

## La inflación en tiempos macristas. La bancarrota intelectual del monetarismo en la Argentina<sup>1</sup>

*Alejandro Fiorito*

Profesor en UNM y UBA

*“Nosotros no abandonamos a las metas monetarias: ellas nos abandonaron a nosotros”*

(1983) Gerald Bouey, Presidente del Banco Central de Canadá, 1973-1987

### Introducción

En los últimos cuatro años todos los diagnósticos de inflación dados por el gobierno fallaron persistentemente: desde las metas de inflación postuladas en cada año hasta el fútil intento de controlar los agregados monetarios del final junto al FMI. La extrañísima combinación de expectativas iniciales de la elite gobernante sobre la “sencillez” de bajar la inflación junto con la “seriedad” marginalista de los asesores económicos de Macri, curiosamente permitieron la existencia de algo muy parecido a un “experimento crucial” para el cuantitativismo monetario argentino. En efecto, la oscilación entre un cuantitativismo exógeno y otro endógeno, vg. monetarismo y metas de inflación respectivamente, mostró la incapacidad de dar cuenta con las variables causales que efectivamente generan inflación.

El resultado inflacionario del “mejor equipo económico de los últimos 50 años” no puede ser más explícito en su fracaso tanto teórico como político: una tasa más que duplicada del nivel de inflación (53%) respecto a la inicial en solo cuatro años aplicando medidas de política monetaria cuantitativista.

La cobertura mediática durante este período, dio pábulo de que se trataba de una política económica seria y profesional y que cualquier otra perspectiva formaba parte de un remanido reclamo populista inflacionario. El enorme rating televisivo de cierta especie de economistas radicalizados de derecha es el plafón de este tremendo fracaso teórico.<sup>2</sup> La gran mayoría de ellos probablemente no reconoce que la discusión sobre los precios e inflación tiene larga data, y las revoluciones de precios son mucho más antiguas que el surgimiento del marginalismo hacia 1870. A la luz de esa discusión, no puede pensarse que las resoluciones son obvias y de sentido común, puesto que el insumo esencial para dirimirla es una previa claridad teórica sobre los canales de transmisión de los precios, de la que carece el debate actual. Vernengo (2005)

Expresión de esa confusión reinante fueron las oscilaciones durante el primer año de gestión: el gobierno inicialmente ancló la inflación por medio del controles de agregados monetarios, pasando por un breve período de ancla cambiaria ante el primer atisbo de fuga al dólar; y

---

<sup>1</sup> Agradezco a Fabián Amico y a Agustín Mario sus valiosos comentarios sobre algunos temas trabajados aquí, sin que ello implique responsabilidad en errores cometidos.

<sup>2</sup> Este tipo de “boxeador a sueldo televisivo”, parafraseando a Marx, haría avergonzar a los “economistas vulgares” del siglo XIX.

finalmente, desde septiembre de 2016, el planteo de metas de inflación con el control de tasa de interés de política (cuantitativismo endógeno) hasta la salida del presidente del BCRA en 2018.

En este trabajo se hará una breve introducción teórica alternativa a las explicaciones convencionales de la inflación, en base a la visión clásica del excedente, para intentar luego en la segunda parte analizar su evolución en la Argentina durante el gobierno de Macri.

## **1-Visiones teóricas de la inflación**

*“La teoría y la política monetaristas hacen un hincapié extraordinario, si no es que exclusivo, en la disminución de la inflación mediante la reducción de la oferta monetaria. Nos invitan a olvidar los desastrosos efectos sobre el desempleo mediante la invocación alternada de las expectativas a largo plazo o racionales, o algún encantamiento de la teoría del laissez faire que trata todo desempleo como voluntario....Pero una política monetarista solo puede funcionar si un gobierno logra permanecer inmune frente a la presión popular, como ocurría con los gobiernos del siglo XIX” Desai, M. (1989:266-7)*

En todo este derrotero la visión teórica de los asesores económicos responsables de la política económica del gobierno, con un conspicuo protagonismo de la Universidad Di Tella<sup>3</sup>- se basó en una posición marginalista que considera a la inflación como un exceso de demanda, expresada generalmente en que los gobiernos monetizan el déficit fiscal”. Con esa perspectiva, el gobierno drásticamente comenzó a “financiar” con divisas esos gastos en pesos<sup>4</sup>. Usando el mercado de deuda hasta literalmente “agotarlo” a fines de 2017 y con la friolera de más de 100.000 millones de U\$s de nueva deuda dejó al país con una no fácilmente salvable “pesada herencia” puesto que *vis a vis* el 2015, actualmente no hay forma de acceder a acreedores privados para obtener financiamiento y la relación de deuda externa sobre exportaciones creció a más de 250%. De Lucchi (2018)

Este trabajo parte de la teoría clásica del excedente de los precios y la distribución de la cual se deriva que el motor *principal* y *necesario* que determina y propaga la inflación es la presencia de un conflicto distributivo entre trabajadores asalariados y dueños del capital. Si las demandas de mayores ingresos no son complementarias sino inconsistentes entre sí respecto al crecimiento del excedente, esta puja distributiva impactará en variaciones de salarios nominales y precios y cuyos resultados reales se terminaran definiendo *ex post*. Lavoie (1992:372:421); Furtado (1958:26); Noyola (1956) El disparador por lo general es un shock de costos (vg. devaluación, suba de tarifas, precios internacionales) que modifica los ingresos reales relativos (distribución) y se propaga directamente proporcional a la persistencia y grado de conflictividad.

Con este punto de partida analítico, puede darse cuenta que en la Argentina se mantiene un esquema de conflicto distributivo *persistente no resuelto*, como también de los niveles de inflación más altos alcanzados *vis a vis* la región en los últimos 50 años.<sup>5</sup> Entonces, la inflación es un efecto inducido de un esquema político y social donde los trabajadores tienen una “posición negociadora” más sólida, a diferencia del resto de los países de la región.

---

<sup>3</sup> Entre los destacados: Marcos Peña, Lucas Llach, Enrique Avogadro y Marina Carvajal, Jorge Triaca, Francisco Gismondi, Mariano Flores Vidal y Sebastián Scheimberg, Federico Sturzenegger y Guido Sandleris.

<sup>4</sup> En la idea marginalista de que esa operación no “emite” pesos y por lo tanto no es inflacionaria por no subir la demanda. El “elefante en el bazar” que no ven desde su propia óptica teórica, es que con los pesos del público que compran esos dólares de deuda del tesoro, implican un cambio en la propensión a gastar, puesto que la del Estado es mayor al del sector privado (y más si no se iban a consumir en el momento de la compra), ergo, sube la demanda en cualquier caso, y desde la misma visión marginalista sería inflacionaria.

<sup>5</sup> En los pocos momentos que la inflación ha sido efectivamente contenida, fue al costo de una enorme desocupación como en los '90 con la convertibilidad.

Una elevada tasa inflacionaria en la Argentina puede deducirse por una mayor “densidad sindical” que presenta su mercado laboral respecto a otros países, pero esto no significa que la explicación de la inflación por **costos y puja distributiva** debe descartarse para otros países de la región que presentan una menor inflación. Summa (2014) Por el contrario, una menor suba del nivel de precios en otros países, puede expresar el resultado de una puja distributiva “resuelta”, o bien contenida o moderada, que conlleva ajustes salariales (a la baja) mayores y más adaptables (menos conflicto) a las diversas coyunturas devaluatorias<sup>6</sup>.

Por lo que cualquier explicación que deje de lado las variables “costo macroeconómico” como lo son el tipo de cambio, los salarios, las tasas de interés, markups, no puede dar cuenta del núcleo de conflicto distributivo que existe en toda sociedad, ora mayor ora menor y cuyas demandas inconsistentes en el crecimiento del producto propagan y/o disparan un proceso de suba persistente de precios. Stirati (2001)

## 2-La causalidad Pancho Ibañez: “*todo tiene que ver con todo*”

*“Para cada pregunta sutil y complicada, hay una respuesta perfecta, simple y directa, que es incorrecta”.* Mencken, H.L.

Debido al consenso vulgarizado de que la inflación existe por un exceso de demanda puede resultar para muchos, extraño que se señale a la **puja distributiva y los costos** macroeconómicos<sup>7</sup> como causa inflacionaria normal. Lejos de esta visión, los clásicos de la teoría del excedente, como Smith y Ricardo, han descripto dicho conflicto como central para entender la economía política.<sup>8</sup>

La naturalizada versión monetarista que refiere a una ecuménica “emisión” para explicar la inflación por exceso de demanda, tiene que dar cuenta de fenómenos empíricos que no avalan dicho exceso, como se muestra en el gráfico 1. Para el período 2017-2019 una suba

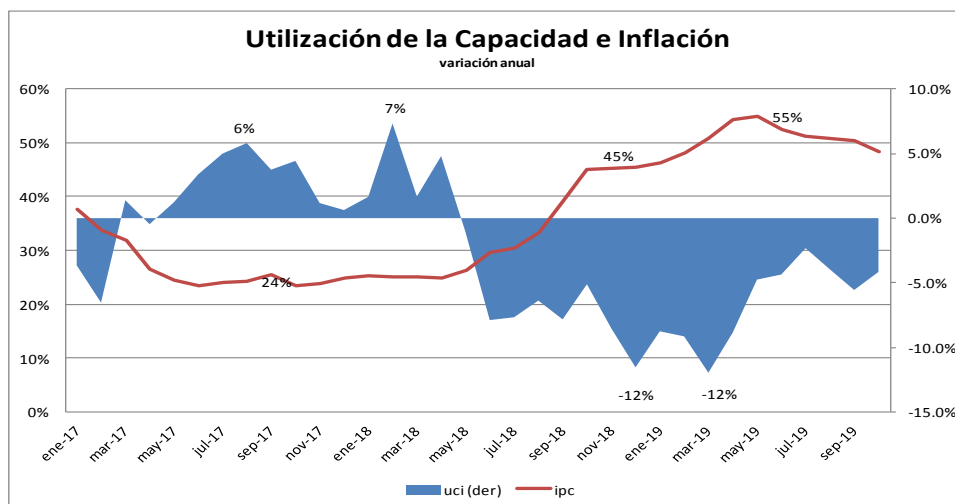


Gráfico 1 Fuente: Ministerio de Hacienda e ITE

<sup>6</sup> Al respecto los últimos acontecimientos de Ecuador y de Chile pueden mostrar una posible muestra de cambios en la puja distributiva que estaba “solucionada” o apaciguada.

<sup>7</sup> Salarios, tarifas y tipo de cambio: precios de insumos ecuménicos como la fuerza laboral, la energía y los importados.

<sup>8</sup> Con solo ver el capítulo 8 de la Riqueza de las Naciones de Adam Smith puede entenderse como ya para la época, el autor no ignoraba la disputa por el ingreso entre capitalistas y trabajadores asalariados. En Ricardo, el concepto de “capacidad de negociación” de los trabajadores por su salario, va en el mismo sentido.

de la utilización de la capacidad productiva (que implica una mayor demanda efectiva hasta mayo de 2018), se corresponde con una menor inflación y v.v. en la segunda mitad del período. Esto evidentemente choca con gran parte de la explicación monetarista y convencional que parte de un **exceso de demanda** -por monetización del déficit público o bien por la “proporción del gasto en el producto”, para explicar la inflación.

El otro giro frecuente es el de afirmar que la inflación es un fenómeno “complejo y multicausal” en general para oponerse a la explicación monetarista, y que encubre una confusión ecléctica en la teoría. Finalmente termina formándose un *coctel* abstruso de inercia inflacionaria, “tirones de demanda”, “empuje de costos”, “inflación oligopólica”, “emisión exógena”, “monetización del déficit”, etc. entre otras variantes ad-hoc. Este uso de la multicausalidad se explica por la necesidad de aparecer omnicompreensivo y puede representar tener un “activo político”, ahorrando así explicaciones empíricas específicas de los canales por los cuales se produce la suba de precios.<sup>9</sup>

Por otra parte, la divulgación en los medios de una mayoría de economistas que esgrime un monetarismo atávico<sup>10</sup> -explícito o implícito- y sin que haya siquiera alguna objeción teórica y/o empírica de dicha antigualla teórica es notable. Más aun, dado que **fundamentalmente en todo el mundo el monetarismo fue prácticamente descartado de los bancos centrales y del convencionalismo internacional con el nuevo consenso neoclásico**. Ante la falta de una teoría coherente y pertinente empírica que explique los canales lógicos por los cuales se produce la suba de precios es lógico entonces que se asuma a la “emisión” monetaria o la “falta de demanda de dinero” como una causa de la suba de precios en nuestro país. En realidad es imposible de distinguir macroeconómicamente la demanda de dinero y la oferta de dinero. Proponer modelos con una demanda real con una oferta nominal de dinero, no supera el problema de que solo es un único agregado monetario que no es producido “en espera de ser comprado” con curvas independientes de oferta y demanda. Serrano (2002:3)

La Argentina del gobierno de Macri representó (nuevamente) un extraordinario campo de “experimentación” que permite testear estas explicaciones convencionales de la economía y, en particular de la inflación. Los resultados de catástrofe económica del gobierno de Macri al tratar de implementar medidas basadas en la liberación total del mercado de cambios, la suba de tarifas y su dolarización, como así también los intentos de bajar el consumo público para reducir el déficit fiscal que suponen en el origen del fenómeno, mostraron **la efectividad del error teórico causal** del cuantitativismo monetario para entender las causas de la inflación y al crecimiento económico.

