

METAS DE INFLACIÓN: IMPLICANCIAS PARA EL DESARROLLO

Martín Abeles y Mariano Borzel

Documento de Trabajo N° 1 - Junio de 2004

CEFID - AR

**CENTRO DE ECONOMÍA Y FINANZAS
PARA EL DESARROLLO DE LA ARGENTINA**

CEFID - AR
CENTRO DE ECONOMÍA Y FINANZAS
PARA EL DESARROLLO DE LA ARGENTINA

DIRECTOR

GUILLERMO WIERZBA

INVESTIGADORES

ALEJANDRO BANZAS

MARIANO BORZEL

EZEQUIEL GERDING

JORGE GOLLA

FEDERICO GRASSO

DANIEL KAMPEL

ADRIÁN ROJZE

CONSEJO ACADÉMICO

MARTÍN ABELES

DIEGO ARDIACA

LEONARDO BLEGER

ROBERTO FRENKEL

MATÍAS KULFAS

Los contenidos del trabajo y la opinión de los autores no necesariamente coinciden con la de las entidades patrocinantes del Centro.

Índice

1. Introducción	1
2. La estructura de un régimen de metas de inflación.....	5
2.1. La lógica del modelo	6
2.2. Mecanismos de transmisión.....	14
3. Condiciones iniciales para la aplicación de un régimen de MI	22
3.1. El papel de la autoridad monetaria	23
3.1.1 Independencia	23
3.1.2 Credibilidad.....	25
3.2. El contexto macroeconómico	27
3.2.1. Equilibrio fiscal.....	27
3.2.2. Estabilidad financiera	29
3.2.3. Estabilidad externa	30
4. Fundamentos conceptuales de los regímenes de MI	31
4.1. La NAIRU: implicancias teóricas y prácticas.....	31
4.2 Inconsistencia temporal e independencia del banco central.....	42
5. Enfoques alternativos	50
5.1. Inflación y crecimiento.....	51
5.2. El enfoque de "metas de empleo" – Epstein (2002)	54
5.3. El enfoque de tipo de cambio administrado – Arestis y Sawyer (2003a).....	55
5.4. El enfoque de tipo de cambio competitivo y estable – Frenkel y Rapetti (2004).....	56
6. Conclusiones	58
Referencias.....	62

1. Introducción¹

Según el Memorando de Política Económica del acuerdo firmado por la Argentina con el FMI en septiembre de 2003, "se prevé que el Ministerio de Economía y Producción y la Presidencia del BCRA lancen formalmente el sistema de metas de inflación para el tercer trimestre de 2004, anunciando en forma conjunta las metas de inflación correspondientes al 2005 y 2006" (Ministerio de Economía y Producción, 2003). Con anterioridad a la firma de dicho compromiso, en junio de 2003, se constituyó un grupo de trabajo en el Banco Central de la República Argentina (BCRA), denominado "Comité de Metas de Inflación", encargado de llevar a cabo las tareas necesarias para la implementación de dicho régimen de política monetaria. A su vez, como parte de las actividades relacionadas con la implementación del régimen de metas de inflación (MI), se conformó una comisión encargada de evaluar las modificaciones a introducir en la Carta Orgánica del BCRA, con el objeto de profundizar la independencia de la entidad, así como de mejorar los mecanismos de rendición de cuentas frente a la sociedad (*accountability*). En el mismo sentido se ha comenzado a realizar el "Informe de Inflación", cuya primera publicación se efectuó en el cuarto trimestre de 2003, y se ha puesto en marcha el Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM), sobre la base de estimaciones provistas por bancos, consultores económicos y centros de investigación.

A grandes rasgos, los regímenes de MI se caracterizan por el anuncio oficial de una meta inflacionaria para uno o varios períodos consecutivos "con el reconocimiento explícito de que la inflación baja y estable es el objetivo primordial de la política monetaria" (Bernanke y Mishkin, 1997; traducción propia). De no cumplirse con la meta inflacionaria, la autoridad monetaria tiene la facultad de actuar sobre la demanda agregada mediante la modificación de una tasa de interés de "política".

Los regímenes de MI han proliferado durante la última década. Entre los primeros países que optaron por su implementación se encuentran Nueva Zelandia (1990), Canadá (1991), Chile (1991), Israel (1991), Gran Bretaña (1992) y Suecia (1993). Hacia fines de 2002, ya eran veinte los países, de distinto grado de desarrollo, que

¹ Los autores agradecen los comentarios de Diego Ardiaca, Leonardo Bleger, Roberto Frenkel, Matías Kulfas y Guillermo Wierzba a una versión preliminar de este trabajo. Se los exime, naturalmente, de cualquier error u omisión en el mismo.

habían adoptado un objetivo de inflación cuantitativo como ancla nominal de la economía y que podían ser catalogados como *inflation targeters*².

Conjuntamente con el auge de los regímenes de MI se ha desarrollado una vasta literatura que discute las vicisitudes de su implementación práctica³. Por ejemplo, existen distintas posiciones con respecto a la elección del índice de precios más relevante para la determinación de la meta. Algunos autores apoyan la utilización del índice de precios al consumidor, que permitiría una mejor comunicación con el público, en tanto otros defienden la construcción de un índice específico, que evitaría que el impacto de *shocks* provenientes del lado de la oferta redunde en desvíos espurios con respecto a la meta inflacionaria⁴. También se plantean diferencias respecto de la exactitud con que la autoridad monetaria debe considerar la meta inflacionaria, que puede ser una meta puntual, una cota superior o un rango inflacionario, así como sobre el horizonte temporal para el cual se establece la meta, que puede ser anual, por un período indefinido, o alguna variante intermedia. A su vez, distintos países utilizan diversos instrumentos financieros para la determinación de la tasa de interés de política; publican con distinta periodicidad sus respectivos "Informes de Inflación"; cuentan con mayor o menor presencia de las autoridades nacionales electas en los "Comités de Política Monetaria"; etc. Más allá de estas diferencias, en todos los casos se manifiestan las siguientes características comunes (Schmidt-Hebbel y Tapia, 2002):

- ✓ Se adopta la meta inflacionaria como el único (o, al menos, dominante) ancla nominal de la economía;
- ✓ Se establece o refuerza la independencia de la autoridad monetaria, hecho que además presupone la inexistencia de "dominancia fiscal";

² El listado completo incluye a los siguientes países: Australia, Brasil, Canadá, Chile, Colombia, República Checa, Hungría, Islandia, Israel, Corea del Sur, México, Nueva Zelanda, Noruega, Perú, Polonia, Sudáfrica, Suecia, Suiza, Tailandia y Reino Unido. Finlandia y España, originalmente dentro del grupo de países con regímenes de MI, abandonaron dicho esquema al adoptar el Euro.

³ Para un análisis más detallado de estos temas véanse Bernanke et al. (1999), Carare et al. (2002, 2003), Debelle (1997), Fraga et al. (2003).

⁴ En tal sentido, una alternativa es la utilización de un índice de "inflación subyacente" (*core inflation*), que tiene la particularidad de excluir ciertos componentes que no se encuentran bajo la influencia de la política monetaria como, por ejemplo, los precios de los productos derivados del petróleo.

- ✓ Se plantea la necesidad de que la autoridad monetaria cuente con un nivel elevado de transparencia y mecanismos de rendición de cuentas frente a la sociedad (*accountability*).

A diferencia de otras economías (como, por ejemplo, la de Estados Unidos), donde no se han descartado el nivel de empleo o de actividad económica como objetivos de la política monetaria, aquellos países que implementan regímenes de MI mantienen un compromiso explícito y prioritario con la meta inflacionaria. Las consideraciones sobre el nivel de empleo quedan relegadas a un segundo plano.

La credibilidad de las autoridades constituye, de acuerdo con los partidarios de los regímenes de MI, uno de los pilares fundamentales para su buen funcionamiento. De hecho, es en función de la necesidad de concitar la credibilidad de la autoridad monetaria que la literatura ortodoxa recomienda la introducción de medidas que garanticen su independencia respecto del poder político. Algunos autores (por ejemplo, Carare y Stone, 2003) clasifican los distintos regímenes de política monetaria según el grado de compromiso de la autoridad monetaria con el cumplimiento de la meta inflacionaria. Un compromiso insuficiente, en este contexto, denotaría la tendencia del banco central a prestarle atención a otras variables, además de la inflación, en el diseño e instrumentación de la política monetaria. Del conjunto de países con regímenes de tipo de cambio con algún grado de flotación, Carare y Stone (2003) distinguen:

- ✓ Los regímenes "eclecticos", que no se concentran exclusivamente en el objetivo de inflación baja y estable, sino que también persiguen otras metas, como el nivel de actividad; aquí se incluye a países como Japón o Estados Unidos.
- ✓ Los regímenes de metas de inflación "puros" (*full-fledged inflation targeting*), que tienen un compromiso excluyente con la meta de inflación; aquí se encuentran los veinte países enumerados previamente.
- ✓ Los regímenes de metas de inflación moderados (*inflation targeting lite*) que anuncian un objetivo inflacionario amplio y persiguen otras metas además de la inflacionaria. Según Carare y Stone (2003), se trata de economías institucionalmente "débiles" y financieramente "inestables" desde el punto de vista de los requisitos que la literatura plantea para el buen funcionamiento de un régimen de MI. Se supone que dichas economías se encuentran en transición

hacia un esquema "puro" (*full-fledged*), realizando las reformas estructurales que les permitirían implementar dichos regímenes. Argentina podría ser considerada dentro de este último grupo.

La vasta literatura existente sobre MI, que ha proliferado en los últimos años, examinando con detalle los pros y contras de cada una de sus posibles variantes, tiende a pasar por alto ciertas discusiones elementales sobre el rol de la política monetaria. Presupone así la validez de determinados supuestos analíticos sobre los que, en última instancia, descansa su efectividad como recomendación de política. Por ejemplo, si bien es cierto que dentro del campo ortodoxo los regímenes de MI han tendido a desplazar a las políticas inspiradas en el monetarismo clásico (Friedman, 1968), basadas en el establecimiento de metas cuantitativas para los agregados monetarios⁵, este tipo de régimen aún comparte importantes presupuestos con aquél, como, por ejemplo, la idea de que la inflación es un fenómeno exclusivamente monetario, o que la política monetaria resulta incapaz de incidir en el nivel de empleo y producto de largo plazo de la economía. El monetarismo clásico y el enfoque de MI también comparten la convicción de que el combate de la inflación debe prevalecer sobre cualquier otro objetivo de política económica por parte de la autoridad monetaria.

Desde nuestra perspectiva, no debe soslayarse la posibilidad de conferir otros objetivos a la política monetaria, además del control de la inflación. En tal sentido, el accionar del BCRA debe inscribirse dentro de un contexto más amplio, que contemple la discusión acerca de la inserción financiera internacional más conveniente para un país en desarrollo como la Argentina, desde su régimen cambiario hasta el grado de apertura al flujo internacional de capitales. Esta discusión es abolida de raíz por los partidarios de MI, que para su funcionamiento adecuado requiere, entre otros requisitos, un régimen de tipo de cambio flotante, así como, de acuerdo con algunos de sus más renombrados adherentes (Véase Fraga et al., 2004), la liberalización plena de la cuenta de capital de la balanza de pagos.

⁵ La dificultad para estimar la función de demanda de dinero volvió estériles los esfuerzos por correlacionar efectivamente la evolución de los agregados monetarios con el objetivo de política; esto es, con un determinado nivel de inflación (Taylor, J. 1995). En rigor, la mayor falencia del monetarismo clásico radica en su concepción del dinero como una variable exógena (Moore, 1988).

La importancia que asume el diseño de un régimen de política monetaria contrasta con la ausencia de un debate público serio sobre la materia en nuestro país. Con el fin de aportar a dicho debate, este trabajo se propone realizar una primera exploración general sobre las características centrales del funcionamiento de los regímenes de MI. No se ocupa de las distintas opciones existentes a la hora de su implementación práctica, sino de algunos de sus presupuestos fundamentales, de sus implicancias institucionales, de la dinámica de ajuste esperada en el marco de su instrumentación y del impacto sobre determinadas variables de la economía real.

El resto del trabajo se organiza de la siguiente manera. En la Sección 2 se describe la lógica del modelo macroeconómico que subyace en los regímenes de MI y el funcionamiento esperado de los mecanismos de transmisión de la política monetaria. En la Sección 3 se analizan los prerrequisitos—de índole institucional, fiscal, financiera, etc.—que, de acuerdo con la literatura ortodoxa, debe cumplir una economía para garantizar el buen funcionamiento de un régimen de MI. En la Sección 4 se examinan algunos de los supuestos macroeconómicos fundamentales de los esquemas de MI. En la Sección 5 se pasa revista a las alternativas a MI más relevantes que presenta la literatura. En la Sección 6, finalmente, se resumen las principales conclusiones.

2. La estructura de un régimen de metas de inflación

A grandes rasgos, la secuencia causal bajo la que operan los regímenes de MI consta de tres etapas:

- 1) La modificación de la tasa de interés de política afecta a los mercados financieros; en particular, al precio de los activos y a las restantes tasas de interés.
- 2) Estos cambios alteran el nivel de la demanda agregada como consecuencia del comportamiento de las firmas y las familias.
- 3) Dado el PBI potencial, la alteración de la demanda agregada repercute sobre la tasa de inflación.

Esta sección consta de dos partes. En la primera se expone la lógica del modelo sobre el que se basan los regímenes de metas de inflación⁶. En la segunda se desarrollan los mecanismos de transmisión de la política monetaria; esto es, los canales a través de los cuales se supone que la autoridad monetaria incide sobre la demanda agregada y, en última instancia, sobre la inflación, al modificar las tasas de interés.

2.1. La lógica del modelo

Arestis y Sawyer (2002, 2003) sintetizan el enfoque de MI mediante el siguiente modelo de tres ecuaciones y tres variables endógenas⁷:

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

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

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

donde Y^g es la brecha del PBI respecto de su nivel potencial⁸, R la tasa de interés nominal (determinada por la autoridad monetaria), p la tasa de inflación, p^T la meta inflacionaria, RR^* la tasa de interés de equilibrio, consistente con una brecha de producto nula e inflación constante, y s_1 y s_2 representan *shocks* de carácter aleatorio. Las tres variables endógenas son el producto, la tasa de interés nominal⁹ y la inflación.

⁶ Dicho modelo involucra un conjunto de supuestos cruciales, como la existencia de una tasa natural de desempleo, el cumplimiento del criterio de expectativas racionales y la presunción de neutralidad del dinero, que convalidan el postulado tradicional de la escuela monetarista, a saber, el de ineficacia de la política monetaria para alterar el nivel del producto y del empleo en el largo plazo. Si bien en esta sección se menciona la centralidad de dichos supuestos, su validez e implicancias fundamentales se discuten con mayor profundidad en la Sección 4.

⁷ Se introduce el modelo de Arestis y Sawyer (2002a; 2003b) a los fines expositivos, respetando la notación original.

⁸ $Y_t^g = Y_t - Y_t^*$, donde Y_t representa el producto e Y_t^* el producto potencial, en el período t .

⁹ Dicha tasa de interés es fijada por la autoridad monetaria. Es endógena bajo la lógica de construcción del modelo que, dado el valor de los parámetros y de las variables exógenas, indica a la autoridad monetaria a qué nivel fijar la tasa de interés para alcanzar la meta de inflación. Es decir que, desde el punto de vista de la *praxis* de la política monetaria, dicha tasa de interés constituye una variable de política (por ende, exógena), no una variable determinada por el mercado.

A pesar de no incluir ni a los sectores público ni externo de la economía, esta versión simplificada del modelo facilita la comprensión de la lógica implícita en los regímenes de MI¹⁰.

La primera ecuación representa la tradicional curva IS, que se deriva de la igualdad entre el producto y la demanda agregada. La brecha del producto (Y^g) depende de sus brechas pasadas y esperadas, así como de la tasa de interés real. La ecuación (1) refleja la influencia decisiva que en este modelo ejerce la tasa de interés sobre la demanda agregada y, por consiguiente, sobre la brecha del producto.

Uno de los supuestos fundamentales de este tipo de modelos es el de la determinación del producto de largo plazo de la economía del lado de la oferta, a un nivel que se corresponde con el de la "tasa natural" de desempleo o NAIRU¹¹. El ciclo económico de corto plazo representa desviaciones, por exceso o por defecto, respecto de dicho sendero de equilibrio, sobre cuya intensidad o modulación la política monetaria puede ejercer alguna influencia, a través de la modificación de la tasa de interés. Este enfoque omite, en consonancia con los fundamentos del monetarismo tradicional¹², el papel de la demanda efectiva y su influencia en la formación de capital en el mediano/largo plazo, así como la irreversibilidad y la naturaleza sendero-dependiente de los procesos de inversión en activos físicos¹³. Invalida, a su vez, como se plantea en la Sección 4.1, toda discusión acerca de la distribución del ingreso.

Si bien este tipo de enfoque admite que en el corto plazo se produzcan alteraciones en el nivel de actividad respecto de la tendencia de largo plazo del producto, en el largo plazo no es posible situarse por encima de dicho nivel de equilibrio. Este supuesto,

¹⁰ La exclusión del sector público supone una abstracción consistente con el presupuesto de ausencia de "dominancia fiscal", como se discute en la Sección 3. El sector externo de la economía se introduce explícitamente en la Sección 2.2, al analizar los mecanismos de transmisión de la política monetaria.

¹¹ La NAIRU (*Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment*) es la tasa de desempleo que mantiene constante la inflación. En rigor, corresponde distinguir a la tasa natural de desempleo de la NAIRU. Como ésta, la tasa "natural" satisface la condición de que la inflación no se acelera. Pero a diferencia de la NAIRU, supone plena ocupación (descontando el desempleo "friccional"). En un contexto de competencia atomística, la tasa natural de desempleo equivale, entonces, a una situación de pleno empleo. La NAIRU, por el contrario, no implica plena ocupación (Sección 4.1).

¹² Para una crítica keynesiana del monetarismo de Milton Friedman, véase Kaldor (1970).

¹³ Fenómeno que resulta crucial en los países en desarrollo (Hirschman, 1958).

que implica que la tasa de desempleo no puede ubicarse de manera sustentable por debajo de la NAIRU plantea, más allá de sus implicancias macroeconómicas, serios inconvenientes de carácter práctico vinculados con las dificultades que reviste su estimación. Como se discute en la Sección 4.1, una sobre-estimación de la NAIRU puede inducir a la autoridad monetaria a desacelerar innecesariamente el ritmo de crecimiento de la economía y consiguientemente del empleo¹⁴.

Otro supuesto importante es el de la simetría del impacto de variaciones en la tasa de interés. El mecanismo mediante el cual la política monetaria ejerce su influencia a través del crédito y la modificación en la tasa de interés se analiza más detenidamente en la Sección 2.2. Cabe no obstante señalar aquí que el efecto contractivo de un aumento de la tasa de interés suele resultar más efectivo o predecible que el efecto expansivo de una disminución en la tasa de interés, dado que la disminución en las tasas de interés no constituye una condición suficiente para el estímulo de la formación de capital¹⁵ o el aliento del consumo. Para las empresas, por ejemplo, el nivel de endeudamiento, el grado de utilización de la capacidad instalada, la rentabilidad (la estructura de precios relativos que se supone prevalecerán al momento de madurar la inversión), o el aumento esperado de la demanda agregada, constituyen variables tan o más importantes que la tasa de interés a la hora de definir un proyecto de inversión. En cambio, con la excepción de aquellos sectores que se encuentren coyunturalmente en una situación favorable, la elevación en las tasas de interés tenderá inexorablemente a obstaculizar la expansión de la capacidad instalada, aunque más no sea debido a la disminución del *cash flow* de las firmas.

