

**UNIVERSIDAD DEL CEMA**  
**Buenos Aires**  
**Argentina**

Serie  
**DOCUMENTOS DE TRABAJO**

**Área: Economía**

**LA CONTRIBUCIÓN ORIGINAL DE ARMANDO  
RIBAS AL ANÁLISIS MACROECONÓMICO**

**Emilio Ocampo**

**Septiembre 2018**  
**Nro. 652**

**[https://ucema.edu.ar/publicaciones/doc\\_trabajo.php](https://ucema.edu.ar/publicaciones/doc_trabajo.php)**  
UCEMA: Av. Córdoba 374, C1054AAP Buenos Aires, Argentina  
ISSN 1668-4575 (impreso), ISSN 1668-4583 (en línea)  
Editor: Jorge M. Streb; asistente editorial: Valeria Dowding <jae@cema.edu.ar>



## **La contribución original de Armando Ribas al análisis macroeconómico**

Emilio Ocampo

UCEMA

Junio 2020

### **Resumen**

Durante el período 1977-1982, el economista liberal cubano-argentino Armando P. Ribas (1932-2020) se convirtió en uno de los críticos más visibles y persistentes de la política económica implementada bajo el gobierno militar liderada inicialmente por José Alfredo Martínez de Hoz. La principal crítica de Ribas se centraba en la inconsistencia entre la política fiscal y monetaria y la importancia de reducir el gasto público para asegurar el éxito de cualquier plan de estabilización. Con el término “monetarismo *cum* estatismo” definió la implementación de una política monetaria restrictiva para reducir la tasa de inflación bajo un régimen de dominancia fiscal. El presente trabajo, completado en abril de 2017, reseña las ideas de Ribas, su crítica al enfoque monetario de la balanza de pagos y el plan de estabilización de diciembre de 1978 y plantea ciertos paralelismos entre las políticas económicas implementadas entre 1978-1980 y 2016-2017.

**Palabras clave:** Argentina, Armando Ribas, historia económica, pensamiento económico, planes de estabilización, gasto público.

Agradezco comentarios de Armando Ribas y Martín Lagos. Cualquier error es de mi propia responsabilidad. Las opiniones vertidas en este artículo reflejan solo las opiniones del autor y no de la UCEMA. Este artículo es una versión corregida y actualizada del que salió publicado en el libro “Ensayos en Honor de Armando P. Ribas” publicado por Unión Editorial en 2017.

Copyright © 2020 Emilio Ocampo.

## 1. 1. Introducción

El nombre de Armando Ribas apareció en mi radar a principios de 1980 cuando cursaba mis últimos años de secundario y había decidido estudiar economía. Con espíritu autodidacta, trataba de leer todo lo que podía sobre el tema. No recuerdo por qué empecé a leer las columnas de Ribas en *El Cronista Comercial*. Mis conocimientos de economía eran elementales y aunque no entendía plenamente sus razonamientos intuía que “pensaba bien”. Fue durante esa época que compré dos de sus libros (con los cuales me reencontré recientemente al reorganizar mi biblioteca): *Teoría Monetaria, Inflación y Tasas de Interés* (1974) y *Pensamientos para Pensar* (1982). La comprensión del primero se me hizo imposible por mi falta de conocimientos y por una prosa no muy clara (“muy farragosa” diría Juan Carlos de Pablo). De la lectura del segundo, que vino con dedicatoria del autor fechada en 1984, me quedó grabada de por vida una genial definición de la estupidez: no es la falta de inteligencia sino la diferencia entre la inteligencia que uno tiene y la que cree tener.

Recuerdo también que los artículos de Ribas me “hacían ruido”. Primero, porque era muy crítico de la política económica de José Alfredo Martínez de Hoz. Segundo, porque era muy crítico del monetarismo. A pesar de mi corta edad y limitados conocimientos sobre economía, quizás influido por el entorno familiar, creía que la política económica de Martínez de Hoz sacaría al país de la larga decadencia y el caos a los que lo había llevado el peronismo. Ribas reconocía públicamente la buena relación personal que mantenía con algunos miembros del gabinete económico. También reconocía que los animaban objetivos loables. Pero ninguna de estas consideraciones moderaba sus críticas. Por el contrario, las hacían aún más incisivas y irritantes a la conducción económica. Ribas fue probablemente el economista que entre 1976 y 1983 criticó más pública y consistentemente en la prensa la política económica del régimen militar. No es que no hubiera otros críticos. Pero no tenían la visibilidad y ubicuidad que tenía Ribas, ni tampoco sus contactos en el mundo empresario. En cuanto a sus ácidas críticas al monetarismo, también me generaban cierta incomodidad. Milton Friedman ya se perfilaba como mi referente intelectual en el estudio de la “ciencia lúgubre” y aspiraba estudiar algún día en la Universidad de