A partir del examen teórico y empírico se mostrará en este trabajo que la inflación es un fenómeno de elevación de costos macroeconómicos y lo que la hace persistente es el conflicto distributivo del ingreso. Esta diferencia teórica tiene fuertes implicancias para la recomendación de adopción de “políticas de ingreso” en pos de paliar la inflación, y no en cambio el ajuste de la demanda mediado por la búsqueda del superávit fiscal. Urquidí (1989)

La repetición hasta el hartazgo de que la inflación es un problema monetario confunde “causalidad” con necesidad de existencia de una variable como el dinero. Va de suyo que los

---

<sup>9</sup> Macri llevo al gobierno con una “explicación” de la inflación basada en la falta de confianza en el anterior gobierno, y que bajarla sería fácil y que “no va a ser un tema en mi gobierno”. Ver <https://www.youtube.com/watch?v=d6plREhdHxI>

<sup>10</sup> En efecto, el cuantitativismo exógeno o monetarismo ha sido dejado de lado en todo el mundo después de su fracaso en los '80. En mainstream actual, el nuevo “consenso neoclásico” tiene en consideración al dinero como endógeno o inducido. Muy lejos de la idea de controlar los “agregados monetarios”, banqueros centrales como Gerald Bouey, nos ilustra con su frase al inicio de este trabajo.

ejemplos contraesgrimidos de economías de trueque<sup>11</sup> sin inflación, tienen dos problemas: 1- nunca hubo economías persistentes sin dinero, Graeber, D. (2011: cap. 2)<sup>12</sup> por lo tanto restringen el ejemplo a una impertinencia empírica de inexistencia histórica y antropológica; y 2- no se niega aquí la necesidad del dinero en el proceso mercantil, lo que se critica es la causalidad monetaria (emisión) para la variación de precios y su exogeneidad en situaciones normales. Vernengo (2005)<sup>13</sup>

A partir de aquí el trabajo se divide en dos partes. Se verá primero en el punto 3, el origen de la explicación de la inflación por parte del marginalismo partiendo del modelo “aceleracionista” de la inflación del “nuevo consenso neoclásico” entre nuevos clásicos y neokeynesianos<sup>14</sup> y posteriormente en el punto 4, el análisis de los resultados de la gestión Macri. Y finalmente las conclusiones.

### **3-Modelo convencional de “nuevo consenso” neoclásico<sup>15</sup>**

*“el pensar la economía desde la óptica del equilibrio general tiene grandes ventajas y es un gran orientador de la política económica. Nunca salgan de casa sin tener en cuenta plenamente ese marco”.*  
Sturzenegger (2016)

Se parte aquí de una ecuación del nuevo consenso neoclásico, donde conviven diferentes causas posibles que explican la suba de precios. En ella, sin embargo y como se verá, sus supuestos no son sostenibles empíricamente (sencillamente no ocurren en toda la región latinoamericana al menos). Se verá entonces que al cambiarlos por otros más aceptables, a la luz de los resultados econométricos y de *hechos estilizados* ecuménicos, se modificará el principal canal de transmisión inflacionario en dicha ecuación.

En efecto, ese canal inflacionario será resultado del incremento de los costos macroeconómicos y la puja distributiva en vez de un exceso de demanda o “brecha de producto”. Esto es así, dado que estando el salario entre estos costos, conforma la puja distributiva con el resto de costos macroeconómicos agrupados como shocks de oferta: tipo de cambio y tarifas. Otro resultado importante de este análisis, es que lo que se denomina “inflación inercial”, simplemente afecta como se verá en la ecuación [13], al nivel de precios en forma de un multiplicador, mas no al crecimiento del mismo. Amico & Fiorito (2017)

---

<sup>11</sup> *No comenzamos con el trueque, descubrimos dinero y luego eventualmente desarrollamos sistemas de crédito. Sucedió precisamente al revés. Lo que ahora llamamos dinero virtual vino primero. Las monedas llegaron mucho más tarde, y su uso se extendió de manera desigual, nunca reemplazando por completo sistemas de crédito. El trueque, a su vez, parece ser en gran medida una especie de accidente subproducto del uso de monedas o billetes: históricamente, es principalmente lo que hacen las personas que están acostumbradas a las transacciones en efectivo cuando por una razón u otra no tienen acceso a la moneda.* Graeber (2011:40)

<sup>12</sup> “Ningún ejemplo de una economía de trueque, pura y simple, ha sido jamás descrito, y mucho menos el surgimiento del dinero; toda la etnografía disponible sugiere que nunca ha habido tal cosa”. Humphrey, C. (1985)

<sup>13</sup> Algo así como acusar a la fuerza de gravedad terrestre de ser causa del suicidio del que se lanzó desde un balcón. La gravedad siendo necesaria para la caída, no inicia el movimiento, y, a nadie se le ocurriría decir que es la causa de la caída.

<sup>14</sup> En la versión cuantitativista del dinero, la inflación de precios aparece por un exceso de demanda a partir de un exceso de oferta de dinero o bien un excesivo crecimiento de la oferta de dinero. Sus versiones pueden ser varias, una versión estrictamente del “nuevo consenso” que es la versión convencional actual y que se basa en Wicksell. En esta versión la inflación aparece porque la tasa de interés efectiva del mercado es menor que la tasa “natural” de interés (no observable) y el dinero es endógeno. Esto lleva a la generación de una brecha de producto que acelera la inflación avalada por el crecimiento de la oferta de dinero. Otra versión se basa en la NAIRU (tasa natural de desempleo que no acelera la inflación) Friedman (1968) y Phelps et al. (1970), basado en una curva de Phillips vertical, con base en Friedman y dinero exógeno. Lavoie (2014:cap.8)

<sup>15</sup> Lavoie y Kriesler (2005)

Pero las hipótesis convencionales respecto a la causalidad de transmisión inflacionaria, fueron puestas en práctica durante el transcurso del gobierno de Macri. En efecto, la explicación convencional de la inflación se basa en un exceso de demanda. Esta puede ser representada con una curva de Phillips a partir de un modelo de “nuevo consenso neoclásico”, que es bastante similar a la curva monetarista de Friedman en su versión aceleracionista Ecuación [1]. Carlin & Soskice (2009); Romer (2000); y Taylor (1997)

$$\pi_t = a\pi_{t-1} + b(u - 1) + c \quad [1]$$

Donde  $\pi_t$  es la inflación corriente,  $a$  es el coeficiente inercial que acompaña a los rezagos del  $\pi_{t-1}$ ;  $u$  es el grado de utilización de la capacidad productiva que se forma como la razón entre el producto efectivo y el normal y  $b$  el coeficiente que acompaña a la brecha de demanda; mientras que  $c$  es el conjunto de shocks de oferta.

### Deducción de la ecuación [1]

La construcción de esta ecuación [1] se puede obtener por medio de las siguientes ecuaciones:

Mediante la ecuación [2] se agrega una IS en economías abiertas actuando como una curva de demanda del modelo:

$$Y_t = F(r, TC)$$

Que depende negativamente de  $r$  tasa real de interés y de  $TC$  tipo de cambio real.

Si se considera una IS lineal, que puede tomar la forma, (Carlin & Soskice, 2010):

$$Y_t = d + e TC - f r \quad [2]$$

Donde  $d$  es la demanda autónoma y  $e$  y  $f$  coeficientes positivos<sup>16</sup>.

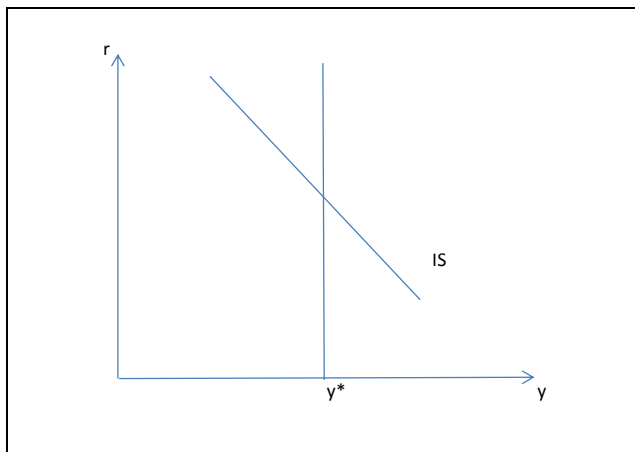


Gráfico 2

Con la ecuación [3] se describe una **Curva de Phillips** (Gráfico 3) para economías abiertas, que hace las veces de una curva de oferta del modelo:

$$\pi_t = F(\pi_{t-1}, Y_t - Y^*, \pi^*, TC)$$

<sup>16</sup> La pendiente negativa de IS puede variar si se considera la actividad del comercio exterior.

con  $\pi_t$  inflación (variación) local,  $\pi_{t-1}$  inflación pasada,  $\pi^*$  inflación internacional,  $Y$  producto efectivo y  $Y^*$  producto potencial exógeno de  $Y$  y de la demanda efectiva global que depende en el modelo del Nuevo Consenso, de la dotación de factores de producción y de su uso óptimo. Mientras que  $j$  es el parámetro ponderador de los precios domésticos en el índice de precios al consumidor y  $(1-j)$  es la ponderación de los precios de los transables. Los bienes transables dependen del tipo de cambio nominal  $TC$  y de la inflación mundial  $\pi^*$ . Considerada en su forma lineal:

$$\pi_t = j(a\pi_{t-1} + b(Y_t - Y^*_t) + c) + (1-j)(\pi^* + \Delta TC) \quad [3]$$

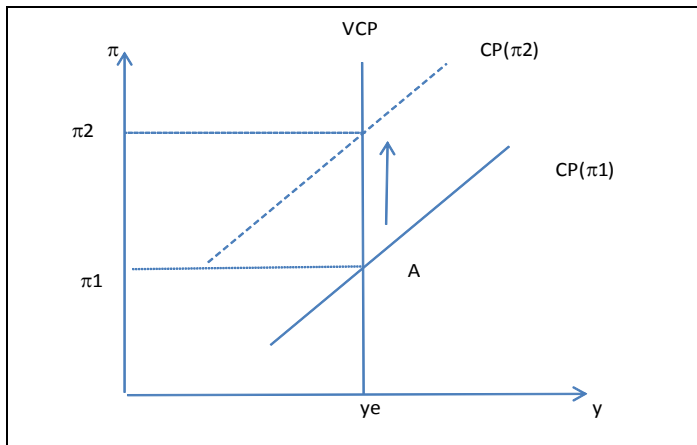


Gráfico 3

Se agrega para la determinación del tipo de cambio  $TC$  en el corto plazo se usará la ecuación [4] siguiente, donde se incorpora una ecuación de la paridad de tasa de interés descubierta (uncovered interest parity o UIP) (Taylor 2005)

$$i - i^* - R = TC^e - TC \quad [4]$$

con  $i$  y  $i^*$  tasas de interés nominal doméstica e internacional,  $R$  la tasa de riesgo,  $TC$  el tipo de cambio efectivo y  $TC^e$  el tipo de cambio esperado.

**Con esta ecuación se puede determinar el tipo de cambio en el corto plazo.** Expresa que la diferencia entre la tasa de interés pagada por títulos dentro y fuera del país tiene que igualar a la variación del tipo de cambio esperado entre los países vinculados. Tanto la tasa de interés internacional  $i^*$  como el riesgo país  $R$  son exógenos. Un aumento (disminución) de la tasa de interés doméstica  $i$  se asocia con una expectativa que aprecia (deprecia) el tipo de cambio esperado, y por lo tanto cambiando su nivel efectivo. Deduciendo de ecuación [4]:

$$\Delta TC = -(\Delta i - \Delta i^* - \Delta R)$$

**Se agrega una regla monetaria para determinar la tasa de interés  $i$**

En efecto, se toma una regla de política monetaria, (**Regla de Taylor**), que describe la respuesta del banco central a través del manejo de tasas de interés nominal en su intento de modificar la tasa real de interés y llegar a una tasa real objetivo. Si el banco percibe que la inflación se encuentra por encima de la inflación que se fijó como objetivo, o bien si el producto efectivo se encuentra encima del producto potencial, puede entonces aumentar la tasa nominal de interés para corregir esos valores. En resumen, la tasa de interés debe estar por encima de la tasa de inflación tanto para una economía abierta o cerrada.

Puede expresarse esta regla como sigue:

$$i_t = r^e + \pi_t + v(\pi_t - \pi_t^*) + n(Y_t - Y_t^*) \quad [5]$$

Donde  $r^e$  es la tasa de interés real objetivo que mantiene estable la inflación;  $\pi_t^*$  y  $Y_t^*$  son la inflación objetivo del banco central y el producto potencial respectivamente, con  $v > 1$  de tal forma de asegurar que la  $i$  se mueva acorde a la inflación y  $n$  coeficiente positivo. Cuando tanto la meta de inflación y el producto potencial se alcanzan la tasa real de interés llega a ser la tasa natural de interés.

Se agrega para el largo plazo la **paridad de poder de compra** y se expresa en una ecuación [6]: en el largo plazo, que expresa el poder de paridad de compra **PPP** en su versión relativa;<sup>17</sup>

$$\pi_t - \pi_t^* = TC^e - TC = dTC = 0 \quad [6]$$

con  $TC$  tipo de cambio efectivo y  $TC^e$  el tipo de cambio esperado, que permite explicar una convergencia de los precios por medio de la adecuación del tipo de cambio esperado y el efectivo en largos períodos de tiempo. Lo que afirma este supuesto de PPP relativo, es que las expectativas sobre el tipo de cambio nominal se deben adecuar a la variación de la inflación esperada de largo plazo, para mantener la tasa del tipo de cambio real estable.