Así, una política económica que deposita en la autoridad monetaria la responsabilidad última en materia de control de la inflación puede acarrear, vía manipulación de las tasas de interés, sino un sesgo contractivo, una menor tasa de crecimiento secular del producto y del empleo. De esta manera, en contraposición a uno de los postulados del

¹⁴ La autoridad monetaria se erige bajo este modelo en el tribunal que define la tasa de desempleo (NAIRU) "aceptable", a un nivel que bien puede ubicarse por encima de la tasa "natural" de desempleo.

¹⁵ Cabe agregar que, como se discute en la Sección 2.2, la autoridad monetaria puede modificar el nivel de las tasas de interés de corto plazo, pero no necesariamente el nivel de las tasas de largo plazo, precisamente aquéllas cuyo nivel interviene en las decisiones de inversión.

monetarismo (neutralidad del dinero¹⁶), la política monetaria puede influir no sólo sobre el ciclo económico de corto plazo, sino también sobre la evolución del stock de capital y, por ende, sobre la generación de empleo en el largo plazo.

La segunda ecuación introduce los determinantes de la tasa de inflación: a saber, la brecha del producto y la inflación pasada y esperada; es decir, la curva de Philips. En ella se observa que las expectativas de inflación futura $E_t(p_{t+1})$ constituyen uno de los elementos centrales de los regímenes de MI. De hecho, de presentarse una brecha nula del producto (situación que corresponde a una tasa de desempleo coincidente con la NAIRU), según la ecuación (2) la inflación corriente dependerá exclusivamente de las expectativas de inflación futura. De allí que para sus adherentes dichas expectativas constituyan una de las piedras angulares de la política monetaria.

Tales expectativas dependen, a su vez, de la credibilidad de la autoridad monetaria. Dicha credibilidad será mayor cuanto mayor sea la confianza de los mercados respecto de la determinación de la autoridad monetaria para actuar decididamente ante la aparición de desvíos con relación a la meta de inflación anunciada, o cuando la tasa de desempleo se acerque peligrosamente a la NAIRU. Se supone que, a mayor credibilidad, menor será el costo incurrido (en términos de pérdida de producto y empleo) en el control de la inflación. Como se discute en la Sección 3, la búsqueda de credibilidad, particularmente para los países que se encuentran en proceso de transición hacia un régimen de MI "puro" (*full-fledged inflation targeting*), puede forzar a la autoridad monetaria a exagerar su vocación anti-inflacionaria¹⁷. Por otra parte, la evidencia empírica indica que ni siquiera los países industrializados, con autoridades monetarias independientes y creíbles en los términos aquí planteados, han podido combatir la inflación sin incurrir en costos en materia de producto y empleo (Sección 4.2).

¹⁶ Al considerar la inflación como un fenómeno estrictamente monetario, transmitido por presión originada sólo desde el lado de la demanda, el esquema relega otras causas y efectos que pueden afectar a las variables objetivo de las políticas económicas. Por ejemplo, se omite toda consideración respecto de la tasa de interés como costo empresarial, lo que puede dar lugar a un efecto contrario al deseado (Arestis y Sawyer, 2003b), así como la inflación de origen cambiario (u otro aspecto vinculado a la conformación de los costos de producción) o la originada en la puja por la distribución del ingreso (ver, al respecto Pollin, 1998; Taylor, L. 1985).

¹⁷ A su vez, la necesidad de dotar de credibilidad a las autoridades puede acentuar el sesgo contractivo mencionado. En tal sentido, el caso de Brasil puede servir de ejemplo.

La tercera ecuación es la regla de política monetaria, que actúa en reemplazo de la tradicional curva LM; de ella se deriva la tasa de interés nominal que debe procurar la autoridad monetaria. En el régimen de MI la política monetaria no se ejercita a través de la determinación de la oferta monetaria sino mediante la manipulación de la tasa de interés¹⁸; la oferta monetaria adquiere bajo este enfoque un rol pasivo (Arestis y Sawyer, 2002a). La ecuación (3) hace las veces de “regla de Taylor”; esto es, indica cuál es la tasa de interés nominal que hará converger a la tasa de inflación vigente con la meta. Por ejemplo, si la tasa de inflación excediera la meta ($p_{t-1} - p^T > 0$), la ecuación (3) indica que la tasa de interés nominal R debe subir. La magnitud de dicho aumento depende de los parámetros del modelo, así como del lapso previsto para que dicha convergencia tenga lugar; cuanto menor sea el aumento de la tasa de interés, mayor el lapso en que se concretará la convergencia entre la tasa de inflación vigente y la meta.

La necesidad de aumentar la tasa de interés para contener la inflación puede verse atenuada si la brecha del producto resulta negativa ($Y^s < 0$). Dado que, según la ecuación (3), el término Y^s incide positivamente en la tasa de interés, una brecha del producto negativa ejercerá una presión a la baja de la tasa de interés. Puede apreciarse así cómo la ecuación (3) plantea no sólo una meta inflacionaria, sino también una meta asociada al nivel de empleo y el producto. Si este último se encuentra por debajo de su nivel potencial se verificará una reducción de la tasa de interés, tendiente a la reactivación de la economía. De esta manera, cuanto menos teóricamente, la tasa de interés de corto plazo se utiliza como instrumento de estabilización de la inflación si la economía se aleja de la meta inflacionaria, sin que ello necesariamente implique desatender el nivel de actividad y empleo.

Si bien la regla de Taylor (3) taxativamente plantea una preocupación dual, que involucra tanto a la tasa de inflación como a la de desempleo¹⁹, la literatura es terminante en que un régimen de MI "puro" (*full-fledged inflation targeting*) supone que la inflación baja y estable es el objetivo "primordial" de la política monetaria (Bernanke

¹⁸ Ello no constituye un atributo exclusivo de los regímenes de MI. Países como Estados Unidos y los de la zona del Euro, que mantienen más de un objetivo de política, utilizan como herramienta de política la tasa de interés.

¹⁹ Tal es el caso de la Reserva Federal de los Estados Unidos, cuyo régimen de política monetaria cae dentro de la categoría de los “eclécticos”, de acuerdo con la taxonomía brindada en la Introducción.

y Mishkin, 1997). Se trata, virtualmente, de una convención, dado que en un sentido estricto de la ecuación (3), o de cualquier otra regla monetaria semejante, no se desprende la primacía de la inflación sobre el nivel de actividad:

A pesar de la supuesta compatibilidad del esquema de metas de inflación como marco teórico para la implementación de una política monetaria que contemple tanto a la inflación como a la economía real, el observador que haya prestado atención a los debates sobre política monetaria del último cuarto de siglo tiene el derecho de sospechar que una motivación importante detrás de la decisión de adoptar MI, cuanto menos para algunos de sus adherentes, es la esperanza de que, en tanto la discusión sobre la política del banco central se concentre exclusivamente en la trayectoria óptima de la inflación, el interés por el desempeño de la economía real se agote, o incluso desaparezca por completo de la discusión (Friedman, B., 2002; traducción propia).

La regla de Taylor (3) puede interpretarse como la estructura de preferencias de la sociedad que debería incorporar la autoridad monetaria en relación con la "desutilidad" que acarrearán el desempleo y la inflación. Un valor relativamente elevado de c_1 con respecto a c_2 indica, en el marco de este modelo, una ponderación importante de los desvíos respecto de la tasa natural de desempleo; esto es, una "aversión" significativa al desempleo. Un valor relativamente elevado de c_2 vis à vis c_1 indicaría una elevada "aversión" a la inflación; es decir, un celo importante por parte de la autoridad monetaria respecto de posibles desvíos (efectivos o, incluso, potenciales) de la meta inflacionaria²⁰.

A grandes rasgos, el modelo establece que, bajo condiciones normales y con autoridades monetarias dedicadas a contener las expectativas inflacionarias de los agentes económicos, la economía transitará por su sendero de equilibrio de largo plazo, determinado de antemano desde el lado de la oferta. Como se desprende de la ecuación (1), la herramienta elegida para la estabilización de situaciones de desequilibrio es la tasa de interés (de corto plazo), mediante la cual se procura mantener el producto lo más cerca posible de su trayectoria de equilibrio. Bajo el supuesto de que existe una tasa "natural" de desempleo o NAIRU, la ecuación (2) determina la inflación vigente. Por su parte, a fin de evitar el accionar "cortoplacista" de

las autoridades, que por motivos electorales pueden intentar retrasar u obstruir la implementación de medidas contractivas²¹, los bancos centrales independientes deben guiarse por la regla estipulada en la ecuación (3) (o similar), procurando convencer a los mercados de su vocación por cumplir con la meta de inflación. La relevancia central que adquiere la credibilidad de la autoridad monetaria se refiere precisamente al cumplimiento de la meta con total independencia de los intereses del gobierno²².

Los llamados mecanismos de transmisión de la política monetaria, mediante los cuales la modificación en la tasa de interés afecta al resto de las variables de la economía, incluyendo la inflación, se analizan en la Sección 2.2. Al respecto, cabe aquí tan solo señalar que la sensibilidad de la interrelación entre las distintas variables (valor de los parámetros del modelo²³), el *timing* con que dichas influencias recíprocas operan en la realidad (esto es, el rezago con que los cambios en la tasa de interés de política afectan al resto de las variables económicas²⁴), así como la capacidad de predicción sobre el impacto de una modificación de la tasa de interés en el resto de la economía²⁵, plantean serias dificultades para el ejercicio cotidiano de la política monetaria.

²⁰ Algunos autores sostienen que la autoridad monetaria debe adoptar una estructura de preferencias más conservadora que la predominante en la sociedad. El trabajo canónico en este sentido es el de Rogoff (1985).

²¹ Este es otro de los supuestos centrales del modelo. Como se discute con mayor precisión en la Sección 4.2, de aquí se deriva una vasta literatura que recomienda la independencia de la autoridad monetaria con respecto a las autoridades electas democráticamente.

²² Un aspecto peculiar de la literatura ortodoxa sobre el ciclo político-económico es que trata sistemáticamente a los intereses de los gobernantes como si fueran intrínsecamente diferentes a los de los gobernados.

²³ La estimación de los parámetros de este tipo de modelos requiere de series de tiempo extensas y válidas para el "régimen" económico vigente. En la Argentina, por ejemplo, no habría un número suficiente de observaciones posteriores al "cambio de régimen" que supuso la caída de la Convertibilidad.

²⁴ Simulaciones del Banco de Inglaterra muestran que las disminuciones fuertes en la tasa de inflación se observan recién a partir del segundo año con posterioridad a la alteración de las tasas de interés.

²⁵ Respecto del impacto de las modificaciones de la tasa de interés sobre la demanda agregada no sólo se presentan interrogantes en materia de intensidad y rezago, sino incluso en materia de signo. Por ejemplo, las tasas de interés de largo plazo, que afectan las decisiones de inversión, no necesariamente acompañan el movimiento de las de corto, sobre cuyo nivel ejerce su influencia la autoridad monetaria (Sección 2.2).

Así, la implementación de un régimen de MI supone un complejo ejercicio de ingeniería social, que exige del Estado (en este caso, de la autoridad monetaria) un conocimiento sumamente detallado (aunque inevitablemente imperfecto) de la realidad económica y social sobre la que opera. Cabe acotar que este tipo de dificultades, que inevitablemente enfrenta la autoridad monetaria, particularmente aquéllas relacionadas con la obtención de la evidencia empírica necesaria para ejercer idóneamente la política monetaria, suele ser esgrimida por la ortodoxia económica para menoscabar las posibilidades de éxito de la implementación de otro tipo de políticas, desde la estimulación de determinados sectores estratégicos en pos del desarrollo económico hasta la intervención en los mercados de cambios y la regulación del flujo internacional de capitales²⁶.

Antes de abordar el análisis de los mecanismos de transmisión de la política monetaria, cabe realizar una última observación general. La “regla de Taylor” definida mediante la ecuación (3) establece la tasa de interés sin hacer referencia alguna al sector externo de la economía. Esta omisión, un atributo particular del modelo simplificado presentado en esta sección, se encuentra en realidad implícita en la lógica general de los regímenes de MI, bajo los cuales el tipo de cambio debe determinarse libremente en el mercado de divisas. La evolución del tipo de cambio y de las tasas de interés internacionales puede acarrear efectos de importancia sobre la balanza de pagos y, por consiguiente, sobre la propia efectividad de la política monetaria. En tal sentido, la mayor parte de los modelos de MI parecen subestimar los riesgos a los que se enfrentaría una economía pequeña y relativamente abierta (como la Argentina) en un esquema de libre movimiento internacional de capitales y tipo de cambio flexible, condición para la aplicación efectiva de un régimen de MI (Sección 3).

En rigor, quienes adhieren a la implementación de regímenes de MI no desconocen la complejidad del tema. No obstante, la forma en que la literatura aborda el papel del sector externo tiende a fortalecer el argumento favorable a la implementación de un régimen de MI con mandato único (inflacionario) y plena integración financiera internacional (libre flotación cambiaria incluida). Por ejemplo, Soto (2003) considera que la inclusión de una meta de tipo de cambio, a pesar de que puede contribuir a reducir la volatilidad de la economía, tanto en lo que se refiere al sector externo como a la brecha del producto, tiene como contrapartida negativa una mayor volatilidad de la

²⁶ Para un análisis de esta problemática en relación con la determinación del tipo de cambio, véase Frenkel (2004).

inflación, lo que demoraría la convergencia entre ésta y la meta. Por su parte, Schmidt-Hebbel y Werner (2002), basándose en un estudio empírico sobre Chile, México y Brasil, incorporan el tipo de cambio en la regla de Taylor y concluyen que, bajo circunstancias normales, la tasa de interés no se ve afectada por movimientos en dicha variable, aunque observan fuertes reacciones frente a la ocurrencia de *shocks* exógenos. A pesar de ello y considerando—implícitamente—que las crisis internacionales, como las ocurridas durante la década de los noventa, constituyen fenómenos de excepción, recomiendan la adopción de un régimen cambiario de flotación pura; en sus propios términos, excluir al tipo de cambio de la regla de Taylor.

2.2. Mecanismos de transmisión

Los mecanismos de transmisión de la política monetaria son los diversos canales mediante los cuales el manejo de la tasa de interés de política actúa sobre el nivel de actividad económica (Kuttner y Mosser, 2002). La literatura suele distinguir cuatro mecanismos o "canales" de transmisión²⁷:

El canal de la tasa de interés (interest rate channel)

La tasa de interés constituye, entre otras cosas, el "costo del dinero" para las empresas y las familias. En cuanto a las empresas, se supone que el encarecimiento (abaratamiento) del dinero produce una caída (aumento) en el gasto de inversión y, por ende, en la demanda agregada. Desde el punto de vista de las familias, dicho mecanismo afecta al consumo de bienes durables y a la construcción de vivienda residencial (ambos relacionados con el costo del crédito). El funcionamiento de este mecanismo dependerá en gran medida de la alteración de las tasas de interés establecidas por los bancos²⁸ y de la sensibilidad de los distintos componentes de la demanda agregada frente a dichos cambios.

²⁷ Véanse: Mishkin (1995); Bernanke, et al. (1998); Kuttner y Mosser (2002); Arestis y Sawyer (2003a).

²⁸ Para evitar problemas de "selección adversa" los bancos pueden optar por incrementar el racionamiento del crédito antes que por aumentar las tasas de interés en la magnitud impulsada por la autoridad monetaria (Stiglitz y Weiss, 1981).

El canal del tipo de cambio (exchange rate channel)

Bajo regímenes de tipo de cambio flotante y libre entrada y salida de capitales, se supone que el aumento (disminución) de las tasas de interés atrae (expulsa) capitales del (al) exterior, tendiendo a apreciar (depreciar) el valor de la moneda doméstica²⁹. Ello afecta la competitividad internacional de los sectores transables y disminuye (aumenta) las exportaciones netas, esto es, la demanda agregada. Además de su impacto sobre el nivel de la demanda agregada a través de la variación en las exportaciones netas, la modificación del tipo de cambio ejerce su propia influencia directa sobre el nivel de precios de los bienes transables. Es de esperar que este mecanismo—quizás el de mayor impacto efectivo en una economía como la Argentina, donde la moneda extranjera aún prevalece como unidad de cuenta y reserva de valor—opere a un plazo más corto que la alteración del nivel de exportaciones netas.

El canal del efecto riqueza (wealth effect)

Las modificaciones en las tasas de interés traen aparejadas variaciones en el valor de los activos financieros que inciden en la situación patrimonial de las empresas y las familias. En el caso de las empresas, el impacto de una modificación en las tasas de interés puede interpretarse en términos de la célebre " q " de Tobin. La q de Tobin consiste en el cociente entre el valor de mercado de una firma y el costo de reposición de su capital. Si el valor de la q es inferior a la unidad, las firmas no incrementarán su gasto de inversión dado que su valor de mercado es inferior al costo de su capital. En tal caso a una firma le resultaría menos costoso adquirir otra existente antes que realizar una nueva inversión. En la medida en que el aumento en la tasa de interés acarree una recomposición de cartera (por ejemplo, un desplazamiento de acciones a bonos), inducirá a una baja en el valor de mercado de la empresa, reduciendo la q de Tobin, y por consiguiente el gasto agregado de inversión. Desde el punto de vista de las familias, se supone que la caída en el valor de las acciones disminuye la riqueza de los agentes y reciente el consumo.

²⁹ Cabe acotar que la adquisición de activos financieros domésticos no sólo depende de la tasa de interés implícita, sino también, entre otras variables, de las expectativas de variación del tipo de cambio. Dichas expectativas pueden más que compensar el diferencial de tasas de interés (entre la doméstica y la internacional) y propiciar la salida más que la entrada de capitales.

Canal de crédito (*credit channel*)

Sobre la base del análisis de ciertas imperfecciones que caracterizan a los mercados financieros se identifican dos tipos de mecanismos relacionados con la evolución del crédito. En primer lugar, se distingue el canal de los préstamos bancarios (*bank lending channel*). En un sistema de reservas fraccionarias, las operaciones de mercado abierto tendientes a modificar la tasa de interés influyen sobre el volumen de préstamos otorgados³⁰. La intensidad de este mecanismo depende de la estructura de financiamiento de las empresas. Por ejemplo, si los préstamos bancarios no constituyen sustitutos perfectos de otras formas de fondeo (principalmente para el caso aquellas empresas que no pueden acceder a financiamiento que no sea bancario), la disminución en el otorgamiento de crédito puede afectar sensiblemente el gasto de inversión y, consiguientemente, a la demanda agregada³¹.

En segundo lugar se distingue el canal patrimonial (*balance-sheet channel*). En este caso, el posicionamiento financiero de los prestatarios puede afectar la oferta de financiamiento y, consiguientemente, la demanda agregada. Este mecanismo también se relaciona con la existencia de información asimétrica. Los prestamistas cargan a la tasa activa una prima destinada a cubrir los costos de monitoreo del préstamo. La magnitud de dicha prima depende de la posición financiera de cada firma. A mayor (menor) proporción de fondos propios en el financiamiento de la inversión, mayor es el riesgo asumido por el prestatario, y por ende menor (mayor) la prima adicionada al costo del crédito otorgado. Un incremento en la tasa de interés repercute así en el *cash flow* de la empresa al incrementar la porción del proyecto que debe ser financiada con fondos externos. Ello incrementa a su vez la prima de riesgo mencionada y acentúa el efecto original de la medida contractiva, al dar lugar a una nueva caída en la demanda agregada. Este efecto puede verse reforzado si en este proceso cae el valor de las garantías, lo que tendería a incrementar aún más la carga financiera de las firmas.

