traspaso del tipo de cambio a los precios es muy elevado (estimaciones recientes del Banco Central, 2020, ubican el nivel de traslado a precios en niveles cercanos al 30%, muy superiores a la media de la región). Las razones detrás de ello tienen que ver precisamente con el rol del tipo de cambio como determinante de los precios monetarios domésticos. Ello ocurre, fundamentalmente, a través de tres canales: en primer lugar, porque incrementa los *costos* de adquisición de los insumos importados, de difícil sustitución en el corto plazo por



la ya mencionada matriz productiva incompleta que caracteriza a la economía argentina. En segundo lugar, porque incrementa rápidamente el precio de venta –y por ende la rentabilidad– de los bienes y servicios transables que produce nuestro país, cuyo precio internacional se fija en el mercado mundial (recordar que Argentina es una economía *pequeña*, i.e. que toma como un dato exógeno los precios internacionales). Finalmente, porque gracias al accionar de la *competencia*, la mayor rentabilidad en el sector transable también impacta, eventualmente, sobre la trayectoria de los precios de los bienes y servicios no transables. Así, en la Argentina el tipo de cambio impacta positivamente en la rentabilidad normal y negativamente en el salario real (Dvoskin y Feldman, 2018b; Dvoskin, Feldman y Ianni, 2020).

En otras palabras, el conflicto por la distribución que un proceso inflacionario expresa de manera general tendrá como *manifestación específica* en una economía pequeña y abierta como la Argentina, una espiral entre el tipo de cambio nominal y los salarios monetarios, que será más intensa, *ceteris paribus*, cuanto mayor sea la capacidad de resistencia salarial; otro aspecto que, por su larga tradición de instituciones sindicales fuertes, parece distinguir a la Argentina del resto de la región (cf. Trajtemberg y Valdecantos, 2015 y García Cicco et al., 2022). No es de sorprender, entonces, que las expectativas inflacionarias se anclen fundamentalmente en las expectativas cambiarias, y que su desanclaje, aun en contexto de relativa estabilidad del tipo de cambio oficial, genere *shocks* inflacionarios que tiendan a espiralizarse. El énfasis en los *shocks* cambiarios como uno de los *drivers* de la aceleración inflacionaria en la Argentina no significa que no

existan otros, no relacionados con el tipo de cambio, tales como el aumento en el precio internacional de los alimentos y la energía, como ocurrió recientemente en el marco de la guerra en Ucrania, que también impacten sobre el ritmo de crecimiento de los precios.

Entender la naturaleza de los *shocks* inflacionarios es solo una parte de la historia. También es necesario comprender por qué la inflación en la Argentina exhibe tanta persistencia. En otras palabras, comprender lo que se conoce como “inercia inflacionaria”. Este último concepto se refiere a los mecanismos formales e informales de ajuste de los contratos nominales a la inflación pasada que hacen que la inflación no baje (o no lo haga lo suficientemente rápido), aun cuando el *shock* que generó la aceleración inflacionaria haya desaparecido.

Detrás de los mecanismos de indexación (que en general no es completa) aparecen una vez más los intentos de los distintos actores sociales de resguardarse respecto de los efectos redistributivos negativos de la inflación. La espiral precios-salarios es el mecanismo en el que más se ha enfocado la literatura, y evidencia, una vez más, la resistencia de la clase trabajadora a la caída del salario real generada por el incremento inicial del nivel general de precios, y el subsecuente aumento de los precios por parte de los empresarios para no ver reducida su rentabilidad normal, una vez incrementados los salarios nominales.

Comprendidos los determinantes de la inflación en la Argentina, es posible formular, aunque no sea sencillo llevar a la práctica, las medidas de política que deberían contribuir a la reducción de la inflación. La estabilidad cambiaria resulta fundamental

No solo la economía argentina encuentra dificultades para sostener una cuenta corriente superavitaria, sino que la cuenta capital y financiera también es estructuralmente deficitaria

para evitar los *shocks* inflacionarios y reducir el conflicto distributivo, mientras que políticas de ingresos adecuadas son esenciales para reducir el componente inercial de la inflación. Pero ¿cómo generar condiciones de estabilidad cambiaria que persistan en el tiempo y crear las condiciones de sostenibilidad del régimen cambiario? Aquí es usualmente pasado por alto el rol fundamental de la tasa de interés doméstica como forma de impulsar la demanda de activos en pesos y, como contracara, de contener la dolarización financiera. No obstante, en una economía con una historia de inestabilidad macroeconómica tan elevada como la argentina, tasas de interés razonablemente altas no son suficientes para frenar la formación de activos externos netos, y por ende las regulaciones cambiarias, junto con un nivel de reservas internacionales que brinde espacio de política para intervenir en el mercado de cambios (contribuyendo de esa forma a anclar las expectativas del mercado sobre la evolución futura del tipo de cambio), también cumplen un rol complementario significativo, especialmente en el corto plazo. A su vez, del lado de la cuenta corriente, las condiciones para evitar un déficit crónico sin depender de la suerte de los términos de intercambio requiere avanzar en políticas productivas que impulsen sectores con capacidad para exportar y sustituir importaciones (en un mundo como el actual, seguramente lo primero sea más factible que lo segundo). Obviamente, y con esto concluimos, desarrollar y consolidar este tipo de políticas es un proceso complejo y de largo aliento, que trasciende un mandato de gobierno y exige por lo tanto alcanzar ciertos consensos básicos en lo que respecta al desarrollo del país. No hay recetas mágicas.

Referencias bibliográficas

- Braga, J; Summa, R. (2020). "Two routes back to the old Phillips Curve: the amended mainstream model and the conflict augmented alternative", *Bulletin of Political Economy*, Vol 14(1), pp. 81-115.
- BCRA (2020). "Informe de Política Monetaria", Febrero. Disponible en: <https://www.bcra.gob.ar/Pdfs/PoliticaMonetaria/IPOM0220.pdf>
- Corso, E. (2021). "Dolarización financiera en Argentina: un análisis histórico de una restricción vigente"; *Ensayos Económicos*, 77, pp. 72-101.
- Diamand, M. (1972). "La estructura productiva desequilibrada y el tipo de cambio"; *Desarrollo Económico*, 12(45), pp. 25-47.
- Dvoskin, A.; Feldman, G. (2018a) "Income distribution and the balance of payments. A formal reconstruction of some Argentinian Structuralist contributions. Part II: financial dependency". *Review of Keynesian Economics*, 6(3), pp. 369-386.
- Dvoskin, A.; Feldman, G. (2018b) "Income distribution and the balance of payments. A formal reconstruction of some Argentinian Structuralist contributions. Part I: technical dependency". *Review of Keynesian Economics*, 6 (3), pp. 352-368.
- Dvoskin, A.; Feldman, G. Ianni, G. (2020). "On Some limits of exchange rate policy for industrial competitiveness", *Brazilian Journal of Political Economy*, Vol. 40(2), pp. 310-331.
- García Cicco, J; Garegnani, L.; Gómez Aguirre, M; Krysa Ariel; Libonatti, L. (2022). "Regularidades empíricas de la inflación en América Latina"; Documento de Trabajo del BCRA, N° 101.
- Lavoie, M. (2022). *Post-Keynesian Economics*. Segunda Edición. Edward Elgar.
- Prebisch, R. (1950 [1986]). "El desarrollo económico de la América Latina y algunos de sus principales problemas"; *Desarrollo Económico*, 26(103), pp. 479-502.
- Tavares, M.C. (2000). "Subdesenvolvimento, Dominação e Luta de Classes", en M.C. Tavares (ed.), Celso Furtado e o Brasil, São Paulo: Fundação Perseu Abramo.
- Trajtemberg, L.; Valdecantos, S. (2015). "Los determinantes de la inflación en América Latina: 1990-2013"; en Bárcena, A.; Prado, A.; Abeles, M. (eds). Estructura productiva y política macroeconómica. Enfoques heterodoxos desde América Latina. CEPAL: Santiago de Chile.

LA INFLACIÓN ARGENTINA EN EL SIGLO XXI: ORÍGENES DEL FENÓMENO Y PROBLEMAS DE LA ESTABILIZACIÓN

EL ARTÍCULO DA CUENTA DE LOS MOTIVOS QUE ORIGINARON DIVERSAS SITUACIONES DEL PAÍS EN QUE FUE NECESARIO ABORDAR LA INFLACIÓN Y REPASA LOS ASPECTOS PRINCIPALES DE LAS ACCIONES ESTATALES QUE SE IMPLEMENTARON.

por **SAÚL N. KEIFMAN**. *Licenciado en Economía (UBA). Doctor en Economía (Universidad de California en Berkeley). Profesor Regular Titular de Crecimiento Económico en la Universidad de Buenos Aires, Investigador del IIEP-UBA-CONICET y del CIED-UNTREF.*





¿Cómo llegamos hasta aquí?

La lenta agonía del llamado régimen de Convertibilidad, que culminó con su colapso a fines de 2001, tuvo enormes costos sociales y económicos. Posteriormente, no obstante, la economía tuvo una rápida recuperación en términos de producción y empleo, la cuenta corriente de la balanza de pagos se volvió superavitaria y las cuentas fiscales mejoraron sustancialmente. Un rasgo notable de esta recuperación fue que a pesar de que el valor del dólar estadounidense pasó de \$1 en diciembre de 2001 a casi \$4 a mediados del 2002 para descender luego y estabilizarse en torno a \$3, el impacto sobre los precios fue mucho menor. Así, la inflación de los precios al consumidor (punta a punta) fue de 41 por ciento en 2002, pero bajó a 3,7 por ciento en 2003 y 6,1 por ciento en 2004. La Argentina parecía encaminada a seguir el sendero de otros países de la región que lograron superar crisis cambiarias importantes (México 1994, Brasil 1999) manteniendo tasas de inflación de un dígito. Luego de casi once años de estabilidad de precios, las prácticas indexatorias parecían finalmente desterradas en la Argentina. Sin embargo, dos décadas después volvemos a sufrir una inflación anual de tres dígitos, mientras los demás países de América latina (a excepción de Venezuela) siguen gozando de inflaciones muy bajas. ¿Qué nos pasó?

Un primer salto se produjo en 2007-2015 con una inflación promedio de 26 por ciento anual. ¿Cómo se explica? Las causas que suelen mencionarse son: a) el aumento de los precios internacionales de los alimentos (Frenkel, 2016); b) el crecimiento de los salarios nominales a una tasa mayor que la del aumento de la productividad más la inflación pasada (Frenkel, 2016), y c) el deterioro del resultado financiero del sector público como porcentaje del PIB (Producto Interno Bruto) desde un pequeño superávit de 0,7 en 2007 a un déficit considerable de 5 en 2015. La primera causa es un ejemplo de inflación estructural: cuando aumenta un precio relativo, el nivel general de precios sube también porque ningún precio nominal baja. Sin embargo, en Brasil, que también exporta alimentos, el aumento de los precios internacionales no aceleró la inflación. Como nuestro vecino tenía un régimen de flotación cambiaria, apreció su moneda a partir de 2005 cuando empezaron a subir los precios internacionales mientras que la Argentina mantuvo el 3 a 1 con el dólar (para mayores detalles ver Keifman, 2019).

La segunda causa es un caso de la llamada inflación de costos, o también, inflación por puja distributiva. Un factor que parece haber contribuido al *push* salarial fue la incertidumbre sobre la verdadera inflación en el período de intervención del INDEC (Frenkel, 2016). Una estimación confiable de la inflación puede servir de ancla nominal para las expectativas. Es claro también que el Ministerio de Trabajo convalidó el *push* salarial, probablemente por razones que veremos enseguida.

La tercera es un ejemplo clásico de inflación de demanda, potenciado por el financiamiento monetario del déficit. Una política fiscal expansiva puede no ser inflacionaria en condiciones de alto desempleo y elevada capacidad ociosa. Sin embargo, la economía argentina ya enfrentaba cuellos de botella y restricciones de capacidad desde mediados de los 2000 (Keifman, 2005 y 2009). No sorprende que entre 2007 y 2015 el PIB haya crecido menos del 2 por ciento anual, aunque con mayor inflación y un deterioro de la cuenta corriente.

Lo que subyace a la política fiscal expansiva y, probablemente, a la aquiescencia al *push* salarial, es una visión voluntarista de que *siempre* es posible acelerar el crecimiento empujando la demanda con políticas activas (erróneamente asociada con Keynes¹). En particular, el enamoramiento con las llamadas “tasas chinas” de aumento del PIB entre 8 y 9 por ciento anual en 2003-2007 parece revelar una confusión conceptual entre la recuperación de una depresión que va reduciendo la capacidad ociosa y el crecimiento genuino que expande la capacidad productiva. Un concepto básico del enfoque keynesiano es el de la tasa garantizada de crecimiento (Harrod, 1939), es decir, la tasa a la cual puede crecer una economía de manera sostenida (sin restricciones en la oferta de trabajo). Dado el porcentaje del producto que se destinaba a la inversión en los 2000 y la relación incremental capital/producto, los cálculos más optimistas implican una tasa garantizada de crecimiento del 4 por ciento anual (Keifman, 2005). Para crecer a tasas chinas hay que invertir y ahorrar como China.

Las únicas medidas adoptadas para morigerar la inflación fueron el retraso en ajustar el tipo de cambio nominal y las tarifas de los servicios públicos (especialmente, las de energía) ante el salto inflacionario. Lo primero contribuyó al deterioro de las cuentas externas alimentando expectativas de devaluación que impactaron las reservas internacionales del Banco Central, lo

1. Para el esclarecimiento de este punto véase Blaum y Keifman (2021).

que fue respondido con controles cambiarios y de importaciones. Lo segundo empeoró las cuentas fiscales por los subsidios utilizados para mantener las tarifas. No se advertía que, finalmente, la inevitable corrección de los desequilibrios acumulados habría de llevar la inflación a un piso más alto.