Chicago (algo que finalmente logré aunque en la escuela de negocios).<sup>\*</sup> En cualquier caso, con sólo 18 años y rudimentarios conocimientos de economía, no podía cuestionar seriamente las críticas de Ribas y, menos aún, refutarlas.

Hoy al releer los artículos de Ribas de aquella época, esa incomodidad se desvanece. Primero, porque ahora entiendo mejor sus críticas. Segundo, porque considero eran acertadas. Además sus predicciones se cumplieron. Pero lo más notable que puedo decir al releer sus artículos es: ¡qué poco ha cambiado la Argentina! Una observación que obviamente no da lugar a ninguna celebración. Porque lo que no ha cambiado es el problema fundamental que nos aflige desde hace más de setenta años. Tampoco ha cambiado nuestra incapacidad colectiva de comprender cual es su raíz y, consecuentemente, también cual es su solución.

Esta incapacidad de aprendizaje es visible en la clase dirigente, que incluye tanto a políticos y sindicalistas como a empresarios y periodistas. Es un tema al que le dediqué varios capítulos de mi libro *Entrampados en la Farsa* (Ocampo, 2015b). Los problemas que Ribas a fines de los setenta son muy parecidos a los que enfrentamos hoy. La principal diferencia es que actualmente, luego de otros 40 años de decadencia y frustración, asumen mayor gravedad. Consecuentemente el análisis de Ribas sigue siendo relevante. No sólo porque subsisten los mismos problemas estructurales sino también porque la coyuntura actual también exhibe rasgos similares. Desde el punto de vista de la política económica, la experiencia iniciada en diciembre de 2015 muestra algunos paralelismos con la que se inició en marzo de 1976.<sup>†</sup> Sería un error buscarle a esta afirmación connotaciones que no tienen nada que ver con la economía: en ambos casos las autoridades económicas tuvieron que lidiar con el nefasto legado del populismo (altas tasas de inflación, distorsión de precios relativos y enorme gasto público), adoptaron un criterio gradualista y pragmático y, por lo menos al inicio de

---

<sup>\*</sup> Bastante influencia en ambas cuestiones tuvo Adolfo Diz, el primer economista profesional con el que tuve oportunidad de hablar largo y tendido sobre mi intención de estudiar economía. Diz, que se había doctorado en Chicago, fue el principal artífice del plan de estabilización del 20 de diciembre de 1978. Lo conocí después de terminado su mandato a fines de 1981. Fue muy generoso con su tiempo y ponderado en sus consejos. Sin embargo, en Chicago no me gradué en economía sino en administración de empresas.

<sup>†</sup> Este artículo fue originalmente escrito a principios de 2017 pero sigue siendo válida la afirmación a fines de 2020.

su mandato, se beneficiaron de condiciones financieras muy favorables en los mercados internacionales.

Una tercera observación que me surge al releer los artículos de Ribas es sobre la importancia de la independencia (y el coraje) intelectual. Y esto también es relevante actualmente ya que destaca la importancia de no confundir deseos con realidad. Muchos apoyamos el cambio político que se inició en noviembre de 2015 y le deseamos éxito. El dilema es si debemos callarnos cuando nos parece que el gobierno equivoca el rumbo o criticarlo. Los artículos de Ribas no dejan lugar a dudas. Quienes no formamos parte del gobierno tenemos la obligación moral e intelectual de criticar de manera fundada y constructiva sus errores. No para contribuir a su fracaso sino para mejorar sus chances de éxito. A mi juicio muchas de las críticas de Ribas a la política económica de Martínez de Hoz son, con lógicas salvedades, igualmente aplicables a la del gobierno actual, especialmente en lo que se refieren al gasto público y el endeudamiento externo.