³⁰ Por ejemplo, en el caso de un aumento de la tasa de interés, las entidades se verán forzadas a cancelar (o no renovar) parte de sus préstamos para compensar la caída de sus reservas en la autoridad monetaria.

³¹ Si la demanda de préstamos bancarios resulta relativamente inelástica respecto de las tasas de interés, dada la dificultad que tienen determinados deudores para acceder a fuentes alternativas de financiamiento, la disminución de la oferta de financiaciones puede desencadenar un incremento adicional en las tasas activas, por la presión ejercida del lado de la demanda.

En cuanto a las familias, la caída en el precio de las acciones puede generar expectativas adversas respecto de su *cash flow* o riqueza futuros, e inducir una disminución del gasto en bienes durables y vivienda. Este mecanismo (indirectamente emparentado con el del "efecto riqueza") puede reforzar el efecto recesivo original. En este caso, que depende centralmente de las expectativas de los agentes (más que de las propias decisiones de la autoridad monetaria), la disminución del crédito no resulta de la renuencia de los bancos comerciales a otorgar créditos, sino de la negativa de los propios demandantes potenciales de crédito a aumentar su grado de endeudamiento.

Recapitulando, dadas las expectativas de los agentes³², un incremento en las tasas de interés generará, teóricamente, una reducción del gasto agregado de las familias (producto del efecto riqueza negativo, así como de la operación de los canales de crédito y de la tasa de interés) y la sustitución de bienes de consumo nacionales por importados (producto de la apreciación cambiaria, que además ejercerá una influencia directa sobre la inflación, al modificar el precio de los bienes transables en el mercado interno). Las firmas, por su parte, se verán afectadas por el aumento del costo del crédito (canal de la tasa de interés y patrimonial), por la acentuación del racionamiento crediticio (canal de crédito), por la variación en el precio de los activos (canal del efecto riqueza), y por la pérdida de competitividad resultante de la modificación en el tipo de cambio (canal del tipo de cambio).

En la práctica, el peso relativo de cada uno de estos mecanismos no resulta sencillo de elucidar. Según Carare et al., "la incertidumbre inherente en los mecanismos de transmisión es uno de los principales desafíos que enfrentan los bancos centrales con regímenes de metas de inflación, especialmente en los países emergentes" (Carare et al., 2002; traducción propia). Existe, de hecho, cierto margen de indeterminación en lo que hace al resultado final de las acciones de política monetaria, que se relaciona con:

- ✓ el margen de error involucrado en la estimación de los parámetros del modelo;
- ✓ la inexactitud con que se conoce la importancia relativa de cada uno de los canales de transmisión de la política monetaria;

³² Como se discute más adelante, una modificación en las expectativas de los agentes puede revertir completamente los efectos buscados por una determinada decisión de política monetaria.

- ✓ el papel de las expectativas de los agentes en la determinación de la tasa de interés de largo plazo, que no necesariamente siguen la evolución de las tasas de corto plazo.

Con respecto al impacto de las variaciones en las tasas de interés de corto (manejadas por la autoridad monetaria) sobre las de largo plazo, determinadas por el mercado, el propio Banco de Inglaterra señala:

En general, las tasas de interés de corto plazo ajustan en el mismo sentido que la tasa de interés oficial, y en un plazo relativamente corto. El movimiento de las tasas para plazos más prolongados dependerá del impacto del cambio de política en las propias expectativas sobre el sendero futuro de las tasas de interés y la inflación. En tal sentido, a menos que se realicen ciertas suposiciones respecto de las expectativas de los agentes, resulta difícil a priori establecer la dirección en que se moverán las tasas de interés de largo plazo (Bank of England, 1999; traducción propia).

Esta ambigüedad, relacionada con la dificultad de anticipar el signo (no tan sólo la intensidad) del impacto de un cambio en la tasa de interés de política sobre las tasas de interés de largo plazo, plantea ciertas dificultades para la estimación del impacto de un cambio en la tasa de interés de política sobre, particularmente, el gasto de inversión, que depende, entre otras variables, del nivel de las tasas de interés de largo plazo³³. La descripción precedente sobre el funcionamiento de los mecanismos de transmisión supone que las expectativas de los agentes se mantienen inalteradas. Dicho supuesto permite, a través de la condición de paridad (descubierta) de intereses, que el tipo de cambio se aprecie ante una suba de las tasas domésticas (*vis à vis* las del resto del mundo) y que opere el “canal del tipo de cambio”. En realidad, como fuera mencionado, el funcionamiento aceptado de éste mecanismo dependerá en buena medida de las expectativas de los agentes respecto de las tasas de interés externas y domésticas, así como sobre la evolución esperada del tipo de cambio real.

La indeterminación sobre el resultado último de las acciones de política monetaria también se relaciona con la dificultad para identificar la contribución específica de cada uno de los canales de transmisión. Debido a que con posterioridad a una suba en las

³³ Según Arestis y Sawyer (2003a), los regímenes MI sólo utilizan una tasa de interés manejada por la autoridad monetaria sin precisarse los canales que afectan las tasas de interés de largo plazo.

tasas de interés es usual observar una caída en el producto y en el volumen de crédito, no siempre resulta sencillo distinguir qué proporción de la baja registrada en los préstamos bancarios es atribuible a una caída en la demanda crediticia, resultante del incremento de la tasa de interés, y cuanto de la misma tiene que ver con una reducción en la oferta (canal de crédito bancario).

Bernanke y Gertler (1995), que revelan la existencia de problemas de identificación de los efectos cuantitativos del canal de la tasa de interés, consideran que el canal de crédito es el mecanismo de transmisión más importante. Kuttner y Mosser (2002) también plantean ciertas dudas sobre la sensibilidad de las economías a la variación de la tasa de interés. Contrariamente, Angeloni et al. (2002) sostienen que la tasa de interés constituye el canal dominante en la explicación del ciclo. Sin embargo, advierten que en países como Alemania, Francia e Italia, el canal de crédito bancario tiende a operar de manera significativa³⁴.

En general, en las economías en que el mercado de capitales se encuentra en una etapa de desarrollo más avanzado, el canal del crédito bancario tenderá a ejercer una influencia relativamente menor. El incremento en la proporción del ahorro canalizado mediante entidades financieras no bancarias ha tendido a disminuir el impacto efectivo de las operaciones de mercado abierto³⁵. En efecto, en una economía como la de Estados Unidos las instituciones no bancarias resultan decisivas para el ritmo de expansión del crédito³⁶. Según el Presidente de la Reserva Federal de los Estados Unidos y el ex Vice-Presidente del Bundesbank, respectivamente:

[L]a Fed todavía puede afectar la tasa de interés corto plazo y, por consiguiente, afectar el costo del crédito otorgado por los bancos, por otros intermediarios financieros y en el mercado de capitales. [No obstante] dicho efecto puede ser más indirecto, involucrar más tiempo, y requerir de mayores modificaciones en las

³⁴ Para aquellos países donde el canal de crédito resulta menos relevante, se estima que el apoyo gubernamental a los bancos a través de garantías, la propensión de los bancos a operar en redes, y los fuertes lazos existentes entre deudores y acreedores, tenderían a mitigar el impacto de modificaciones en la oferta crediticia.

³⁵ Cabe añadir, a su vez, que no todos los pasivos bancarios están sujetos a requerimientos de reservas, lo que disminuye aún más la efectividad del canal de crédito (Smant, 2002).

³⁶ Por ejemplo, en 1971 los fondos de pensión y los fondos comunes de inversión, tomados conjuntamente, representaban el 18.4% de los activos del sistema financiero de Estados Unidos, y las entidades bancarias el 50.8%. En 2001, los primeros explicaban el 38.0% y las segundas el 24.1% (D'Arista, 2002).

tasas de interés para obtener un determinado efecto sobre el producto (Greesnpan, 1993; citado en D'Arista, 2002; traducción propia).

[Los] *cambios en los mercados financieros han tendido a dificultar la capacidad de estabilizar la economía de las autoridades responsables de la política monetaria...* *En varios países, la innovación financiera y la desregulación de los mercados han distorsionado las metas intermedias utilizadas para conducir la política monetaria y alterado los mecanismos de transmisión* (Tietmeyer, 1993; citado en D'Arista, 2002; traducción propia)

El desarrollo del mercado de capitales acontecido en las últimas décadas (fenómeno que en la Argentina se encuentra en una etapa todavía incipiente en comparación con las economías desarrolladas) ha debilitado la capacidad de influencia de los instrumentos tradicionales de política monetaria, lo que a su vez tiende a incrementar la inestabilidad financiera, dadas las crecientes dificultades que se presentan para prevenir burbujas en los precios de los activos (Palley, 2000).

En definitiva, la fluidez con que se transmitan los efectos de la política monetaria y la efectividad del canal de crédito dependerán, en última instancia, de la realidad institucional concreta de cada país. El grado de profundidad financiera constituye uno de los determinantes fundamentales de la intensidad con que opera dicho mecanismo. En tal sentido, en la medida en que el sistema financiero argentino constituya un sistema basado en los bancos (Todesca y Acosta Ormaechea, 2003), el canal de crédito puede resultar relativamente eficaz *vis à vis* los países industrializados, con mercados de capitales más desarrollados.

Las características estructurales del sistema financiero pasan así a ocupar un lugar relevante dentro del esquema de MI, ya que el adecuado funcionamiento de los mecanismos de transmisión de la política monetaria depende, por ejemplo, de las repercusiones de una modificación de las tasas manejadas por el banco central en las tasas de interés bancarias. A partir de esto, Carare et al. (2002) recomiendan llevar adelante reformas tendientes a lograr la profundización de los mercados financieros, dado que la efectividad de una modificación en la tasa de interés será menor cuando:

- ✓ El sistema bancario se encuentre dominado por bancos públicos
- ✓ Se vea restringida la competencia dentro del sistema bancario

- ✓ Existan controles de capital

- ✓ Haya volatilidad en las tasas de interés del *money market*

- ✓ Haya volatilidad de los flujos de capital internacional

La consistencia interna de este listado no resulta en absoluto evidente. Sin llegar a realizar una crítica exhaustiva, cabe hacer notar que la existencia de control de capitales puede reducir, en lugar de aumentar, como sugieren Carare et al. (2002), la volatilidad asociada al movimiento internacional de capitales.

En cuanto al efecto riqueza, Kuttner y Mosser (2002) sostienen, basándose en evidencia sobre Estados Unidos, que su impacto ha tendido a ser modesto, y que incluso ha decrecido a partir de 1980. Ello se debería a la respuesta transitoria del valor de los activos ante alteraciones en la tasa de interés y, fundamentalmente, a que el consumo sólo responde de manera significativa a cambios de carácter permanente en la riqueza de los agentes. En países en desarrollo como Argentina, con una relativa concentración de la propiedad de los activos financieros, que son en definitiva los que podrían propiciar efectos riqueza a nivel de las familias, este canal no debería tener mayor relevancia empírica.

El canal del tipo de cambio es el menos estudiado—quizás, precisamente, por las dificultades que enfrenta la economía para concebir una teoría empíricamente robusta sobre la determinación del tipo de cambio (al respecto, véase Blecker, 2001). Como señalan Kuttner y Mosser, “la ausencia de atención sobre el canal cambiario para economías abiertas constituye una laguna considerable. Dicha omisión no significa que el canal sea irrelevante, ya que movimientos en las exportaciones netas han jugado un rol clave en las fluctuaciones de la economía [norteamericana]. Sin embargo, los investigadores siguen eludiendo el análisis empírico de la conexión existente entre los *fundamentals* y los movimientos del tipo de cambio de corto plazo” (Kuttner y Mosser, 2002; traducción propia).

Las características de países como Argentina, con un grado significativo de apertura externa, escasa profundidad de sus mercados financieros y fuerte presencia del financiamiento bancario, elevan las probabilidades de que los canales de mayor relevancia en la transmisión de los efectos de la política monetaria sean el de crédito y el cambiario. La importancia de la estructura de financiamiento de las firmas y los

problemas de información asociados a las características domésticas son los que tornan relevante el canal de crédito bancario³⁷. La preponderancia del canal cambiario, por su parte, podría acarrear severas consecuencias en el plano doméstico. El sesgo de las autoridades a mantener mayores tasas de interés (*vis à vis* otros esquemas de política monetaria) puede redundar en un tipo de cambio relativamente apreciado (nuevamente, *vis à vis* otros esquemas de política monetaria), con las implicancias que ello supone para la generación de empleo en los sectores transables de la economía (al respecto, véase Frenkel y Rapetti, 2004).

El esquema de MI es en dicho sentido internamente consistente. La pérdida de competitividad inducida por la apreciación cambiaria puede llegar a ser compensada (o, en cualquier caso, atemperada) por el deterioro del nivel de actividad inducido por la suba de la tasa de interés. Como sostiene Simonazzi (1996), "el tipo de cambio se encarga de contener la inflación y la política monetaria [la tasa de interés] de preservar la competitividad". Es decir, al limitar el poder de negociación de los trabajadores en el mercado de laboral, la disminución o desaceleración del nivel de actividad previene un deterioro excesivo de la competitividad de los sectores transables (deterioro inducido por la apreciación cambiaria generada por el incremento de la tasa de interés).

Cabe por último señalar que lo anterior tiene sentido bajo condiciones "normales". En momentos de turbulencias en los mercados financieros internacionales, el nivel de tasa de interés necesaria para evitar una depreciación de la moneda (de efectos inflacionarios) puede alcanzar niveles que conduzcan a una contracción severa del nivel de actividad que, incluso, puede devenir en una crisis financiera sistémica. En tal sentido, a diferencia de las economías relativamente más cerradas comercialmente, o con mercados financieros más desarrollados, la Argentina incorpora una fuente de inestabilidad adicional, intrínseca a los países en desarrollo, que dependen no sólo de su situación doméstica sino, muy sensiblemente, de los cambios que ocurran en el contexto financiero internacional.

3. Condiciones iniciales para la aplicación de un régimen de MI

Como en el caso de cualquier régimen de política monetaria, el funcionamiento adecuado de un régimen de MI depende del contexto macroeconómico e institucional

³⁷ Por ejemplo, refiriéndose al caso chileno, Alfaro et al. (2003) concluyen que el canal de crédito operó sensiblemente durante el período 1990-2002, con efectos significativos sobre la actividad económica.

bajo el cual se implementa. En el caso de los regímenes de MI, la literatura suele plantear un conjunto de condiciones que debe satisfacer una economía para que su instrumentación redunde en una tasa inflacionaria baja y estable. En esta sección se analizan los principales prerrequisitos considerados por la literatura.

Cabe enfatizar que el planteo acerca de la existencia de dichos prerrequisitos puede resultar tan o más importante que la propia puesta en práctica del régimen de MI, dado que involucra la introducción (o el mantenimiento) de un conjunto de reformas estructurales cuyo impacto en el proceso de desarrollo económico excede al de la política monetaria. La plena liberalización de la cuenta de capital de la balanza de pagos, la libre flotación del tipo de cambio, la imposición de límites en materia de política fiscal, constituyen algunas de dichas condiciones. De allí que, como fuera planteado en la Introducción, el debate acerca del régimen de política monetaria deba inscribirse dentro de un contexto más amplio, que involucre la discusión acerca de la inserción internacional más conveniente para un país en desarrollo como la Argentina.

3.1. El papel de la autoridad monetaria

Con respecto a la autoridad monetaria, la literatura plantea dos requisitos que, en la práctica, se encuentran íntimamente relacionados: su independencia y credibilidad. A continuación se desarrolla cada uno de ellos por separado.

3.1.1. Independencia

Bajo un régimen de MI el principal mandato de la autoridad monetaria debe ser el cumplimiento de la meta inflacionaria. Los objetivos asociados al nivel de empleo o producto, así como al nivel del tipo de cambio, deben subordinarse al cumplimiento de la meta de inflación. De acuerdo con la literatura, para observar este mandato la autoridad monetaria debe contar con autonomía y capacidad de actuación discrecional suficientes; lo que algunos autores han denominado "discrecionalidad restringida" (Bernanke y Mishkin, 1997). La "discrecionalidad" se refiere a la independencia de la autoridad monetaria respecto de las autoridades electas. La "restricción", por su parte, supone la existencia de determinadas reglas de comportamiento que debe seguir la autoridad monetaria frente a los diferentes escenarios previstos; por ejemplo, la regla de Taylor (Sección 2). De este modo, si bien se supone que el banco central no responde a la voluntad de las autoridades electas, bajo un esquema de

"discrecionalidad restringida" su accionar tampoco puede ser el fruto de la arbitrariedad absoluta.

En este contexto, la literatura se refiere a la necesidad de dotar a la autoridad monetaria de "independencia de instrumentos" (en contraposición a la "independencia de objetivos"); esto es, de la autonomía necesaria para establecer cuál es la mejor manera de alcanzar determinados objetivos, cuya determinación sí debe ser mediada por los ámbitos de representación política establecidos. Se destaca, en tal sentido, la participación del gobierno en la fijación de la meta de inflación, dado que ello supuestamente refuerza el compromiso de las autoridades electas por mantener el equilibrio fiscal necesario para el funcionamiento del esquema de MI³⁸. En el mismo sentido, el reconocimiento explícito del objetivo primario de política monetaria por parte del gobierno puede resultar recomendable (Fraga et al, 2003).

La literatura tiende a destacar, aunque implícitamente, la importancia de la legitimidad política del régimen de MI. Las autoridades electas no sólo deben respetar la independencia de la autoridad monetaria, sino que deben despejar toda duda respecto de la utilización de los instrumentos de política económica que aún mantienen bajo su órbita, desde las instancias regulatorias hasta la política fiscal. Ello implica, en la práctica, que con excepción de la definición cuantitativa de la meta inflacionaria, la estructura del régimen de política monetaria no vuelva a ser discutida por la sociedad, sea a través de sus representantes parlamentarios o por medio de las autoridades ejecutivas electas, bajo ninguna circunstancia, so riesgo de desacreditar a la autoridad monetaria y con ello su efectividad en la consecución de la meta de inflación.

Al analizar los restantes prerequisites para el adecuado funcionamiento de un régimen de MI resultará más evidente cómo la introducción de un régimen de MI puede limitar la soberanía política de la ciudadanía en materia de decisiones de política económica en general, no sólo en relación con la política monetaria.

³⁸ En la Sección 3.2.1 se analiza el requisito en materia fiscal.

3.1.2. Credibilidad

A fin de obtener la credibilidad necesaria para el adecuado ejercicio de la política monetaria, el banco central debe responder por sus actos ante el público (*accountability*). Como se ilustra a partir de la ecuación (2) de la Sección 2.1, la tasa de inflación depende, entre otras variables, de la tasa de inflación esperada $E_t(p_{t+1})$, que en el marco de dicho modelo refleja, en última instancia, la credibilidad de la autoridad monetaria; esto es, el grado de convicción de los agentes sobre la voluntad de la autoridad monetaria para tomar las medidas necesarias para cumplir con la meta de inflación cuando la economía se desvíe de ella. Si los agentes económicos prevén cierta permeabilidad de la autoridad monetaria con respecto a, por ejemplo, la voluntad de las autoridades electas, la tasa de inflación esperada $E_t(p_{t+1})$ por los agentes, y por consiguiente la tasa de inflación vigente, será mayor que la meta. De allí que la obtención de credibilidad por parte de la autoridad monetaria constituya uno de los objetivos intermedios de todo régimen de MI.