Y eso fue lo que ocurrió desde fines de 2015 con el nuevo gobierno que unificó y liberó el mercado cambiario (antes de arreglar con los fondos buitres) bajo el supuesto (no probado) de que los precios ya se habían ajustado al nivel del dólar paralelo, eliminó prohibiciones a la exportación de trigo y maíz, redujo retenciones a las exportaciones, y empezó a recomponer de manera acelerada las tarifas de energía, todo bajo la premisa de que con política monetaria contractiva la inflación no se iba a acelerar. La inflación de 2016 fue de 40 por ciento y el producto cayó 2 por ciento.

El experimento de política de 2016-2017 fue un monetarismo *sui generis* por el alto déficit fiscal (que creció hasta un 5,9 por ciento del PIB en 2017), combinado con restricción monetaria². Esta política elevó las tasas de interés y con el retorno de la Argentina al mercado financiero internacional, llevó a un ingreso de

capitales por crecimiento de la deuda pública en dólares y *carry trade*, que si bien estabilizó el tipo de cambio, redujo la inflación y reactivó la economía en 2017, duplicó en un año el déficit en cuenta corriente, y finalmente colapsó en febrero de 2018 cuando empezó una masiva salida de capitales que señaló un nuevo cierre del acceso de la Argentina al mercado financiero internacional. Los acontecimientos de 2017 y 2018 corresponden al tipo de ciclo de auge financiero y crisis cambiaria que Frenkel (1982) identificó para explicar la crisis de la “tablita” de Martínez de Hoz.

Para evitar el *default*, el gobierno acudió al financiamiento del Fondo Monetario Internacional (FMI) que estuvo condicionado a un draconiano ajuste cambiario, fiscal y monetario. El déficit fiscal primario (es decir, sin contar pagos de intereses) como porcentaje del PIB cayó fuertemente de 3,79 a 0,44 en dos años; sin embargo, el déficit fiscal total cayó menos, de 5,9 a 3,8 por ciento del PIB, por el aumento del peso de los intereses de la deuda. A pesar del drástico ajuste que redundó en una caída acumulada del PIB de 4,6 por ciento en 2018-19 y un nuevo escalón inflacionario de 54 por ciento en 2019, el FMI suspendió

La profunda recesión causada por la pandemia complicó enormemente la gestión macroeconómica en la Argentina y el mundo. La decisión de los gobiernos de sostener los ingresos de la población y la demanda agregada en medio de los confinamientos generó presiones inflacionarias latentes que se presumían transitorias.

2. Véase Sargent y Wallace (1981).



la asistencia financiera, la Argentina no pudo volver al mercado financiero internacional y se restableció el control de cambios. El equipo económico que asumió a fines de 2019 buscó “tranquilizar la macroeconomía” frente a la seria situación económica y social heredada. La gran concentración recibida de vencimientos de la deuda externa llevó a priorizar su reestructuración. En 2020 se reestructuró la deuda con acreedores privados con una quita del 45 por ciento que mejoró sustancialmente el perfil de vencimientos externos pero tuvo poco impacto en la prima de riesgo país, por lo cual la Argentina no pudo regresar al mercado financiero internacional, a diferencia de lo ocurrido con la reestructuración de 2005.

Lamentablemente, la profunda recesión causada por la pandemia complicó enormemente la gestión macroeconómica en la Argentina y el mundo. La decisión de los gobiernos de sostener los ingresos de la población y la demanda agregada en medio de los confinamientos con gran aumento de los déficits fiscales generó presiones inflacionarias latentes que se presumían transitorias. Sin embargo, debido a que la esperada normalización de las economías tras la llegada de las vacunas fue solo parcial por la persistencia de problemas en las cadenas globales de producción (v.g., los reiterados confinamientos masivos en China) y la logística, y la guerra entre Rusia y Ucrania disparó los precios internacionales de alimentos y combustibles, la inflación se convirtió en la preocupación principal de los gobiernos.

En la Argentina el impacto de la pandemia fue mucho mayor porque la falta de acceso al mercado obligó a financiar el salto transitorio del déficit fiscal (que superó 8 por ciento del PIB en 2020) con emisión monetaria. Al poder recuperarse la economía en 2021 gracias a la vacunación masiva, se buscó reducir el déficit fiscal (que cayó a 4,5 por ciento del PIB) y la emisión monetaria para evitar saltos inflacionarios y expectativas de devaluación, pero este intento de normalización se encontró con una fuerte resistencia de un sector gravitante de la coalición gobernante que llevó primero a una excesiva prolongación de las negociaciones con el FMI para reprogramar la deuda con el organismo y luego al rechazo liso y llano del acuerdo firmado a pesar de su contenido más flexible. El conflicto interno culminó con la renuncia a mediados de este año de los ministros de Economía y de la Producción, generando una enorme incertidumbre sobre el curso futuro de la economía que disparó las expectativas de devaluación y causó un nuevo salto de la inflación.

Así llegamos a la alta inflación. Los costos ya son evidentes. Por un lado, no se puede crecer con alta inflación (1975-1988) y fácilmente puede derivar en una hiperinflación. En noviembre de 1988 la inflación mensual fue 6 por ciento, en julio de 1989 llegó al 197 por ciento. A su vez las hiperinflaciones son tan devastadoras que crean un terreno fértil para salidas extremas. La salida de las hiperinflaciones de 1989 y 1990 fue el llamado Plan de Convertibilidad, que fijó por ley el precio del dólar y ató la base monetaria a la evolución de las reservas internacionales. El régimen fue muy efectivo para terminar con la inflación pero probó ser demasiado rígido para enfrentar una sucesión de perturbaciones externas negativas como los contagios de las crisis financieras y cambiarias de países emergentes, cuyo golpe de gracia fue la depreciación del real brasileño. Una nueva hiperinflación podría llevarnos a la eliminación directa de la moneda nacional y su sustitución por el dólar, un cambio de régimen mucho más difícil de revertir que el de la Convertibilidad.

¿Qué aprendimos de las experiencias de estabilización? ¿Qué podemos hacer?

La demanda de un plan de estabilización es hoy muy intensa pero su implementación en la situación actual enfrenta serios desafíos. Lo primero es tener un buen diagnóstico. La alta inflación no es estructural ni se debe a la puja distributiva entre trabajadores y empresarios. Es una cuestión de órdenes de magnitud de sus efectos. Como bien lo fundamentan Heymann y Leijonhufvud (1995), lo común a las altas inflaciones es la existencia de un serio desequilibrio fiscal no resuelto por el sistema político. De hecho, la alta inflación en la Argentina empieza en 1975 cuando el déficit presupuestario alcanzó un 13 por ciento del PIB. Por lo tanto, una condición necesaria para estabilizar es consensuar una reducción sustancial y duradera del déficit fiscal. El éxito inicial del Plan Austral se debió en buena medida, aunque no exclusivamente, a la fuerte caída del déficit fiscal, que luego no pudo sostener, en parte por la oposición del propio partido gobernante (Torre, 2021), que selló así su suerte. Otra lección importante es que la política monetaria no debería ir por delante de la política fiscal, es decir que la desaceleración del crecimiento de la oferta monetaria no debe ser mayor que la caída del déficit fiscal. La inconsistencia entre la política monetaria y la política fiscal fue la principal razón del fracaso de la gestión económica de 2016 y 2017.

La salida de las hiperinflaciones de 1989 y 1990 fue el llamado Plan de Convertibilidad, que fijó por ley el precio del dólar y ató la base monetaria a la evolución de las reservas internacionales.

Las políticas de ingresos han jugado un papel importante en varios planes de estabilización de *shock*, es decir, de freno brusco a la inflación, que ordenaron las cuentas públicas (Krieger Vasena, Austral y Convertibilidad en la Argentina; Pacto de Solidaridad Económica en México; plan israelí). Al fijar ciertos precios clave como tipo de cambio, salarios, tarifas de servicios públicos, y precios del sector privado (compulsivamente en ocasiones, por medio de acuerdos voluntarios en otras), se logra cortar la inercia inflacionaria que proviene de las prácticas de indexación. Sin esta coordinación, una política de contracción fiscal-monetary podría ser muy recesiva y poco efectiva para bajar la inflación. Por otro lado, las políticas de ingresos por sí solas están destinadas a fracasar. El Pacto Social de Gelbard-Perón lanzado en 1973 con un enorme apoyo político inicial naufragó por varias razones, pero una no menor fue el alto nivel del déficit fiscal. En este tipo de experiencias suele ocurrir que mientras las presiones inflacionarias derivadas de la política fiscal expansiva rápidamente llevan a aumentos de precios y salarios, el tipo de cambio y las tarifas públicas se mantienen congelados incubando ajustes explosivos del tipo de cambio y las tarifas como en el Rodrigazo.

Si bien la política de ingresos es fundamental en los planes de *shock*, no está exenta de desafíos. Un problema potencial es que si los ajustes de los contratos nominales no están sincronizados, es decir que no se indexan simultáneamente, un congelamiento general exigiría una intervención general en los mercados para

Una nueva hiperinflación podría llevarnos a la eliminación directa de la moneda nacional y su sustitución por el dólar, un cambio de régimen mucho más difícil de revertir que el de la Convertibilidad.

evitar que quienes ajustaron más recientemente sus salarios (por ejemplo) no entren con ventaja respecto de quienes lo hicieron en un pasado más remoto (Frenkel y Ros, 1997). Aun el Plan Austral, que se dio en un contexto de máxima sincronización porque la indexación salarial era mensual, empleó una tabla de desagio para corregir los contratos financieros y de alquiler.

No obstante, hubo *shocks* estabilizadores exitosos en contextos de baja o nula sincronización pero con regímenes autoritarios. Bajo la dictadura de Onganía, Krieger Vasena otorgó aumentos de salarios diferenciales según la fecha de cierre de la última paritaria antes de congelarlos, y luego realizó acuerdos de precios con empresas líderes a cambio de ciertos incentivos. Otro ejemplo es el Pacto de Solidaridad Económica lanzado en México en 1987 bajo el régimen hegemónico por el Partido Revolucionario Institucional (PRI). Queda abierta la pregunta si en el contexto argentino actual, afortunadamente democrático, aunque sin sincronización de los ajustes nominales, sería posible consensuar las intervenciones necesarias para implementar un plan de *shock*.

La mencionada falta de sincronización podría explicar por qué varios países optaron por una estrategia gradual de reducción de la inflación, como Chile, Colombia y Perú (ver entrevista a Roberto Frenkel en este número). En estos casos, los bancos centrales adoptaron una política de desaceleración del ritmo de crecimiento del tipo de cambio pero dentro una banda de flotación, dándole así efectividad a la política monetaria. Un punto importante en la implementación exitosa de una estrategia gradualista es que los ajustes de los salarios nominales deberían promediar la inflación pasada y la inflación proyectada. En los países mencionados los sindicatos son, en general, débiles y poco importantes. Este no es el caso de la Argentina, donde los sindicatos han adoptado la conducta defensiva de indexar los salarios a la inflación pasada, algo totalmente comprensible en nuestros habituales contextos de incertidumbre. La implicancia es que una política de reducción gradual de la inflación en nuestro país también demandaría políticas de ingresos que coordinen los ajustes de salarios y precios con las políticas monetaria y fiscal.

En resumen, la necesidad de coordinación pone de relieve que la desinflación es un juego de tres grupos de actores: gobierno, trabajadores, empresarios. Sin compromisos creíbles de todas las partes una política antiinflacionaria estaría condenada al fracaso. ¿Podremos ponernos de acuerdo para hacerlo? Ojalá nuestros dirigentes tengan la sabiduría y buena voluntad de lograrlo.

Referencias bibliográficas

- Blaum, Luis y Saúl N. Keifman. (2021). "El keynesianismo en Argentina", en Adrián Ravier (comp.), *Raíces del Pensamiento Económico Argentino*, Grupo Unión.
- Frenkel, Roberto. (1982). "Mercado financiero, expectativas cambiarias y movimientos de capital". *Desarrollo Económico*, Vol. 22, N°87.
- Frenkel, Roberto y Diego Friedheim. (2016). La inflación argentina en los años 2000. http://www.itf.org.ar/pdf/documentos/98_2016.pdf
- Frenkel, Roberto y Jaime Ros (1997). "Alternativas de política antiinflacionaria en la economía colombiana". <https://repositorio.cedes.org/bitstream/123456789/3424/1/se199702.pdf>
- Harrod, Roy. (1939). "An Essay in Dynamic Theory", *Economic Journal*, Vol. 49, N°193.
- Heymann, Daniel y Axel Leijonhufvud. (1995). *High Inflation*, Oxford University Press.
- Keifman, Saúl N. (2019). "Significado, alcances y limitaciones de la teoría de la inflación estructural", *Anales de la LIV Reunión de la Asociación Argentina de Economía Política*, <https://bd.aep.org.ar/anales/works/works2019/keifman.pdf>
- (2009). "Producto potencial y fuentes del crecimiento", ponencia presentada en "Análisis y Medición de la Economía Argentina", Seminario en Honor a Alberto Fracchia, CIED-Universidad de Tres de Febrero, Buenos Aires, 25 de marzo.
- (2005). "Requerimientos de inversión para una estrategia de desarrollo con equidad", ponencia presentada en las "Jornadas del Plan Fénix en Vísperas del segundo Centenario. Una estrategia nacional de desarrollo con equidad", Universidad de Buenos Aires, Buenos Aires, agosto.
- Sargent, Thomas y Neil Wallace (1981). "Some Unpleasant Monetarist Arithmetic", *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, otoño.
- Torre, Juan Carlos. (2021). *Diario de una temporada en el quinto piso*, Edhasa.

EL ARTÍCULO ANALIZA LA EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN Y LOS REQUISITOS PARA PODER LOGRAR SU DESCENSO SIGNIFICATIVO Y SOSTENIBLE EN EL MARCO DE POLÍTICAS PÚBLICAS QUE PERMITAN OBTENER OTROS OBJETIVOS ECONÓMICOS Y SOCIALES.