Si se igualan la UIP y la PPP (ecuaciones [4] y [6]) que se cumplen en la visión mainstream del nuevo consenso y se obtiene la tasa real de paridad (RIP):

$$i - i^* = \pi_t - \pi_t^* = 0$$

que es la paridad real de interés doméstica e internacional respectivamente

$$r = r^*$$

Con este resultado y cumpliéndose la PPP se puede ver que la regla de Taylor de la ecuación [5] cumple que  $Y_t - Y_t^* = 0$  y  $\pi_t - \pi_t^* = 0$  obteniéndose que  $r^e = i - \pi_t$  que es la tasa de interés real esperada en una economía cerrada.

### La curva de oferta del modelo convencional

Si a su vez reemplazamos en la curva de Phillips [3] con la PPP [6] se obtiene la curva de Phillips válida tanto para economías abiertas o cerradas:

$$\pi_t = j(a\pi_{t-1} + b(Y_t - Y_t^*) + c + (1 - j)(\pi_t^* + dTC)$$

$$\pi_t = j(a\pi_{t-1} + b(Y_t - Y_t^*) + c + (1 - j)(\pi_t^* + \pi_t - \pi_t^*))$$

Operando convenientemente

$$\pi_t j = j(a\pi_{t-1} + b(Y_t - Y_t^*) + c$$

Simplificando el parámetro correspondiente a bienes no transables  $j$  se obtiene la curva de Phillips aceleracionista:

$$\text{Oferta} \quad \pi_t = a\pi_{t-1} + b(u - 1) + c \quad [1]$$

<sup>17</sup> Suponiendo que se forman con expectativas futuras.



Donde  $\pi_t$  es la inflación corriente, con  $\pi_{t-1}$  la inflación pasada tomando expectativas adaptativas con  $a$  que es el coeficiente inercial y  $u$  es la utilización efectiva  $y/y^*$ ;  $c$  son los shocks de oferta. Puede verse también que la expresión de la ecuación [1], es la misma para economías abiertas o cerradas. Ver Summa (2016); Amico & Fiorito (2017)

En tanto que el tipo de cambio real es supuesto estable a largo plazo, es lógico que no tendrá según la PPP de [6] ningún impacto sobre la inflación del país, por lo que esta hipótesis permite obtener una curva de Phillips que es la misma para economías abiertas que cerradas como una curva de oferta en un primer cuadrante entre inflación y producto ( $p$ - $Y$ )

### La curva de demanda del modelo convencional

Para transformar la IS en una ecuación de demanda ( $p$ - $Y$ ) se reemplaza la expresión de la regla de Taylor [5] en la IS [2], obteniéndose una relación negativa entre producto e inflación:

$$\text{Demanda } Y_t = Y_t^* + \frac{dv}{(1-dn)} (\pi_t - \pi_t^*)$$

Con  $Y_t$  producto efectivo,  $Y_t^*$  producto potencial

### Supuestos de la curva de Phillips del “nuevo consenso”

La ecuación [1] expresa la versión aceleracionista de la inflación de Friedman, cuyas propiedades reposan en los siguientes **tres supuestos**<sup>18</sup>:

- a) supone una inercia completa de la inflación pasada cuyo primer parámetro es  $a=1$ ;
- b) supone una “brecha de producto” generada por el efecto de la demanda determinando un producto efectivo mayor que el producto potencial y medida por el parámetro  $b$ ; y el producto potencial es supuesto independiente y sin conexión con el efectivo;
- c) supone que los shocks de oferta (salarios, tipo de cambio, precios internacionales),  $c$  tiene media cero, es decir en largos períodos de tiempo los shocks positivos y negativos se cancelan. Por lo que solo los shocks de demanda son los que persistentemente tiran de los precios y que es medida como inflación núcleo. En caso de un shock de oferta, el banco central puede no actuar si lo considera temporal, o bien podrá actuar subiendo la tasa de interés para lograr un impulso inverso sea que se trate de inflación por un shock de oferta persistente ( $c>0$ )<sup>19</sup> o demanda ( $u > 1$ ). Es decir que subiendo la tasa de interés origina un impulso de demanda inversa reduciendo el nivel de actividad.

Por los puntos a) y c) la ecuación [1] puede ser expresada sin los denominados “shocks de oferta”, donde el parámetro  $c$  desaparece de la ecuación y son los shocks de demanda los que determinan el impulso inflacionario y con  $a=1$  como se observa en ec. [7]:

$$\pi_t - \pi_{t-1} = b(u_t - 1) \quad [7]$$

De esta ecuación se explica que, con un solo shock de demanda en el nivel de  $u_t > 1$ , la inflación no frena nunca sino que se acelera persistentemente período tras período. El parámetro  $b > 0$  es un coeficiente que pondera la brecha de producto ( $u_t - 1$ ), la que se torna

<sup>18</sup> Ver Serrano (2019)

<sup>19</sup> Como el caso de los años '80 en la Argentina- que derivó en una hiperinflación en 1989 con un impulso persistente.

positiva por efectos de los shocks de demanda y que son, por el supuesto b), los únicos responsables pasados de la inflación en  $t$ .<sup>20</sup>

Para la visión del nuevo consenso, la afectación de precios por una política monetaria se la considera neutral a largo plazo, es decir que no afectaría el crecimiento del producto, actuando solo sobre el ciclo y sobre la tasa de inflación (Pivetti, 2000). Si esto es así para el mainstream, no hay razones claras de por qué una menor inflación sería preferible a una mayor, por esta posición lo que implicaría la existencia de una ecuación oculta. Lavoie, (2006)

### 3.1-Levantando los supuestos: ¿Qué sucede si la inercia inflacionaria no es total? ( $a < 1$ )

Ahora bien, de una manera más realista, el modelo puede ser corregido en su supuesto a) que define al coeficiente de inercia ( $a=1$ ) como de inercia completa, lo que indica una total incorporación de la inflación pasada a los precios actuales. En efecto, si se considera que solo se incorporan parcialmente ( $a < 1$ ) los costos mayores derivados de una inflación previa, la ecuación [1] se transforma agregando las otras hipótesis b) y c) en:

$$\pi_t = \frac{b(u_t - 1)}{1 - a} \quad [8]$$

Aunque cabe señalar que al introducir en el modelo la incorporación parcial de la inflación pasada, la **aceleración** de la inflación en el modelo será solo determinada por la **variación de la utilización  $u_t$  en el tiempo** o incremento en el exceso de demanda y no por su **nivel** de utilización. Serrano (2019:10)

$$\pi_t - \pi_{t-1} = \frac{b(u_t - u_{t-1})}{1 - a}$$

como se observa en la ecuación [8] el haber levantado la hipótesis a) hace que el efecto inflacionario de la variación de la brecha de producto (con el supuesto que el producto potencial es independiente del producto efectivo), no se acelere como en ecuación [1] sino que se irá frenando en el tiempo.

### 3.2-¿Cómo se modifica el modelo si existe histéresis en el producto?

Desde los '80, entre otros trabajos similares, Nelson y Plosser (1982), demostraron que la trayectoria del producto podía ser explicada por la existencia de una histéresis completa del mismo, por la cual llevaron a una explicación basada en que el producto efectivo está determinado totalmente y no parcialmente por la tendencia del producto potencial, tanto para el corto como para el largo plazo. Pero si efectivamente el ciclo estuviese dirigido causalmente por la oferta, uno debería encontrarse en los booms con una baja de la inflación y con brechas negativas del producto y v.v.

La posición neokeynesiana por su parte, que afirma que el **ciclo** del producto está dirigido por la demanda mientras que la **tendencia** del producto dirigido por la oferta, pero los resultados de Nelson y Plosser demostraron que las mismas fuerzas que explican el corto plazo también explican el largo plazo y que por lo tanto, el producto potencial no es independiente del producto efectivo. Sin embargo, la causalidad para el corto plazo desde la oferta tornaba todo el modelo de RBC como no realista. Campbell & Mankiw (1987).

---

<sup>20</sup> Sin embargo, es sumamente extraño el tomar en promedio igual a cero a los shocks de oferta –(puja distributiva, suba de salarios, inflación internacional, devaluaciones- y no considerar, en cambio, que los shocks de demanda son en media igual a cero (ver Serrano 2006)

A los nekeynesianos les es difícil explicar esta diferencia entre corto y largo plazo, ante la fuerte evidencia empírica de que lo que dirige el ciclo es lo que dirige la tendencia, en tanto que puede concluirse que en los datos existe una histéresis fuerte como hecho estilizado donde el corto explica al largo como afirmaron Nelson y Plosser (1982). Ver Serrano, (2019:12)

Por lo que puede darse otra explicación del descubrimiento de los '80, donde el corto plazo genera el largo: una histéresis parcial y no desde la oferta sino desde la demanda.

### **El acelerador como *hecho estilizado*: cerrando la brecha de producto**

Desde un punto de vista alternativo, el acelerador de la inversión que se deriva del principio del ajuste del stock de capital fijo deseado, permite dar una explicación de una histéresis del producto que deriva una causalidad inversa a la de los autores marginalistas: esto es desde la demanda efectiva hacia la capacidad productiva. Los inversores adaptan la capacidad productiva a los movimientos de demanda efectiva autónoma del producto.

Claro está que en la Argentina como en todo el mundo, el acelerador de la inversión es un “hecho estilizado” y se cumple cuando la inversión reacciona más que proporcionalmente a las variaciones del producto efectivo. Para análisis econométricos de la cointegración entre la participación de la inversión y el producto ver Braga (2018), Coremberg (2007); Fiorito (2015); Amico et al (2010), FMI (2015)

Si en efecto se levanta el supuesto b), considerando la existencia de histéresis total en el producto, implicará que el impacto en los precios de un exceso de demanda será solo temporario, en tanto que dicha brecha ( $u_t - 1$ ) tenderá todo el tiempo a cerrarse por efecto del acelerador de la inversión y por lo tanto, afectará a lo sumo al nivel de precios, pero no con una aceleración de la variación de los mismos ante dicho shock de demanda. Para hallar una expresión alternativa falta levantar el supuesto c) y poder expresar una nueva ecuación donde el impulso inflacionario provenga del shock de costos.

### **3.3-Inflación de costos: ¿Y si los shocks de “oferta” no son en promedio cero? ( $c > 0$ )**

En efecto, de los Gráficos 4 y 5 se aprecia que las variaciones del tipo de cambio, de los precios de las materias primas y de los salarios (shocks de oferta o de costos) son relevantes para explicar la inflación tanto ascendente como descendente. Estas observaciones empíricas pueden ser tomadas en cuenta para modificar nuevamente la ecuación [3] para sacarle el lugar explicativo de la inflación al “tirón de demanda” y otorgárselo a la presión de costos y puja distributiva.

Por lo tanto si se permite que el supuesto c) no valga, los promedios de shocks de oferta son de resultado positivo y no nulo. Con la suba de precios de insumos importados, del petróleo o bien de una devaluación, la tasa de inflación se acelerará hasta el punto en que el shock finalice y entonces  $c=0$ . Entonces no habrá neutralidad de variables externas como el tipo de cambio, y precio internacionales.

En efecto, en una visión alternativa se supone que el tipo de cambio nominal es función del diferencial de tasas de interés nominal  $i-i^*$  en el corto plazo y que el Banco Central (BC) utiliza a la tasa de interés nominal para alcanzar la meta de inflación. Para la ecuación [2] de la IS se supone que la variable autónoma es el gasto público.

Partiendo de la ecuación macroeconómica se puede deducir la formación de precios como una suma de costos  $c > 0$ , en tanto se ha levantado el supuesto b) de independencia del producto

potencial con el efectivo y dicha brecha se cierra sin afectar a la variación de precios. Se puede expresar de la siguiente manera:

$$P_t = lW + kP_{t-1}(1 + i) + m e P_t^* \quad [9]$$

Donde  $P_t$  es el nivel de precios,  $l$ ,  $k$ , y  $m$  son los coeficientes técnicos de insumos de trabajo, de capital e importados respectivamente,  $W$  es el salario nominal y  $P_t^*$  es el precio en divisas del insumo importado.

Si se toma logaritmos y se diferencia la ecuación [9] con minúsculas se puede transformar trabajando convenientemente en:

$$\pi_t = l w + k i + m(e + \pi_t^*) \quad [10]$$

La variación de precios general  $\pi_t$ , se compone de cuatro elementos: la variación de salarios  $w$ , la variación de la tasa de interés  $i$ ; la variación del tipo de cambio  $e$ ; y la variación de la inflación internacional  $\pi_t^*$ <sup>22</sup>

### ¿De qué dependen los salarios?<sup>23</sup>

El modelo postula que la variación de salarios depende asimismo de la inflación anterior de la tasa de desocupación  $U$  y factores institucionales. Se puede representar de la siguiente manera:

$$w = q\pi_{t-1} + tU + c_1 \quad [11]$$

Siendo  $q$  el coeficiente que acompaña la inflación pasada y  $t$  el coeficiente que acompaña a  $U = \frac{L-N}{N}$  que es definida por la resta del total de los ocupados ( $L$ ) y la población activa ( $N$ ). El parámetro  $c_1$  representa factores culturales e institucionales que suele ser muy importantes para definir la evolución del salario, aunque no son tan fácilmente medibles directamente<sup>24</sup>. Es claro que para los salarios, los subsidios representan una transferencia que puede mejorar su capacidad de compra, así como la suba de tarifas o precios regulados puede representar una merma en su capacidad de compra. Esto si bien no está explícitamente reflejado formalmente en la ecuación [11]

Entonces si se reemplaza la ecuación [11] del salario en la [10] y operando convenientemente se obtiene una curva de Phillips más específica y pertinente:

$$\pi_t = a\pi_{t-1} + \varphi U + l c_1 + k i + m(e + \pi_t^*) \quad [12]$$

Como se había incorporado el supuesto de que la inercia es parcial ( $a < 1$ ) y cualquier shock tendrá un efecto temporal sobre la inflación. Se pueden descartar de la ecuación, por tener un efecto temporario, los shocks de demanda, debido al ajuste de la capacidad productiva que sigue a la demanda efectiva cerrando la brecha más allá del corto plazo (acelerador de la inversión).