Para ello la literatura destaca la necesidad de desarrollar fluidos canales de comunicación con el público, que permitan mantener informado a los agentes económicos respecto de los actos de la autoridad monetaria. Este requisito de "transparencia" se alcanza:

- ✓ Anunciando el valor numérico de la meta, el índice de precios utilizado y el horizonte temporal en el cual se aspira a que ella sea alcanzada. En algunos casos, y bajo condiciones preestablecidas, pueden incorporarse cláusulas de escape que permitan desvíos respecto de la meta (Fraga et al., 2003).
- ✓ Permitiéndole al público tener una comprensión adecuada de las operaciones de política monetaria. *Ex post facto*, la rendición de cuentas debe ser acompañada por evaluaciones sobre el desempeño de la política monetaria realizadas por la propia autoridad monetaria.
- ✓ Explicando los factores que motivaron las modificaciones que puedan producirse en la conducta de la autoridad monetaria y sus repercusiones sobre la inflación esperada. Para evitar daños en la credibilidad derivados de desvíos de la inflación vigente respecto de la meta la autoridad monetaria debe hacer explícito cualquier desvío.

En la búsqueda de consistencia temporal³⁹, la autoridad monetaria debe prever la posibilidad de que los agentes no confíen plenamente en su vocación por cumplir la meta de inflación. En ese caso la inflación esperada tenderá a ser superior a la meta anunciada, lo que repercutirá en una mayor tasa de inflación efectiva. Frente a esta problemática la literatura plantea el dilema que se presenta entre mejorar la credibilidad de la autoridad monetaria y la necesidad de cierta flexibilidad para hacer frente a aquellos desvíos de la meta inflacionaria que no se encuentran asociados al ejercicio de la política monetaria. Un contexto propenso a los *shocks* exógenos puede obligar frecuentemente a implementar políticas contractivas, con los consiguientes costos en términos de producto y empleo. Para mejorar la credibilidad, la literatura insiste en el desarrollo de buenos canales de comunicación con el público y el aumento de la transparencia. En tal sentido, ante la emergencia de un desvío de la meta originado por un *shock* exógeno, la autoridad monetaria debería identificar dicho *shock*, cuantificarlo, ajustar la meta de inflación de manera correspondiente, y hacer explícito el sendero temporal de retorno a los niveles impuestos por la meta original (sendero cuya duración puede ser flexible, dependiendo de la naturaleza, duración e impacto del *shock*).

En dicho contexto se plantea una situación de intercambio (*trade-off*) entre la duración del período en que se pretende converger con la meta y la credibilidad de la autoridad monetaria, dado que un período de convergencia más extenso puede disminuir dicha credibilidad. Según Fraga et al. (2003), cuanto más largo dicho período, mayor la necesidad de comunicar al público el diagnóstico sobre la situación y sentido de las decisiones tomadas. La creación de un "Comité de Metas de Inflación" dentro de la autoridad monetaria, que se reúna periódicamente y publique sus minutas, así como la publicación trimestral de un "Informe de Inflación", constituyen elementos cruciales de dicha política de comunicación y transparencia (Debelle, 1997).

³⁹ En la Sección 4.2 se discute el problema de la inconsistencia temporal.

3.2. El contexto macroeconómico

Los países que optan por un régimen de MI deben respetar determinados equilibrios macroeconómicos para asegurar que el cumplimiento de la meta inflacionaria no se vea obstaculizado por la persecución de otros objetivos (incompatibles) de política. Los frentes fiscal, externo y financiero resultan cruciales en este contexto.

3.2.1. Equilibrio fiscal

La literatura pone énfasis en los riesgos involucrados por la eventual ausencia de disciplina fiscal. Un déficit fiscal no previsto puede dar lugar a una expansión monetaria excesiva, que rebase la considerada conveniente por la autoridad monetaria. La ausencia de "dominancia fiscal", pregonada por la literatura como condición *sine qua non* para el éxito de un régimen de MI, se refiere precisamente a la necesidad de que la política monetaria no se vea "dominada" por las decisiones de gastos e ingresos públicos tomadas por las autoridades electas. Para que ello no ocurra el financiamiento del gobierno a través del banco central debe quedar estrictamente limitado; es decir, el gobierno debe financiarse en los mercados financieros. Al minimizar la probabilidad de monetización de los déficits del gobierno, una sólida posición fiscal refuerza la credibilidad de la autoridad monetaria.

Fraga, et. al. (2003) advierten sobre la existencia de un proceso de retroalimentación positivo: la ausencia de credibilidad en el gobierno (producto de la existencia de dominancia fiscal) obligaría a la autoridad monetaria a actuar con mayor severidad. Ello a su vez tendería a empeorar el déficit fiscal, a raíz del aumento en los servicios de la deuda pública derivados del aumento de las tasas de interés impulsados por la autoridad monetaria, lo cual disminuiría aún más la credibilidad de las autoridades electas, etc. De allí que bajo un régimen de MI resulte necesario que el gobierno (no sólo la autoridad monetaria) adquiera un mínimo grado de credibilidad. Se aprecia así claramente cómo la búsqueda de credibilidad tiende a condicionar otras áreas de incumbencia gubernamental, no sólo aquéllas vinculadas directamente con la implementación de la política monetaria.

Ello parece ser particularmente cierto en los momentos iniciales de implementación de un régimen de MI. En los comienzos de un régimen de esta naturaleza no se descarta la necesidad de enviar fuertes señales a los mercados, incluso bajo la forma de una

sobreactuación, a los efectos de demostrar el compromiso con el ancla nominal adoptada:

[A]dquirir credibilidad lleva tiempo. Durante dicho período de transición las acciones del banco central no sólo deben ser consistentes con el enfoque de metas de inflación, sino que además deben tener en cuenta que los agentes privados no confían plenamente en que el banco central vaya a actuar de acuerdo con dicho esquema. Los agentes privados mantienen sus dudas respecto del compromiso del banco central con respecto a la propia meta, así como con respecto a su reacción frente a eventuales shocks. En el primer caso, dados los antecedentes de baja credibilidad, los agentes privados asignan cierta probabilidad positiva a la posibilidad de que el banco central reniegue de su compromiso con la meta. En consecuencia, la inflación esperada, y consiguientemente la inflación vigente, tienden a ser más elevadas que ante la presencia de una autoridad monetaria perfectamente creíble. De manera similar, cuando la economía sufre un shock inflacionario, los agentes privados no confían plenamente en que el banco central vaya a actuar con determinación. En consecuencia, el banco central debe incurrir en un costo relacionado con la adquisición de reputación en la medida en que tiene que 'probar' su compromiso con el nuevo régimen monetario. Durante cierto período de tiempo, la volatilidad de la tasa de interés y del producto será mayor y, dado que el banco central toma en consideración los costos en términos de producto, la volatilidad de la inflación también tiende a ser mayor si se la compara con una situación de plena credibilidad (Fraga et al., 2003; traducción propia).

De esta manera, la obtención de credibilidad se convierte en un objetivo intermedio crucial en el ejercicio de la política monetaria⁴⁰. Desde una perspectiva política e institucional, una mayor credibilidad de la autoridad monetaria supone una creciente desvinculación del ejercicio de la política monetaria de los intereses de la ciudadanía. Tal es, en última instancia, la justificación de la recomendación de independencia para los bancos centrales (Sección 4.2). Ahora bien, en la medida en que dicha credibilidad se apoya en la ausencia de dominancia fiscal, puede también implicar una creciente desvinculación del ejercicio de la política fiscal de los intereses del electorado.

⁴⁰ En tal sentido, Svensson (2003) sostiene que al instrumentar un régimen de metas de inflación debe incurrirse en un mayor costo en términos de producto (el llamado *ratio* de sacrificio) para ganar la credibilidad. Sólo cuando se ha adquirido cierta credibilidad el banco central podría ser un poco más flexible en la persecución de la meta inflacionaria.

En este contexto cobra relevancia la clasificación de distintos regímenes señalada en la Introducción. Aquellos países con problemas de "credibilidad" que intenten transitar hacia un esquema de compromiso completo con la meta inflacionaria (*full-fledged inflation targeting*) deberán realizar las "reformas estructurales" requeridas para gozar de plena confianza de los agentes económicos. Entre estas reformas estructurales se incluyen aquéllas relacionadas con la política fiscal. La exigencia de leyes de "responsabilidad fiscal", a escala provincial y nacional, propiciadas por los organismos multilaterales de crédito, guarda relación con este tipo de enfoque.

Estrechamente vinculado a la cuestión de la credibilidad se encuentra la del coeficiente o ratio de sacrificio (*sacrifice ratio*); esto es, el costo en términos de producto y empleo asociado a la suba de la tasa de interés necesaria para reducir la inflación. Teóricamente, a mayor credibilidad de la autoridad monetaria, menor *ratio* de sacrificio⁴¹; y a menor credibilidad, mayor ratio de sacrificio y también mayor volatilidad del producto. En una situación extrema de credibilidad perfecta el *ratio* de sacrificio debiera ser cero; esto es, la mera perspectiva de aumento de la tasa de interés de política por parte de la autoridad monetaria como respuesta a un aumento de la inflación debiera modificar el comportamiento de los agentes privados en materia de formación de precios, haciendo que la tasa de inflación converja con la meta en un período relativamente reducido de tiempo sin afectar la economía real.

3.2.2. Estabilidad financiera

Otro de los prerequisites para el buen funcionamiento del régimen de MI es la estabilidad financiera. Ésta supone una menor probabilidad de que el banco central salga en rescate de entidades financieras en dificultades, evitándose así la expansión monetaria que ello podría traer aparejado. Un sistema financiero excesivamente apalancado puede alimentar la sospecha entre los agentes privados sobre la posibilidad de que la autoridad monetaria flexibilice su compromiso con la meta de inflación para no deteriorar la posición financiera de los deudores del sistema, situación que resultaría de un aumento en las tasas de interés. Se deriva de esto la

⁴¹ Como se discute en la Sección 4.2, esta relación inversa entre credibilidad y coeficiente de sacrificio presenta debilidades tanto a nivel conceptual como empírico.

necesidad de una adecuada regulación y supervisión del sistema financiero⁴², así como de una mayor profundización financiera.

3.2.3. Estabilidad externa

Otro requisito es el de estabilidad externa. El frente externo de un país debe ser lo suficientemente estable como para que la política monetaria pueda abocarse al cumplimiento de su objetivo fundamental, que es el logro de la meta inflacionaria estipulada. Para sus proponentes, ello se logra con la mejora de los fundamentos institucionales sobre los que descansa la economía (*fundamentals*), en particular:

- ✓ un régimen cambiario de flotación limpia;

- ✓ y la plena desregulación del movimiento internacional de capitales.

El sostenimiento de algún tipo de cambio en particular, por motivos financieros (dolarización de los pasivos) o sectoriales (competitividad) podría obstaculizar una política monetaria autónoma (Fraga, et al., 2003), dado que la defensa de un determinado tipo de cambio puede neutralizar (esterilizar) los efectos de, por ejemplo, un aumento de tasas de interés propiciado por la autoridad monetaria. El ingreso de capitales resultante del aumento de las tasas de interés tenderá a aumentar la liquidez del sistema. Si, en dicho contexto, la autoridad monetaria interviene en defensa de una determinada paridad cambiaria (monetizando el excedente de divisas), ejercerá una presión a la baja sobre las tasas de interés, contrario al propio objetivo buscado originalmente. La libre flotación cambiaria atenuaría esta dinámica. Cabe añadir que cierto control sobre el ingreso de capitales podría de igual forma salvaguardar el efecto buscado mediante la modificación de las tasas de interés. Esta opción, sin embargo, no se vislumbra en la literatura, si bien tendería a hacer más efectiva al propio régimen de MI⁴³.

De hecho, la inclusión de la liberalización de la cuenta de capital de la balanza de pagos dentro del decálogo de prerequisites para el buen funcionamiento de los

⁴² En Argentina, ello puede derivar en la separación de la Superintendencia de Entidades Financieras de la órbita del BCRA.

⁴³ La literatura que recomienda el control del movimiento internacional de capitales es vasta; para una síntesis reciente véase Grabel (2003).

regímenes de MI carece de justificación conceptual en la literatura. Más allá de la apelación institucional a la construcción de buenos *fundamentals*, que en este caso supone la adhesión (rebatible) a la hipótesis de eficiencia de los mercados, y la obtención de credibilidad por parte de las autoridades del país (no sólo, o no particularmente, las autoridades monetarias), la literatura no presenta una justificación analíticamente consistente de por qué la plena liberalización de la cuenta de capital resulta superior, desde el punto de vista de la efectividad de la política monetaria, a un esquema en que se limita, por ejemplo, el ingreso de capitales de corto plazo.

En definitiva, bajo un régimen de MI el objetivo de tipo de cambio debe subordinarse a la meta de inflación. En rigor, no debería siquiera haber un objetivo vinculado al tipo de cambio, cuya determinación debe quedar sujeta a los mercados. La regulación del ingreso y egreso de capitales, en este contexto, podría entorpecer la dinámica del ajuste hacia el tipo de cambio real de equilibrio de largo plazo. Ello no implica la ausencia total de intervenciones por parte de la autoridad monetaria en los mercados de divisas. En tal sentido, la autoridad monetaria deberá garantizar y hacer explícito (al público y los mercados) que las intervenciones en el mercado cambiario y los cambios en la tasa de interés que están destinados a influir en la cotización de la divisa sólo se realizarán a los fines de estabilizar los efectos de *shocks* temporarios⁴⁴, que pueden afectar la dinámica de formación de precios y/o la estabilidad financiera. De hecho, en la práctica, ningún banco central descuida por completo el tipo de cambio.

4. Fundamentos conceptuales de los regímenes de MI

En esta sección se analizan dos de los presupuestos teóricos centrales que subyacen a los modelos de MI: el de la existencia de una NAIRU (*non-accelerating inflation rate of unemployment*) y el problema de la inconsistencia temporal en el ejercicio de la política monetaria.

4.1. La NAIRU: implicancias teóricas y prácticas

La NAIRU (*Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment*) representa la tasa de desempleo que mantiene constante la tasa de inflación. Como tal, cumple un papel crucial en los regímenes de MI, al definir el nivel de empleo (y actividad) que constituye el umbral frente al que la autoridad monetaria debe actuar (por ejemplo,

⁴⁴ Por ejemplo, resultaría recomendable, en un país como la Argentina, suavizar la estacionalidad de la liquidación de divisas ligada al ciclo agrícola.

impulsando un aumento en el costo del dinero) si pretende evitar que la inflación se acelere. En esta sección se describen los supuestos analíticos sobre los que se apoya el concepto de NAIRU, así como algunas de sus implicancias prácticas.

Antecedentes

Los fundamentos de la NAIRU se remontan a la tasa "natural" de desempleo de Milton Friedman (1968) y Edmund Phelps (1967). La tasa natural de desempleo es la tasa que prevalece cuando cada trabajador se emplea a un salario que iguala su producto marginal. El desempleo, bajo esta perspectiva (compatible con el enfoque neoclásico), constituye una opción voluntaria de aquellos trabajadores que se resisten a aceptar dicha remuneración⁴⁵.

Según Friedman y Phelps (que introducen el supuesto de "expectativas adaptativas"), una tasa de desempleo menor a la "natural" sólo puede alcanzarse si los trabajadores aceptan trabajar a cambio de un salario inferior a su producto marginal, situación que sólo puede ocurrir temporariamente, como producto del desconocimiento ("engaño") de los trabajadores; por ejemplo, cuando éstos desconocen, en el momento de negociar su contrato laboral, el efecto que un aumento inesperado en el nivel general de precios, impulsado por una política monetaria expansiva, tendrá sobre el poder de compra de sus salarios.

Con el tiempo, si la autoridad monetaria insiste en reducir la desocupación por debajo de su nivel "natural", con el consiguiente impacto inflacionario, los trabajadores eventualmente aprenderán a defenderse del aumento de los precios, incorporando la inflación en sus demandas salariales, y ajustando su comportamiento en el mercado laboral de acuerdo con sus expectativas de inflación futura (que, según la hipótesis de expectativas adaptativas, equivale a la inflación pasada). Frente a este comportamiento "adaptativo" de los trabajadores, la proliferación de políticas monetarias expansivas, implementadas a fin de mantener (en el corto plazo) la desocupación por debajo de la tasa natural, requiere, para resultar efectiva, de niveles cada vez mayores de expansión monetaria (e inflación), que permitan "sorprender" una y otra vez a los trabajadores con aumentos de los precios superiores a los que previeron en el momento de negociar sus salarios. El resultado último (de

⁴⁵ El único desempleo involuntario (de "equilibrio") admitido desde esta perspectiva es el desempleo "friccional".

mediano/largo plazo) de este tipo de comportamiento por parte de la autoridad monetaria es inevitablemente una tasa de desempleo equivalente a la tasa natural y una tasa de inflación cada vez más elevada⁴⁶.

Si bien esta concepción parecía explicar coherentemente por qué el intento de franquear la tasa natural de desempleo redundaría en un proceso de aceleración inflacionaria, la evidencia empírica en contrario resultó terminante⁴⁷.

Con la “estanflación” de comienzos de los setenta se hizo necesaria una reinterpretación de la relación entre inflación y desempleo. En dicho contexto se produce, primero, la llamada “revolución” de las “expectativas racionales”⁴⁸. Si bien este enfoque superaba al de expectativas adaptativas (que admitía la posibilidad, poco justificable, de un error sistemático en la formación de expectativas por parte de los agentes), incurre en un conjunto de supuestos teóricos y metodológicos sumamente heroicos⁴⁹, que los llevan a concluir que tanto la política fiscal como la monetaria resultan inefectivas, ya no sólo en el largo plazo, sino incluso en el corto plazo.

En los años ochenta, en contraposición a los nuevos clásicos, surgen los “nuevos keynesianos”, quienes reemplazan la noción de tasa “natural” con el concepto de NAIRU⁵⁰. Los nuevos keynesianos ponen el acento en las negociaciones salariales y

⁴⁶ Años más tarde, el enfoque de “expectativas racionales” echaría por tierra la noción del “engaño” sistemático. Según los adherentes a dicho enfoque, ni siquiera en el corto plazo resulta posible alterar el nivel de actividad a través de la política monetaria.

⁴⁷ De acuerdo con la teoría de la tasa natural, los salarios reales deben variar contracíclicamente. Es decir, el salario real debe alcanzar su valor más bajo precisamente cuando, producto del “engaño” del que son víctima los trabajadores, el nivel de actividad se encuentra más alto, y la tasa de desempleo por debajo de su nivel “natural”; y viceversa. Sin embargo, la mayor parte de los relevamientos empíricos tienden a concluir que los salarios reales se mueven procíclicamente, o acíclicamente, pero no contracíclicamente (Baker, 2000).

⁴⁸ Sus precursores, los denominados “nuevos clásicos”, entre quienes se destacan Robert Lucas, Thomas Sargent, Neil Wallace, confrontaban tanto con el nekeynesianismo de posguerra (ver nota al pie N° 50) como con el monetarismo de Milton Friedman.

⁴⁹ Por ejemplo, la suposición de que los precios (incluidos los salarios) siempre, tanto en el corto como en el largo plazo, se encuentran en equilibrio, es decir, al nivel en que se vacían los mercados. En el ámbito del mercado de trabajo, dicho razonamiento implica que cualquier tasa de desocupación, por más elevada que sea, conforma un resultado de equilibrio (todos aquellos que no trabajan son desocupados voluntarios).