LINEAMIENTOS DE UN PLAN DE ESTABILIZACIÓN EXITOSO: SÍNTESIS DE EXPERIENCIAS, INCENTIVOS Y PERSPECTIVAS

por **ALEJANDRO VANOLI**. *Licenciado en Economía. Profesor Asociado de Economía Internacional y Titular de Finanzas Internacionales FCE UBA 1995-2016. Director de Synthesis Argentina. Ex Presidente del Banco Central de la República Argentina 2014-2015. Ex Presidente de la Comisión Nacional de Valores 2009-2014.*

por **NICOLÁS VANOLI LONG**. *Licenciado en Economía. Asesor del Ministerio de Hacienda y Finanzas de la provincia de Buenos Aires desde 2019. Economista de la Secretaría de Defensa de la Competencia 2015-2016. Asesor de la Secretaría de Comercio de la Nación 2013-2015.*





Evolución de la inflación en la Argentina

La Argentina ha tenido siete períodos históricos en los últimos 50 años: un régimen de alta inflación con episodios de hiperinflación entre 1975 y 1989 (promedio 280,9% anual), un período hiperinflacionario (1989-1991 con 4849% promedio), un lapso de muy baja inflación entre 1991 y 2001 durante la convertibilidad (2,7% promedio anual), una cuarta etapa entre 2003 y 2010 de inflación relativamente baja (11,6% promedio anual), un intervalo moderado alto entre 2011 y 2018 (26% entre 2010 y 2015 y 31,7% de 2016 a 2018), un sexto período 2018-2021 de alta inflación 47,3% promedio y un 2022 de muy alta inflación 61,2% hasta agosto.

Tomando esta concatenación de períodos históricos, puede observarse también fácilmente desde la persistencia e inercia de los fenómenos inflacionarios. En los años setenta más de un 20% de los meses la inflación estuvo por debajo del 2% m/m y un 35% de los meses por debajo de 4% mensual. En los ochenta estos porcentajes disminuyeron al 2,5% de los meses y 10%, respectivamente. Por el contrario, en la década de los noventa y los 2000, el 89% y el 92% de los meses la inflación estuvo por debajo del 2 por ciento.

Finalmente, durante las décadas de 2010 y 2020 nuevamente se observa cómo la inflación se estabilizó cada vez en pisos más elevados, siendo que la moda se ha corrido de una inflación de 0-2% a una de 2%-4%. Tal como discutiremos más adelante, una de las principales preocupaciones del momento debería ser cómo lograr que la inflación se estabilice (en un principio al menos en dicho rango) y logre descender de los niveles de los últimos meses que nos ubican a las puertas de un régimen de alta inflación.

Cuadro 1

Decada	Inflación mensual Promedio por Década	Inflación promedio mensual sin meses hiperinflacionarios.
1950	2,1%	
1960	1,6%	
1970	6,3%	
1980	12,5%	10,2%
1990	3,0%	0,4%
2000	0,9%	
2010	2,4%	
2020	3,6%	

Fuente: BCRA, INDEC y elaboración propia en bases indicadores provinciales.

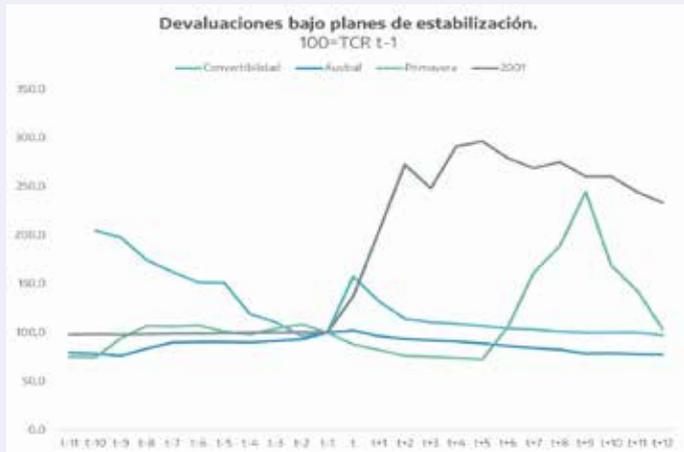
Experiencias de los planes de estabilización

La Argentina pudo en el pasado implementar planes de estabilización que tuvieron temporalmente un relativo éxito. Se trata de aprender de sus virtudes, pero también de sus errores y adaptarlos a las actuales circunstancias.

Las tres últimas experiencias son el Plan Austral, el Plan de Convertibilidad y la estrategia no formulada como plan que a partir de 2002 llevó a cabo el ministro Lavagna durante las presidencias de Duhalde y Kirchner.

Si algo tienen en común esas tres experiencias es que surgen tras crisis que se desatan por fuertes desequilibrios fiscales y externos. En todos los casos los planes se lanzan para frenar la indetenible suba de los precios y el tipo de cambio.

Cuadro 2



Fuente: BCRA, INDEC, BLS.

Todos los planes contaron con un total apoyo político de las autoridades y con un equipo económico consolidado que atacó en forma consistente el conjunto de las causas de la inflación, al tiempo que estabilizaron el tipo de cambio e incluían además del ancla cambiaria, una regla monetaria o fiscal, o iniciativas tendientes a reducir los déficits. El Plan Austral y la Convertibilidad incluyeron medidas contundentes para frenar la inercialidad (desagio en el primero, prohibir la indexación en el segundo) que reproducía el fenómeno inflacionario.

El Austral, la Convertibilidad y el plan 2002-2003 presentan una combinación de ortodoxia y heterodoxia para revertir las expectativas, inducir un proceso de remonetización de la economía y frenar aumentos de costos incluyendo la puja distributiva. Dichos planes nacieron con problemas de credibilidad, que obligaron a vender reservas para defender la paridad cambiaria, pero lograron asentarse y bajar en forma rápida y abrupta la inflación. Un tema clave para poder estabilizar exitosamente es contar con reservas suficientes para garantizar credibilidad. Es evidente que el contexto y la propia sociedad demandan un esfuerzo antiinflacionario. Si el mismo es integral y en el marco de políticas consistentes que incluyan medidas que promuevan el desarrollo económico, ataquen la restricción externa y contengan iniciativas para ayudar a los sectores más vulnerables, será posible bajar la inflación en forma sostenible con consenso social.

Esto es así porque si se revierten las expectativas y se reduce la inflación, se genera un círculo virtuoso por oferta y demanda. Baja la tasa de interés y se alarga el horizonte de decisiones de inversión, aumenta el crédito y se estimula la producción y la demanda, disminuyendo la capacidad ociosa y/o impulsando inversiones que aumenten la oferta de bienes que calzan con una

mayor demanda vía consumo, lo que genera baja de inflación y crecimiento económico, como se observó en 1986 creciendo al 6% en el Austral, en 1991 creciendo un 10% en 1991-1993 hasta el Tequila de 1994 y un 9% en 2003 con varios años de alto crecimiento hasta la crisis global de 2008.

Por supuesto el contexto global es complejo y no es posible replicar mecánicamente las experiencias, pero sí tener en cuenta más allá de los *shocks* adversos que sufrieron los tres “planes” sus limitaciones, desvíos e inconsistencias como lección para un plan exitoso en el tiempo.

En el caso del Austral, más allá de la sequía y la caída de los precios de los bienes exportables de nuestro país, hubo deslizamientos de precios y también salarios, como también presiones hacia mayores niveles de gasto público, que generaron inconsistencias en la dinámica cambiaria que a su vez gatillaron aumentos de precios y del tipo de cambio. Como sabemos, el gobierno de Alfonsín tenía minoría en el Senado y el sindicalismo alineado con la oposición.

La convertibilidad y una liberalización extrema que provocó déficit externo financiado con endeudamiento fue un esquema monetario muy rígido, tan exitoso para bajar la inflación como ineficiente para adaptarse a *shocks*, implosionó al maxidevaluar Brasil en 1999, ante la imposibilidad de financiar el déficit fiscal por la vía monetaria o a través del mercado de deuda y tampoco poder compensar con ingreso de divisas comerciales y/o financieras el creciente déficit de cuenta corriente.

El plan 2002-2003 tuvo años de un crecimiento muy importante que luego de 2010 sufrió la reaparición de la restricción externa que provocó la fuerte recuperación de las importaciones incluyendo energía luego de 2011, una caída en el valor de las exportaciones desde 2012, agudizadas en 2014 y luego las restricciones al financiamiento generadas por fondos buitres que obligaron a tomar restricciones cambiarias, generando una gran brecha cambiaria que alcanzó máximos de 90% en septiembre de 2014 para luego bajar al 40% hasta fines de 2015.

Situación actual de la Argentina

La caída de las reservas vía la transmisión a los precios de las variaciones del tipo de cambio y de las expectativas de devaluación, la falta de credibilidad en un plan económico consistente y el incremento de los precios internacionales a partir del estallido de la guerra agudizaron las tensiones inflacionarias en 2022.

Así, la inflación mensual promedio pasó del 3,5% en 2021 –con un pico de 5,2% en marzo– a un 5,6% en los primeros siete meses de 2022. En agosto (último dato disponible), la inflación alcanzó el 7% luego de que en julio presentó su variación más elevada desde abril de 2002. En términos interanuales, se aceleró por séptimo mes consecutivo y acumula una suba del 74%, la más elevada desde enero de 1992.

Con estos números, se puede afirmar que la economía argentina ingresó en lo que se conoce como “régimen de alta inflación”¹. De hecho, en los últimos meses se observa cómo en la canasta de productos relevada por el INDEC en el GBA cada vez más las elevadas tasas de inflación mensuales abarcan a un mayor grupo de productos. Esto es, los elevados guarismos inflacionarios no responden a subas puntuales de precios, sino que las mismas comienzan a ser altas y generalizadas.

Dilemas de la gestión económica

La situación macroeconómica nacional, en la cual asume la nueva gestión económica en agosto de 2022, es una de las más complejas desde la vuelta de la democracia. La conjunción entre factores locales y externos lleva a pensar que la inestabilidad nominal de la economía doméstica difícilmente logre resolverse sin medidas integrales.

En el plano local, la masividad de una indexación y revisión a plazos cada vez más cortos lleva a que la economía no posea un ajuste automático de las variables reales y por lo tanto del sector externo. En este contexto, la expectativa de una devaluación (que se expresa en la brecha cambiaria) ha llevado a la pérdida de reservas y a una profundización de los controles de cambios, los cuales generan un beneficio de corto plazo, pero tienen como impacto de segunda ronda un incremento de la brecha (al trasladar hacia dicho mercado una mayor cantidad de operaciones) y en la inflación.

Si por el mercado oficial pasan cada vez una menor cantidad de bienes y se genera una expectativa de que los bienes que

aún hoy pasan pueden tener problemas al momento de la reposición, el sistema de precios comenzará en mayor medida a estar fijado por los tipos de cambios paralelos (¡e inclusive por la expectativa del TC paralelo!). Por lo tanto, la dinámica de la brecha será cada vez más importante y podría ser una polea de transmisión hacia mayores niveles de inflación.

Más allá de esto es notable cómo la caída en los tipos de cambio implícitos del 20% en agosto de 2022 no se tradujo en una baja de precios, lo que refleja la asimetría de los precios con el tipo de cambio y su carácter estructural, como señalamos en línea con Olivera, y el efecto expectativas, más allá del impacto en costos. Además de los factores domésticos, en el plano internacional el escenario actual también presenta elevados niveles de incertidumbre. Por un lado, el proceso de suba de tasas de Estados Unidos se vería sostenido en los próximos meses ante la continuidad de elevados guarismos inflacionarios y un mercado de trabajo que continúa sin mostrar señales de debilitamiento. La posibilidad de un *softlanding* hoy en día pareciera descartada siendo que la curva del Tesoro norteamericano ya está reflejando en sus precios que nos encontramos en vísperas de una recesión.

1. Los regímenes de alta inflación se caracterizan por presentar: i. Inflación anual superior al 50%; ii. Inflación mensual superior al 5%; iii. Acumular dos o más años con inflación por encima del 40% por ciento; y iv. Registrar el doble de la inflación promedio de los últimos 10 años.



Lineamientos para bajar la inflación

En un artículo de junio de 2021² señalábamos cinco factores básicos para combatirla.

El primero es contar con un buen diagnóstico que identifique todos los factores que generan inflación en forma endémica. En segundo lugar, la necesidad de un plan con metas y objetivos que sea consistente.

En tercer lugar, la gradualidad como una manera realista de bajar la inflación mientras se acomodan precios relativos y dado el particular contexto global y local que estamos atravesando. En cuarto lugar, lograr resultados en forma sostenida. Porque más importante que los niveles absolutos o un buen resultado de corto plazo es que se concrete una reducción que se mantenga en el tiempo y eso permita un sendero de alguna certidumbre.

En quinto lugar y no menos importante es que la política antiinflacionaria sea económica, política y socialmente sostenible, es decir que, si bien la baja de una inflación alta tendría elementos reactivantes, el plan tenga consenso social y no vaya en desmedro del crecimiento y de la equidad.

Amplieemos un poco el contenido de estos cinco elementos.

Retomando las distintas experiencias es necesario alejarse de explicaciones monocausales, simplistas y formulaciones abstractas que no tengan contacto con la realidad.

Como señalamos anteriormente, en la Argentina las causas de la inflación han combinado inconsistencias monetarias y fiscales que son reflejadas por una visión ortodoxa, pero también cuestiones estructurales y de costos que sostiene el pensamiento “heterodoxo”. Además, hay componentes de inercia inflacionaria y expectativas que incluyen con distinto énfasis y alcance ambos enfoques.

El segundo factor es que un plan consistente debe atacar en forma simultánea todas las causas incluyendo políticas y aspectos institucionales. La experiencia de 2018 y 2019, pero también la de 2021-2022, muestran que no alcanza con reducir la emisión monetaria y el déficit fiscal si no se incluyen otros aspectos macro y microeconómicos. Eso no implica minimizar la importancia de los equilibrios macro, sobre todo en una economía muy dolarizada y con restricción externa.

Durante 2021 se ha apelado a tres anclas, el ancla cambiaria con una tasa de devaluación descendente, el ancla de ingresos, con paritarias que recuperan algo de salario real, desde la inflación proyectada, y el ancla tarifaria.