<sup>21</sup> Aquí la tasa de interés nominal es tomada sin las ganancias netas de empresa, por simplificación igualándolo al mark-up nominal.

<sup>22</sup> Cada variable esta ponderada por la participación de trabajo, capital e importaciones en el producto.

<sup>23</sup> Ver Amico & Fiorito (2017)

<sup>24</sup> La variable  $c$  afectando el crecimiento de los salarios, no guarda una necesaria correlación con el nivel de actividad.

Del mismo modo, la tasa de interés  $i$  también se elimina de la ecuación [12] al tener un efecto temporario sobre la inflación (la  $i$  tiene efectos sobre el nivel de precios más que con su variación).

Operando sobre [12], la inflación desde esta visión de costos y puja distributiva depende entonces de la inflación internacional  $\pi_t^*$ , de la variación del tipo de cambio  $e_{25}$ , del nivel de conflicto  $\epsilon$ , del nivel de desempleo  $U$  y de la persistencia inflacionaria  $a_{26}$ .

$$\pi_t = \frac{\varphi U + \epsilon c_1 + m(e + \pi_t^*)}{1 - aL} \quad [13]$$

Es importante resaltar que  $a$  es el coeficiente de inercia y que como se muestra en la ecuación [13], **no puede actuar sin que existan en el numerador los shocks de oferta y la puja salarial que son los que lo alimentan autónomamente**. El numerador, en suma, debe ser positivo para que el multiplicador de inercia afecte el nivel de la inflación. **La llave inflacionaria o desinflacionaria no está en este factor inercial**, dado que puede tener efectos solo si existe puja distributiva y suba de costos macroeconómicos.

La conclusión teórica indica que la inflación es un fenómeno de costos macroeconómicos dependiente de salarios, tipo de cambio, precios internaciones, todos ellos multiplicados por efectos inerciales. Los resultados teóricos también nos advierten que para limitar o reducir la inflación no deberá recurrirse a ajustes de demanda en sus múltiples versiones, sino que deberán apuntarse a la moderación de estas variables de costos e intentándose moderar la puja distributiva.

Otra manera de expresarlo, en matriz marginalista, es que el “efecto ingreso” y no el “efecto sustitución” es el que sobrevive en la formulación teórica tanto para el crecimiento de la producción por demanda, como las políticas adecuadas para limitar la inflación son las políticas que limitan la suba de los costos macroeconómicos y las que intentan morigerar la puja distributiva.

Hasta aquí las posibilidades de transformar la versión aceleracionista de la inflación en una visión más realista de los supuestos iniciales. Se verá a continuación cómo se puede usar esta visión (desde la ecuación [10] a la [13] para explicar la inflación en la región a partir de los costos y la puja distributiva salarial.

#### 4-Problemas empíricos en la región para la explicación convencional de la inflación

*“Tenemos que empezar desdolarizando la mente del Central, que la gente entienda que el Central no piensa en dólares sino en precios. Cuando la gente se dé cuenta que piensa en eso, va a entender que los precios tendrán una tesitura independiente de lo que pase con el dólar”.* Sturzenegger (2016)<sup>27</sup>

Como se dijo más arriba, a nivel empírico este modelo aceleracionista de la inflación no es pertinente empíricamente en la región. Los supuestos iniciales (a, b y c) del nuevo consenso neoclásico en la ecuación de Phillips no son avaladas por las observaciones en la región

<sup>25</sup>En la sección 3 se desarrolla la formación del tipo de cambio y sus efectos.

<sup>26</sup> Otra variable que se incluye para explicar la evolución del salario es la variación de la productividad en tanto que si los salarios crecen por debajo de la misma, su incidencia en la formación del precio caerá.

<sup>27</sup> La Nación, 20 de enero de 2016

latinoamericana. Es por ello que se requiere otras políticas “de ingresos”, o de control de la inflación que apuntan a morigerarla apuntando a las causas de shocks de oferta y no las de demanda. En ningún momento esta morigeración es lineal y automática en tanto implica una negociación entre muchos sectores, pero tiene alguna posibilidad de éxito si el tipo de cambio es estabilizado.

En primer lugar, desde los '80 se produce en el mundo un período denominado de “gran moderación salarial”, en que los coeficientes obtenidos para  $a$  son menores a 1; en segundo lugar, las brechas de producto en toda la región no son significativas y en cambio, sí lo son los shocks de oferta como los salarios o el tipo de cambio. Garegnani et al (2004)

En efecto, en Trajtemberg et al (2015) se presenta un trabajo econométrico que abarca a 11 países de Latinoamérica de 1990 a 2013, donde queda evidente que muestra:

-el coeficiente  $b$  que acompaña a la brecha de producto es muy pequeña (0.147) para la región latinoamericana. Es decir que la brecha de producto no se manifiesta como una posible causa aceptable de la variación de precios persistente ni explica la inflación núcleo en oposición al convencionalismo económico.

-el tipo de cambio nominal (0.326) afecta a productos importados que forman parte de la canasta del consumidor y por lo tanto afectan los precios;

-los costos laborales unitarios autónomos (0.762) sobresalen en su contribución a la inflación, teniendo en cuenta que son netos de la variación de precios pasada, y que abarcan todos los factores institucionales y de puja por el ingreso. Véase el Gráfico 4 a 6

Para el caso argentino dicho coeficiente que acompaña a la brecha de producto no tiene ninguna importancia por lo que elimina la posibilidad de que el banco central pueda regular los “excesos de demanda” con algún resultado sobre la inflación. Eso puede representar que el producto potencial no es independiente del producto efectivo y entonces el acelerador de la inversión puede explicar y justificar la hipótesis de histéresis del producto. La demanda efectiva que es autónoma del producto efectivo (consumo e inversión pública, exportaciones y créditos al consumo), al crecer (decrecer) induce a la inversión privada para crecer (decrecer) y por lo tanto la capacidad productiva se adapta a los movimientos de la demanda, cerrando la brecha.

**Argentina: contribución promedio de las causas de la inflación a la variación de la tasa de inflación, 1990-2013**

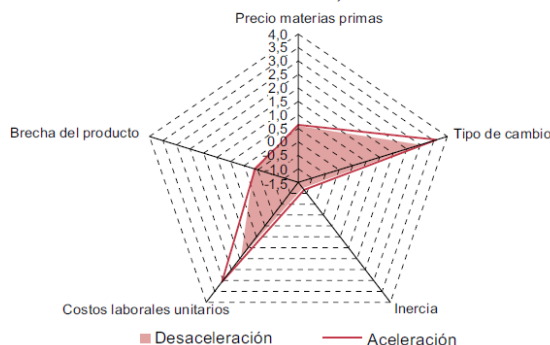


Gráfico 4 Fuente: Trajtemberg et al (2015:182)

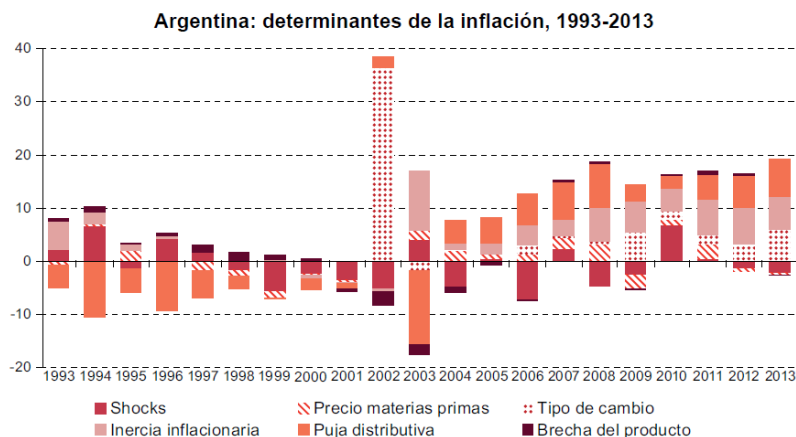


Gráfico 5 Fuente: Trajtemberg et al (2015:174)

**América Latina (11 países)<sup>a</sup>: contribución promedio de las causas de la inflación a la variación de la tasa de inflación, 1990-2013**

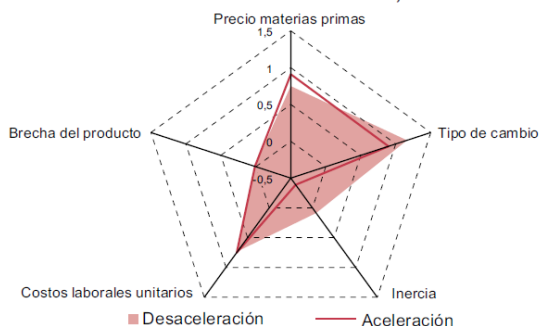


Gráfico 6 Fuente: Trajtemberg et al (2015:186)

Como se dijo, la puja distributiva está conformada en el gráfico por los salarios ajustados por la inercia inflacionaria (Gráfico 5), por lo que en cada barra los salarios expresan el impulso autónomo ejercido por los salarios en cada año, sin tomar en cuenta la inflación pasada.

**4.1-Determinantes de la inflación en la Argentina 2018-2019**

Econométricamente la inflación en la Argentina es explicada significativamente, como se observa en la Tabla 1, por el **tipo de cambio nominal bilateral** (11%); las **tarifas o precios regulados** (9.9%). Los salarios ajustados por productividad no fueron significativos en el período, en efecto, en los cuatro años la participación salarial en el producto cayó un 13.5% hasta septiembre de 2019 como se ve en Gráfico 8, haciendo que los salarios ajustados por productividad hayan crecido por debajo de los precios.

Tabla 1

Variable Dependente: Índice de Precios				
Serie mensual: 2015M12 2019M09				
Observaciones: 46				
Variable	Coefficiente	Error Std.	t-Estatístico	Prob.
C	0.004	0.002	2.148	0.038
$\rho_{t-1}$	0.560	0.081	6.879	0.000
Tipo de cambio nominal	0.111	0.015	7.561	0.000
precios reg	0.099	0.021	4.716	0.000
AR(1)	-0.538	0.166	-3.245	0.002
R-cuadrado	0.69	Durbin-Watson		1.687

**Fuente:** Elaboración propia en base a Min. Hacienda e ITE. Variables en logaritmos. La regresión se obtuvo con un  $r$  cuadrado de 69% cumpliendo con test de normalidad, el test de autocorrelación de Breusch-Godfrey LM; y el test de heterocedasticidad ARCH y Breusch-Pagan-Godfrey.

El índice de materias primas importadas tampoco da significativo en la regresión que como se observa en Gráfico 8 cae erráticamente en el período. Tampoco la brecha de producto dio significativa, debido a la existencia del acelerador de la inversión que como se vio la crítica alcanzada en ecuación [9]. A raíz de la caída de participación del salario real en el producto en este período, el salario registrado ajustado por productividad no ofrece resultados significativos en la regresión para explicar la inflación. El renglón donde aparece  $P_{t-1}$  representa el resto de variables no identificadas, pero que se encuentran en la variable precio que se suelen denominar “inercia” pero que en realidad no representa teóricamente al efecto  $(1-\alpha L)$  de la ecuación [13].

Como se ha desarrollado en la sección anterior, una política de reducción de la inflación sin afectar el crecimiento debe apuntar a **políticas de ingresos** en base a la **estabilización cambiaria** en primer lugar dado que es el mayor impulso de la regresión de la tabla 1, pero dicha política también debe limitar la dolarización de las tarifas, para poder intentar morigerar la puja distributiva. Es un punto central de esa política, debido a que el tipo de cambio nominal, posee la mayor elasticidad en la formación de precios.

Aparece como fundamental conseguir una renegociación de los vencimientos de pago de deuda en dólares que consolide un flujo positivo estable de divisas en la balanza de pagos que permita estabilizar el tipo de cambio real. Además de la estabilización del tipo de cambio nominal, para evitar que se reduzca demasiado el nivel de actividad vía caída de salarios reales.



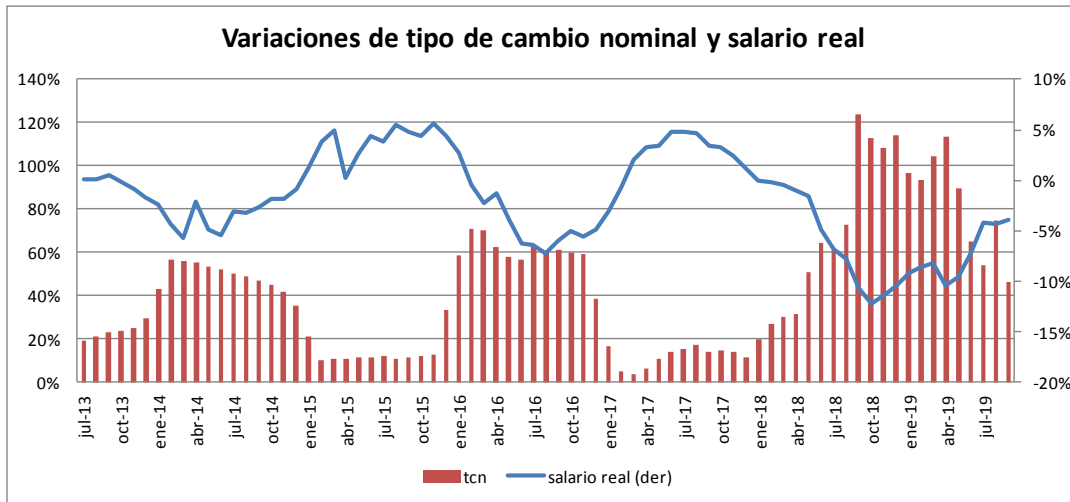


Gráfico 7 Fuente: Min Hacienda julio 2013-agosto2019

En efecto, si se observan las variaciones de los salarios reales y las variaciones nominales del tipo de cambio en Gráfico 7, se notará el efecto opuesto en la distribución del ingreso, en tanto las devaluaciones reducen los salarios reales. Se observa que las devaluaciones de inicios de 2014, la de final de 2015 y la de mayo de 2018 dan resultados contractivos para el salario real, aunque cada vez más pronunciado nivel de caída.