⁵⁰ Cabe aquí distinguir a las distintas corrientes de economistas autoproclamados “keynesianos”. En primer lugar se encuentran los “nekeynesianos”, corriente asociada a la “síntesis neoclásica”, cuyo apogeo se produce en la segunda posguerra, y que resultan decisivos en la definición de las políticas monetaria y fiscal de las economías industrializadas

las relaciones de poder que se presentan en el ámbito laboral. Si bien su aporte constituye un avance en relación con el de sus antecesores (monetaristas y nuevos clásicos), mantienen aún buena parte de los preceptos de la ortodoxia económica *pre-keynesiana*, como la determinación del producto de largo plazo del lado de la oferta (ley de Say), la idea de neutralidad del dinero, la reducción de la incertidumbre a mero riesgo, etc.

Derivación de la NAIRU

Un modelo sencillo permitirá ilustrar la lógica y condicionantes del modelo que subyace a los esquemas de MI basados en la existencia y operatividad de la NAIRU. Se supone que en cada período de tiempo t las empresas forman sus precios P de acuerdo con las siguientes expectativas de rentabilidad, sintetizadas mediante el coeficiente de *mark-up* μ , que se aplica sobre los salarios nominales W ⁵¹:

$$P_t = (1 + \mu) \cdot W_t \quad (4)$$

Las aspiraciones salariales de los trabajadores se manifiestan en términos reales. De allí que dependan, en primer lugar, del nivel de precios esperado P^e (cuanto mayor sea el nivel de precios esperado para el período t , mayor será el salario nominal exigido por los trabajadores para dicho período, dada una determinada pretensión de ingresos reales). Dependen, también, de la tasa de desempleo u vigente en dicho momento, que determina la fortaleza o debilidad relativa de los trabajadores *vis à vis* los empresarios:

hasta comienzos de los setenta. John Hicks y Franco Modigliani, cuyos trabajos tienden a reducir el argumento original de Keynes a la mera existencia de rigideces en los mercados, particularmente el laboral, son los exponentes originales de esta corriente, que Joan Robinson mordazmente calificara de “keynesianismo bastardo”. En segundo lugar se encuentran los “nuevos keynesianos”, cuyo apogeo se manifiesta en la actualidad. Esta corriente procura demostrar microeconómicamente la validez de los argumentos de Keynes, que también tienden a reducir (erróneamente) a la proliferación de rigideces en los mercados. Entre los principales exponentes de esta corriente suele mencionarse a Gregory Mankiw y David Romer. Finalmente, se encuentran los “post-keynesianos”, cuyos trabajos reflejan más fidedignamente la obra original de Keynes, tendiente a favorecer la intervención estatal en la economía, desde un papel creciente de la inversión pública hasta el control del movimiento internacional de capitales. En Inglaterra, Roy Harrod, Nicholas Kaldor y Joan Robinson son los exponentes más renombrados; en Estados Unidos, el autor de más prestigio es Hyman Minsky.

⁵¹ El modelo, en extremo sencillo, supone que el costo laboral es el único costo que deben afrontar los empresarios.

$$W_t = P_t^e \cdot f(u_t) \quad (5)$$

con $f'(u) < 0$ indicando la relación negativa entre desempleo y la capacidad de negociación de los trabajadores. Así, a mayor tasa de desocupación u_t , menor será el nivel salarial al que podrán aspirar los trabajadores. Cabe suponer, para facilitar su utilización, que $f(u)$ asume la siguiente forma lineal:

$$f(u) = 1 - \alpha \cdot u_t \quad (6)$$

donde α refleja la intensidad del efecto de un cambio en la tasa de desocupación sobre el salario. Cuanto menor sea α mayor será la capacidad de organización y respuesta por parte de los trabajadores. Bajo este modelo, un α menor representa una suerte de barrera de contención que atenúa el impacto de lo que sucede en el mercado de trabajo en las remuneraciones salariales. Agrupando (4), (5) y (6):

$$P_t = P^e \cdot (1 + \mu) \cdot (1 - \alpha \cdot u_t) \quad (7)$$

La ecuación (7) puede re-expresarse (por aproximación) en términos lineales de la siguiente forma:

$$\pi_t \approx \pi_t^e + \mu - \alpha \cdot u_t \quad (8)$$

donde π_t representa la tasa de inflación y π_t^e la tasa de inflación esperada en el período t . De la ecuación (8) puede derivarse la NAIRU, esto es, la tasa de desempleo para la cual resulta válida la siguiente condición de igualdad:

$$\pi_t = \pi_t^e \quad (9)$$

Incorporando la condición de igualdad (9) en la ecuación (8) se obtiene la NAIRU (u_N):

$$u_N \approx \frac{\mu}{\alpha} \quad (10)$$

De la ecuación (10) se infieren varios elementos característicos de este tipo de modelo. En primer lugar, que a mayor fortaleza de los trabajadores (menor valor de α), mayor será la tasa de desempleo de “equilibrio” (aquella para la cual la tasa de inflación se mantendrá constante, o NAIRU). En segundo lugar, que a mayor coeficiente de *mark-up* μ (peor distribución del ingreso) mayor será la tasa de desocupación que permitirá mantener el *status quo* (distributivo) sin incurrir en presiones inflacionarias. En tercer lugar, que la distribución del ingreso vigente, reflejada en el coeficiente μ , se considera inamovible (Sawyer, 1997)⁵².

Recapitulando, bajo este enfoque existe una tasa de desocupación—la NAIRU—que mantiene los reclamos salariales en línea con la distribución del ingreso prevaleciente. Por debajo del umbral establecido por la NAIRU, los trabajadores se predispondrán a discutir la distribución del ingreso vigente. Al hacerlo, se enfrentarán con la resistencia de las empresas, que en caso de acceder a los reclamos salariales trasladarán los aumentos nominales a sus precios, volviendo estéril el esfuerzo de los trabajadores, amén de promover una espiral inflacionaria que sólo cesará cuando los trabajadores desistan de sus reclamos salariales. Para ello, a menos que se produzca una "auto-limitación" de las demandas de aumento salarial, debe aumentar la tasa de desocupación hasta alcanzar su nivel de "equilibrio". En suma, bajo esta perspectiva, en la medida en que no se habilite la discusión acerca de la distribución del ingreso, la única manera de reducir la inflación es mediante el aumento de la tasa de desempleo, que debe aumentar hasta un nivel—el de la NAIRU—que atempere el ánimo reivindicativo de los trabajadores.

La introducción de la NAIRU tiene la virtud de ubicar la cuestión salarial y distributiva en el centro de la discusión. Y de reconocer que el desempleo constituye uno de los dispositivos más relevantes de negociación salarial desde el punto de vista del empresariado en el mediano/largo plazo. Desde dicha perspectiva, la visión de los nuevos keynesianos resulta más realista (desde el punto de vista de su pertinencia empírica) que la del monetarismo o de los nuevos clásicos. De hecho, la NAIRU, a diferencia de la “tasa natural” de desempleo, resulta compatible con cualquier tasa de

⁵² De allí que, como sostiene Esquivel (2004), otra manera de definir el equilibrio macroeconómico bajo esta perspectiva es mediante el requisito de que los aumentos salariales no excedan a los de productividad; es decir, que la participación asalariada en el ingreso nacional se mantenga constante.

desempleo, incluyendo situaciones de desempleo involuntario severo. La NAIRU es, tan sólo, la tasa de desocupación que mantiene constante la inflación:

$$\pi_t = \pi_t^e - \alpha(u_t - u_N) \quad (11)$$

La concepción de la NAIRU presenta otros puntos débiles, más allá de sus implicancias distributivas. Si la tasa de desempleo se ubica por debajo de la NAIRU y se verifican presiones salariales, la inflación no necesariamente debe acelerarse. Existen otros canales a través de los cuales pueden absorberse los aumentos salariales. Por un lado, una menor tasa de desempleo puede ir acompañada de incrementos en la productividad que compensen los incrementos salariales, de manera que el aumento salarial no afecte la rentabilidad empresarial (Baker, 2000). Por otro lado, los incrementos salariales no necesariamente son trasladados a precios. De la ecuación (8) se desprende que una reducción del desempleo no ejercería presiones inflacionarias si se admitiera alguna disminución del coeficiente de *mark-up* μ , que en este modelo representa la distribución del ingreso. El enfoque de MI, como se observa en la ecuación (11), así como en la regla de Taylor presentada en la ecuación (3), omite de esta manera toda consideración de la variable distributiva. Si, efectivamente, la distribución del ingreso resulta inamovible (esto es, indiscutible desde el punto de vista social y político), la determinación de una tasa de desempleo sustentable desde el punto de vista inflacionario ($u_t = u_N$) dependerá, en última instancia, de la “buena voluntad” de los trabajadores. En definitiva, en un contexto de este tipo, a mayor fortaleza de los trabajadores, mayor será la NAIRU, que se convierte así en un obstáculo infranqueable para alcanzar el pleno empleo.

Complicaciones prácticas

Según Baker (2002), no se ha demostrado que una tasa de desempleo inferior a la NAIRU necesariamente genere mayor inflación:

[N]i la imperfecta evidencia acerca de la existencia de la NAIRU ni sus cuestionables fundamentos teóricos justifican una política deliberada para contraer la actividad económica y mantener el nivel de desempleo más allá de la NAIRU. Hoy [año 2000], luego de cinco años del denominado “experimento de crecimiento”, la política de la Reserva Federal ha refutado el concepto de la NAIRU al haberse registrado tasas de desempleo sustancialmente inferiores a las

estimaciones de la NAIRU y menores niveles de inflación (Baker, 2000; traducción propia).

Los esfuerzos de la autoridad monetaria por minimizar la inflación pueden redundar en importantes pérdidas de puestos de trabajo y/o constituir la justificación de presiones para la disminución de los salarios.

La NAIRU, por definición, puede variar con el transcurso del tiempo⁵³. El caso de Estados Unidos es paradigmático en el sentido que revela los riesgos de aceptar sin mayores cuestionamientos la existencia de (y capacidad de medir con exactitud) la NAIRU. En 1990, por ejemplo, la tasa de desempleo en Estados Unidos era del 5,6%, en tanto que la tasa de inflación ascendía a 5,4% anual. Hacia 1997, tanto la tasa de desocupación, que se ubicó en torno al 4,9%, como la de inflación, que rondó el 2,3%, habían disminuido. Si entonces la Reserva Federal se hubiera ceñido a su estimación de la NAIRU, en torno al 6% para el período 1994-2000, impidiendo la disminución de la desocupación por debajo de dicho nivel, el costo en términos de crecimiento para los Estados Unidos hubiera superado los 3.500 dólares per capita (Baker, 2000). Ello refleja—sin considerar a los millones de personas que dejaron de estar desempleadas gracias al aumento del empleo—los costos que pueden derivarse de la utilización de la NAIRU como parámetro medular de la política monetaria.

La suposición acerca de la existencia de (y capacidad de medir adecuadamente) la NAIRU puede, al margen de sus implicancias económico-sociales, tornarse impracticable desde un punto de vista operativo. Según Epstein y Maximov (1999), la NAIRU:

- ✓ no resulta fácil de estimar con un mínimo de precisión⁵⁴;
- ✓ varía en el tiempo, independientemente de la política monetaria⁵⁵;

⁵³ El propio Milton Friedman afirmó que buena parte de las características que determinan la tasa de desempleo vigente responden al accionar de hombres y mujeres—imposición de salarios mínimos, subsidios al desempleo, etc.— y que son éstos quienes determinan una tasa natural superior a la que debería prevalecer de no existir dichas instancias “extra-económicas”.

⁵⁴ Las diferentes estimaciones puntuales de la NAIRU pueden llegar a reflejar varios puntos porcentuales de diferencia para una economía dada en un momento determinado.

⁵⁵ Al respecto, véase Pollin (1998).

- ✓ opera asimétricamente, ya que a pesar de que los incrementos en el desempleo tienden a reducir la inflación, la disminución en el desempleo no necesariamente acelera la inflación;
- ✓ puede dar lugar a “histéresis”, relacionada con la política monetaria⁵⁶;

En tal sentido, cabe resaltar que la NAIRU no constituye una categoría directamente observable, sino una construcción analítica pasible de ser cuantificada. Ello implica que la validez de los modelos macroeconómicos sobre los que se basa su estimación econométrica revista una importancia central⁵⁷; no sólo por su rol dentro de los esquemas de MI (en última instancia, la NAIRU define el nivel de actividad de “equilibrio” desde el punto de vista de la tasa de inflación), sino también porque la mera concepción de una NAIRU supone una definición terminante sobre el funcionamiento del mercado de trabajo y la determinación de la distribución del ingreso en la sociedad. Cabe reiterar, en tal sentido, que la NAIRU no equivale a la “tasa natural” de desempleo (esto es, la tasa de desocupación a la que el mercado de trabajo se “vacía”), sino que tiende, de hecho, a ubicarse por encima de ésta.

Desempleo, distribución del ingreso y disciplina social

Desde distintas vertientes teóricas, de Milton Friedman a Michal Kalecki, subyace el papel del desempleo como instancia reguladora de los conflictos de clase que se presentan al interior de la sociedad y se manifiestan en el mercado de trabajo, así como en el propio seno de la empresa capitalista.

Milton Friedman (1968) parte de la dicotomía clásica entre las esferas real y monetaria de la economía, que descansa en el supuesto de que los niveles de empleo e ingresos se determinan del lado de la oferta, en función de las dotaciones, gustos y tecnología (productividad) existentes en cada momento—de allí que la política monetaria, en el largo plazo, sólo tenga efectos sobre el nivel de precios. De ello se deriva la condición de primer orden (neoclásica) de igualdad entre el salario real y el producto marginal

⁵⁶ Dicha histéresis puede presentarse si el incremento en el desempleo ocasionado por la suba en las tasas de interés repercute en la tasa de crecimiento del capital físico, genera un mayor nivel de desempleo estructural y un posterior incremento de la NAIRU (por encima de su valor previo).

⁵⁷ Para un análisis crítico de los fundamentos teóricos sobre los que tienden a fundarse las estimaciones de la NAIRU, véase Sawyer (1997a).

del trabajo. Dentro de esta lógica, donde los trabajadores tienen la libertad de elegir entre trabajar o mantenerse “ociosos” a cada nivel de salario real posible, la tasa “natural” de desempleo involuntario (excluyendo desempleo “friccional”) equivale a cero si y sólo si todos los trabajadores reciben su salario de equilibrio. Así, una tasa de desempleo superior a la natural sólo podría emerger como consecuencia del accionar de los propios trabajadores (sindicatos), o de alguna otra fuerza ajena al mercado (salario mínimo), que impida que el salario se ajuste a un nivel compatible con el pleno empleo. Como fuera mencionado, los partidarios de este enfoque sostienen, explícita o implícitamente, que el desempleo es generado por los propios trabajadores.

Michal Kalecki (1943) analiza los cuestionamientos políticos y sociales a los que puede verse enfrentado el empresariado bajo plena o cuasi plena ocupación, al verse amenazado el control del proceso de trabajo al interior de la firma. Semejante debilitamiento puede concitar en los empresarios la conveniencia de promover una desaceleración general de la actividad económica, de manera de aumentar el desempleo y restablecer los fundamentos de su supremacía social y política⁵⁸.

Lo que interesa destacar aquí es la existencia de cierta semejanza entre autores como Kalecki y los nuevos keynesianos en la medida en que todos plantean que un nivel mínimo de desempleo resulta “funcional” como valla de contención de los reclamos salariales de los trabajadores; coincidencia que abarca, incluso, a los proponentes de la tasa “natural” de desempleo. Implícita o explícitamente, todos coinciden en que tasas positivas de desempleo son en última instancia el resultado del conflicto en torno de la distribución del ingreso⁵⁹.

Así, no son las “imperfecciones” del mercado de trabajo las que impiden alcanzar el pleno empleo. El desempleo como instrumento de contención del reclamo salarial de

⁵⁸ La interpretación de Kalecki guarda alguna semejanza con la concepción del “ejército industrial de reserva de desempleados” de Marx (1867; Capítulo 25), quien también considera a la desocupación como instrumento de la clase capitalista para atemperar los reclamos salariales y de mejoras en las condiciones de trabajo, si bien en el caso de éste la dinámica que rellena sistemáticamente el ejército de reserva es endógeno, una expresión de la “ley general de acumulación capitalista”, en tanto para Kalecki adquiere ribetes conspirativos. Para una formalización del argumento de Marx, véase Goodwin (1967).

⁵⁹ Como afirma Malcolm Sawyer, “en la medida en que la NAIRU es concebida como un obstáculo para alcanzar el pleno empleo, debe ser vista como el producto de la puja distributiva” (Sawyer, 1997b; traducción propia). En el trabajo citado, Sawyer sugiere reemplazar a la noción de NAIRU por la de CISRU (*Constant Income Share Rate of Unemployment*), precisamente para resaltar que, en rigor, la NAIRU constituye la tasa de desempleo que mantiene inalterada la distribución del ingreso.

los trabajadores supone el fracaso de otras instancias, no necesariamente mercantiles, de resolución del conflicto en torno a la distribución del ingreso. En tal sentido, debe tenerse presente que, tal como se vislumbra en la ecuación (10), bajo el enfoque de la NAIRU la persistencia de una tasa de desempleo relativamente baja y sostenible sólo resulta compatible con situaciones de relativa debilidad sindical; en otras palabras, incompatible con una elevación de los ingresos reales de los trabajadores.

En la Argentina, dados los niveles de desocupación y subocupación contemporáneos, una política monetaria que procurara basarse en el concepto de NAIRU puede propiciar no sólo la consolidación de las reformas estructurales implementadas durante la década pasada (como se planteó en la Sección 3), sino también la institucionalización de las condiciones de funcionamiento vigentes en el mercado de trabajo, así como en la distribución del ingreso heredada de la convertibilidad (y agravada por el proceso devaluatorio que acompañó su colapso). En rigor, en una economía como la Argentina difícilmente pueda aplicarse una categoría como la NAIRU. Respecto de nuestro país, cabe preguntarse: ¿Cuál es la tasa de desempleo ante la cual la (incipiente) recuperación salarial comenzará a repercutir sobre la inflación? Frenkel y Rapetti lo plantean elocuentemente:

[E]l fundamento teórico más general de la política monetaria enfocada exclusivamente en la inflación [...] es la hipótesis de que el mercado de trabajo tiende espontáneamente a la “tasa natural de desempleo”. Difícilmente podrían los bancos centrales de Argentina o Brasil explicitar ese argumento para fundamentar la aplicación de esa política, porque en estas latitudes la hipótesis se evidencia falsa a simple vista. Sin embargo, se promueve de todas maneras el inflation targeting, aunque sus fundamentos no puedan siquiera mencionarse (Frenkel y Rapetti, 2004).

Dichos fundamentos remiten precisamente a la relación entre control de la inflación, desempleo y distribución del ingreso⁶⁰. La convalidación o discusión de la distribución del ingreso supone una decisión política, no una decisión técnica que pueda quedar a cargo de una autoridad monetaria independiente de las instituciones políticas. Ello conduce al tema de la siguiente sección: el de la independencia del banco central.

⁶⁰ La cuestión distributiva no sólo remite a la distribución entre trabajadores y empresarios, sino a la puja que se establece al interior del propio sector empresario. Las tasas de interés reales altas que tienden a prevalecer bajo los regímenes de MI favorecen a los sectores cuyos ingresos se asocian predominantemente a las rentas financieras, en detrimento de las actividades productivas (Epstein y Power, 2003).