Hay cinco factores que alimentaron la fuerte suba de la inflación del último año en diverso grado: el aumento en el precio de los alimentos, la recomposición de márgenes, imperfecciones de mercado, inercia inflacionaria y especialmente las expectativas. El aumento en los alimentos y otras materias primas originado por la pandemia y en mayor medida por el impacto de la guerra de Rusia y Ucrania y las medidas adoptadas por dicho conflicto generan un alza importante en la inflación global. Resulta evidente que es por demás difícil bajar la inflación en dicho contexto mundial con una fuerte incidencia de alimentos y energía en el costo de vida. Mucho más con la debilidad política del oficialismo, situación que puede variar si el gobierno profundiza la iniciativa recobrada en agosto, en el marco de un acuerdo político.

El impacto del mayor costo de los alimentos es superior en los países subdesarrollados y especialmente en la Argentina. En los países desarrollados la incidencia de los alimentos es del 13,6% en una canasta promedio, contra 24,6% en América latina y 27% en nuestro país, según datos recopilados por el Banco Central. Debe tratar de atenuarse la inflación importada con una batería



2. Vanoli, Alejandro: “Cinco requisitos para terminar en serio con la inflación”, en cronista.com, 16 de junio de 2021.

de instrumentos y en lo posible con consensos que aseguren abastecimiento local en condiciones razonables.

Hubo una recomposición de márgenes en 2021-2022, necesaria en sectores que han tenido una fuerte caída de rentabilidad en 2018-2020 e injustificada en ciertos casos donde deben investigarse posibles abusos en la posición dominante.

También hay serios problemas históricos en la cadena de producción y comercialización que hacen que desde el precio que recibe el productor hasta la góndola haya valores que se multiplican por siete veces o más.

A su vez, dado el historial inflacionario de nuestro país y la reciente aceleración de la última década, la inercia ha ido ganando peso como factor explicativo de la variación de precios. De hecho, según un estudio de la consultora Synthesis, en la actualidad estaría explicando en torno a un 40% de la variación del índice de precios. Es producto de esta importancia de la inercia inflacionaria en contextos de elevada inflación que los planes de estabilización como el Austral y la Convertibilidad incluyeron medidas específicas para combatirla: el desagio, retrotraer precios y prohibir la indexación como formas de evitar la reproducción inflacionaria. Más allá del mérito y limitaciones de ambos planes, algo que quiebre la inercia debe hacerse.

Las expectativas de inflación, muy ligadas a expectativas de devaluación y a la incertidumbre que genera aumentos precautorios son un factor central. Es necesario generar un cambio de expectativas que haga creíble un plan de reducción de la inflación.

El tercero y cuarto elementos hablan de la necesidad de gradualidad, pero sostenibilidad. Si bien teóricamente un *shock* tendría un efecto potente en el corto plazo, los desequilibrios acumulados hacen que sea políticamente inviable.

Así es más importante lograr de manera gradual, creíble y sostenida una baja, en el marco de un plan económico integral que con resultados conseguibles restaure la credibilidad.

El quinto punto y crucial es lograr un acuerdo político económico y social que genere consensos dinámicos. Es decir, compromisos de todos los actores, sector público, empresarios y sindicatos, que den certidumbre a la trayectoria de las variables económicas que de cada uno dependan, y se determine cómo armonizar en forma flexible eventuales desvíos por cambios en variables externas al programa. No basta, más allá de ser esenciales, un programa consistente, el imprescindible respaldo político del gobierno y una buena gestión técnica, hace falta que haya incentivos para que todos los actores se comprometan con el éxito del plan.

Sin duda un plan exitoso requerirá de amplio apoyo político, consistencia y buena ejecución técnica para lograr credibilidad con el suficiente colchón externo, fortaleciendo las reservas con ingresos genuinos, estimulando la liquidación de exportaciones, revertiendo la precancelación de pagos de importaciones y deu-

da privada y generando una mayor demanda de activos en moneda nacional, lo que generará un marco para la refinanciación de vencimientos de deuda pública y privada.

Mantener en el tiempo la viabilidad de un plan sustentable, además de solucionar la restricción externa y combatir la inflación, requiere necesariamente de estímulos a la producción e ingresos dignos de una población que ya tuvo una fuerte merma en sus ingresos en los últimos años.

El mayor consenso que debemos generar hacia adelante es que la mejor manera de generar un crecimiento sostenible en el mediano plazo es evitar la acumulación de desequilibrios externos y fiscales, aun a sabiendas de que en el corto plazo la corrección de los desequilibrios, como todo en la vida, tiene sus costos. La función de un gobierno progresista debe ser encarar dichos problemas a sabiendas de sus implicancias, pero siempre plantear soluciones con la premisa básica de que los mayores esfuerzos los realicen aquellos que más tienen.

¿Es posible un plan integral?

Como vimos, un plan de estabilización requiere: i) políticas consistentes; ii) crucial apoyo externo para tener divisas para afrontar la desconfianza inicial hasta que se logre credibilidad; iii) fuerte apoyo político, idealmente más allá del oficialismo de turno complementado con reformas institucionales consensuadas de mediano plazo; iv) conciliar firmeza en la fase inicial a las presiones sectoriales, con consenso social y priorizar a los sectores más vulnerables, v) y vinculado a lo anterior sostener en el tiempo las políticas con flexibilizaciones razonables ante cambios en variables exógenas pero sin modificar el corazón del programa. Situaciones con que no contaron el Plan Austral ni el Primavera.

Si uno analiza el pasado reciente, no parecen estar dadas las condiciones para un plan integral consensuado, consistente y de mediano plazo, aunque sí parece haber galvanizado cierto apoyo a una estrategia preparatoria al menos temporalmente dentro del oficialismo en el marco de la corrida de junio-julio y el horror a la dinámica cambiaria y de espiralización inflacionaria.

Habrà que ver qué condiciones tendrá la reformulación de las metas del sector externo con el FMI, la política cambiaria asociada, la posibilidad de concretar el conjunto de medidas necesarias tan cerca de las elecciones. Esto es si podrá sostenerse una eventual estabilización de cara a 2023, donde siempre en años electorales hay mayor presión de gasto. El contraejemplo es 1991, pero lo fue luego de una hiperinflación.

Nuevamente el tema es el *timing* y secuenciamiento de desinflación, reactivación, mejora del salario en pocos meses y en el contexto de un escenario internacional inflacionario y adverso de menor crecimiento mundial, mayores tasas de interés y volatilidad financiera.

Consideraciones finales

El escenario macroeconómico nacional, en el cual asume la nueva gestión económica, es uno de los más complejos desde la vuelta de la democracia. La conjunción entre factores locales y externos lleva a pensar que la inestabilidad nominal de la economía doméstica difícilmente logre resolverse sin medidas integrales. Como vimos, la Argentina entró en 2022 en un régimen de alta inflación que corre riesgos ciertos de una mayor espiralización y ocasionar así una crisis cambiaria como ocurrió repetidas veces en el pasado.

Se puede decir que existe un consenso generalizado en que, a corto plazo, para recuperar cierta estabilidad, lo primero es recomponer el nivel de las reservas. Luego deberán tomarse medidas de carácter más estructural que apunten a solucionar el desequilibrio cambiario y la inercia inflacionaria. En este marco, entre los diversos escenarios planteados, la implementación de un plan de estabilización integral toma mayor fuerza (al menos hasta el momento).

El desafío es múltiple. Por las propias características de la historia argentina, si el proceso no es acompañado por medidas que generen un sendero de recuperación del poder adquisitivo –ya muy golpeado– de la población (o al menos detengan su deterioro), aquello que se logre solucionar en la macro se descompondrá en la situación social.

El gobierno tiene un dilema. Y es interesante analizarlo por la estructura de incentivos para la toma de decisiones de política económica. Es muy difícil que un gobierno gane las elecciones con una inflación superior al 3% mensual (no pasó en democracia) y sin una tendencia clara a la baja. Pero por otro lado estabilizar la economía tiene efectos recesivos en el corto plazo, aunque sea reactivante en el mediano plazo.

En tal sentido las experiencias del Plan Austral, la Convertibilidad y el plan Lavagna de 2002 generaron efectos económicos y electorales positivos, aunque con niveles de precios relativos muy diferentes como energía y tipo de cambio y una menor indexación del gasto y la deuda pública.

Este punto resulta clave de cara al 2023, año electoral. Por un lado, resentir ese flanco tensiona aún más la alianza que sostiene al gobierno porque disminuye las posibilidades de ganar las elecciones en los diversos niveles nacional, provincial y municipal. Lo cierto es que el horizonte electoral es muy breve para lograr estabilizar, recuperar el crecimiento y conseguir una mejora en los indicadores sociales, como es tan largo el plazo para hacer más de lo mismo y “aguantar” sin cambios de fondo.

La clave es qué grado de audacia habrá para intentar revertir el cuadro con pocas chances de una “hazaña” económica y política y mayores posibilidades de agravar el cuadro con un plan “aguantar”. Se requiere decisión política, unidad de objetivos, pericia técnica, buena comunicación y capacidad de generar

consensos. O sea un giro de 180 grados con lo ocurrido en dos años y medio, más allá de las serias dificultades de la situación inicial y del contexto externo.

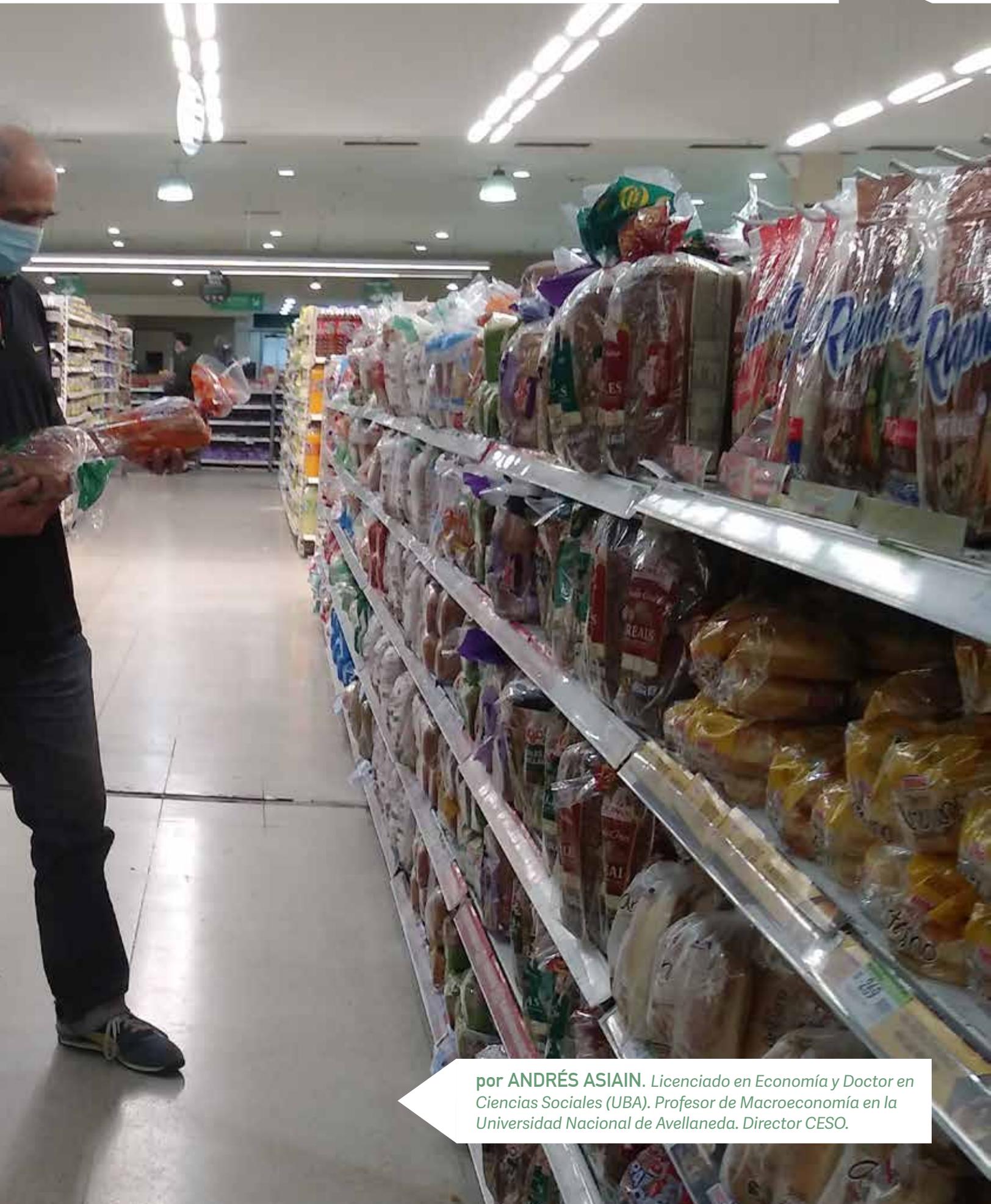
En síntesis, la inflación podrá bajar en forma profunda y duradera si se logra una síntesis que recoja los frutos del aprendizaje colectivo, contemple nuestra estructura y realidad económica y sea exitosa en cambiar las expectativas del colectivo social en el marco de un acuerdo que concilie la reducción de la inflación con crecimiento y equidad social.

El aumento en los alimentos y otras materias primas originado por la pandemia y en mayor medida por el impacto de la guerra de Rusia y Ucrania y las medidas adoptadas por dicho conflicto generan un alza importante en la inflación global.

¿CÓMO FRENAR LA INFLACIÓN?

EL AUTOR PRESENTA LAS DIFICULTADES QUE HAN TENIDO QUE ENFRENTAR CIERTAS POLÍTICAS ECONÓMICAS Y PROPONE ALGUNAS SOLUCIONES ANTE LA INFLACIÓN.