La caída de la participación salarial en el producto (-11.3%) (o el crecimiento de la participación de las ganancias en el producto) es resultado de un crecimiento del salario real menor (-14.8%) en relación al crecimiento de la productividad laboral (-3.9%) en el período y se encuentra en parte en las causas de por qué los salarios nominales ajustados por productividad no fueron significativos en la regresión de la inflación para el período, al ser superados por el crecimiento de las tarifas y el tipo de cambio.

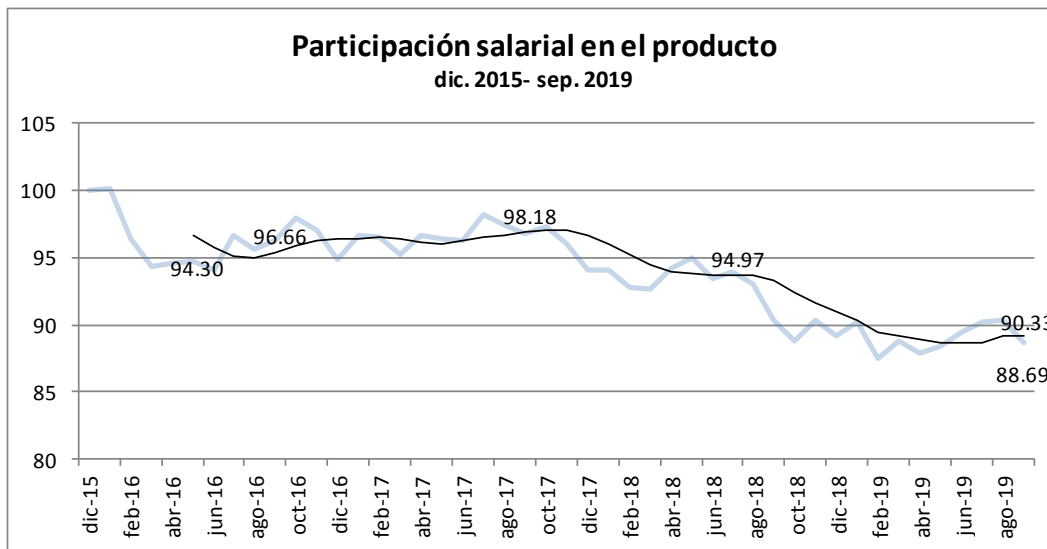


Gráfico 8 Fuente: Min. De Hacienda e ITE. Números índice. 2015.12=100. Media móvil semestral

Cabe señalar que gran parte del efecto sobre salarios y los precios se da a través de factores políticos e institucionales formalizados por el parámetro  $\epsilon$  en la ecuación [11]. Variables como el desempleo, no necesariamente muestran un impacto lineal en los salarios, al ser más

compleja su vinculación, *vg.* depende de otros elementos institucionales y sociales expresados en *a*.<sup>28</sup>

La principal influencia institucional en la Argentina es manejada por la actividad de la CGT la que dirige la capacidad negociadora de los trabajadores para elevar los salarios. Sin embargo, durante la gestión Macri, se vio reducida esta influencia debido a que la respuesta sindical fue bastante más moderada a la que venía teniendo en anteriores gobiernos.

Un análisis cronológico de estas actividades, muestra que el primer paro general fue a 16 meses luego de asumir Macri debido a la falta de cumplimiento del pacto “antidespidos” realizada con el gobierno. Ocurrió al mismo tiempo que el salario real se estaba recuperando luego de una caída real en 2016; el segundo paro general se produjo en diciembre de 2017 pero por la oposición a una baja en las jubilaciones causadas por la modificación de la ley de movilidad jubilatoria; el tercer paro fue en junio de 2018 otra vez por una apertura de paritarias y nuevamente por el pacto “anti despidos”; mientras que el cuarto paro fue en septiembre de ese último año.

Por lo que de esta manera, la ecuación [10]<sup>29</sup> para la Argentina es explorada empíricamente para el período reciente, con el tipo de cambio nominal bilateral, los precios regulados e la inercia inflacionaria con resultados significativos. (Tabla 1) En la regresión no figuran las variables salarios ajustados, precios de materias primas y brecha de producto puesto que no dieron significativas.

### **Inflación de costos y puja distributiva: salarios, tipo de cambio, tarifas**

En el inicio del gobierno de Macri se destaca el efecto disparador inicial de la inflación con la devaluación del peso. Los argumentos dados en ese momento diagnosticaban que dicha devaluación no generaría un efecto de aumento de los precios. El supuesto del gobierno residía en que los bienes transables se comercializaban a valores no oficiales del tipo de cambio que, a la sazón, se encontraba en un valor no oficial “blue” de 16 pesos. Posteriormente a la devaluación, este shock de oferta se verá reforzado con una enorme elevación de los precios regulados.<sup>30</sup> (Gráfico 9 y 10)

Los precios de **materias primas** como se dijo no jugaron un rol inflacionario (importaciones), dado que salvo en 2016, en todo el resto del período presidencial de Macri disminuyeron y por lo tanto no tuvieron incidencia ni significación regresiva. En el Gráfico 9, sí se observa claramente la incidencia de los **precios regulados, del tipo de cambio nominal** en la determinación del **IPC**, el que a su vez modulan al **salario real** en forma inversa.

Estos precios “macro determinantes” de la inflación tuvieron aumentos nominales importantes al asumir el nuevo gobierno. Primero el aumento del tipo cambio nominal bilateral que fue de 31% entre diciembre de 2015 y marzo de 2016; junto con una suba de los precios regulados del 18% y que en junio alcanzó el 83%, impulsó principalmente a una variación de precios del 26%

---

<sup>28</sup> Para ver un proxy de estos fenómenos institucionales se intentó usar series de “jornadas laborales no trabajadas” y de “conflictos” para el ámbito privado, del Ministerio de Trabajo; sin embargo no se obtuvieron resultados significativos con respecto al salario. Lamentablemente no tenemos información para incorporar en la regresión de la Tabla 1 para mejorarla con el agregado de otras variables. Ver Amico (2015)

<sup>29</sup> En la especificación más general mostrada acá con tipo de cambio, tarifas e inercia.

<sup>30</sup> El argumento y justificación de las subas de tarifas era que se encontraban muy por debajo de su “valor real” por los subsidios de la gestión anterior. En la visión convencional esto era puesto como sinónimo de que las inversiones en el sector serían dirigidas por ganancias y no por la demanda y como si los subsidios a la energía no implicaran pago alguno a las empresas energéticas. Todo esto representa un punto aparte del tema inflacionario, donde se suele olvidar que el Estado debe dirigir o trazar el plan de inversiones de energía y no dejarlo a los criterios de optimalidad de rendimientos de las empresas.

y una caída salarial real del -8% en ese período. Se aprecia como la combinación de la devaluación y las subas de tarifas se potencian desde la primera mitad de 2016. Gráfico 9 y 10

Ambas variables se reducen en 2017 permitiendo un repunte del salario real por la caída en el IPC. Para ese año, habiéndose empezado con un régimen de metas de inflación, la suba de precios se moderó, teniendo en cuenta las elecciones de medio término. En efecto, el gobierno logró para ese año bajar la inflación y una suba de salarios reales en 2% (Gráfico 11). Desde abril de 2018 se produce una enorme devaluación que alcanza un pico de 124% anual en septiembre y que se continúa hasta abril de 2019, donde el tipo de cambio nominal cae. (Gráfico 9)

La administración macrista insistió persistentemente en que la devaluación no iba a tener incidencia en la medición de la “inflación subyacente” o “inflación núcleo”, instrumento con el que el banco central utiliza para hacer sus proyecciones<sup>31</sup>. Al respecto, algunos funcionarios del gobierno celebraban para el 2017 que el “efecto repase” era pequeño ante movimientos cambiarios pero sin embargo, las devaluaciones del tipo de cambio serían mayores a partir de 2018.

El índice de la “inflación núcleo” –que es construido a partir de los precios no regulados, sin precios estacionales y los que contienen un gran componente de impuestos<sup>32</sup>- sin embargo, también es alcanzado por los shocks de costos.

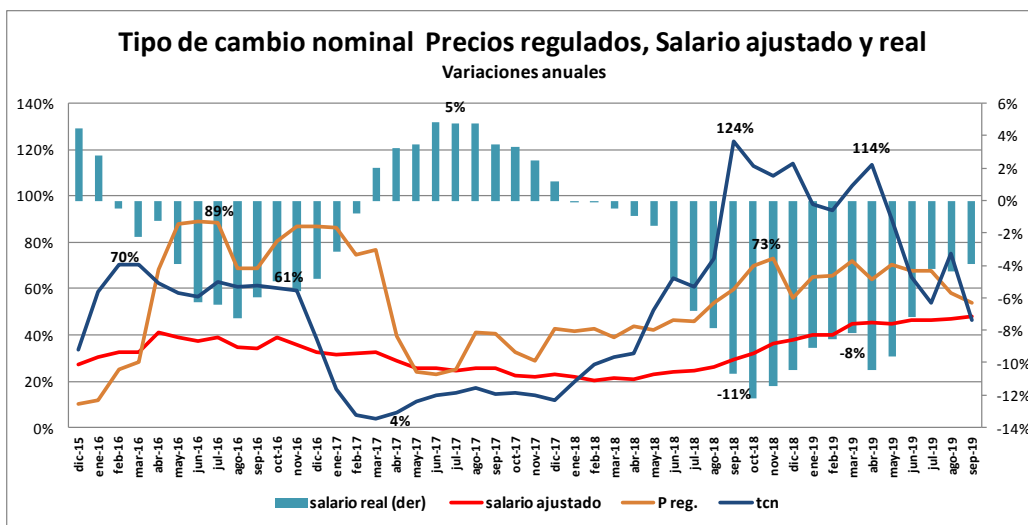


Gráfico 9 Fuente Min. Hacienda, estadísticas de CABA y ITE dic.2015-sep.2019

El problema de estos índices donde se eliminan algunos productos para reducir su volatilidad es que se corre el riesgo de dejar sin una buena representatividad a la serie de precios, fundamentalmente en procesos donde se intentan modificaciones de precios relativos muy drásticos.

<sup>31</sup> “Respiro aliviado que tengamos un tipo de cambio flexible que nos permita desligarnos de esa apreciación, preservando la competitividad de nuestra economía, y protegiendo así la actividad económica y primordialmente la de la industria”. <https://www.iprofesional.com/notas/242014-Sturzengger-Respiro-aliviado-de-que-tengamos-un-tipo-de-cambio-flexible>

<sup>32</sup> Son los casos de combustibles, energía, electricidad, agua y servicios sanitarios, sistemas de salud y servicios auxiliares, transporte público, correo, teléfono, educación y cigarrillos.

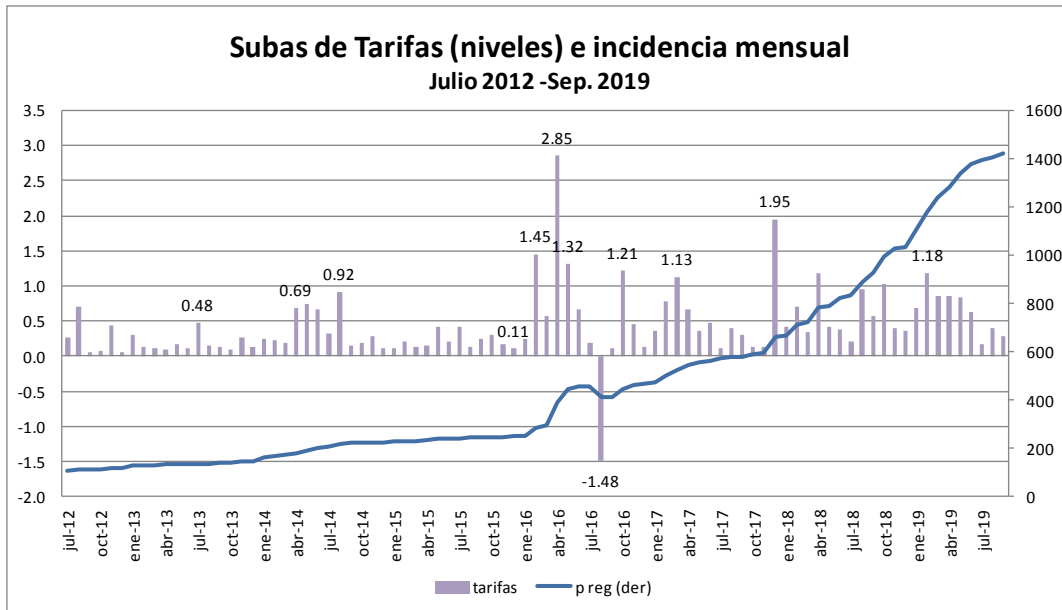


Gráfico 10 Fuente: CABA <https://www.estadisticaciudad.gob.ar>

En realidad, desde la dirección política del Banco Central nunca se consideró que los shocks de oferta no sean cero en media, (supuesto c) de su enfoque teórico visto más arriba). Por lo tanto, cada devaluación y cada aumento tarifario se acumulaba y trasladaba hacia el resto de los precios y, claro está también sobre los que conforman la canasta de bienes que componen la “inflación núcleo”. Después de todo no es de sorprender que esto suceda, dado que las mercancías se producen por medio de mercancías, parafraseando el título del libro de Piero Sraffa.