Siguiendo sus propias inquietudes intelectuales, a partir de mediados de los ochenta, Ribas abandonó el análisis económico de coyuntura y se enfocó más en cuestiones de filosofía política. En este ensayo me interesa rescatar su rol como macroeconomista. En las próximas líneas voy a intentar resumir su contribución al análisis de la economía argentina, especialmente el impacto macroeconómico del gasto público y la intervención estatal. En este análisis se destaca un concepto acuñado por Ribas para describir cierta política económica que en su opinión se ha aplicado y se sigue aplicando en la Argentina: monetarismo *cum* estatismo.

A primera vista, la conjunción de ambos términos parecería un oxímoron. Friedman fue el padre del monetarismo y era claramente anti-estatista. Pero en la definición de Ribas, se trata de la aplicación simultánea de una política monetaria restrictiva para reducir la inflación bajo un régimen de dominancia fiscal (o una política fiscal expansiva). “Mi proposición es que la política monetaria y la política fiscal son complementarios y tanto mas cuanto mayor sea la proporción del gasto público en el PBI” (Ribas, 1982, p. 30). Los resultados de esta combinación de políticas han sido desastrosos para el sector privado. Lo que a mi juicio Ribas no explicó, o elaboró, con la rigurosidad y claridad necesarias es su propia teoría, que a mi juicio importa una importante contribución al análisis macroeconómico de países como la Argentina.

Es necesaria una aclaración. Criticar la política de Martínez de Hoz como monetarista como lo hizo Ribas (Ribas, 2001, 2002, 2014a y 2014b) puede dar lugar a confusión. Milton Friedman nunca hubiera recomendado semejante política. De hecho, como ha reconocido el mismo Ribas recientemente, Friedman dejó bien en claro que, en su opinión, el problema fundamental de nuestra época no era el déficit fiscal ni el nivel de la deuda pública sino el tamaño creciente del gasto público (Ribas, 2012 y Friedman, 1987 y 1993).

La estructura de este ensayo es como sigue. La Sección 2 incluye un resumen del enfoque monetario del balance de pagos, principal blanco de las críticas de Ribas en 1980-1982. La Sección 3 introduce la contribución de Ribas al análisis de la política macroeconómica en Argentina y su relación con la teoría de la tasa de interés natural de Wicksell. La Sección 4 aplica la teoría de Ribas al análisis de la política económica argentina entre 1976 y 1980 y a la experiencia mexicana entre 1987 y 1994. La Sección 5 aplica la teoría de Ribas al análisis de la política macroeconómica entre fines de 2015 y principios de 2017. La última sección presenta algunas conclusiones.

## **2. Monetarismo y Enfoque Monetario del Balance de Pagos**

En los escritos de Ribas sobre política económica, tanto los del período 1976-1982 como los más recientes, las críticas al monetarismo son omnipresentes. Desde su perspectiva, el monetarismo fue más dañoso para la supervivencia de una economía de mercado que el keynesianismo. En la concepción de Ribas el problema con el monetarismo implicaba “una confusión fundamental en lo que respecta a las posibilidades de la política monetaria vis a vis la política fiscal”. El debate entre monetarismo y keynesianismo se centraba en cual de ellas era más efectiva. “Mi proposición,” explicaba Ribas, “es que la política monetaria y la política fiscal son complementarias y tanto más cuanto mayor sea la proporción del gasto público en el PBI” (Ribas, 1982, p.30). Es decir que para Ribas monetarismo era sinónimo de la primacía de la política monetaria como instrumento de la política económica y la irrelevancia de la política fiscal. En su opinión, el problema estribaba en darle un papel exagerado a la moneda. Como explicó en uno de sus artículos:

Existe una diferencial fundamental entre “el dinero importa” (*money matters*) y “el dinero es todo lo que importa” (*money is all that matters*), así

como es muy diferente el liberalismo de la anarquía. En ambos casos se pasa de un concepto relativo a otro absoluto que al rayar en la utopía es la antesala de la violencia. En nuestra propia experiencia, el período peronista nos mostró hasta la saciedad que “el dinero importa”, la experiencia de 1976/80 nos debe haber enseñado que no es todo lo que importa. A mi juicio, el error del monetarismo (el dinero es todo lo que importa), se centra en la invalidez de sus propios presupuestos algunos de los cuales están implícitos y se toman por dados (Ribas, 1980).