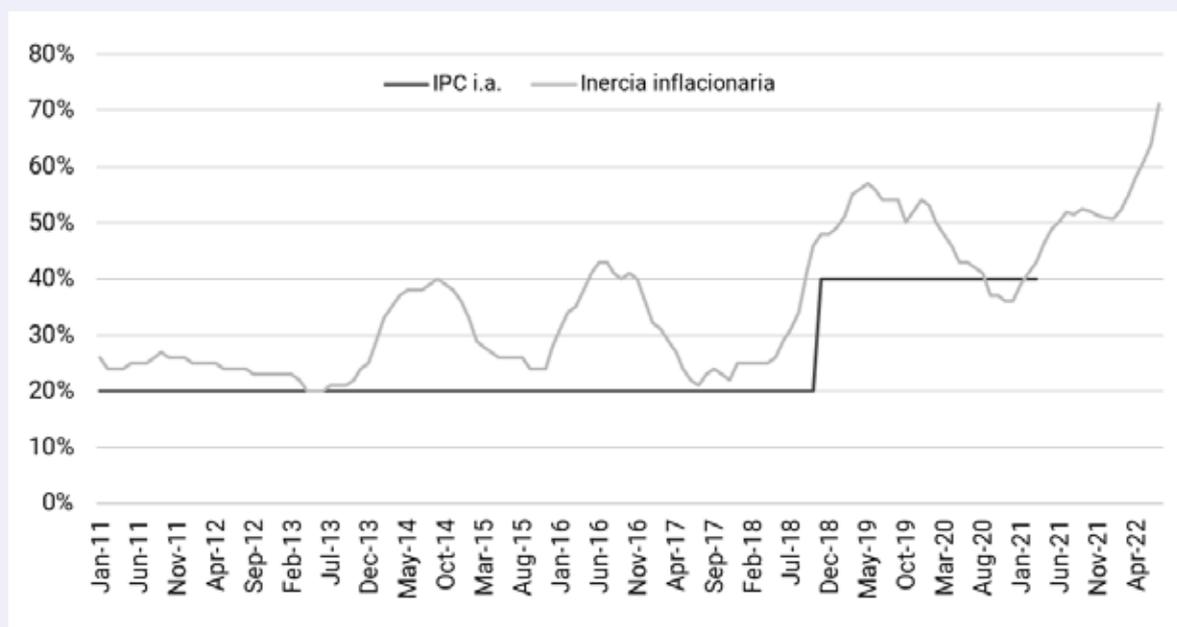
por **ANDRÉS ASIAIN**. Licenciado en Economía y Doctor en Ciencias Sociales (UBA). Profesor de Macroeconomía en la Universidad Nacional de Avellaneda. Director CESO.

Las tasas de inflación de la última década parecen una cadena montañosa con alturas crecientes a medida que nos acercamos al presente. La velocidad a la que aumentan los precios tenía un piso del 20% al comenzar la última década con picos que rondaban el 40% ante cada devaluación relevante de nuestra moneda. Ese piso casi se duplicó a partir de la escalada del dólar que siguió al acuerdo de Macri con el FMI, alcanzando alturas máximas que se acercaron peligrosamente al 60%. Recientemente, el impacto de la guerra en Ucrania elevó nuevamente la tasa de aumento de los precios que amenaza con alcanzar los tres dígitos.

Esa simple descripción de la evolución de los precios da indicios para interpretar sus causas. El hecho de que la inflación vaya escalando sus pisos y picos a lo largo del tiempo da muestras de un carácter acumulativo, típico de economías que, tras convivir un largo tiempo con la inflación, van generando mecanismos que permiten convivir con ella pero, a su vez, refuerzan su permanencia.

La indexación de gran parte de los contratos es un proceso que suele acompañar la convivencia en el tiempo con la inflación y que refuerza su carácter acumulativo. De hecho, la economía argentina del presente está transitando un proceso de consoli-

Gráfico: Tasa de inflación y piso inercial



dación de las cláusulas indexatorias, donde las mismas se van formalizando. Así, los contratos de depósitos y préstamos que mostraban una indexación de hecho en tasas de interés cuyo nivel preveía una determinada tasa de inflación basada en expectativas formadas por la evolución de los precios previa, pasa a formalizar esos mecanismos indexatorios estableciendo depósitos y préstamos que se actualizan por la evolución mensual de los precios (UVA, bonos CER, etc.).

Un proceso similar se está produciendo con las negociaciones paritarias. Los pedidos de aumentos de salarios por parte de los sindicatos han pasado de reclamos que tenían implícita una expectativa de inflación basada en la evolución de los precios del año anterior, a la generalización de cláusulas gatillo que establecen incrementos adicionales o renegociaciones de acuerdo con la marcha mensual o trimestral de los precios que terminan por acortar el tiempo de vigencia de los acuerdos. Esa transición se observa, a su vez, en los contratos de alquileres donde se ha pasado de aumentos pre-pautados basados en la experiencia inflacionaria de los años anteriores a cláusulas de ajuste automático de acuerdo a la evolución de los precios y salarios (índice de locación).

Si la indexación de hecho es característica de economías que conviven un tiempo prolongado con inflación, su formalización en los contratos suele acompañar una mayor incertidumbre sobre cuál será la evolución de la tasa a la que aumentan los precios. En ese sentido, el tránsito de una indexación de hecho a otra formal que estamos viviendo refleja el aumento tanto en los niveles de inflación como la incertidumbre sobre su evolución que se originó en sus saltos al calor de cada golpe devaluatorio. La indexación de los contratos, sea formal o informal, genera inercia inflacionaria que proyecta la inflación del pasado hacia adelante. Esto es así porque los distintos precios adoptaron cláusulas indexatorias y mantienen aumentos en sus valores nominales aun cuando permanezcan ya sin cambio sus precios relativos. En las economías con inercia inflacionaria, los mecanismos de impulso y propagación de la inflación estructural tienden a permanecer en el tiempo y son acumulativos.

Fracaso de los recientes intentos de estabilizar los precios

Durante la última década se han intentado un variado número de políticas para estabilizar los precios. Programas basados en el monetarismo ortodoxo de ajuste fiscal y monetario como el ensayado por Macri tras acordar con el FMI o que resurge ante el reciente giro ortodoxo del Frente de Todos; “anclas cambiarias y tarifarias” en años electorales impares y “anclas paritarias” en los años pares; heterodoxos acuerdos de precios, subsidios y restricciones o cupos de exportación; hasta invocaciones a metas de inflación o pautas presupuestarias para “alinear expectativas”. Ante semejante variedad de programas de estabilización podemos señalar que la principal característica que han tenido en común ha sido su ineficacia. El intento ultramonetarista de emisión cero en el que derivó el acuerdo Macri-FMI generó los mayores niveles de inflación de la década. Las regulaciones de precios y restricciones a las exportaciones han generado, con suerte, la estabilidad puntual de un grupo de precios en el muy corto plazo. Es decir, una política con algún impacto distributivo puntual pero que no tuvo efectos macroeconómicos de relevancia.

La política de planchar el dólar y las tarifas en los años electorales ha logrado reducir la inflación hasta su piso inercial, pero sin perforarlo. En consecuencia, han sido acompañadas de un retraso del valor relativo del dólar y las tarifas frente a los demás precios. Ello incubó el posterior reajuste mediante saltos devaluatorios y tarifazos que aceleraron la inflación hacia nuevos picos que luego maduran en mayores pisos inerciales. De esa manera, la moderada eficacia de corto plazo del ancla cambiaria y tarifaria se traduce en un efecto contraproducente en el mediano plazo. Por su parte, el establecimiento de acuerdos con sindicatos para anclar las paritarias no ha generado efectos relevantes sobre la evolución de los precios aunque sí pérdidas notorias en el poder adquisitivo de los sueldos.

La poca fortuna de los intentos de estabilizar los precios en los últimos años se debe a que ninguno de ellos ataca en forma directa los componentes inerciales de la inflación. Ni las restricciones monetarias o fiscales; ni el ancla cambiaria, tarifaria o salarial; tampoco las regulaciones, subsidios o restricciones tienen impacto de relevancia sobre la indexación formal o informal de gran parte de los contratos de nuestra economía. De esa manera, la inflación inercial continúa su marcha llevándose puestos los diversos planes de estabilización que no la contemplan.

Tal vez, cierta idea de inflación inercial se encuentra detrás de los intentos de “alinear expectativas” que acompañaron las metas de inflación durante los primeros años de gestión de Macri o la más reciente pauta presupuestaria de Guzmán. Pero como esos anuncios no fueron acompañados de medidas concretas que apunten a socavar los mecanismos indexatorios detrás de la inflación inercial, solo quedaron como muestras de buena voluntad carentes de realidad material.

Una propuesta de política

La inercia inflacionaria tiene la característica de proyectar la evolución pasada de los precios hacia adelante. Ello genera que cada salto en las tasas de inflación provocado por un aumento del precio de las materias primas, el dólar o las tarifas, genera un piso inercial inflacionario más elevado hacia adelante. Pero de la misma manera, la inercia inflacionaria puede ser utilizada para forjar una política de estabilidad de precios que se proyecte hacia adelante. Para ello debe lograrse una estabilidad temporal de los precios y asegurarse que ella sea incorporada en los mecanismos de indexación, de hecho y de derecho, de la economía. Una forma de lograrlo es a través de un congelamiento temporal de los principales precios de la economía nacional, generando un contexto de estabilidad que se constituya en una nueva referencia para las posteriores negociaciones de precios e ingresos. De esa manera, se lograría reducir el componente inercial de la inflación, quedando un residuo dado por otras causas puntuales (pujas sectoriales por la distribución del ingreso, cuellos de bo-

tella, cuestiones estacionales, aumentos de los precios internacionales, excesos temporales de demanda, etc.).

Dadas las características de formación de precios e ingresos de la economía argentina actual, una posibilidad para reducir la inflación es lograr un congelamiento de precios, tipo de cambio, alquileres y tarifas en los meses de negociación de paritarias que sea incorporado como referencia para los aumentos salariales que se pacten en ellas. De esa manera, el posterior traslado a precios por la parte empresarial de los aumentos salariales otorgados incorporaría el nuevo piso de inflación inercial generado por el congelamiento. La posterior política de tarifas y tipo de cambio también debería realizarse a partir de los nuevos niveles de nominalidad alcanzados. La política financiera (tasas de interés) y el índice de locación que rige los alquileres deben adaptarse a la nueva pauta inflacionaria.

Una forma de garantizar que las paritarias incorporen la estabilidad de precios lograda por el congelamiento es pasar de una negociación de salarios nominales a una negociación de



salarios reales. Es decir, en lugar de pactar un aumento del 90% anual porque se espera una inflación del 85% en el mismo período y se quiere recuperar en 5 puntos el poder de compra de los salarios, se negocia directamente el incremento de 5 puntos del salario real a lo largo del año, tomando el período de congelamiento como referencia inicial de aumento de los precios. De esa manera se incorporaría la estabilidad de precios lograda por el congelamiento en la evolución de los salarios nominales al mismo tiempo que la organización sindical se asegura que, en el caso de producirse posteriores aumentos de precios, ello no comprometa el incremento del poder de compra de los salarios de sus afiliad@s.

Se considera deseable que la indexación salarial perdure solo un año, a los efectos de eliminar la inflación inercial actual. Su duración más allá de ese período no es aconsejable, ya que podría magnificar posteriores variaciones en algún precio clave.

La dinámica descrita se encuentra sintetizada en el siguiente esquema.

Secuencia de política para reducir la inflación inercial

ESTABILIZACIÓN INICIAL

Congelamiento por 3 meses de precios, tarifas y tipo de cambio.



INCORPORACIÓN DE ESTABILIDAD

Negociación de paritarias en términos reales por 9 meses (más 3 retroactivos al período de congelamiento).



DINÁMICA POSTERIOR

Aumentos salariales nominales trimestrales, de acuerdo al IPC-INDEC, con base inicial en el trimestre del congelamiento.

Política cambiaria y de tarifas convergente a los nuevos niveles de nominalidad.

Tasas de interés e índice de locación convergiendo a nueva pauta de inflación.



FIN DEL PROCESO

Negociación libre de paritarias nominales (fin de la indexación).

Los resultados de la política propuesta pueden simularse mediante ciertas técnicas económicas algo complejas y pueden consultarse en www.ceso.com.ar. La simulación de los resultados indica fuertes reducciones en las tasas de inflación bajo variados escenarios de evolución de los precios durante el congelamiento, y de posteriores remarcaciones de precios en base a la evolución salarial.

A diferencia de las propuestas ortodoxas, la política de reducción de la inflación enunciada no requiere reducir la actividad económica, el empleo, el gasto público, ni una distribución regresiva del ingreso. Sí requiere lograr el mínimo consenso empresarial y sindical para aceptar un congelamiento temporal de precios, tarifas y tipo de cambio y realizar una paritaria en términos reales. También la capacidad de alinear tasas de interés y los alquileres a la nueva pauta inflacionaria.

INFLACIÓN, UN TEMA IRRESUELTO

EL TRABAJO ANALIZA LAS CAUSAS DE LA INFLACIÓN ASÍ COMO LOS ABORDAJES MACROECONÓMICOS PARA ESTA PROBLEMÁTICA.



por **ALBERTO MÜLLER**. *Licenciado en Economía (Universidad de Buenos Aires). Magíster y Doctor en Teoría Económica (Universidad de São Paulo). Profesor Titular Regular de la Universidad de Buenos Aires. Director del Centro de Estudios de la Situación y Perspectiva de la Argentina. Director de la Cátedra Abierta Plan Fénix.*

por **HAROLDO MONTAGU**. *Licenciado en Economía (Universidad de Buenos Aires). Magister en Economía del Desarrollo (Universidad de Rotterdam). Se desempeñó como Viceministro de Economía y Director Nacional de Política Macroeconómica dentro del ámbito del Ministerio de Economía de la Nación. Fue Economista Jefe del Banco de la Nación Argentina y Jefe de Unidad en la Comisión Económica para América Latina (CEPAL) en Santiago de Chile. Es Coordinador Académico del Plan Fénix y docente en la Universidad Nacional de Moreno y la Universidad Nacional de Avellaneda.*



La inflación se ha tornado un mal endémico en la Argentina. Hace más de dos décadas que el país transita una dinámica inflacionaria en paulatina aceleración. A partir del estallido del régimen de convertibilidad en 2001, cada gestión gubernamental dejó un piso mayor de inflación que el que le tocó recibir.