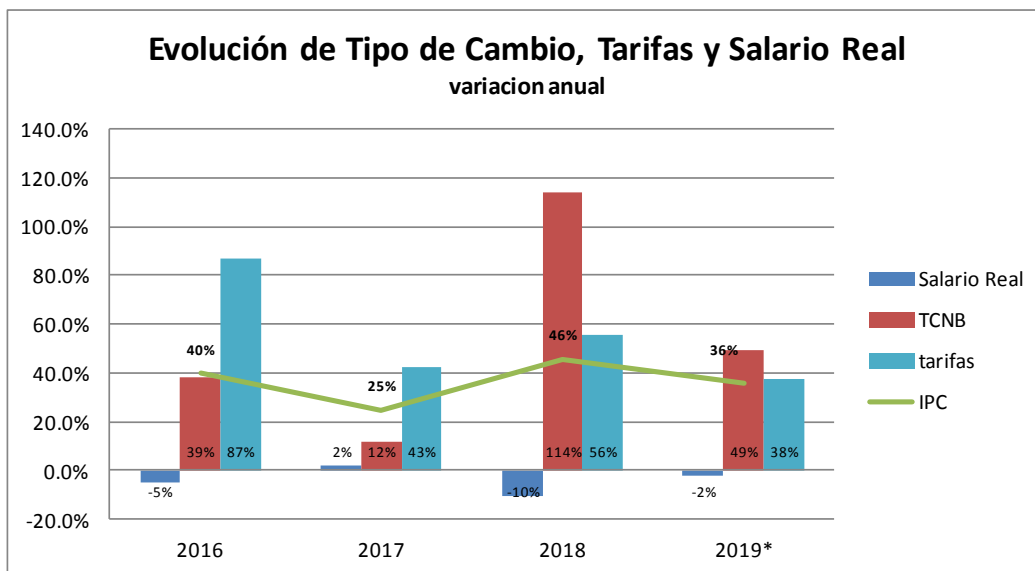


Gráfico 11 Fuente: Min. De Hacienda y ITE \* hasta mes de septiembre

Los **salarios reales privados registrados** cayeron de diciembre a diciembre todos los años menos en el 2017, siendo el 2018 el de mayor caída con un -10%; las otras variables de costos que impulsan significativamente a la variación de precios, pueden verse su variación para cada año en Gráfico 11 y su variación total hasta septiembre de 2019 en Gráfico 12.

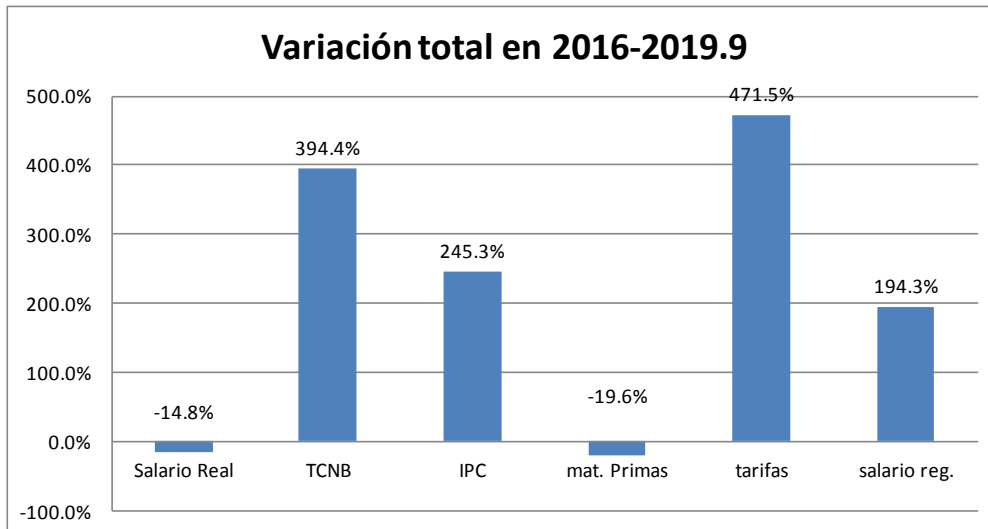


Gráfico 12 Fuente: Min. De Hacienda y ITE \* hasta mes de septiembre

#### 4.2- Las metas de inflación en el gobierno de Macri

A fin del primer año el gobierno lanza para el 2017 un programa de metas inflación. Estas pueden expresarse como un dispositivo que supone que la inflación tendencial es dirigida por un exceso de demanda y que por medio del manejo de la tasa de interés se puede controlar a esta última<sup>33</sup>. Se ubica además un corredor de tasas acorde, donde las cantidades agregadas monetarias son endógenas a esa tasa.

Su utilización con relativo éxito en múltiples países ha avalado su aplicación para controlar procesos inflacionarios con un sistema de anclas y amortiguadores para ello que es al día de hoy de uso extendido. Pero como se verá, los canales por los que actúa no son los que el convencionalismo deduce y explica. Serrano (2010:65)

Para que tenga validez la explicación convencional de la inflación, tendrían que ser válidos los tres supuestos de la curva de Phillips aceleracionista, que como se pudo observar, distan mucho de ser empíricamente avalados. Es decir que supone que los coeficientes de inercia como los de expectativas inflacionarias sumadas valen uno, que el producto potencial es independiente del producto lo que ya se vio no ocurre en toda la región y que los shocks de oferta como las variaciones del tipo de cambio no afecten los precios domésticos: *“La institución considera que la flotación cambiaria es importante para desvincular los movimientos del tipo de cambio del comportamiento de los precios domésticos”*. IPOM (5/2016:36) Es decir dejar afuera de la inflación núcleo al tipo de cambio.

El éxito en países de la región como el Brasil, se manifiesta en que la tasa de interés nominal más alta produce un diferencial de tasas nominales positivas<sup>34</sup> que induce la entrada de flujos de divisas que aprecian el tipo de cambio real y nominal actuando de buffer de la suba de precios, frenando la inflación y elevando la capacidad de compra de los salarios. Por lo que, el canal por el que actúa no es reduciendo la demanda de inversión o de consumo como se sigue de la

<sup>33</sup> El supuesto marginalista del principio de sustitución factorial avala dicha implicación con la determinación de curvas de factores con pendiente negativa. Garegnani (1970); Petri (2004).

<sup>34</sup> El diferencial de tasas tomadas sobre el riesgo cambiario, el riesgo país y la tasa norteamericana si es positivo induce la entrada de divisas.

lógica convencional, sino bajando o frenando subas de costos, principalmente el salario que es la fuente de los costos laborales unitarios.

En un trabajo reciente, Perrotini & Vazquez Muñoz (2017:11) señalan que el verdadero freno a la inflación no es el “atraso cambiario” ni la suba de tasas de interés, sino **la estabilidad de los costos laborales unitarios**. La posibilidad de que no suban al tiempo que se logra una mayor capacidad de compra los salarios, redundaría entonces en una menor suba del índice de precios.

Los estudios previos realizados en el BCRA para la implementación del régimen, no encontraban buenas perspectivas, puesto que preexistía una gran volatilidad cambiaria y que para su implementación se necesitaba un mayor tiempo de estabilización; además la tasa de inflación era alta vis a vis otros países que las metas habían dado resultado. Por lo tanto, **la tasa de interés difícilmente puede servir en esas condiciones para la apreciación del tipo de cambio real**, tal y como se observa que actúa financieramente en la región. Al revés, en la Argentina con un conflicto distributivo singular no resuelto, en un marco de desregulación total del mercado cambiario que permiten devaluaciones importantes, era un camino difícil de lograr, puesto que se eliminó el canal que iba de la suba de tasas de interés- apreciación del tipo de cambio para frenar la suba de precios.

La concepción convencional de las metas de inflación supone que existe un efecto sobre la demanda (ecuación (8) analizada más arriba) a partir de la relación de pendiente negativa de la curva de inversión, donde cae la demanda de inversión cuando aumenta la tasa de interés. Y en tanto se considera a la inflación como un resultado de un exceso de demanda, de esa manera se intenta controlarla ubicándola entre bandas de oscilación que configuran una tasa objetivo de política como se observa en el Gráfico 13.

Las conclusiones negativas halladas en la experiencia internacional previamente, no fueron escollo para su aplicación en el país, en tanto que la decisión política del presidente del banco central estaba tomada antes de ese análisis. Más bien, todas esas comparaciones sirvieron para la búsqueda de una justificación para la adopción de IT en la Argentina como caso único con excepción de Israel. (IPOM, mayo 2016)

### **Cronología de las metas de inflación**

La introducción de metas de inflación por parte del actual gobierno se produjo en **septiembre de 2016** con la idea de darse un año de transición para alcanzar finalmente una inflación del 5%. Estaban planteadas para el año 2017 objetivos entre 12% y 17%; luego de 8 a 12% para el 2018 y de 5% con un error de 1.5 pp. para el 2019. IPOM (octubre 2017).

En ese primer año, la idea del banco central era de llegar con una tasa de inflación menor al 25%. Desde febrero de 2016 se tomó la tasa de interés a 35 días de corte de las Lebacs como **tasa de política monetaria**. El nivel de la tasa de interés nominal pasó de 38% a 37.5% apuntando a reducir conjuntamente con la de precios. Las proyecciones de llegar a un 5% de inflación anual se mantuvieron aún a mediados de 2016 mostrando un fuerte voluntarismo político en los distintos comunicados del BCRA. Ya para ese primer año se mantuvieron las bandas prefijadas en enero, lo que significó haber subestimado el efecto repase de la devaluación de 2015 como las subas de tarifas.

Para entonces un proceso recesivo se iría adueñando de la economía, aunque negado por la consideración del gobierno que la asignaba a una recesión heredada en la segunda mitad del 2015<sup>35</sup>. La tasa de interés de política se fue reduciendo desde 26.75% a 24.75% como forma de

---

<sup>35</sup> Aunque sin embargo los datos del INDEC de ese año marcan un crecimiento del Pib de 2.73% a precios de 2004.

hacer “converger las expectativas” de inflación para el 2017, que en tanto año de elecciones de medio término con la idea de mantener una tasa real de interés positiva.

Sistemáticamente el gobierno ignoraba a los shocks de oferta como generadores de inflación, considerándolos como discretos y no acumulativos (tipo de cambio y precios regulados), la inflación del primer trimestre de 2017 superó a la del último de 2016. Esto disparó las intervenciones del BCRA en el mercado abierto, que intentó retirar “liquidez excedente” con LEBACS donde observaba una inflación “núcleo” mensual de entre 1.3 y 1.9%.

Durante 2017 el gobierno de Macri había comenzado a obtener algún resultado en la baja de la inflación y un leve crecimiento de los salarios reales, haciendo que el nivel de actividad mostrara alguna recuperación. Hasta el tercer trimestre de este año la inflación se ubicó en 1.7% mensual, mientras que la interanual fue de 22.7%. Las perspectivas del BCRA seguían señalando que la velocidad en que bajaba la inflación no era esperada, sin embargo también proyectaba una caída de inflación y suba de nivel de actividad para 2018, con la idea de romper el ciclo oscilante desde del nivel de producto desde el 2012.

A fines de este año, ya estaba claro que en 2019 no se llegaría con la meta del 5%, pasándola para el 2020 y determinando metas intermedias de 15% y 10% para los años intermedios respectivamente. Gráfico 13

La omisión de los efectos acumulativos de las subas de tarifas y la devaluación en el nivel de la inflación se conjugaba en lo que llamaron “turbulencias cambiarias” de abril y mayo de 2018 fueron centralmente considerados exógenos (subas de tasas de EEUU, sequía en agro argentino, etc.). Sin ponerse en duda la validez de los supuestos de su política de liberalización y tipo de cambio desregulado la inflación núcleo no tardaría en reflejar la suba de costos. (IPOM 7/18:39-40)

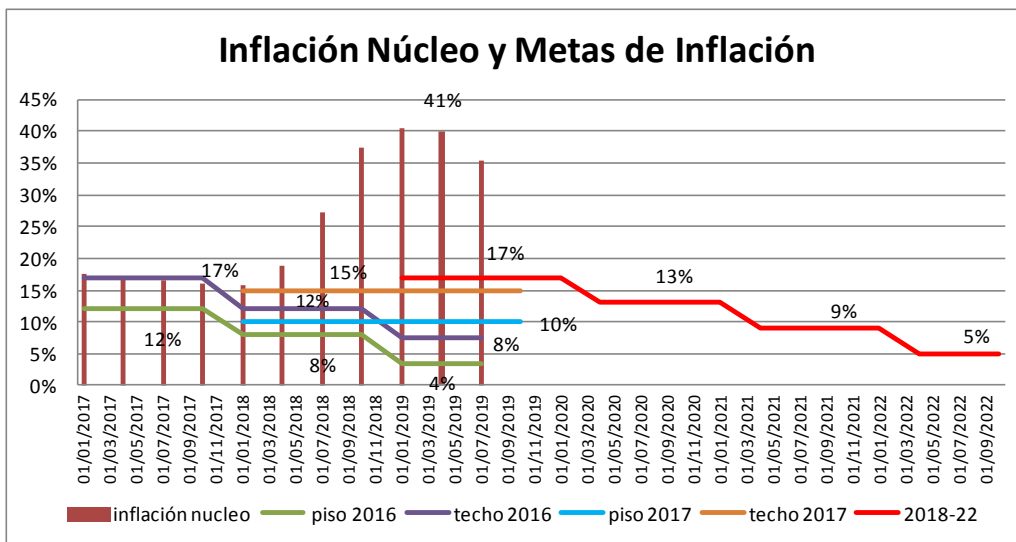


Gráfico 13 Fuente: INDEC y BCRA

Por el contrario, las devaluaciones implicaron que las metas que fueron corriéndose y elevándose nunca se alcanzaran. En el IPOM del tercer trimestre de 2018 ante el desastre

iniciado en diciembre del 2017, afirmaba otra vez un mix cuantitativismo exógeno y endógeno, en una muestra de pérdida de orientación.<sup>36</sup>