4.2 Inconsistencia temporal e independencia del banco central

El sustento teórico de la recomendación ortodoxa de independencia del banco central se remonta a la literatura sobre “inconsistencia temporal”⁶¹. El argumento es, muy sintéticamente, el siguiente. Los gobiernos, en la medida en que pueden influir sobre la política monetaria, procurarán implementar políticas expansivas (disminución de la tasa de interés) que disminuyan la tasa de desempleo por debajo de la tasa “natural”. En el afán (“cortoplacista”) por franquear el límite impuesto por la tasa “natural” de desempleo, tenderán a acelerar la inflación⁶². La tasa de inflación resultante, superior a la prevista originalmente por los agentes al pactar sus salarios, disminuye el poder de compra de los trabajadores. Se dice, por consiguiente, que los trabajadores han sido “engañados” por las autoridades monetarias, en la medida en que reciben un salario real inferior al que habrían obtenido si la autoridad monetaria no hubiera aplicado la política expansiva, resignándose a aceptar la tasa “natural” de desempleo.

Como se planteó en la sección anterior, una política de este tipo puede surtir efecto *sólo en el corto plazo* (es decir, la desocupación se ubicará temporariamente por debajo de su tasa “natural”), dado que los agentes advertirán la estrategia de la autoridad monetaria e incorporarán una mayor inflación en sus demandas salariales. De allí el sesgo inflacionario atribuido a toda política monetaria que sistemáticamente pretenda sortear la barrera interpuesta por la tasa “natural” de desempleo. De acuerdo con la literatura ortodoxa, para sostener en el tiempo una tasa de desempleo inferior a la natural, las autoridades deben “sorprender” una y otra vez a los agentes, con una política expansiva que deberá ser cada vez más enérgica, y que redundará en una tasa de inflación cada vez mayor.

La reducción de la desocupación por debajo de la NAIRU constituye, dentro de este marco, un objetivo indefectiblemente condenado al fracaso. En el largo plazo, la tasa de desempleo tenderá a volver a su nivel “natural” aunque, precisamente debido a la sucesión de tentativas expansivas de corto plazo, la tasa de inflación habrá aumentado. En este contexto, una autoridad monetaria “consistente” es aquella que se abstiene de aprovechar el efecto positivo de corto plazo que puede lograrse con una “sorpresa” inflacionaria. La noción de “inconsistencia temporal” alude precisamente a las situaciones en que la autoridad monetaria adopta una actitud “oportunista” (por

⁶¹ Los trabajos pioneros corresponden a Kydland y Prescott (1977) y Barro y Gordon (1983).

⁶² En esta sección se alude indistintamente a la tasa “natural” de desempleo y a la NAIRU.

iniciativa propia o influenciada por el gobierno), incompatible con la trayectoria de largo plazo del producto y del empleo (NAIRU). En el caso específico de un régimen de MI, la inconsistencia temporal se refiere a la posibilidad de que la autoridad monetaria no tome las medidas contractivas necesarias ante la ocurrencia—o inminencia—de una tasa de inflación superior a la estipulada por la meta.

Resumidamente, en una economía en la que prima una determinada tasa “natural” de desempleo o NAIRU, en la que el dinero es neutral, y en la que, por consiguiente, la política monetaria no puede ejercer influencia alguna sobre las variables reales de la economía en el largo plazo⁶³, una política monetaria que procurara reducir la tasa de desocupación por debajo de su nivel “natural” sólo podría lograrlo en el corto plazo (“sorprendiendo” a los agentes). En el largo plazo la tasa de desempleo convergerá con la “natural” o NAIRU, y la inflación se habrá acelerado.

La literatura atribuye la actitud “cortoplacista” señalada anteriormente a la mala influencia de los gobiernos, cuya suerte electoral depende (se supone) del nivel de actividad y empleo, y cuyo horizonte temporal es, cuanto menos en lo que atañe al impacto de la política monetaria, el corto plazo. Dado que, desde el punto de vista del producto y el empleo, dicha actitud no sólo no reporta beneficios en el largo plazo, sino que además redundaría en mayores tasas de inflación (mayor inflación, que, según algunos autores, puede perjudicar el desempeño económico en el largo plazo⁶⁴), la literatura recomienda alejar a las autoridades electas del manejo de la política monetaria. Se supone que la independencia del banco central respecto de las autoridades electas eliminaría dicho sesgo inflacionario⁶⁵.

Dado que las decisiones de los agentes dependen de sus expectativas respecto de la conducta futura de la autoridad monetaria, la credibilidad que ésta alcance cobra una importancia fundamental (Sección 3). Así, una derivación lógica de la literatura de la inconsistencia temporal es que un banco central independiente y “creíble”⁶⁶ podrá,

⁶³ Cabe hacer notar que si alguno de dichos supuestos no se verifica en la realidad, la argumentación carece de validez.

⁶⁴ En la Sección 5.1 se discute la relación entre inflación y crecimiento económico.

⁶⁵ El énfasis aquí remite a los aspectos monetarios de la independencia del banco central, sin considerar las cuestiones relacionadas con la regulación de las entidades financieras.

⁶⁶ Desde el punto de vista de las recomendaciones prácticas la literatura suele asociar independencia con credibilidad.

llegado el caso, reducir la inflación sin costo alguno desde el punto de vista del nivel de actividad y empleo⁶⁷. Como se discutiera en la Sección 3, en un esquema de MI ello implica que la autoridad monetaria, bajo ninguna circunstancia, reniegue de su compromiso con la meta estipulada, aunque ello lleve a desacelerar la tasa de crecimiento económico y, seguramente, a aumentar la de desocupación. Según Benjamín Friedman:

[U]n banco central “creíble” conforma algo más que un banco central que se atiene a seguir devotamente la meta estipulada... Más específicamente, en el contexto actual, un banco central “creíble” es aquél que se supone está imperturbablemente comprometido con mantener una tasa de inflación baja (Friedman, 2002; traducción propia)⁶⁸.

En este contexto, la credibilidad se reduce, en la práctica, a la renuencia por parte de la autoridad monetaria a asumir ninguna responsabilidad con respecto a la evolución de la economía real. Se trata, retomando el significado de la ecuación (3), de una lectura parcial de la regla de Taylor, en la que los desvíos respecto de la meta inflacionaria resultan, de hecho, más relevantes que los desvíos en materia de empleo. Nuevamente, según Benjamín Friedman:

[el término] “independencia” se refiere en buena medida a lo que el ciudadano promedio presupone: la facultad que, tanto desde un punto de vista institucional como práctico, tienen los banqueros centrales para tomar las decisiones que consideren más acertadas, sin previa ni posterior interferencia de ningún tipo de autoridad. No obstante, en parte de la literatura el término “independencia” se refiere, en cambio, a la firmeza de las preferencias del banco central con respecto a la inflación vis à vis la evolución de economía real (Friedman, 2002; traducción propia).

En sus propios términos, los argumentos sobre los que descansa la recomendación de independencia de la autoridad monetaria resultan coherentes. No obstante, sin detenerse en la validez de los supuestos fundamentales sobre los que se apoya dicha recomendación (neutralidad del dinero, expectativas racionales, vigencia de la ley de

⁶⁷ Dicho costo constituye el coeficiente o *ratio* de sacrificio (*sacrifice ratio*).

⁶⁸ En un trabajo reiteradamente citado, Debelle y Fisher (1994) definen a la independencia del banco central precisamente como el grado de aversión a la inflación por parte de la autoridad monetaria.

Say, etc.), dicho esquema contiene debilidades elementales, tanto en el plano empírico como en el conceptual.

La evidencia empírica

Desde una perspectiva empírica, la evidencia a cotejar se relaciona, por un lado, con la supuesta correlación existente entre el llamado “ciclo político” y las variaciones en la política monetaria, así como, por otro, con la supuesta reducción del coeficiente de sacrificio (*sacrifice ratio*) que debiera derivarse de la mayor independencia de la autoridad monetaria.

En el marco de la discusión acerca de la validez empírica de la inconsistencia temporal se ha desarrollado una vasta literatura relacionada con el ciclo económico-político (*political business cycles*). Según la hipótesis de Alesina et al. (1997), las decisiones de las autoridades dependen de la filiación ideológica del partido político gobernante. Los gobiernos relativamente más conservadores serían partidarios de un mayor control de la inflación, en tanto aquéllos relativamente más progresistas privilegiarían un mayor crecimiento del empleo y del producto, esto es, utilizarían la política monetaria con el objeto de incidir sobre las variables reales de la economía. Bajo el supuesto de expectativas racionales, la hipótesis implica que, por ejemplo, el cambio de un gobierno relativamente conservador a otro relativamente progresista, generará incrementos temporarios en el empleo y la producción, a costa de un aumento de la inflación (de carácter permanente). Los resultados, sin embargo, no parecen ser concluyentes. Mientras que para Alesina et al. (1997) dicha hipótesis no puede ser rechazada (lo cual no implica convalidación), para Epstein y Maximov (1999) el sustento empírico de la hipótesis de inconsistencia temporal puede basarse en la insuficiente cantidad de observaciones incluidas en sus estudios. Al margen de la indefinición empírica, dicho análisis, al poner énfasis en los cambios de gobierno (suponiendo que las ponderaciones de las autoridades salientes difieren de las de las entrantes) ha tendido a reforzar, en la práctica, la propuesta de independencia del banco central.

La hipótesis de que una autoridad monetaria creíble—atributo supuestamente asociado a su independencia—disminuye el costo de reducir la inflación (*sacrifice ratio*) carece por completo de sustento empírico. De acuerdo con Epstein y Maximov (1999), no se ha podido demostrar que una mayor independencia haya permitido a los bancos centrales mejorar su credibilidad ni los costos (en términos de pérdidas de

empleo y producto) asociados a las políticas de reducción de la inflación. Los estudios econométricos son concluyentes al respecto. Muchos de ellos rechazan la existencia de correlación entre independencia del banco central y crecimiento económico⁶⁹. Otros, como Fisher (1996) y Posen (1995) concluyen que hasta puede existir una correlación positiva entre la independencia de la autoridad monetaria y los costos de la desinflación. En el mismo sentido, Eijffinger y De Haan (1996) sostienen que “toda la evidencia implica que la pérdida de producto sufrida durante las recesiones tiende a incrementarse, en promedio, cuanto mayor sea la independencia del banco central”. Debelle y Fisher (1994) señalan cómo ni siquiera el banco central alemán (Bundesbank), considerado en su momento como el más creíble e independiente de los bancos centrales del mundo, pudo reducir el coeficiente de sacrificio⁷⁰.

Hasta los más fervientes proponentes de MI expresan cierto escepticismo:

El régimen MI no es la panacea... no permite la disminución de la inflación de las economías sin incurrir en costos en términos de pérdida de producto y empleo; tampoco se logra la credibilidad de manera automática adoptando las MI. La evidencia sugiere que la única forma que tienen los bancos centrales para ganar credibilidad es la vía dura: demostrando que ellos tienen los medios y que van a reducir y mantener la inflación baja por un período de tiempo... Adicionalmente, y de manera general, debemos admitir que el desempeño económico de países como Estados Unidos y Australia, que no han utilizado un régimen de MI en el período considerado, no es apreciablemente diferente de los que sí lo han utilizado. Mientras que en estos últimos la inflación permanece inesperadamente baja mientras el crecimiento del producto retorna a su sendero predicho, lo mismo también ocurre para los que no lo aplican... En resumen, además de que las metas de inflación no son una condición necesaria para mantener baja la inflación, en aquellos casos donde la meta se ha alcanzado la reducción de la inflación ha tenido como contrapartida significativas reducciones en el nivel de actividad en el corto plazo (Bernanke et al., 1999; traducción propia).

⁶⁹ A su vez, en los casos donde si se encontró la relación esperada no pudo establecerse la dirección de causalidad entre las variables (Bibow, 2001).

⁷⁰ Dado que ello ocurrió en el caso del Bundesbank alemán, cabe preguntarse si aquellos países que sean catalogados por los mercados como "débiles" en materia institucional, no se verán obligados mostrar un empeñamiento exagerado por lograr su objetivo inflacionario, hecho que redundará en mayores tasas de interés de las que prevalecerían en un contexto de fortaleza institucional caracterizado por la transparencia y la credibilidad, más cercano a los países desarrollados.

Inconsistencia conceptual

Desde el punto de vista conceptual la discusión remite, en última instancia, a la concepción que la economía ortodoxa tiene del funcionamiento de las economías capitalistas. Por ejemplo, la economía ortodoxa implica una determinada concepción sobre el papel del dinero, que supone neutral; sobre la evolución de los saldos monetarios, que supone exógena; sobre el papel de la demanda efectiva, que supone trivial o inexistente, lo que en última instancia remite a la vigencia o no de la controvertida “ley de Say”; sobre la dinámica que explica la determinación de la distribución del ingreso, que supone depende de la dotación de factores; sobre el funcionamiento de los mercados financieros, que suponen transparente (la hipótesis de “eficiencia de los mercados”), y por ende del efecto beneficioso que cabe esperar de la plena liberalización del movimiento internacional de capitales; etc. Sin entrar en una discusión de fondo sobre cada uno de estos supuestos fundamentales, cabe aquí reseñar brevemente uno de los trabajos (Bibow, 2001) que con más sensatez desarticula la lógica del argumento de la inconsistencia temporal y, con él, la recomendación de independencia de la autoridad monetaria.

De acuerdo con la literatura sobre inconsistencia temporal, la sucesión de acontecimientos y decisiones que deviene en un sesgo inflacionario es la siguiente. Primero, los agentes negocian salarios sobre la base de sus expectativas de inflación futura (expectativas que se forman fundamentalmente en función de la conducta esperada de parte de la autoridad monetaria). Segundo, una vez cerrada la negociación salarial, la autoridad monetaria define su propio curso de acción, que puede: (a) convalidar las expectativas de los agentes; o (b) “engañar” a los agentes, impulsando una expansión que reduzca (temporariamente) la tasa de desempleo por debajo de la tasa “natural”, a costa de cierta aceleración en la inflación. Dado que los agentes forman sus expectativas racionalmente, esta segunda opción no podría repetirse con efectividad. Sólo una nueva “sorpresa” redundaría en una reducción del desempleo por debajo de su nivel natural, aunque ello conllevaría una nueva aceleración de la inflación.

En teoría, entonces, los gobiernos que procuren disminuir el desempleo por debajo de su tasa “natural” confiarán en que: (a) el público confunda incrementos en el nivel general de precios con variaciones en los precios relativos; (b) los contratos nominales de largo plazo acordados antes de la inflación, no puedan ser rápidamente renegociados, resultando en una caída de los salarios reales que, por ende,

incrementa los beneficios y tiende a estimular la demanda de empleo y la producción. La conclusión de esta historia ya fue indicada: la política monetaria expansiva redundará en mayores niveles de inflación en virtud de que las sucesivas renegociaciones de contratos incluirán expectativas de una mayor inflación, lo cual restituye el nivel de empleo agregado a su tasa “natural”. La inconsistencia temporal, origen de las mayores tasas de inflación, representa el desvío de las autoridades respecto del sendero anunciado *ex ante*.

El problema radica en que la secuencia indicada, que subyace a la hipótesis de inconsistencia temporal, difiere fundamentalmente de la secuencia de los hechos verificada en la práctica. Debido a que, como se mencionara en la Sección 2.2, la política monetaria opera con rezagos significativos, de hasta incluso dos años de extensión, la propia realidad no deja resquicio para la mentada “sorpresa” inflacionaria. De hecho, los agentes renegocian sus contratos salariales antes de que la modificación de política monetaria surta su efecto:

[L]a transmisión de una sorpresa inflacionaria lleva prácticamente el doble de tiempo [que el período de vigencia de los contratos salariales]. Los participantes del mercado de trabajo por ende saben que sobra el tiempo para ajustar sus pretensiones si la autoridad monetaria fuera tan torpe como para intentar sorprenderlos. Por su parte, la autoridad monetaria, sea o no independiente, debiera comprender no sólo la inutilidad de ese tipo de intentos, sino también que la conducta óptima debiera, en primer término, abstenerse de dichas tentativas. Por consiguiente, bajo un esquema de expectativas racionales, que tome adecuadamente en cuenta los rezagos, el problema de inconsistencia temporal carece de sentido. Sencillamente, los banqueros centrales de la realidad no poseen el poder sobrenatural necesario como para trascender los extensos y variables rezagos de los mecanismos de transmisión de la política monetaria y hacer brotar una sorpresa inflacionaria en la cara de los participantes del mercado laboral. De esta manera, semejante comportamiento por parte de la autoridad monetaria no sólo resulta irracional, sino que además sus supuestas consecuencias resultan inalcanzables. En consecuencia, la literatura sobre inconsistencia temporal ofrece una pseudo solución para un problema que, en el mejor de los casos, ni siquiera existe (Bibow, 2001; traducción propia).

Esta incompatibilidad entre los supuestos de la teoría y la realidad no comporta un típico problema de abstracción teórica, en que se omiten ciertos aspectos de poca

relevancia en la investigación, sino que involucra rasgos esenciales de los procesos de decisión y elección analizados⁷¹.

Los fundamentos supuestamente técnicos de la habitual recomendación de independencia del banco central descansan sobre la hipótesis de inconsistencia temporal. La convicción con que, sobre la base del dispositivo teórico de la inconsistencia temporal, la mayoría de la profesión adhiere a la recomendación de independencia de la autoridad monetaria, parece responder más a intereses económicos y políticos que a la racionalidad económica. En tal sentido, el propio Bibow relaciona la estructura de la política monetaria tal como ésta es concebida por la vertiente ortodoxa con el conflicto distributivo que constituye el trasfondo de toda teoría basada en la existencia de una NAIRU:

En este contexto, la independencia del banco central se asemeja al dispositivo “conservador” de la política de ingresos, dado que se institucionaliza la amenaza de una venganza [bajo la forma de mayor desocupación] en caso de que no se verifique cierta auto-limitación en materia salarial (Bibow, 2001; traducción propia).

Implicancias institucionales

Los proponentes del régimen de MI esgrimen la necesidad de contar con una autoridad monetaria independiente. Algunos de ellos sugieren incluso que sea manejada por un banquero central de tinte conservador que pueda confrontar con las inclinaciones cortoplacistas de las autoridades políticas (Rogoff, 1985)⁷². Al respecto, cabe tan solo señalar que la literatura que adhiere a este tipo de interpretación en ningún momento discute las consecuencias de esta clase de arreglo institucional desde el punto de vista de la calidad de la representación democrática. En tal sentido, un rasgo característico de dicha literatura es que tiende a considerar a los gobiernos electos como agentes insensatos, ineptos y oportunistas; en tanto considera a las autoridades monetarias como agentes sensatos, idóneos y consustanciados con los

⁷¹ Según Goodhart y Huang (1995; 1998; citado en Bibow, 2001) los supuestos convencionales utilizados por la literatura de inconsistencia temporal acerca de los rezagos con que opera la política monetaria no coinciden con la evidencia fáctica ni en Estados Unidos ni en Gran Bretaña, de dónde, cabe recordar, dicha teoría es originaria.

⁷² También se sugiere que el contrato de las autoridades monetarias se establezca por un plazo lo suficientemente extenso, que trascienda al de los gobiernos electos.

intereses de los ciudadanos. La propuesta de independencia de la autoridad monetaria conforma, desde la perspectiva teórica de, por ejemplo, la ciencia o la filosofía política, un esquema institucional manifiestamente “elitista” que, al independizar a la autoridad monetaria de los gobiernos electos, excluye al soberano (electorado) de toda influencia sobre uno de los resortes fundamentales de la administración macroeconómica⁷³.