No sorprende entonces que el debate sea intenso, así como también la esperanza (y la ansiedad) por encontrar una solución. No es solo una buena explicación lo que se requiere; la demanda es por soluciones, así como una teoría sobre una epidemia no es tan atractiva como el logro de un instrumento para contenerla. La inflación, por ser un aumento sistemático de los precios expresados en dinero, es trivialmente un fenómeno monetario; no habría inflación en una hipotética economía de trueque. Pero no es válido concluir por esta razón que la causa de tal aumento de precios se encuentre en el dinero. La inflación, como el grueso de los temas económicos, es un tema complejo y arduo, que no admite simplismos o afirmaciones breves (“Toda afirmación breve en Economía es falsa, salvo eventualmente esta”, dijo Alfred Marshall alguna vez).

El economista teórico más importante que tuvo la Argentina, Julio H.G. Olivera, sostuvo que existen tres clases de inflación: *la inflación de demanda*, causada por un exceso de la demanda total respecto de la oferta total de productos y servicios; *la inflación de costos*, derivada del aumento de la tasa de salarios a un ritmo mayor que la productividad del trabajo asalariado, y *la inflación estructural*, originada por el cambio de los precios relativos en un contexto de inflexibilidad descendente de los precios monetarios.¹

Olivera reconoce que las dos primeras “inflaciones” operan en la Argentina en determinadas circunstancias, pero le asigna un rol principal a la inflación estructural, asociada mayormente al incremento de los precios relativos de productos primarios. En otros términos, la inflación es, ante todo, un fenómeno macroeconómico, que involucra pero excede la esfera de lo monetario. Y si nos referimos a un fenómeno macroeconómico, aceptamos una multiplicidad de causas; es menester entonces desentrañarlas (no basta con alegar que se trata de un “fenómeno multicausal”).

Lo fiscal, lo cambiario, la estructura productiva y de ingresos y, desde ya, la historia económica del país, además de lo monetario, tienen un peso en la determinación de los niveles y ritmos de la inflación en la Argentina.

Referirse a que la inflación o la aceleración de la misma es causada únicamente por la emisión monetaria –la que en buena medida financia el gasto público– no solo sería insuficiente para explicar el fenómeno en la Argentina: pecaría además de no poder justificar los niveles inflacionarios registrados en la actualidad en otras latitudes en donde no se registran desbalances monetarios y/o déficit fiscales significativos, pero los precios se ha incrementado en forma desusada.

No por eso debe obviarse el vínculo existente entre emisión e inflación. Aun las teorías económicas más disímiles acuerdan en su correlación. Pero como señala Julio Olivera, mientras que la teoría monetaria entiende a la emisión monetaria como *causa* de la inflación, teorías como la estructuralista consideran a la primera el *efecto* de la última.²

En todo caso, si se nos permite el juego de palabras, la inflación en la Argentina tiene una explicación más bimonetaria que monetaria. Un factor especial es el afán por la dolarización de excedentes, en nuestro país. Hay un comportamiento dolarizador, alejado de cualquier juzgamiento moral, que repulsa de la moneda doméstica. La dolarización de las carteras agrega un factor adicional a la hora de explicar la inflación en el país y es la contracara de la constante desvalorización de la moneda nacional. Ante determinadas coyunturas, ese bimonetarismo parece tener más incidencia en la explicación inflacionaria que otros como el gasto público o la emisión.

Occam a la inversa: lo sencillo no es hermoso

A pesar de la persistencia inflacionaria, o tal vez por ella, abordar el problema y –sobre todo– resolverlo ha tenido resultados infructuosos. A la hora de pensar el diagnóstico de la inflación, en la generalidad de los países sobrevienen las explicaciones y argumentaciones monetaristas. Este tipo de explicaciones, lejos de internalizar la complejidad del tema, se caracterizan por su simplismo. Lo cierto es que, a pesar de los distintos signos políti-

1. Olivera, JHG. Academia Nacional de Derecho y Ciencias Sociales de Buenos Aires, en la sesión privada del 11 de Julio de 2013.

2. Olivera, *Economía Clásica Actual* (1977).

cos (y sus variantes internas) que han tocado gobernar el país, la explicación monetaria resulta insuficiente, aun cuando se actuó en consecuencia de la misma.

Es más; si la inflación fuera una cuestión meramente monetaria no sería en realidad un problema. Dado que se trata de un proceso que en definitiva perjudica a los gobiernos (todos los representantes gubernamentales de todos los signos políticos así lo han manifestado en alguna ocasión), los mismos no insistirían por esa vía una y otra vez, sobre todo si se trata de renovar credenciales electorales. Sería un comportamiento perverso difícilmente explicable.

Por otro lado, la explicación monetarista –por lo menos en su versión más ingenua– es poco eficaz para dar cuenta de la variación de precios relativos que siempre acompaña a los procesos inflacionarios. En la medida en que se produce un incremento generalizado de la demanda, los efectos en términos de precios deberían ser relativamente uniformes.

¿Dónde reside entonces el gran atractivo del diagnóstico monetarista? Encontramos aquí razones en tres órdenes. En primer lugar, brinda una explicación sencilla y de (aparente) sentido común para la inflación. Ofrece simultáneamente un remedio que parece trivial. Y por último, pero no menos importante, se adecua a un formato ideológico que reivindica a los actores inmersos en el mercado, frente al Estado.

Las explicaciones alternativas se basan en tópicos no monetarios. Hablamos de la puja distributiva que resulta en espirales ascendentes. Hablamos de mercados no competitivos cuyos precios muestran inflexibilidad a la baja. Hablamos de expectativas autorrealizadas. Se trata de argumentos que tienen también sentido común, pero no brindan en forma inmediata un instrumento de política. Son, además, más difíciles de aceptar –para los sectores dominantes– porque ponen en duda la eficacia de los mercados descentralizados, en lugar de desembocar en un cuestionamiento del activismo estatal.

De hecho, la única política antiinflacionaria en la que la generalidad de los gobiernos cree es la que recurre a instrumentos monetarios. Esto es lo que estamos viendo en la mayoría de los países de desarrollo medio y alto. A raíz del disloque de los mercados producido por la pandemia y luego por la guerra ruso-ucraniana, la generalidad de los precios –especialmente de los bienes– se ha incrementado, sin que pueda argumentarse que hubo algún tipo de *shock* monetario, pero la respuesta generalizada de los gobiernos –y también la recomendación del Fondo Monetario Internacional– ha sido la astringencia monetaria, generándose así un fuerte incremento en las tasas de interés.

Aquí reside probablemente la dificultad central de las políticas antiinflacionarias: el diagnóstico acertado no brinda herramientas inmediatas de política, a la vez que debe competir con otro diagnóstico que (aparentemente) sí les da lugar.

Cabe adicionalmente una observación que entendemos de importancia, cuando nos referimos a causas no monetarias de la inflación. Sostenemos que ellas requieren asumir estructuras de mercado no competitivas.

El caso teórico de la competencia perfecta solo puede ser entendido como un constructo a fines ilustrativos o didácticos, porque ningún caso real se acerca a él. Pero sí podemos aceptar que se trata de una aproximación de cierta eficacia allí donde operan mercados con publicidad de precios y atomización tanto en oferta como en demanda; esto ocurre por ejemplo en los mercados concentradores de ciertos *commodities*, de productos frutihortícolas, etc. Un aspecto característico de tales ámbitos es que los precios que allí se forman rigen para transacciones que no se realizan allí. Predomina el comportamiento tomador de precios, siendo que estos son fijados mediante algún mecanismo de remate o similar. En esta configuración, la única inflación esperable es la de demanda. Destaquemos que en estos mercados se observa un comportamiento de flexibilidad hacia la baja de los precios que no se ve en mercados de otro tipo.

En mercados no competitivos (típicamente, configuraciones de oligopolio o competencia monopolística con barreras a la entrada), los precios son fijados generalmente por los oferentes, que de hecho usufructúan una posición de mayor o menor dominancia. Hay quienes sostienen que la inflación se debe a la concentración de la oferta (monopolio/oligopolio), porque resulta en precios más elevados que en el caso competitivo, pero este argumento es erróneo, porque una posición dominante de mercado que resulta en un precio más alto no explica por qué se da una espiral ascendente. Sin embargo, puede darse la situación en la que, a partir de ciertos impulsos (devaluaciones, impacto de precios internacionales, impuestos específicos), los que detentan una posición dominante en determinado mercado sí puedan trasladar constantemente esos impulsos al precio sin disminuir su margen de rentabilidad, posibilidad negada a quienes no cuentan con ese poder de traslado.

En las economías de nivel de desarrollo medio-alto o alto coexisten mercados competitivos y otros que no lo son. Se trata además de economías donde un apreciable excedente es susceptible de ser distribuido de diferentes maneras, sin que se vea comprometida en lo inmediato la reproducción del proceso económico. Esto abre claramente espacio para la disputa distributiva, que de manera alguna debe ser entendida como limitada a la mera carrera precios-salarios: se trata de una disputa que enfrenta entre sí también a los empresarios.

La inherente complejidad de entender el proceso inflacionario en este tipo de mercados no competitivos puede ser más fácilmente aprehendida si se consideran las importantes dificultades que la propia Teoría Microeconómica y la Organización Industrial enfrentan para predecir el comportamiento de mercados oligopólicos en la *fijación* de precios, no ya en su variación a lo largo del tiempo.

Lo barato sale caro

Habiendo descartado las explicaciones meramente monetaristas de la inflación y reparando en la cuestión estructural de la determinación de la dinámica de precios, vale preguntarse qué ocurre con los precios relativos o “macroprecios” que configuran la macroeconomía.

Ya en el número especial de Voces en el Fénix “Nuevas aristas en la cuestión del desarrollo”, se menciona que existe un conjunto de precios clave que son el tipo de cambio, la tasa de interés, las tarifas (y todos los precios regulados por el gobierno) y los salarios. En pos de controlar la inflación, el sendero que adopten esos precios debe ser a la vez sustentable y consistente con el crecimiento económico. Adicionalmente, la estabilización de tales precios no puede surgir del libre juego de los mercados, y menos en una situación crítica como la actual.³

Vale la pena, entonces, analizar cómo se han venido comportando esos macroprecios en los últimos años y qué sendero podrían adoptar con el fin de lograr una trayectoria macroeconómica convergente con un decrecimiento del ritmo inflacionario.

El siguiente gráfico presenta la evolución de los mencionados precios durante el último lustro (entre 2017 y 2022). Todas las variables están expresadas en términos reales, es decir, descontando la inflación de cada período.

En primer lugar vemos que el tipo de cambio real, en la actualidad, se ubica en niveles de principios de 2017, previo a las sucesivas devaluaciones ocurridas durante el gobierno anterior. Es decir, se trata de un desfase que exigirá indefectiblemente algún tipo de corrección.

Los precios regulados, principalmente tarifas de servicios públicos, se encuentran casi 20 puntos (en términos reales) por debajo del nivel de principios de 2017. Se debe recordar que el atraso de las tarifas se debe, principalmente, al congelamiento de estas durante la pandemia en los años 2020 y 2021 y la demora en el esquema de segmentación anunciado en 2022.

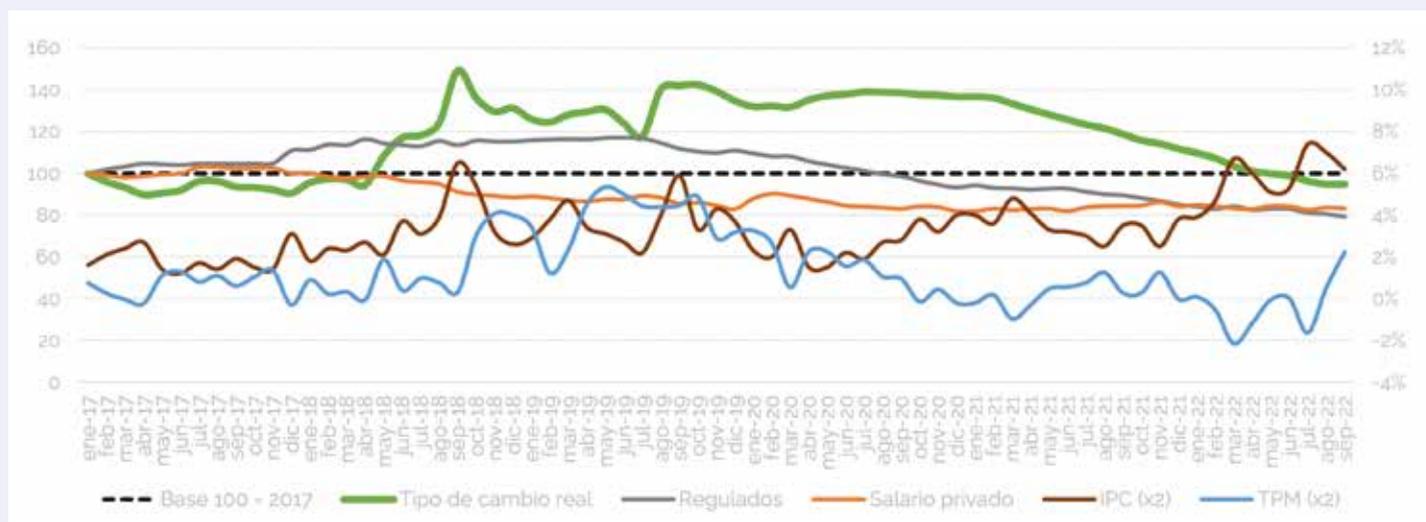
En tercer lugar, la tasa de interés de política monetaria en términos reales recién a partir del segundo semestre del 2022 vuelve a situarse, luego de casi dos años, por encima de la inflación.