Para **junio de 2018**, ante la elevación de la inflación por la enorme devaluación se cambiaban una vez más hacia metas más altas de: 17% para 2019, 13% para 2020 y 5% para 2022, en el supuesto de que el gobierno sería reelegido. *Ibidem*: 35

Ya para **octubre de 2018** el fracaso de esta política es flagrante y se retorna al cuantitativismo exógeno, que al día de hoy fue abandonado por el grueso de banqueros centrales del mundo y desplazado teóricamente por el nuevo consenso neoclásico que se basa en el único control que puede efectivamente realizar un banco central: la tasa de interés básica.<sup>37</sup>

### **El 28D: El origen del retorno al FMI**

En el intento de reactivar la economía por parte del gabinete, y bajo fuertes presiones de sectores exportadores transables que veían reducir su rentabilidad entre tasas de interés más altas y salarios que en año anterior subieron un 7% de diciembre a diciembre (Gráfico 11 y 12), se reduce la tasa de interés de política que culmina en una devaluación en abril junto con la suba de las tasas de interés en EEUU, lo que dispara nuevamente la inflación.<sup>38</sup>

El hecho de la reducción de las tasas de interés de los bonos de deuda representa la pérdida potencial de ganancias acumuladas de meses a los tenedores de los bonos de deuda argentina. El gobierno en vez de manejarse parsimoniosamente, decide un cambio brusco en diciembre para relajar la meta de inflación<sup>39</sup>, bajando la tasa de interés, y ante el conocimiento de un límite puesto al endeudamiento por parte de los acreedores, se desencadenó por la caída de la rentabilidad financiera, un desmoronamiento de la entrada de flujos y luego su reversión. El banco central llamó a las consecuencias de su política devaluatoria como una “turbulencia cambiaria”.<sup>40</sup>

El desarme de las posiciones tomadas en papeles de deuda a partir de mayo de 2018, donde la inflación promedio mensual terminará alcanzando un 4.5%, hará que el gobierno recurra al auxilio del FMI. Finalmente se abandonará el esquema de metas de inflación en septiembre de dicho año. Si el presidente del BCRA no convalidaba un “carry trade” al dejar flotar el tipo de cambio, a partir de diciembre del 2018 se produjo un inapelable “anti carry trade”.

Es claro que aún sin financiamiento externo desde fines del 2017, lo lógico hubiera sido el mantener el diferencial de tasas nominales igualmente altas, el monto de salidas de divisas a partir de abril muy probablemente hubiera sido menor. En consecuencia, luego del 28D, no se

---

<sup>36</sup> “Adicionalmente, el BCRA considera que, en la transición hasta alcanzar tasas de inflación de un dígito, el esquema de metas de inflación con la tasa de interés como único instrumento de política monetaria debe ser complementado por un seguimiento más atento a los agregados monetarios.” IPOM (julio 18:6)

<sup>37</sup> “El nuevo régimen de política monetaria que entró en vigencia el 1° de octubre surge de la necesidad de establecer un compromiso concreto y potente, inmediatamente observable y verificable por el público. Así, el Banco Central se compromete a no aumentar la base monetaria hasta junio de 2019. El crecimiento nulo de la base monetaria constituye un compromiso desafiante, ya que este agregado venía creciendo a un ritmo superior al 2% mensual y, dados los aumentos de precios esperados para los próximos meses, la base monetaria real estará disminuyendo en el nuevo esquema. Se eligió este agregado monetario porque es el que está bajo control directo del BCR-A”. IPOM, 10/18:6

<sup>38</sup> El supuesto convencional es que a menores tasas de interés se promueven las inversiones productivas. Ver Garegnani (1970)

<sup>39</sup> Dujovne pasó de una banda que iba de 8 al 12% y la cambió al 15%

<sup>40</sup> Junto a la aprobación del impuesto a la renta financiera que logró coordinar una estampida de tenedores de deuda argentina, generando posteriormente la entrada del FMI.



ganó en crecimiento del producto (dado que existe inelasticidad de la inversión hacia la tasa de interés) pero en cambio, se alentó una estampida de divisas al exterior. De la mano del FMI, se produjo un retorno al monetarismo inicial, eligiendo para ello el control de la base monetaria y el compromiso de no aumentarla hasta junio de 2019.

La frase del ex presidente del banco Central de Canadá que encabeza este trabajo describe muy bien como los banqueros centrales en el mundo y el mainstream del “nuevo consenso” neoclásico, consideran que el dinero es endógeno y no es controlable sino a través del manejo de las tasas de interés de corto plazo. El mismo BCRA con los informes del Comité de Política Monetaria (COPOM) muestra que la decisión siempre está dado por el manejo de la tasa de interés acomodando la base monetaria dados los criterios de encajes impuestos.<sup>41</sup>

Aunque también sorprende, es el propio FMI quien avala los controles de los agregados monetarios del gobierno (base monetaria). Con una devaluación anual de agosto de 75% del tipo de cambio nominal bilateral y 58% de aumento anual de tarifas, solo la limitación conceptual de la ortodoxia puede hacer pensar en su inocuidad inflacionaria.

### **Milton Friedman quizá vive en África**

El fracaso actual del gobierno argentino, resumido en su imposibilidad de renovar su mandato en las elecciones, deriva de la inconsistencia política e teórica del cuantitativismo monetario que lideró su intervención. Las medidas tomadas para el control de la inflación y su resultado final invalidaron las explicaciones de inflación por “exceso de demanda” convencionales en sus dos versiones en los últimos cuatro años.

Como la política de metas de inflación había fracasado, la ortodoxia del gobierno de Macri viró hacia el monetarismo y restringió la “emisión” de moneda. En efecto, el banco central adoptó este último año la idea de limitar la “emisión” monetaria a cargo de la absorción vía letras vendidas a los bancos (LELIQ) para evitar la inflación. IPOM (2019). El funcionamiento de este esquema monetarista prescribe ante la falta de “emisión monetaria”, ninguna presión al alza de los precios. A pesar de esto, desde octubre de 2018, la inflación llega a alcanzar niveles del 50% anual.

A partir de allí, los adláteres de estas visiones argumentaron defensivamente sobre efectos retardados o lags inflacionarios de hasta año y medio de duración, para intentar explicar la cuadratura del círculo del crecimiento inflacionario sin “emisión”, quedando atrapados en una típica circularidad por las que “una política es genuinamente monetarista si tiene éxito y si no, no es monetarista”. Desai (1989:248)

Revisando en el FMI, muy pocos países del mundo usan los controles de agregados monetarios, sin embargo la Argentina desde el 2018, comenzó a contarse **entre un selecto grupo de países** que poseen políticas monetarias con metas de agregados monetarios como por ejemplo: **Afganistán, Angola, Bangladesh, Burundi, Rep. de Congo, Etiopia, Gambia, Guinea, Madagascar, Malawi, Myanmar, Nigeria, Ruanda, Seychelles, Sierra Leona, Surinam, Tanzania, y Yemen** entre otros, lo que puede estar marcando todo un diseño no explicitado de objetivos políticos y distributivos respecto a la capacidad de compra de los asalariados en la Argentina. FMI, (2018:6-7).

---

<sup>41</sup> Sin embargo, en el actual contexto de alta incertidumbre, se vuelve especialmente relevante garantizar un rendimiento positivo en términos reales para los ahorristas. Con ese fin, el COPOM fijó para noviembre el límite inferior de la tasa de interés de las LELIQ en 63%. Esto implica una reducción de 5 puntos porcentuales con respecto al valor de octubre, consistente con las proyecciones de mercado de desaceleración en la tasa de inflación. Decisiones del Comité de Política Monetaria (COPOM) (30/10/19)

**El dinero no puede ser controlado directamente.** Como se dijo más arriba, el dinero es endógeno a las decisiones de creación de crédito por parte de los bancos privados que a su vez dependen de la demanda autónoma macroeconómica. Es perfectamente entendible si se considera que los bancos privados crean dinero, (y que hasta las personas con sus tarjetas de crédito aportan su grano de arena), que lo único que puede hacer la autoridad monetaria es acomodarse endógenamente con la base monetaria casi en su totalidad<sup>42</sup>. Es decir el dinero no puede más que ser endógeno en condiciones normales ante la creación de créditos por parte de los bancos privados.

El monetarismo postula un *multiplicador monetario* estable. Sin embargo muchos trabajos empíricos del mainstream muestran que existe endogeneidad del multiplicador monetario, eliminando dicha estabilidad que es necesaria para controlar los agregados monetarios en el corto plazo. Trupkin et al (2017)

Haciendo un chequeo rápido las variables del BCRA para la base monetaria (BM) y de la cantidad de dinero que conforman los medios de pago (M2), se puede comprobar que el multiplicador monetario formado por la razón entre M2 y BM **no es estable en el corto plazo y no sirve entonces para determinar y controlar los agregados monetarios M1, M2 o M3** a partir de la exogeneidad ortodoxa de BM. Y siguiendo esta teoría ortodoxa, tampoco servirá este instrumento para controlar la inflación. Gráfico 14

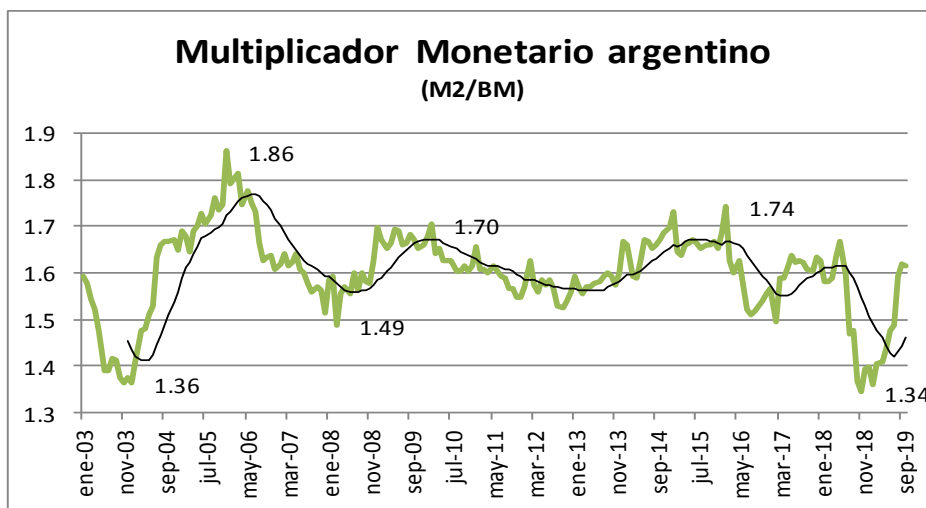


Gráfico 14 Fuente: Min. de Hacienda.

Estos resultados de inestabilidad del multiplicador monetario son conocidos desde los '70 para los EEUU donde se sabe que no hay posibilidad de controles de agregados, y que convencieron a los economistas que sostenían estas hipótesis de descartarlas definitivamente. Ver Sarwat y Papageorgiou (2014)

En suma, el gobierno con la adopción final por el monetarismo degradó su política monetaria al retomarse una doctrina que, no logra tener el control efectivo de los agregados y casi no es usado mundialmente. En cuatro años el gobierno de Macri representó un velocísimo y enorme fracaso intelectual del cuantitativismo monetario para la Argentina. De presentarse como los más serios economistas, para terminar duplicando el nivel de inflación con el que habían entrado.

<sup>42</sup> Pueden exógenamente determinar encajes compulsivos pero las reservas son mayormente endógenas en tanto que los bancos no están obligados a prestar sino que pueden aprovechar para repagar al banco central sus excedentes de dinero que no le ofrecen interés. Es otra de las razones por la que no existe un multiplicador monetario. Lavoie (2000)

### **Y para finalizar un poco de Black Mirror ...**

En los últimos meses del mandato se produjo el desbarranco final de un programa monetario que pretendía un imposible control de agregados monetarios. La creencia que la “emisión” es **la causa** de la suba de precios más allá de todas las demás variables aquí analizadas y, no solo un medio de transmisión no controlable, los hizo concluir que con la restricción estricta de la base monetaria era suficiente.

Y con ese planteo teórico se terminó en el tan criticado “cepo” o control cuantitativo de divisas a un nivel más restrictivo que el del gobierno anterior. Sumado a esto e inmediatamente antes de esa medida se produjo un *default* de deuda en moneda doméstica, lo que configuró una medida digna del género distópico cinematográfico. En efecto, no cumplir con el pago de una deuda en la moneda en que el país emite, es un acto de auténtica no necesidad generando un gran perjuicio para la colocación de deuda en el futuro.

Por si hacía falta comprobarlo otra vez, los mercados no se autoregularon y se dio la parábola: se volvió a instaurar con auténtica necesidad el control cuantitativo de divisas (Cepo). Sin embargo, estos controles sobre la divisa implementados no pueden ser para siempre. En algún momento se deberá implementar con otro tipo de regulación que juegue también con los incentivos de rentabilidad para que los flujos netos financieros permitan cubrir las necesidades de divisas en el mediano plazo, del crecimiento de la economía real. Medidas efectivas para el corto plazo no indican que puedan servir para el crecimiento en el largo plazo, en lo que Alberto Fernández ha subrayado como no “no trabar la puerta giratoria” de los flujos financieros que desde los ’70 configuran un mucho mayor monto de divisas que el comercio.