5. Enfoques alternativos

En esta sección se reseñan tres de las alternativas más relevantes que se puede encontrar en la literatura heterodoxa en relación con los regímenes de MI; a saber:

- ✓ el enfoque de "metas de empleo" de Gerald Epstein (2002);
- ✓ el enfoque de tipo de cambio administrado de Philip Arestis y Malcolm Sawyer (2003a);
- ✓ y el enfoque de tipo de cambio real competitivo y estable de Roberto Frenkel y Martín Rapetti (2004).

Dichas propuestas contienen, implícita o explícitamente, un denominador común: en ninguna de ellas el control de la inflación constituye el objetivo primordial y excluyente de la política monetaria, frente al cual los restantes objetivos de política deben subordinarse o, directamente, claudicar. Cabe aclarar, por otra parte, que ninguno de dichos autores plantea una posición proclive a la inflación, cuyo desborde, por cierto, reprobarían. Manifiestan, sí, un profundo desacuerdo con la centralidad que los regímenes de MI confieren al objetivo anti-inflacionario. Antes de presentar estas alternativas, puede resultar conveniente reflexionar sobre el supuesto—de cuño ortodoxo—que plantea que la inflación, cualquiera sea su nivel, trae aparejado un elevado costo económico, que se manifiesta, por ejemplo, en menores tasas de crecimiento, menores tasas de inversión, etc.

⁷³ Para una discusión acerca de la relación entre distintos regímenes políticos y la calidad de la participación democrática, véase Gargarella (1995).

5.1. Inflación y crecimiento

La literatura de MI tiende a dar por sentado que cualquier tasa de inflación acarrea costos significativos desde el punto de vista del desempeño general de la economía y presupone que, de instituirse una autoridad monetaria creíble, su disminución no debería involucrar perjuicio alguno desde el punto de vista del empleo y el nivel de actividad. De allí que la meta de una tasa de inflación baja (y estable) constituya el objetivo primordial de la política macroeconómica. Tal ha sido la tendencia a escala global en las últimas décadas.

El costo de una inflación elevada puede ser considerable. La Argentina constituye una experiencia irrefutable en este sentido. Sin embargo, no resulta tan evidente que una tasa de inflación moderada sea necesariamente nociva desde una perspectiva macroeconómica. En tal caso, el costo (en materia de empleo y producto) involucrado en la reducción de la inflación puede carecer de justificación racional.

Si bien una tasa de inflación elevada puede resultar nociva para el desenvolvimiento de la economía, la evidencia empírica indica que tasas de inflación moderadas no necesariamente ejercen una influencia negativa. Según Bruno y Easterly (1996), tasas de inflación inferiores al 20% anual no ejercen una influencia negativa sobre la economía real; no se encuentran correlacionadas con menores tasas de crecimiento, ni con menores tasas de inversión, ni con falta de inversión extranjera directa, entre otras variables reales⁷⁴. Incluso para autores como Dornbusch y Fisher (1993) existe un rango de inflación moderada, entre 15% y 30% anual, que puede ser sustentable durante períodos prolongados de tiempo sin ocasionar perjuicios económicos. La evidencia empírica también contradice la supuesta correlación negativa existente entre variabilidad de la tasa de inflación y crecimiento económico (Jansen, 1989; Logue, 1981).

En un estudio realizado con datos de 37 países semiindustrializados para el período 1980-1997, Epstein y Maximov (1999) encuentran que:

- ✓ Altas tasas de inflación, superiores al 20% anual, ejercen una influencia negativa en la economía real, el nivel del empleo, la inversión bruta fija, etc.

⁷⁴ Cabe consignar que Bruno y Easterly (1996) sí encuentran una relación negativa en el caso de regímenes de alta inflación (que definen como aquéllos en que la inflación resulta superior al 40% anual), tanto en el corto como el mediano plazo.

- ✓ Tasas de inflación moderadas, cercanas o por debajo del 20% anual, no impactan negativamente en el crecimiento económico.
- ✓ El impacto de la inflación en la competitividad de las exportaciones depende de la naturaleza del régimen cambiario. Países con alta inflación pueden experimentar un rápido crecimiento de las exportaciones si permiten que su tipo de cambio sea lo suficientemente flexible desde una perspectiva de largo plazo (de manera que el tipo de cambio real no sufra bruscas modificaciones).
- ✓ Las políticas de estabilización (desinflación) tienen un efecto mixto sobre la economía real; en algunos casos, el impacto negativo puede ser significativo.

Según Epstein y Maximov (1999), la ausencia de correlación negativa entre tasas moderadas de inflación y crecimiento está asociada, en última instancia, con los costos derivados de la reducción de la inflación, dado que la implementación de políticas monetarias contractivas tendientes a desacelerar el ritmo de incremento de los precios tiende a ocasionar perturbaciones significativas y duraderas en los niveles de empleo e inversión⁷⁵.

En suma, no existen evidencias concluyentes para sostener que una tasa de inflación reducida, cercana a cero, resulte preferible a una tasa de inflación moderada. Ello no supone avalar los procesos inflacionarios *per se*, ni atribuirles connotaciones necesariamente expansivas desde un punto de vista macroeconómico. Se trata, sencillamente, de llamar la atención sobre el desmesurado celo anti-inflacionario con que ha tendido a concebirse la política monetaria en las últimas décadas, y que caracteriza a los regímenes de MI "puros" (*full-fledged inflation targeting*)⁷⁶.

⁷⁵ Walsh (1998) sugiere que un incremento en la inflación de Estados Unidos, del 3% al 10%, implicaría un costo de aproximadamente 1,3% del PIB, en tanto la pérdida asociada a la reducción de la inflación de un 10% a 3% rondaría el 16% del mismo. El propio Barro (1995) señala que una inflación por debajo del 10% anual no tiene impactos negativos sobre el crecimiento económico. Por su parte, Bruno y Easterly (1996) hallan evidencia relevante sobre la existencia de considerables coeficientes de sacrificio (*sacrifice ratios*) en los países de la OECD.

⁷⁶ Ante la ausencia de evidencia convincente sobre los perjuicios que supuestamente ocasiona la inflación moderada, algunos autores sostienen que el afán de las autoridades monetarias por controlar la inflación responde a los intereses del "capital financiero". Epstein y Power (2003), sobre la base de un estudio de los países de OECD, afirman que en muchos países la preponderancia de tasas de interés reales elevadas y baja inflación contribuyó a aumentar la participación de los sectores "rentistas" en el ingreso.

Un argumento característico contrario a la inflación, incluso de tasas moderadas, remite al papel del sistema de precios como dispositivo ideal de asignación descentralizada de los recursos en una economía de mercado. La inflación introduce distorsiones en los mercados, dificultando la toma de decisiones por parte de los agentes económicos. Como fuera mencionado, en el caso de tasas de inflación moderadas, la evidencia empírica no parece avalar dicha hipótesis. Cabe añadir que existen otras variables, además del nivel nominal de precios, que intervienen concluyentemente en la toma de decisiones económicas, cuya volatilidad puede incluso aumentar a raíz de la instrumentación de un régimen de MI "puro". Un ejemplo de este tipo de variable es, naturalmente, el tipo de cambio, particularmente en una economía como la argentina⁷⁷.

Otro argumento característico se centra en el deterioro que la inflación ejerce sobre los ingresos de los sectores de menores recursos, especialmente en los países en desarrollo. Desde un punto de vista empírico, la evidencia no resulta concluyente para el caso de tasas de inflación moderadas. En el plano conceptual, la preocupación por el impacto de la inflación sobre los ingresos de la población suele circunscribirse a una esfera relativamente coyuntural, cuando debería plantearse desde una perspectiva más amplia.

Naturalmente, dado un determinado nivel de salarios nominales, un aumento del nivel general de precios al consumidor deteriorará el poder de compra de los trabajadores. Sin embargo, la discusión no debería girar exclusivamente en torno a los efectos directos de la inflación sobre las condiciones de vida de los sectores más pobres de la sociedad; de manera más sustantiva, debería involucrar una comparación entre el efecto que sobre el nivel de vida de dichos sectores tiene, por un lado, una política monetaria diseñada exclusivamente para combatir la inflación y, por otro, una política monetaria que se plantea (sin descuidar el frente inflacionario!) otros objetivos de política, asociados al estímulo de la formación de capital, la generación de empleo, el mejoramiento de la distribución del ingreso, etc.

Ahora bien, la discusión del diseño y propósito general de una política monetaria que se proponga tales objetivos debe replantear, como se sugirió en la sección anterior, la inserción financiera internacional de la Argentina. En otras palabras, desde el punto de

⁷⁷ Sobre la influencia de la política cambiaria en el empleo, la inversión y el crecimiento, véase Frenkel y Rapetti (2004).

vista del bienestar de los sectores de menores recursos, la comparación relevante involucra el impacto distributivo diferencial de los distintos regímenes de política monetaria disponibles, entendiendo por "régimen de política monetaria" no sólo a la administración de la tasa de interés de política, sino a la articulación entre la política monetaria, el régimen cambiario y la regulación del flujo internacional de capitales.

5.2. El enfoque de "metas de empleo" – Epstein (2002)

Al analizar el caso de Sudáfrica, Gerald Epstein (2002) sostiene que la adopción de un régimen de MI, así como la liberalización del flujo internacional de capitales que suele acompañar la implementación de dicho régimen, no representa la mejor estructura de política monetaria para un país con elevados niveles de desempleo, subempleo y pobreza—situación similar a la de la Argentina.

Para Epstein, los regímenes de MI redundan en tasas reales de interés excesivas, que desaceleran la actividad económica en nombre de la lucha contra una tasa de inflación que, a niveles moderados, plantea menores costos desde el punto de vista de la actividad económica que el supuesto remedio anti-inflacionario. Por otra parte, la liberalización de la cuenta capital de la balanza de pagos vuelve más vulnerable a la economía en caso de crisis externas, en tanto penaliza al país—bajo la forma de una mayor tasa real de interés—como consecuencia de su exposición a los mercados financieros internacionales.

Propone como alternativa la adopción de un régimen de "metas de empleo" sujeto—insiste en aclarar—a una tasa máxima de inflación, en el marco del cual la autoridad monetaria se compromete a cumplir con una determinada meta en materia de generación de empleo⁷⁸. Bajo dicho enfoque, el banco central no se encuentra obligado a rendir cuentas frente a la sociedad por la eventual ocurrencia de desvíos de la inflación respecto de una meta predeterminada, sino que tiene que hacerlo en función de una meta asociada a la generación de puestos de trabajo. Ello implica que la autoridad monetaria debe proponer, desarrollar y/o implementar las políticas que considere necesarias para alcanzar dicha meta—siempre teniendo en cuenta una restricción inflacionaria.

⁷⁸ Epstein (2002) aclara que dicha meta puede asimismo plantearse en términos de crecimiento económico, formación de capital, etc; el objetivo último depende del contexto y requerimientos particulares de cada país.

Según Epstein, una de las virtudes asociadas a la eventual implementación de un esquema de este tipo, que contribuiría al logro de la nueva meta, radica en el estímulo a la generación y desarrollo de nuevo conocimiento acerca de las conexiones entre la política monetaria y la generación de empleo. Parece una trivialidad, pero al comprometerse con una meta de empleos, las autoridades monetarias se verán en la obligación de destinar recursos a la investigación sobre la forma más adecuada para alcanzar dicha meta, lo que puede involucrar nuevos resultados asociados directamente con el ejercicio de la política monetaria o, menos directamente, con la regulación de la asignación del crédito (en función del tipo de criterios por los que se rige, por ejemplo, la política industrial), con la necesidad de determinado espacio de coordinación con la política fiscal, etc.

El mencionado autor destaca la importancia de considerar las necesidades particulares de cada economía, concibiendo más de un solo objetivo para la política monetaria (por ejemplo, una determinada tasa mínima de crecimiento económico y una determinada tasa máxima de inflación), y, por consiguiente, más de un instrumento de política. Ello difiere, desde una perspectiva institucional, de los regímenes de MI, que en la práctica recurren a un único instrumento (la tasa de interés), considerado apropiado para cualquier escenario posible.

Epstein plantea que se debe mantener el énfasis de los regímenes de MI en cuestiones como la transparencia, la “rendición de cuentas” frente a la sociedad (*accountability*) y la flexibilidad.

Por último, sostiene que el banco central y el gobierno deben reforzar los controles y explorar otros instrumentos para la administración de la cuenta de capital de la balanza de pagos, con el objetivo de disminuir las tasas reales de interés y canalizar el crédito interno a usos productivos y no especulativos.

5.3. El enfoque de tipo de cambio administrado – Arestis y Sawyer (2003a)

Philip Arestis y Malcolm Sawyer (2003a) sostienen, sobre la base de ejercicios de simulación, que las tasas de interés resultan relativamente inefectivas para controlar la inflación, a pesar de que sus modificaciones—como parte de la política monetaria—sí ejercen una influencia significativa en la economía real a través del canal cambiario y del crédito (asociado a la inversión). Dada la existencia de efectos duraderos en la

economía real (incluyendo la distribución del ingreso), la política monetaria no debería orientarse únicamente a controlar la inflación.

Según Arestis y Sawyer, la política monetaria debe enfocarse en el control del tipo de cambio, dada la influencia directa de la tasa de interés sobre el flujo internacional de capitales. Asimismo, resaltan el rol de la política fiscal, sobre todo el papel de los estabilizadores automáticos (como, por ejemplo, los subsidios por desocupación), y sostienen que su utilización no implica *per se* una pérdida de credibilidad ("dominancia fiscal")⁷⁹.

La política fiscal impacta directamente sobre el nivel de demanda agregada, en tanto la política monetaria tiene efectos sobre un rango de variables económicas que excede a la inflación. Esto exige algún tipo de coordinación entre ambas políticas, en contraposición a la separación de políticas que se produce cuando la política monetaria es dejada en manos de bancos centrales independientes concentrados primordialmente en el control de la inflación⁸⁰.

5.4. El enfoque de tipo de cambio competitivo y estable – Frenkel y Rapetti (2004)

Roberto Frenkel y Martín Rapetti (2004) hacen hincapié en la necesidad de contar con múltiples instrumentos que permitan alcanzar objetivos variados en contraposición al régimen de MI, que persigue un único objetivo y virtualmente reduce la política económica exclusivamente a la política monetaria. Para Frenkel y Rapetti la política macroeconómica orientada únicamente a contener la inflación, en combinación con un régimen de cambio flotante y apertura plena de la cuenta capital, puede redundar en una tendencia a la apreciación cambiaria, con efectos negativos sobre el empleo—efectos que los regímenes de MI consideran, en todo caso, secundarios.

⁷⁹ Adicionalmente, introducen algunas recomendaciones en materia de regulación crediticia. Dado que los cambios en la tasa de interés repercuten, especialmente en los países subdesarrollados, sobre el mercado de crédito vía racionamiento y no sólo vía precios, la política monetaria debe ser complementada con algún tipo de política crediticia, emanada del propio banco central, que contrarreste los efectos adversos (de largo plazo) que las medidas contractivas puedan ejercer sobre la inversión.

⁸⁰ Los regímenes de MI plantean cierto tipo de “coordinación” entre las políticas fiscal y monetaria, bajo el requerimiento de ausencia de “dominancia fiscal”. En rigor, no obstante, dicho requerimiento conforma una *subordinación* de la política fiscal a la monetaria, y no su coordinación.

El tipo de cambio nominal y real pueden exhibir una variabilidad significativa, producto de la volatilidad propia del mercado internacional de capitales, que puede traer aparejadas consecuencias adversas sobre el crecimiento y la inversión⁸¹. Al implementar, por ejemplo, una política monetaria contractiva (aumento de la tasa de interés de corto plazo), el banco central puede generar efectos negativos adicionales sobre la fragilidad financiera de los deudores. Ello adquiere mayor relevancia dada la asimetría del papel asignado a la política monetaria bajo un régimen de MI, donde se desalientan las políticas expansivas por sus supuestos efectos inflacionarios y se realzan las virtudes de mantener una disciplina rígida por parte de la autoridad monetaria, cuya única responsabilidad es contener el incremento de los precios. Bajo dicho marco, la apreciación del tipo de cambio favorece la reducción de la inflación y el logro de las metas preestablecidas.

Sobre la base de dichas consideraciones, Frenkel y Rapetti (2004) recomiendan un régimen de tipo de cambio real competitivo que propicie la generación de empleo y el crecimiento económico. Se trata de una suerte de adaptación del esquema de Arestis y Sawyer a la meta de Epstein en la medida en que supone una intervención activa de la autoridad monetaria en el mercado de cambios. Para Frenkel y Rapetti, la política cambiaria debe ser considerada, especialmente en los países en desarrollo, como un instrumento más dentro del conjunto de instrumentos disponibles para el diseño de las políticas macroeconómicas, en pie de igualdad, por su relevancia, con las políticas fiscal y monetaria. Por el contrario, como fuera expuesto anteriormente, los regímenes de MI (cuanto menos, los regímenes “puros” o *full-fledged*) dejan la determinación del tipo de cambio librada al mercado, en el marco de una convertibilidad plena de la cuenta de capital; es decir, carecen por completo de política cambiaria.

Bajo el régimen propuesto, la política monetaria debe acometer múltiples objetivos. Se requiere, para ello, de un banco central flexible, que revise con frecuencia la evolución macroeconómica y actúe discrecionalmente a través de todos sus instrumentos—por ejemplo, mediante la modificación de las reservas de los bancos, la esterilización de la base monetaria, etc.—en coordinación con el resto de las políticas macroeconómicas⁸². En efecto, el régimen debe contar con los instrumentos

⁸¹ Los autores no descartan entre los posibles efectos adversos frente a determinadas coyunturas la emergencia de una crisis cambiaria.

⁸² En tal sentido, se expresan a favor de una flexibilización del precepto de independencia del banco central: “[L]a independencia del Banco Central debe ceñirse a sus análisis y a la

necesarios para desempeñar funciones de prevención de crisis—frente a shocks externos—o fenómenos de inestabilidad financiera exacerbada.

Respecto de la política fiscal, en la coyuntura de un país como la Argentina, los autores sostienen que el incremento del gasto público no financiero—en caso de ser viable por el lado del financiamiento—podría contribuir a acelerar el crecimiento de la producción y el empleo.

6. Conclusiones

[L]a inflación es injusta y la deflación es inconveniente. De las dos, tal vez la deflación es la peor, si excluimos inflaciones exageradas como la de Alemania; porque es peor en un mundo empobrecido, provocar desempleo que decepcionar al rentista (Keynes, 1923).

El Memorándum de Política Económica firmado con el FMI en septiembre de 2003 prevé el lanzamiento formal de un régimen de metas de inflación (MI) para fines de 2004 en Argentina. La importancia que asume el diseño de este (o de cualquier otro) régimen de política monetaria contrasta con la ausencia de un debate público sobre el tema en nuestro país. La cuestión amerita, como mínimo, una discusión parlamentaria.