Por último, los salarios reales se encuentran entre 10 y 15 puntos por debajo de los niveles de inicio de 2017, dependiendo si se toma el índice de asalariados privados registrados o no registrados (en el gráfico aparece solo el índice de salarios privados registrados).

La dinámica anterior se completa con la evolución del resultado fiscal del gobierno (el déficit viene disminuyendo año tras año) y el retorno del superávit de cuenta corriente, a pesar del fuerte aumento de las importaciones. Ambos indicadores dan cuenta de que cualquier receta que presente al “ajuste” como la solución

Precios relativos de la economía argentina

Enero 2017 = 100 y variaciones mensuales en %



3. Voces en el Fénix número especial: “Nuevas aristas en la cuestión del desarrollo”, Octubre 2022 - <https://vocesenelfenix.economicas.uba.ar/numero-especial/>

peca de no conocer las dinámicas macroeconómicas del país. Este atraso en los macroprecios de la economía representa un “abaratamiento” de los mismos, lo cual, de una manera u otra, tiende a “corregirse”. Generalmente, a través de decisiones con un costoso impacto social, por vía de corridas cambiarias y liquidación de activos.

¿Existe alguna forma de evitar ese desenlace tantas veces repetido? Sin duda, *encarecer* de repente dichos precios representa una “solución” no satisfactoria, y tampoco garantiza la conclusión del problema, en la medida que los agentes económicos (gobierno, hogares, empresas) realicen nuevos ajustes ascendentes.

Adoptando la concepción de la inflación estructural, es evidente que la corrección de los macroprecios presentados más arriba podría (y debería) ocasionar alteraciones en los precios relativos, lo cual genera perdedores y ganadores en términos de ingresos. Para evitar que los perdedores sean siempre los mismos (los sectores de bajos ingresos), es preciso que las consecuencias de dicha modificación de precios relativos afecten a los sectores que menos vean alterados sus ingresos y/o excedentes como resultado de dichas intervenciones. Y nos referimos a “intervenciones” ya que se requiere que el Estado sea el que encare y lleve adelante esa tarea. Dejar que el mercado por sí solo sea el que “acomode” los precios relativos suele incomodar a las mayorías. Va un ejemplo ya lejano, pero de fuente insospechable: cuando en 1967 la dictadura de aquel entonces produjo una devaluación de 40%, estableció un impuesto especial para compensar las ganancias obtenidas por los tenedores de activos en moneda extranjera. Más cerca en el tiempo, la devaluación del tipo de cambio que ocurre luego de la crisis de la convertibilidad es acompañada de la vuelta de las retenciones a las exportaciones agropecuarias, a modo de captar algo del excedente producto de la devaluación y desacoplar los precios de exportación de los internos.

Conclusión: nada más práctico que una buena teoría

Más allá de la particular teoría que se sostenga, la inflación no monetaria demanda para su combate un Estado fuerte, y esta fuerza dependerá también de su solvencia fiscal y externa. Muchas de las grandes crisis que desembocaron en procesos inflacionarios devinieron de cuadros críticos en esos frentes. Esto no significa ratificar el *dictum* monetarista de que “el déficit es inflacionario”, sino contar con un Estado con capacidad de –por así decirlo– “pisar la pelota”. Un Estado que debe recurrir a la permanente renovación de endeudamiento de corto plazo –y que queda al capricho de operadores especulativos– no contará con tal fuerza. Esto es solo parte del remedio; pero es seguramente una condición necesaria.

Por su parte, una vez que se abandonan posturas monetaristas, la cuestión de la economía bimonetaria y de la demanda de divisa para la dolarización de ahorros y excedentes tiene centralidad por el particular impacto que produce una devaluación en las expectativas, aun si esta solo se materializa en transacciones meramente financieras. Aunque haga referencia a aspectos monetarios, este factor escapa totalmente de las lógicas del monetarismo.

Por lo tanto, ante lo incierto del panorama actual, con macroprecios desalineados, el gobierno debe garantizar una salida que aborde el problema inflacionario de manera integral, es decir, macroeconómicamente. Dicha salida, a su vez, debe cumplir con dos condiciones. En primer lugar, debe atender de manera conjunta y consistente los macroprecios de tal manera que el nuevo set de precios relativos no perjudique a las mayorías. En segundo lugar, debe actuar sobre la inflación sin crear o agravar otros desequilibrios ni abortar un proceso de crecimiento económico, si no el remedio no será tal.

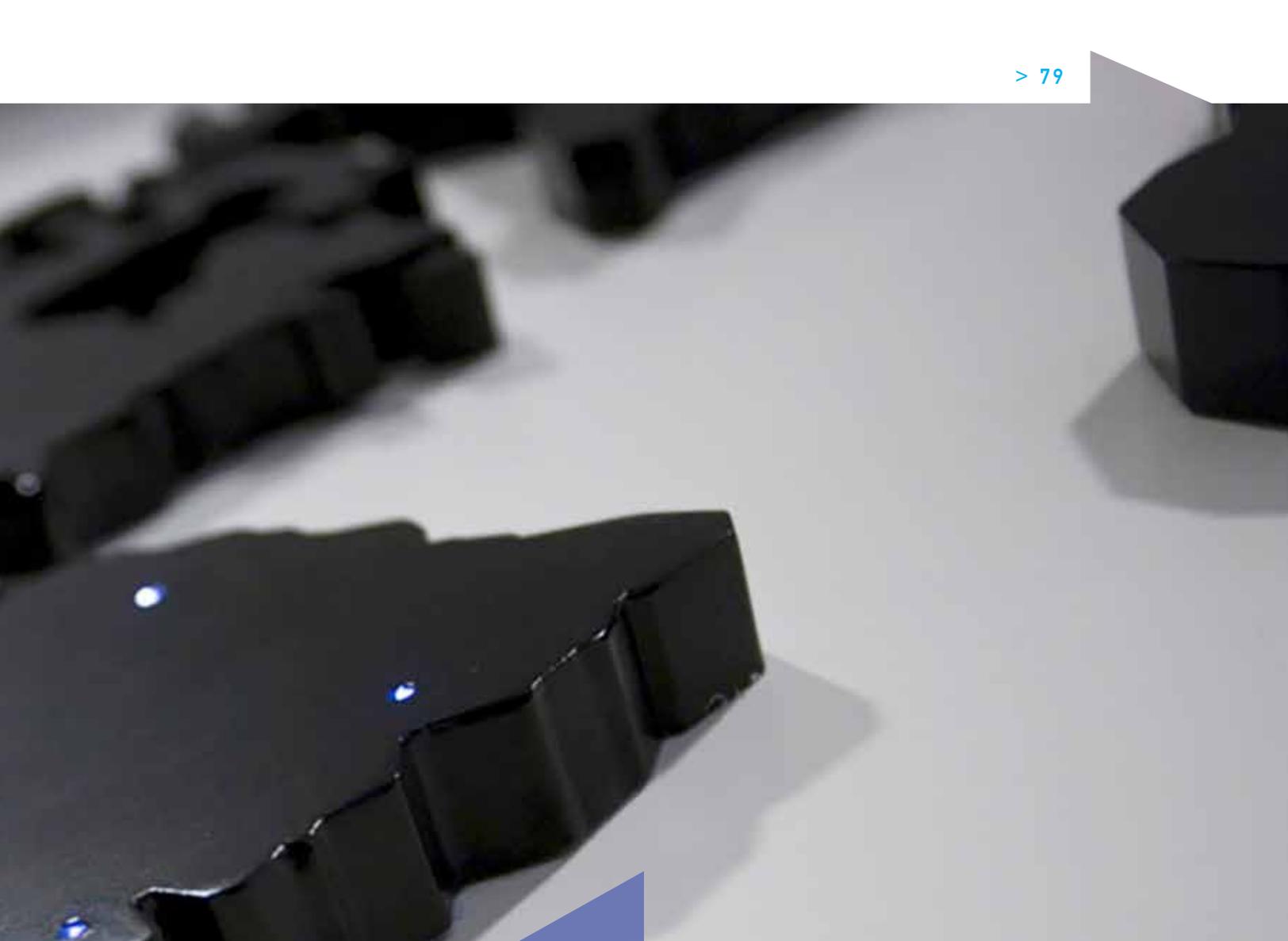




por **GABRIEL PALAZZO**. *Licenciado en Economía (UBA). Doctor en Economía por la Universidad de Buenos Aires y la Universidad de Alcalá de Henares. Profesor adjunto de Macroeconomía 2 en la Universidad de Buenos Aires. Investigador de Equilibra, del IIEP-Baires (UBA-CONICET) y del CEDES.*

por **MARTÍN RAPETTI**. *Licenciado en Economía (UBA). Phd. en Economía por la Universidad de Massachusetts, Amherst. Director Ejecutivo del Centro de Análisis Económico Equilibra. Investigador Adjunto del CONICET. Profesor de Macroeconomía Avanzada en la Universidad de Buenos Aires y el Instituto Universitario CIAS.*

por **JOAQUÍN WALDMAN**. *Licenciado en Economía (UBA). Maestrando y doctorando en la Universidad de Buenos Aires. Es becario doctoral del CONICET en el Centro de Estudios de Estado y Sociedad (CEDES) e investigador asociado de Equilibra y del IIEP-Baires (UBA-CONICET).*



PLANES DE ESTABILIZACIÓN EN AMÉRICA LATINA: ¿QUÉ DISTINGUE A LOS CASOS EXITOSOS?

LOS AUTORES DAN CUENTA DE DISTINTAS EXPERIENCIAS CON VISTAS A LOGRAR UN CRECIMIENTO ECONÓMICO CON BAJOS NIVELES DE INFLACIÓN.

La Argentina atraviesa un proceso de inflación crónica, encadenando 13 años consecutivos de aumentos interanuales por encima del 20%. Nuestro *status inflacionario* ha empeorado aún más en 2022, dado que la tasa de inflación no sólo es crónica, sino que se ubicaría en torno al 100%. En este escenario de alta inflación, el incremento de precios va a un ritmo definitivamente perjudicial para el crecimiento económico.¹

Esto nos lleva a aseverar, sin miedo a equivocarnos, que reducir drásticamente la tasa de inflación y estabilizar la macroeconomía será un objetivo de primer orden para quienes guíen la política económica en los próximos años. Un régimen de inflación crónica y alta es un fenómeno de naturaleza diferente a la aceleración inflacionaria en contextos de baja inflación. Para lidiar con este fenómeno no basta con imponer un Banco Central independiente que establezca una política contractiva y decida su tasa de política monetaria siguiendo alguna versión de la famosa Regla de Taylor.² Con niveles de inflación superiores al 30%, esas políticas suelen ser inefectivas. La sintonía fina no es suficiente ante desequilibrios mayúsculos.³

Terminar con el proceso inflacionario que enfrenta la Argentina requiere aplicar un *plan de estabilización*. Los planes de estabilización consisten en programas macroeconómicos a gran escala, en los cuales se subordina la mayor parte de las políticas económicas a la reducción de la tasa de inflación. Los planes suelen darse a conocer con anuncios de las principales autoridades políticas del país y la definición de un ancla antiinflacionaria. Ambos hechos buscan influir en las expectativas, persuadiendo a los agentes sobre un cambio en la sostenibilidad de las políticas macroeconómicas y ofreciendo una variable de referencia –ancla– que guíe la dinámica de precios. En definitiva, un plan de estabilización busca el quiebre de la dinámica inflacionaria para que la economía retorne a un régimen de baja inflación.⁴ En este artículo nos concentramos en tres aspectos importantes sobre las experiencias de planes de estabilización en la región. Esta evidencia surge de un trabajo de investigación en que los

autores de esta nota recopilamos y analizamos 50 planes implementados en América latina desde 1970 hasta la actualidad. La fecha de inicio del análisis restringe el estudio al período de la segunda globalización financiera, donde los flujos de capitales comenzaron a cobrar un papel fundamental en el funcionamiento de las economías de la región.

La base de datos fue armada consultando fuentes secundarias y nacionales, así como también una exhaustiva revisión bibliográfica de literatura académica y documentos oficiales para la determinación de las fechas del lanzamiento del plan, las anclas utilizadas y las políticas complementarias que fueron parte de los programas. El enfoque episódico adoptado nos ha permitido analizar no solo aquellos casos exitosos, sino también aprender sobre las experiencias fallidas. Este artículo es el puntapié inicial de una serie de investigaciones relacionadas.

1. Para una mayor discusión sobre el umbral específico a partir del cual la inflación afecta de forma negativa a la actividad económica, ver Barro (1995), Bruno y Easterly (1995), De Gregorio (1991), Ghosh y Phillips (1998), Ibarra y Trupkin (2011), Khan y Senhadji (2001) y Sarel (1995).

2. Según esta regla, la tasa de interés real debe incrementarse ante desvíos del objetivo inflacionario del Banco Central y/o de la brecha del producto respecto al producto potencial.

3. Ver Calvo (2017) y Libman y Palazzo (2020) para una discusión al respecto.

4. Para una discusión sobre distintos regímenes de inflación ver Heymann y Leijonhufvud (1995) y Frenkel (1979, 1989).

Tres hechos estilizados

Estabilizar es difícil

El primer punto a resaltar es que estabilizar no ha sido sencillo. La gran mayoría de los casos que estudiamos han fracasado en el objetivo de disminuir la inflación y anclar las expectativas inflacionarias en un régimen de baja inflación.⁵ De los 50 intentos realizados en América latina desde 1970 hasta la fecha, 31 han fracasado, sin haber reducido la inflación ni siquiera de forma momentánea. Otros 8 tuvieron una reducción inicial que se revirtió tiempo después y solo los 11 restantes consiguieron desinflar de forma perdurable.

El cuadro 1 organiza a los planes según su grado de éxito y el ancla elegida para la estabilización. El ancla, como sugiere la analogía, es un elemento que se fija en un punto y tensa al resto de los precios, buscando desacelerar su avance. Esta variable debe estar bajo el control directo de los hacedores de política. Se distingue entre los planes que utilizan al tipo de cambio como ancla inflacionaria del resto de los planes (en los que, principalmente, se utiliza algún agregado monetario). La principal diferencia entre ambos casos radica en si hay un compromiso explícito o no sobre la evolución futura del tipo de cambio nominal.