Así resulta evidente que nada podrá ser sustentable en la economía sin estabilizar el tipo de cambio que permita una política industrial con sustitución de importaciones, y regulaciones acordes a la promoción de incentivos con el manejo de los diferenciales de interés.

Como se intento presentar aquí, la inflación siempre es una consecuencia de estas variables que afectan al tipo de cambio y la distribución del ingreso y no una causa de las devaluaciones.

### **A modo de conclusión:**

El fracaso del monetarismo y sus recomendaciones de política en el gobierno de Macri, se expresaron en una tasa de inflación que lejos de ser impulsada por un exceso de demanda, medida como una brecha positiva entre el producto efectivo y el producto potencial, se dio por aumento de los costos macroeconómicos y el impulso de “costos en puja” (tarifas y tipo de cambio vs salarios).

El intento frustrado de intentar dirigir la inflación sin darle importancia a las variaciones del tipo de cambio, en la creencia que dichas variaciones facilitan los problemas externos y acercan a la economía hacia un nivel de equilibrio de paridad de compra multilateral, se mostró como en general no operante para el corto y mediano plazo. Cada devaluación es contractiva y recesiva vía suba de precios que reducen los salarios reales.

Los ensayos el primer año del banco central para comenzar en 2017 con un esquema de metas de inflación, se mostraron totalmente alejados de la experiencia internacional y regional donde su aplicación implicaba una estabilización previa del tema cambiario e inflacionario como se muestra en el acápite 4.2 y el Gráfico 13. Una parábola donde se comenzó y se terminó con controles sobre los agregados monetarios, pasando por metas de inflación y con resultados opuestos a los postulados. No obstante, tal y como enseñan los epistemólogos, la prédica de

“seriedad” de ciertos economistas convencionales no ha cambiado, en tanto se siguen sosteniendo estos axiomas monetaristas como si efectivamente dieran resultado.

En el trabajo, se ha intentado mostrar que cambiando los supuestos irrealistas de la visión aceleracionista de la inflación en la curva de Phillips monetarista, se puede encontrar un modelo más razonable y que además está avalado por la empiria de la Argentina y de la región. Se utiliza un modelo de inflación de costos y puja distributiva, basado en la teoría clásica del excedente que permite dar una explicación más pertinente con los datos econométricos y empíricos de la región. Trajtemberg et al (2015) En efecto, los resultados muestran que para once países latinoamericanos las principales fuentes de la inflación son: el tipo de cambio, los salarios, materias primas y energía e inercia. En una regresión realizada entre 2015.12 y 2019.9 mensual, se muestra para la Argentina que el tipo de cambio, la inercia, y las tarifas, son significativos para explicar la variación de precios. Otra consideración teórica respecto a la inercia, es que depende crucialmente su efecto de la existencia de las variables de costos, como se observó en Ecuación [13]

Las conclusiones del trabajo indican otro diagnóstico de la inflación, y prescriben que las políticas antiinflacionarias no pueden ser las del ajuste de demanda (superávit fiscal), dado que el origen de la inflación proviene de aumento de costos macroeconómicos (salarios, tarifas y tipo de cambio) como se analizó en la primera parte del trabajo (acápites 1 a 3). Para atender esos aumentos de costos se deben implementar **políticas de ingresos**, es decir que apunten a reducir el conflicto distributivo y coordinarlo con la evolución de los precios. Estas políticas deben ser persistentes desde el gobierno en pos de reducir los aumentos de dichos costos y su traslado a precios.

Una primera variable a morigerar es por su mayor importancia, el tipo de cambio nominal, (Tabla 1) dado que posee una mayor elasticidad para la formación de los precios. Va de suyo que esa mayor estabilización reducirá su traspaso a precios domésticos. Para ello es de radical importancia la renegociación de los vencimientos de pago de deuda en dólares para consolidar un flujo positivo estable de divisas en la balanza de pagos. La otra variable central es las tarifas energéticas (precios regulados), que por igual motivo deben ser desdolarizadas y su variación puesta en coordinación con un techo en las subas salariales. En el período analizado los salarios disminuyeron su participación en el producto o dicho de otra forma, los salarios nominales no subieron lo suficiente por encima de la suba de productividad de la economía para que resultaran significativos en la regresión de Tabla 1.

En la última parte del trabajo se analizó la política seguida por el macrismo desde el cuantitativismo monetario, y se mostró su fracaso teórico. En primer lugar, es harto evidente que el esquema de metas no funcionó, producto del conflicto distributivo con sectores de exportación de transables en el 28D. A la salida de esa experiencia se desbarranca hacia un atávico monetarismo que solo en algunos estados fallidos, principalmente en África- se aplican (FMI, 2018) y que esta desestimado por el mainstream mundial. La inestabilidad de lo que denominan “multiplicador monetario” es evidente y por lo tanto difícilmente puede alguien atribuirse el control de los agregados monetarios para negar su endogeneidad.

Un punto final para resaltar es que a diferencia de las observaciones de los economistas tradicionales, las **políticas de ingreso** son una herramienta casi única para moderar la inflación y no afectan a la creación de inversión privada<sup>43</sup> y recaen en una acción política de mayor acuerdo en el crecimiento de los ingresos de trabajadores y empresarios.

---

<sup>43</sup> Esta última depende, **dada la rentabilidad positiva**, exclusivamente del crecimiento de la demanda efectiva autónoma (autónoma del producto). Serrano (1995); Freitas & Serrano (2015)

## **Bibliografía**

- Amico, F. (2015) “Los Salarios Reales en el Largo Plazo: Surgimiento de un Nuevo Piso estructural de las Remuneraciones En Argentina” CEFID-AR N°67
- Amico, F. y Fiorito, A. (2017) “Inflación, crecimiento y balanza de pagos: el rol del tipo de cambio real” en *Discusiones sobre el Tipo de Cambio. El Eterno Retorno de lo Mismo. Cap 3* UNM
- Braga, J. (2018) “Investment rate, Growth and Acceleration Effect in the Supermultiplier Model: the case of Brazil. TD 332 UFF
- Carlin, W. & Soskice (2009) Teaching Intermediate Macroeconomics using the 3-Equation Model In: Fontana, Giuseppe, and Mark Setterfield, (2010). *Macroeconomic Theory and Macroeconomic Pedagogy* Palgrave MacMillan 21 Publishers Limited Houndmills, Basingstoke, Hampshire, RG21 6XS, England,
- Campbell & Mankiw (1987) “Are Output Fluctuations Transitory?” *The Quarterly Journal of Economics*, 1987, vol. 102, issue 4, 857-880
- Coremberg, A.; Goldszier, P. Heymann, D. Ramos, A.(2007) “Patrones de la inversión y el ahorro en la Argentina”. Repositorio Series de la CEPAL » *Macroeconomía del Desarrollo*.
- Culbertson, J.M. (1961) “Friedman On The Lag In Effect Of Monetary Policy” *Journal of Political Economy* Vol. 69, No. 5 (Oct.), pp. 447-466
- De Lucchi, M. (2018) “Una crisis cambiaria por mala praxis” *Circus*. Hallable en <http://grupolujan-circus.blogspot.com/2018/11/una-crisis-cambiaria-por-mala-praxis.html>
- Desai, M. (1989) *El monetarismo a Prueba* FCE. México.
- Fiorito, A. (2015) “Patrones de desarrollo y distribución del ingreso en Argentina” .CEFID N°70 <http://www.iade.org.ar/system/files/dt70.pdf>
- FMI (2015) “Estudios económicos y financieros. Perspectivas de la economía mundial. Crecimiento dispar Factores a corto y largo plazo”.
- FMI (2018) “Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2018”
- Freitas & Serrano, F. (2015) “The Sraffian Supermultiplier as an Alternative Closure to Heterodox Growth Theory”. Instituto de Economía, Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ), Brazil
- Friedman, M. (1968) “The role of monetary policy”, *American Economic Review*, 58, pp. 1–17.
- Furtado, C. (1958) *The Economic Growth of Brazil A Survey from Colonial to Modern Times* Berkeley. Univ. of California Press.
- Cavaliere, T, Garegnani, P. y Lucii, M. (2004) “El Problema del Empleo y La Izquierda” *El Diario del Manifiesto*
- Garegnani, P. (1970) “Heterogeneous capital, the production function and the theory of distribution” *Review of Economic Studies*, 407-36.

Garegnani, P.; Cavalieri, T.; Lucii, M. (2004) "El Problema Del Empleo y La Izquierda" El Diario del Manifiesto, marzo. Ver Revista Circus <http://grupolujan-circus.blogspot.com/2012/02/el-problema-del-empleo-y-la-izquierda.html>

Graeber, D. (2011) *Debt. The first 5000 years*. Melville House

Humphrey, C. (1985) "Barter and Economic Disintegration". *Man* 20: 48-72.

Lavoie, M. (1992) *Foundations of Post-Keynesian Economic Analysis*. Aldershot: Edward Elgar.

Lavoie, M. (2000) The Reflux Mechanism In *The Open Economy Credit, Effective Demand and the Open Economy: Essays in the Horizontalist Tradition*, edited by Louis-Philippe Rochon and Matias Vernengo, to be published by Edward Elgar.

Lavoie, M. (2014) *Postkeynesian Economics. New Foundations*. Edward Elgar

Nelson; Plosser (1982) "Trends and random walks in macroeconomic time series: Some evidence and implications". *Journal of Monetary Economics* Volume 10, Issue 2, Pages 139-162

Noyola, J. (1956) "El Desarrollo Económico y la Inflación en México y otros Países Latinoamericanos" *Investigación Económica*, XVI, P.4

Phelps et al. (1970) Phelps, E. S., Alchian, A., Holt, C. C., Mortensen, D. T. & Archibald, G. C. (Eds) (1970) *Microeconomic Foundations of Employment and Inflation Theory* (London, Macmillan).

Perrotini, I. & Vazquez Muñoz, J.A. (2017) "Is the wage rate the real anchor of the inflation targeting monetary policy framework?" *Investigación económica*, Vol. LXXVI, 12/2017, pp.9-54

Petri, F. (2004) *General Equilibrium, capital and Macroeconomics. A key to Recent Controversies in Equilibrium Theory*. Edward Elgar

Romer, D. (2000) "Keynesian and Macroeconomics without the LM curve", NBER Working Papers, n. 7461, Jan.

Sarwat y Papageorgiou (2014) "What is the monetarism" *Finance & Development*, IMF march.

Serrano, F. (1995) "Long period effective demand and the sraffian supermultiplier" *Contributions to Political Economy* 14 pp.67-90

Serrano, F. (2002) "A política monetária e a Abordagem da Taxa de Juros Exógena" IE-UFRJ

Serrano, F. (2010). Juros, câmbio e o sistema de metas de inflação no Brasil, *Revista de Economia Política*, vol. 30, nº 1 (117), pp. 63-72, ene-mar/2010.

Serrano, F (2019) Mind the Gaps: The conflict Augmented Phillips Curve and the Sraffian Supermultiplier. IE-UFRJ Discussion Paper: 011-2019

Summa, R. (2014) "Estimação de um modelo desagregado de inflação de custo para o Brasil" IE-UFRJ Discussion Paper

Summa, R. (2016) “An alternative model to the open-economy “new consensus” for the analysis of inflation targeting” *Science Direct* Volume 17, Issue 3, September–December 2016, Pages 310-323

Serrano, F. (2019) “Mind the gaps: The Conflict Augmented Phillips Curve and the Sraffian Supermultiplier” *Excedente*.

Sturzenegger (2016) “El uso del concepto de equilibrio general en su aplicación a la política monetaria” *Disertación del Presidente del Banco Central de la República Argentina, Dr. Federico Sturzenegger, como expositor invitado a la sesión ordinaria de la Academia Nacional de Ciencias Económicas.*  
[http://www.bcra.gov.ar/Pdfs/Prensa\\_comunicacion/Disertaci%C3%B3n\\_Sturzenegger\\_Academia\\_NCE.pdf](http://www.bcra.gov.ar/Pdfs/Prensa_comunicacion/Disertaci%C3%B3n_Sturzenegger_Academia_NCE.pdf)

Stirati, A. (2001) “Inflation, Unemployment and Hysteresis: an alternative view” *Review of Political Economy*, volume 13, N° 4.

Taylor, J.B. (1997), "Policy Rules as a Means to a More Effective Monetary Policy", in Iwao Kuroda (ed.) *Towards More Effective Monetary Policy*. New York: St. Martin's press, pp. 28-39.

Trajtemberg, L. Valdecantos, S. y Vega, D. (2015) “Los determinantes de la inflación en América Latina: un estudio empírico del período 1990-2013”. CEPAL

Trupkin, (2017) “El Multiplicador Monetario En El Ciclo Económico De La Argentina” *Rev. De Economía Política De Bs. As.* Año 11 Vol. 16 127-157

Urquidí, (1989) “Política de ingresos”. FCE. México

Vernengo, M. (2005) “Moneda e inflación: una taxonomía” para bajar:  
[http://dspace.uces.edu.ar:8180/xmlui/bitstream/handle/123456789/2184/Moneda\\_Vernengo.pdf?sequence=1](http://dspace.uces.edu.ar:8180/xmlui/bitstream/handle/123456789/2184/Moneda_Vernengo.pdf?sequence=1)  
traducción del original “Money and Inflation: a taxonomy”. Working Paper Number 2005–14  
Department of Economics, University of Utah.