Con el fin de aportar a dicho debate, este trabajo ha explorado las principales características del funcionamiento de los regímenes de MI. Las fuentes utilizadas provienen fundamentalmente de los países centrales, debido a que es allí donde mayoritariamente se origina la literatura sobre MI. Si bien para una etapa subsecuente de la investigación está previsto el análisis específico del impacto de los regímenes de MI en América Latina (cuya literatura de referencia, cabe señalar, también se origina principalmente en las economías industrializadas), en esta instancia se ha logrado identificar algunas debilidades que pueden resultar decisivas para países en desarrollo como la Argentina⁸³.

posibilidad de desarrollar sus operaciones sin interferencias de otros organismos públicos y presiones privadas. Pero no implica necesariamente restringir su mandato a un único objetivo ni aislar la política monetaria del conjunto de las políticas macroeconómicas. En el régimen que proponemos el mandato del Banco Central debe ser amplio. La programación de la política monetaria debe formularse conjuntamente con el resto de la programación macroeconómica y la ejecución de la misma debe coordinarse frecuentemente con el resto de las políticas...”

⁸³ Dichas falencias no se relacionan tan sólo con las dificultades características que supone el "transplante", a una economía en desarrollo, de un régimen de política concebido para una

Los regímenes de MI se caracterizan por el anuncio oficial de una meta inflacionaria, con el reconocimiento explícito de que una inflación baja y estable constituye el objetivo "primordial" de la política monetaria (Bernanke y Mishkin, 1997). Su implementación ha proliferado en la última década, tanto en países centrales como periféricos. Su desempeño ha resultado satisfactorio desde el punto de vista del control de la inflación (argumento frecuentemente apuntado por la literatura), aunque cabe señalar que un número importante de países que no implementa MI también logró mantener baja la inflación⁸⁴. A su vez, según sus propios mentores, el costo económico de su instrumentación en términos de empleo y desaceleración de la actividad económica fue significativo (Bernanke et al., 1999).

Si bien en nuestro país el esquema de MI supone un avance con respecto a la década de los noventa, durante la cual, bajo la vigencia de la Ley de Convertibilidad, el país renunció por completo al ejercicio de cualquier tipo de política monetaria, su implementación puede limitar significativamente el diseño e instrumentación de una política macroeconómica que promueva el desarrollo. Dichas limitaciones se presentan tanto en el plano institucional como en el macroeconómico.

Desde el punto de vista institucional, el funcionamiento de un régimen de MI plantea, entre otros, los siguientes prerequisites:

- ✓ Independencia del banco central
- ✓ Desregulación financiera
- ✓ Subordinación de la política fiscal a la monetaria
- ✓ Flexibilización del mercado laboral
- ✓ Liberalización del flujo internacional de capitales
- ✓ Libre flotación cambiaria

economía desarrollada, sino que conciernen a la validez conceptual y empírica de los esquemas de MI en los propios países centrales.

⁸⁴ En efecto, los regímenes de MI proliferaron en una década de baja inflación a escala global.

Este conjunto de prerrequisitos institucionales puede restringir severamente la capacidad para diseñar autónoma y democráticamente la política económica del país. Según la literatura, para que la implementación de la política monetaria resulte efectiva, la autoridad monetaria debe ser independiente del gobierno de turno (y, por consiguiente, de la voluntad de la ciudadanía). A su vez, para que la independencia del banco central resulte creíble, deben eliminarse los riesgos de "dominancia fiscal", "dominancia externa" y "dominancia financiera" (Fraga et al., 2003). Es decir que, no sólo la política monetaria tiende a quedar a resguardo de la voluntad del electorado, sino también, aunque indirectamente, los restantes resortes de la política macroeconómica, como pueden ser la política fiscal, el control de cambios, las políticas de ingresos, la regulación del flujo internacional de capitales, etc.

En consecuencia, dado que en el marco de dicho contexto institucional y regulatorio el tipo de cambio se determina libremente en el mercado—tal la naturaleza de un régimen libre flotación—y que el capital financiero local y extranjero goza de plena movilidad internacional, los llamados "mercados" devienen en los auditores últimos de la política económica del gobierno e, incluso de la propia política monetaria. Basta un ejemplo para ilustrar el alcance político e institucional del problema.

Supóngase que el gobierno intenta promulgar una reforma impositiva que aumente la presión tributaria sobre la renta financiera. La sola deliberación pública acerca de dicha reforma impulsará la salida de capitales del país—situación frente a la cual se sugiere que el Estado permanezca inerte. Ante el peligro de devaluación de la moneda que resultaría de dicha salida de capitales, y su consiguiente impacto inflacionario, la autoridad monetaria se verá obligada a elevar las tasas de interés, reduciendo el nivel de actividad económica. Frente a semejante contexto institucional y regulatorio, la única alternativa que le cabe al gobierno es abstenerse de introducir la reforma impositiva mencionada, o cualquier otra reforma que afecte los intereses del capital financiero. Bajo esta perspectiva, la adopción de un marco institucional acorde a MI tendería a degradar la soberanía política del país desde el punto de vista de la implementación de la política macroeconómica.

Desde el punto de vista macroeconómico, la implementación de un régimen de MI implica:

- ✓ Tasas de interés reales relativamente elevadas (*vis à vis* otro régimen monetario posible), con la consiguiente tendencia a la apreciación cambiaria y a la contracción de la actividad económica.
- ✓ Mayor volatilidad financiera, producto de la significativa exposición a los vaivenes del sistema financiero internacional resultantes de la plena liberalización de la cuenta de capital y de la flotación cambiaria.
- ✓ La introducción de obstáculos difíciles de franquear para alterar la regresiva distribución del ingreso vigente.

La dinámica que conduce a tasas reales de interés elevadas, apreciación cambiaria, contracción del nivel de actividad económica y volatilidad financiera fue expuesta a lo largo del trabajo. Cabe agregar que, en este marco, la cuestión distributiva no representa un aspecto accesorio del funcionamiento de un régimen de MI. Un esquema que, como el de MI, tienda a la apreciación cambiaria, *requerirá* de cierta limitación salarial, y por consiguiente de una distribución del ingreso regresiva, para compensar los problemas de competitividad generados por la propia política monetaria. De allí la pertinencia del conflicto distributivo planteado en el epígrafe de esta sección.

La versión "pura" (*full-fledged inflation targeting*) de un régimen de MI constituye, indudablemente, una representación extrema⁸⁵. En la práctica, ninguno de los países que aplica MI se desentiende por completo de lo que ocurre en el mercado cambiario; ni renuncia por ello a la definición de una política fiscal independiente; ni liberaliza las regulaciones de todos los mercados⁸⁶. En tal sentido, la implementación de un régimen de MI no implica necesariamente que no exista cierto margen de flexibilidad en la definición de sus rasgos específicos. De hecho, los regímenes de MI aplicados en

⁸⁵ Sin embargo, cabe recordar que buena parte de las reformas estructurales necesarias para su supuesto buen funcionamiento, desde la independencia del BCRA hasta la liberalización del ingreso y egreso de capitales, ya fueron instituidas en la década de los noventa en la Argentina.

⁸⁶ En Chile, por ejemplo, hasta fines de la década de los noventa, bajo un régimen de MI, se ejerció cierto control sobre el ingreso de capitales de corto plazo.

distintos países difieren entre sí, aunque comparten, como se ha subrayado a lo largo de este trabajo, la idea de que el control de la inflación debe constituir el objetivo primordial de la política monetaria.

En un país en desarrollo como la Argentina, la regulación de la entrada y salida de capitales al exterior, que en los últimos años ha ganado adeptos en los más diversos sectores del campo político y académico a escala internacional, merece ser considerada con detenimiento, no sólo por sus consecuencias económicas, sino también por sus implicancias políticas, dado el riesgo de que toda discusión de política económica requiera el previo aval de los mercados financieros.

Referencias

Alesina, Alberto, Nouriel Roubini y Gerald Cohen (1997): *Political Cycles and the Macroeconomy*, MIT Press, Cambridge, MA.

Alfaro, Rodrigo, Franken Helmut, Carlos García y Alejandro Jara (2003): "Bank Lending Channel and the Monetary Transmission Mechanism: The Case of Chile", *Banco Central de Chile*, Working Paper No. 223.

Angeloni, Ignazio, Anil Kashyap, Benoit Mojon y Daniele Terlizzese (2002): "Monetary Transmission in the Euro Area: Where Do We Stand?", *European Central Bank*, Working Paper Series No. 114.

Arestis, Philip y Malcolm Sawyer (2002a): "Does the Stock of Money Have Any Causal Significance?", *The Jerome Levy Economics Institute of Bard College*, New York, Working Paper No. 363.

Arestis, Philip y Malcolm Sawyer (2002b): "New Consensus, New Keynesianism, and the Economics of the Third Way", *The Jerome Levy Economics Institute of Bard College*, New York, Working Paper No. 364.

Arestis, Philips y Malcolm Sawyer (2002c): "The Bank of England Macroeconomic Model: Its Nature and Implications", *Journal of Post-Keynesian Economics*, 24: 4.

Arestis, Philip y Malcolm Sawyer (2003a): "The Nature and Role of Monetary Policy when Money is Endogenous", *Levy Economics Institute of Bard College*, New York, Working Paper No. 374.

Arestis, Philip y Malcolm Sawyer (2003b): "Inflation Targeting: A Critical Appraisal", *The Jerome Levy Economics Institute of Bard College*, New York, Working Paper No. 388.

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

Bank of England (1999): "The Transmission Mechanism of Monetary Policy", Monetary Policy Committee, London.

Barro, R.J. y D.B. Gordon (1983): "A positive Theory of Monetary Policy in A Natural Rate Model", *Journal of Political Economy*, 91:4, pp. 589-610.

Barro, Robert (1995): "Inflation and Economic Growth", *Bank of England Quarterly Bulletin* No. 35, pp. 166-176.

Bernanke, Ben y Frederic Mishkin (1997): "Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 11, No. 2, pp. 97-116.

Bernanke, Ben y Mark Gertler (1995): "Inside the Black Box: the Credit Channel of Monetary Policy Transmission", *NBER*, Working Papers Series, No. 5146.

Bernanke, Ben, Mark Gertler y Simon Gilchrist (1998): "The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework", *NBER*, Working Papers Series, No. 6455.

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

Bibow, Jörg (2001): "Reflections on the Current Fashion for Central Bank Independence", *The Jerome Levy Institute of Bard College*, New York, Working Paper No. 334.

Blecker, Robert (2001): "Financial Globalization, Exchange Rates, and International Trade", *Financialization of the Global Economy*, Encuentro organizado por *Political Economy Research Institute*, University of Massachusetts, Amherst, diciembre de 2001.

Bruno, Michael y Easterly William (1996): "Inflation and Growth: In Search of a Stable Relationship", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, No. 78 (3), pp. 139-146.

Carare, Alina y Mark Stone (2003): "Inflation Targeting Regimes", IMF, Working Paper 03/09.

Carare, Alina, Andrea Schaechter, Mark Stone y Mark Zelmer (2002): "Establishing Initial Conditions in Support of Inflation Targeting", IMF, Working Paper No. 102.

D'Arista, Jane (2002): "Rebuilding the Transmission System form Monetary Policy", *Financial Markets and Society*, noviembre de 2002.

Debelle, Guy (1997): "Inflation Targeting in Practice", IMF, Working Paper, Asia and Pacific Research Departments.

Debelle, Guy y Stanley Fisher (1994): "How Independent Should a Central Bank Be?", *Goals, Guidelines, and Constraints Facing Monetary Policymakers*, ed. Jeffrey Fuher, FRB of Boston Conference Series No. 38.

Dornbusch, Rudiger y Stanley Fischer (1993): "Moderate Inflation", *World Bank Economic Review*, Enero de 1993, pp. 1-44.

Eijffinger, Sylvester y Jacob De Haan (1996): "The Political Economy of Central Bank Independence", *Special Papers in International Economics*, International Finance Section, Department of Economics, Princeton University.

Epstein, Gerald (2002): "Employment-Oriented Central Bank Policy in an Integrated World Economy: A Reform Proposal for South Africa", *Political Economy Research Institute*, University of Massachusetts, Amherst.

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

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

Epstein, Gerald y Dorothy Power (2003): "Rentier Incomes and Financial Crises: an Empirical Examination of Trends and Cycles in Some OECD Countries", *Political Economy Research Institute*, University of Massachusetts Amherst, Working Paper Series No. 57.

Esquivel, Valeria (2004): “Distribución del Ingreso e Inflación”, Universidad Nacional de General Sarmiento, *mimeo*.

Fisher, Andreas (1996): “Central bank independence and sacrifice ratios”, *Open Economies Review*, No. 7, pp. 5-18.

Fraga Arminio, Ilan Goldfajn y André Minella (2003): “Inflation Targeting in Emerging Market Economies”, *NBER*, Working Papers Series, No. 10019.

Frenkel, Roberto (2004): “Conocimiento Versus Arbitrariedad”, *La Nación*, 2 de mayo de 2004.

Frenkel, Roberto y Martín Rapetti (2004): “Políticas macroeconómicas para el crecimiento y el empleo”, CEDES, *mimeo*.

Friedman, Benjamin (2002): “The Use and Meaning of Words in Central Banking: Inflation Targeting, Credibility, and Transparency”, *NBER*, Working Paper Series No. 8972.

Friedman, Milton (1968): “The Role of Monetary Policy”, *American Economic Review*, Vol. 58, pp. 1-17.

Gargarella, Roberto (1995): *Nos los representantes. Crítica a los fundamentos del sistema representativo*, Miño y Dávila, Buenos Aires.

Goodhart, C.A.E. y H. Huang (1995): “What is the Central Bank’s Game?”, *Financial Markets Group*, Discussion Paper No. 222

Goodhart, C.A.E. y H. Huang (1998): “Time Inconsistency in A Model with Lags, Persistence, and Overlapping Wage Contracts”, *Oxford Economic Papers*, 50, pp. 378-396.

Goodwin, Richard (1967): “A Growth Cycle”, en Feinstein (Editor), *Socialism, Capitalism and Economic Growth. Essay Presented to Maurice Dobb*, Cambridge University Press, Cambridge, Inglaterra, pp. 54-58.

Grabel, Ilene (2003): “International Private Capital Flows and Developing Countries”, en Ha-Joon Chang (Editor), *Rethinking Development Economics*, Anthem Press, Londres.

Greenspan, Alan (1993): "Opening Remarks", *Changing Capital Markets: Implications for Monetary Policy*, Simposio organizado por la Reserva Federal de Kansas City, Agosto de 1993.

Hall, Simon (2001): "Credit channel effects in the monetary transmission mechanism", *Bank of England Quarterly Bulletin*, invierno de 2001.

Heintz, James (2002): "Capital Accumulation and Macro Policy in South Africa: Political Instability, Distributive Conflict, and Economic Institutions", *Political Economy Research Institute*, University of Massachusetts Amherst, Working Paper Series No. 29.

Hirschman, Albert (1958): *The Strategy of Economic Development*, Yale University Press, New Haven.

Jansen, David (1989): "Does Inflation Uncertainty Affect Output Growth? Further Evidence", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, No. 71, pp. 43-54.

Kaldor, Nicholas (1970): "The New Monetarism", *Lloyds Bank Review*, Julio de 1970.

Kalecki, Michal (1943): "The Political Aspects of Full Employment", *Political Quarterly*, Vol. 14.

Keynes, John (1923): "Consecuencias Sociales de los Cambios en el Valor del Dinero", *Ensayos de Persuasión I*, parte II, Biblioteca de Economía.

Kuttner, Kenneth y Patricia Mosser (2002): "The Monetary Transmission Mechanism: Some Answers and Further Questions", Federal Reserve Bank of New York, *Economic Policy Review*, Mayo de 2002.

Kydland, F.E y E.C. Prescott (1977): "Rules Rather Than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans", *Journal of Political Economy*, 85:3, pp. 473-491.

Logue, Dennis y Richard Sweeney (1981): "Inflation and Real Growth: Some Empirical Results". *Journey of Money, Credit, and Banking*, No. 13, pp. 497-501.

Marx, Karl (1867): *El Capital*, versión en castellano, Siglo XXI Editores, México, 1975.

Ministerio de Economía y Producción (2003): Memorandum de Políticas Económicas y Financieras del Gobierno Argentino para el Período 2003-2006, Septiembre de 2003.

- Mishkin, Frederic (1995):** "Symposium on the Monetary Transmission Mechanism", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 9, No. 4, pp. 3-10.
- Moore, Basil (1988):** *Horizontalists and Verticalists: The Macroeconomics of Credit Money*. Cambridge University Press.
- Palley, Thomas (2000):** "Stabilizing Finance: The Case for Asset-Based Reserve Requirements", *Financial Markets y Society*.
- Phelps, Edmund (1967):** "Philips Curves, Expectations of Inflation, and Optimal Unemployment over Time", *Economica*, Vol. 34, pp. 254-81.
- Pollin, Robert (1998):** "The 'Reserve Army of Labor' and the 'Natural Rate of Unemployment': Can Marx, Kalecki, Friedman, and Wall Street All Be Wrong?", *Review of Radical Political Economics*, 30 (3).
- Posen, Adam (1995):** "Central bank independence and desinflationary credibility: a missing link?", *Federal Reserve Bank of New York*, Staff Reports No. 1.
- Rogoff, Keneth (1985):** "The Optimal Degree of Commitment to a Monetary Target", *Quarterly Journal of Economics*, Noviembre de 1985, 100(4), 1169-90.
- Sawyer, Malcolm (1997a):** "The NAIRU: A Critical Appraisal", *The Jerome Levy Economics Institute*, Working Paper No. 203.
- Sawyer, Malcolm (1997b):** "Income Distribution, Macroeconomic Analysis and Barriers to Full Employment", *The Jerome Levy Economics Institute*, Working Paper No. 211.
- Schmidt-Hebbel, Klaus y Matías Tapia (2002):** "Monetary Policy Implementation and Results in Twenty Inflation Targeting Countries", Banco Central de Chile, Working Paper No. 166.
- Schmidt-Hebbel, Klaus y Alejandro Werner (2002):** "Inflation Targeting in Brazil, Chile, and Mexico: Performance, Credibility, and the Exchange Rate", Banco Central de Chile, Working Paper No. 171.
- Simonazzi, Annamaria (1996):** "Beggar-My-Neighbour Policies. The 1930s and the 1980s", en Marcuzzo, Pasinetti y Roncaglia (Editores), *The Economics of Joan Robinson*, Routledge, New York.

Smant, David (2002): "Bank credit in the transmission of monetary policy: A critical review of the issues and evidence", (www.few.eur.nl/few/people/smant/bankcreditchannel-2002.pdf).

Snowdon, Brian, Howard Vane y Peter Wynarczyk (1994): *A Modern Guide to Macroeconomics: An Introduction to Competing Schools of Thought*, Edward Elgar.

Soto, Claudio (2003): "Monetary Policy, Real Exchange Rate, and the Current Account in a Small Open Economy", Banco Central de Chile, Working Paper No. 253.

Stiglitz, Joseph y Andrew Weiss (1981): "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information", *American Economic Review*, Vol. 41, 1111-1146.

Svensson, Lars (2003): "Monetary Policy and Real Stabilization", *NBER*, Working Papers Series, No. 9486.

Taylor, John (1995): "The Monetary Transmission Mechanism: An Empirical Framework", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 9, No. 4, 11-26.

Tietmeyer, Hans (1993): "Overview", *Changing Capital Markets: Implications for Monetary Policy*, Simposio organizado por la Reserva Federal de Kansas City, agosto de 1993.

Todesca, Jorge y Santiago Acosta Ormaechea (2003): "Las Perspectivas de Financiamiento de Mediano y Largo Plazo", *Estudios Macroeconómicos*, CEPAL, Préstamo BID 925/OC-AR, Buenos Aires.

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