Cuadro 1: Resultados de los intentos de estabilización por tipo de ancla en América latina (1970-2020)

RESULTADO	ANCLA CAMBIARIA	OTRA	TOTAL
Éxito	6 (21%)	5 (23%)	11 (22%)
Éxito transitorio	7 (25%)	1 (5%)	8 (16%)
Fracasos	15 (54%)	16 (73%)	31 (62%)
Total	28	22	50

Fuente: elaboración propia.

El cuadro nos sugiere dos lecciones. En primer lugar, queda en evidencia que la probabilidad de fracasar ha sido superior a la de tener éxito. Mientras que un 22% de los casos fueron exitosos de forma duradera, el 78% restante fracasó, de forma temprana o tardía. En segundo lugar, la elección del ancla pareciera no determinar la probabilidad de éxito, ya que la proporción de casos positivos en ambos tipos de plan es similar. No obstante, sí se observa una diferencia en la factibilidad de obtener éxitos temporarios según el tipo de ancla: aquellos planes que no comprometen ancla cambiaria no suelen mostrar éxitos temporarios. Pareciera que estos, cuando fracasan, lo hacen antes del año y medio, sin lograr siquiera un éxito transitorio en la lucha contra la inflación.

¿En qué se parecen los casos exitosos? ¿Qué podemos aprender de los fracasos? Aquí vienen los siguientes dos hechos estilizados que consideramos importantes para el diseño de un plan de estabilización.

El orden fiscal es indispensable

Este es un hecho estilizado que muestra una división tajante entre los casos de éxito perdurable y el resto de planes. Las inflaciones crónicas se dan de forma concomitante con problemas fiscales, desbalances estructurales y períodos de endeudamiento del Estado. Una de las precondiciones para estabilizar es regularizar estas situaciones, garantizando la sostenibilidad fiscal. Así, los casos de estabilización exitosos han iniciado el plan con un superávit primario promedio de 1,4% del PBI. De hecho, solo dos de los 10 casos de éxito para los que contamos con datos muestran un déficit primario inicial (Bolivia y Nicaragua), mientras que el resto muestra cuentas equilibradas o superávits de hasta un 5,6% del PBI.⁶

En sentido contrario, los planes que fracasaron o que solo fueron exitosos transitoriamente muestran, en promedio, un déficit fiscal primario inicial de 0,1% y 7,1% del PBI, respectivamente. En el peor de los casos, el déficit llega hasta el 22,5% del PBI. Si analizamos el resultado financiero, vemos comportamientos

5. Definimos a un plan de estabilización como exitoso de forma perdurable si al cabo de un año y medio de su implementación la tasa de inflación interanual se ubica por debajo del 75% del nivel previo al plan y luego de 5 años el aumento de precios es menor al 20% y, en simultáneo, menor a la mitad de la inflación inicial. Denominamos como fracasos a aquellos planes de estabilización que, en los primeros 18 meses de implementación, no logran reducir su tasa de inflación en un cuarto de la inicial o que son reemplazados por un nuevo plan. Finalmente, consideraremos éxitos transitorios a aquellos planes que, si bien logran reducir la inflación en el primer año y medio (a un nivel inferior al 75% de la inflación inicial), no reducen lo suficiente la inflación a los 5 años (no alcanzan la categoría de éxito perdurable), o son reemplazados por otro plan de estabilización en ese lapso.

6. Tanto en Bolivia como en Nicaragua, aunque permanece en terreno negativo, la contracción del déficit primario en el año de lanzamiento del plan es del orden de los dos dígitos en porcentaje del PBI.

similares. Los planes exitosos tienen –en promedio– menores déficits financieros que el resto de planes.⁷

Contar con cuentas fiscales ordenadas no es condición suficiente para el éxito. De hecho, existen casos en los que la consolidación fiscal se había alcanzado y los planes no consiguieron estabilizar (por ejemplo, en Venezuela en 1989 o en Ecuador 1988). Siguiendo a Kiguel y Liviatan (1988 y 1992a), creemos que las políticas de sostenibilidad fiscal por sí solas son insuficientes para reducir inflaciones crónicas y que el anuncio de anclas y políticas de ingreso tiene un rol en estabilizar economías con inflaciones como las que estamos estudiando. De cualquier modo, la experiencia histórica es contundente en que la sostenibilidad fiscal es elemento indispensable para el éxito.

La probabilidad de éxito aumenta con cuentas externas más robustas

Los procesos de inflación crónica también coinciden con desbalances de cuenta corriente, escasez de divisas y procesos de endeudamiento en moneda extranjera. Para retornar al normal funcionamiento de la economía es necesario encarrilar esta situación y recuperar la sostenibilidad externa. Sin embargo, la propia dinámica de la estabilización suele implicar una apreciación del tipo de cambio real, tanto en los casos de ancla cambiaria como en el resto, lo cual suele corresponderse con un empeoramiento de la cuenta corriente durante el proceso de desinflación.

La literatura económica estudió este fenómeno y lo relacionó con la dinámica de “ciclos de *boom-bust*”.⁸ Durante la fase inicial de un plan de estabilización, la apreciación cambiaria y el flujo de capitales hacia el país facilitan una mejora en el desempeño económico tanto por la menor incertidumbre económica como por la mejora de los salarios reales (*boom*). Sin embargo, esta dinámica empeora el resultado externo, pudiendo tornar insostenible a la apreciación y generar una crisis de balance de pagos (*bust*). Si la crisis cambiaria ocurre más temprano que tarde, el proceso de desinflación puede revertirse, impidiendo que las

expectativas inflacionarias se anclen en un entorno estable y que la economía ingrese en un régimen de baja inflación.

Un aspecto que encontramos en nuestro trabajo es que los planes exitosos inician su intento de estabilización con saldos de cuenta corriente superavitarios o menos deficitarios que aquellos que fracasan. Partir de una situación más robusta en el balance externo implica menores chances de inestabilidad cambiaria durante el lanzamiento del plan y una mayor posibilidad de apreciar el tipo de cambio real durante la desinflación, sin que se torne insostenible tempranamente el balance de pagos. Contamos con datos del saldo de cuenta corriente trimestral para 24 experiencias. En esta muestra, los casos exitosos exhiben un superávit de cuenta corriente –promedio– en el trimestre de lanzamiento del plan y los tres trimestres previos de 1,9% del PBI. Uno solo de los eventos es deficitario (Perú), mientras que el resto tiene balances positivos de hasta 8 puntos. Adicionalmente, en 4 de los 5 casos de planes exitosos para los que no tenemos datos en frecuencia trimestral de la cuenta corriente observamos una suba del tipo de cambio real en los meses iniciales del plan.⁹ Esto da indicios de que los planes de estabilización exitosos comenzaron con un frente externo positivo o ajustaron su desbalance externo en el momento de la implementación del programa.

El contraste con el resto de las experiencias es sugerente. Los planes con éxitos transitorios muestran un déficit promedio de 1,1% del PIB (y 4 de los 5 casos para los que tenemos datos parten de déficits externos, que alcanzan hasta 3,5%) mientras que los fracasos tienen un déficit promedio de 2,1% (con 10 de 13 casos comenzando en terreno negativo, con déficits de hasta 6,3%).

Vemos entonces que los planes de estabilización exitosos suelen iniciarse con una cuenta corriente positiva. Este punto de partida no siempre es “heredado”, sino que en numerosas ocasiones la corrección se realiza como parte del propio lanzamiento del plan, o poco antes. En sentido contrario, los fracasos comienzan con mayores déficits de cuenta corriente y, por lo tanto, se enfrentan a problemas al intentar estabilizar o anclar el tipo de cambio nominal.

7. Los datos fiscales surgen, principalmente, de Kehoe y Nicolini (2022) y Mauro, Romeu, Binder y Zaman (2013).

8. Ver, por ejemplo, Frenkel (1983), Kiguel y Liviatan (1992b), Calvo y Vegh (1994) y Frenkel y Rapetti (2009).

9. El programa restante, aplicado en Costa Rica en 1982, muestra una suba muy importante del tipo de cambio real siete meses antes de su aplicación.

¿Por qué estabilizar?

Cerramos estas páginas con dos observaciones. La primera es que para que la estabilización sea exitosa es muy importante generar ciertas condiciones iniciales. Nuestro estudio sugiere que los planes no logran estabilizar si no se corrigen los desequilibrios fundamentales que acompañan la dinámica inflacionaria previa. No se puede estabilizar sin ordenar las cuentas fiscales y externas. La capacidad de mantener el ancla nominal de manera sostenible y creíble para guiar un cambio de comportamiento y expectativas de los agentes económicos depende en última instancia de la capacidad de estabilizar esas dos dimensiones.

La segunda es que el lanzamiento del plan no es el punto de llegada, sino solo el de partida. El éxito dependerá de la trayectoria que sigan las cuentas fiscales y externas en el futuro. Si se relaja la prudencia fiscal, o se torna insostenible tempranamente la cuenta corriente, el plan de estabilización no logrará modificar de forma duradera el comportamiento de los agentes, condición necesaria para que la economía alcance un régimen de baja inflación.

Esta labor es compleja y puede parecer, a primera vista, poco atractiva. Probablemente no sea seductor desde el punto de vista electoral ajustar gastos o reducir el nivel de absorción interna. Pero es importante no perder de vista que se estabiliza para crecer y crecer mejora la vida material de las personas. Generar las condiciones previas para aplicar un plan exitoso puede implicar costos iniciales, pero estos se ven compensados por la recuperación del crecimiento sostenido que genera dicho éxito. Nuestros datos y la evidencia previa sugieren que estabilizar es expansivo.

Nuestro estudio muestra que los países que estabilizan se encontraban estancados, con su PIB cayendo –en mediana– un 0,2% interanual en el momento del lanzamiento del plan. Aquellos que son exitosos crecen, luego del lanzamiento, a un ritmo de 3,5% interanual en los 5 años siguientes. Este efecto suele verificarse de forma inmediata o poco tiempo después de la implementación del plan: la mediana de los 9 casos para los que tenemos datos muestra un crecimiento de 6,5% en el primer año (el rango va desde 0,1% hasta 16,6%). La diferencia con los fracasos es muy marcada: estos casos muestran continuidad del estancamiento tras el lanzamiento del plan (+0,5%, en mediana, con 12 de 25 casos cayendo durante el año posterior al lanzamiento). La menor incertidumbre, la mejora del salario real y la caída del impuesto inflacionario son algunos de los factores que explican la expansión.

Estabilizar es redituable, aun contabilizando los esfuerzos fiscales y el ajuste de cuenta corriente inicial necesario. Reducir la inflación de forma perdurable es condición necesaria para terminar de una vez por todas con el estancamiento secular en que se encuentra el país hace más de una década.

Referencias bibliográficas

- Barro, R. J. (1995). *Inflation and economic growth*. NBER Working Paper 5362.
- Bruno, M. y Easterly, W. (1995). *Inflation crises and long-run growth*. NBER Working Paper 5209.
- Calvo, G. A., & Végh, C.A. (1994). Inflation stabilization and nominal anchors. *Contemporary Economic Policy*, 12(2), 35-45.
- Calvo, G. (2017). *Fighting Chronic Inflation with Interest Rates: Cutting a Hydra's Heads with a Swiss Army Knife?* Unpublished manuscript.
- De Gregorio, J. (1991). *The Effects of Inflation on Economic Growth: Lessons From Latin America*, IMF Working Paper WP/91/95
- Frenkel, R. (1979). "Decisiones de precio en alta inflación". *Desarrollo Económico*, 291-330.
- Frenkel, R., 1983. "Mercado financiero, expectativas cambiarias y movimientos de capital". *El trimestre económico*, 50 (200 (4)), pp.2041-2076.
- Frenkel, R. (1989). "El régimen de alta inflación y el nivel de actividad".
- Frenkel, R., y Rapetti, M. (2009). "A developing country view of the current global crisis: what should not be forgotten and what should be done". *Cambridge Journal of Economics*, 33(4), 685-702.
- Ghosh, A. y Phillips, S. (1998). *Warning: Inflation may be harmful to your growth*. IMF Staff Papers, 45(4), 672-710.
- Heymann, D., y Leijonhufvud, A. (1995). "High Inflation: The Arne Ryde Memorial Lectures". *OUP Catalogue*.
- Ibarra, R. y Trupkin, D. (2011). *The relationship between inflation and growth: A panel smooth transition regression approach for developed and developing countries*. Banco Central del Uruguay Working Paper Series, 6.
- Kehoe, T.J., y Nicolini, J.P. (Eds.). (2022). *A Monetary and Fiscal History of Latin America, 1960-2017*. U of Minnesota Press.
- Khan, M. y Ssnhadji, A. (2001). *Threshold Effects in the Relationship between Inflation and Growth*. IMF Econ Rev 48, 1-21.
- Kiguel, M.A., y Liviatan, N. (1988). *Inflationary rigidities and orthodox stabilization policies: Lessons from Latin America*. The World Bank Economic Review, 2(3), 273-298.
- Kiguel, M.A. y Liviatan, N. (1992a). *When do heterodox stabilization programs work?: lessons from experience*. The World Bank Research Observer, 7(1), 35-57.
- Kiguel, M.A., y Liviatan, N. (1992b). *The business cycle associated with exchange rate-based stabilizations*. The World Bank Economic Review, 6(2), 279-305.
- Libman, E. y Palazzo, G. (2020). *Inflation targeting, disinflation, and debt traps in Argentina*. European Journal of Economics and Economic Policies: Intervention, 17(1), 78-105.
- Mauro, P., Romeu, R., Binder, A. y Zaman, A. (2013). "Modern History of Fiscal Prudence and Profligacy". IMF Working Paper, WP/13/5
- Sarel, M. (1995), "Non linear effects of inflation on economic growth". IMF Working Paper, WP/95/56.

<https://vocesenelfenix.economicas.uba.ar>