Aunque no lo explicitó en sus artículos, la posición que Ribas adjudicaba al monetarismo provenía de dos teorías distintas. La primera, desarrollada por Friedman, se asocia a la reformulación de la teoría cuantitativa del dinero. Sobre Friedman no hay mucho que agregar ya que sus aportes a la ciencia económica son bien conocidos (Nelson y Schwartz, 2007; Ribas, 2012). Además, al igual que Ribas, Friedman también identificó al crecimiento del gasto público como uno de los principales problemas que enfrentaba la economía norteamericana (Friedman, 1993).

La otra versión del monetarismo, que Ribas también critica, es el llamado enfoque monetario del balance de pagos (EMBP), desarrollado a fines de los años cincuenta de manera paralela por el economista holandés Jacques Polak en el Fondo Monetario Internacional y por los economistas Harry Johnson y Robert Mundell en la Universidad de Chicago. Polak fue durante décadas el director del departamento de investigaciones del FMI y tuvo gran influencia sobre el diseño de sus planes de estabilización. Habiendo trabajado como economista en el Fondo entre 1972 y 1976, Ribas estaba bien familiarizado con ambos. Hay quienes argumentan que los elementos fundamentales del EMBP fueron articulados por Friedman en un famoso artículo sobre los tipos de cambios flexibles publicado en 1953.\* Según esta interpretación, el EMBP en Chicago antecede tanto a Polak como a Johnson y su verdadero padre intelectual es Friedman (Boyer, 2009, 2011).

Según Ribas, “por mucho tiempo, y con Friedman a la cabeza, el monetarismo de la Universidad de Chicago desconocía las virtudes del modelo de Polak. Fue sólo

---

\* Aunque el EMBP recomendaba la adopción de un régimen de tipo de cambio fijo o ajustable.

recientemente en dicha Universidad fue aceptado el principio de que con libertad de cambios y tipos de cambios fijos, la cantidad de dinero se determina endógenamente o sea por la demanda de dinero” (Ribas, 1980). Esta afirmación fue refutada por el propio Polak quien demostró que Johnson desarrolló sus ideas casi de manera simultánea (Polak, 2001). El economista canadiense llegó a la Universidad de Chicago en 1959, un año después de publicar su primer trabajo sobre el balance de pagos. Al EMBP también se lo definió como el enfoque “monetarista” de la balanza de pagos o “monetarismo global” (Whitman, 1975). Sin embargo, Johnson enfatizó que tal identidad no existía, distinguiendo entre el significado de “monetario” y “monetarista” (Frenkel y Johnson, 1976).

En cualquier caso, al igual que el modelo IS-LM, el EMBP admite tanto una solución keynesiana como una monetarista. La cuestión es cómo se define la función de demanda de dinero. Según Polak, el enfoque adoptado por el FMI era esencialmente keynesiano mientras que el de Johnson-Mundell rechazaba de cuajo la teoría keynesiana (Polak, 2001). Polak denominó al suyo, keynesiano, y, al de Johnson, “johnsoniano” (no monetarista). En cualquiera de sus dos versiones, el EMBP postula que los desequilibrios en la balanza de pagos de un país (más precisamente la variación en su nivel de reservas internacionales) reflejan esencialmente un desequilibrio monetario, es decir, un desequilibrio entre la oferta y la demanda de dinero. En su expresión más simple, la principal conclusión del EMBP es que en un esquema de tipo de cambio fijo, la tasa de variación en el nivel de reservas internacionales de un país es igual a la diferencia entre la tasa de crecimiento de la base monetaria y la tasa de crecimiento del crédito interno. Si el crédito interno crece por encima de la demanda de dinero habrá una caída en el nivel de reservas.

Hay una coincidencia central entre Friedman y Johnson: la importancia primordial del dinero en la explicación de los desequilibrios macroeconómicos internos y externos. Según el primero, “la inflación siempre y en todas partes es un fenómeno monetario”. Mientras que según el segundo, “la principal característica del enfoque monetario a la balanza de pagos puede resumirse en la proposición de que la balanza de pagos es esencialmente un fenómeno monetario” (Frenkel y Johnson, 1976). En esta coincidencia –la preeminencia de lo monetario en el análisis macroeconómico– se basó Ribas para fusionar ambas teorías. Su crítica era válida hasta cierto punto en

1980, cuando el monetarismo estaba en pleno apogeo. Sin embargo, es justo reconocer que el monetarismo contribuyó a reintroducir las cuestiones monetarias en el análisis macroeconómico que durante décadas de keynesianismo habían sido relegadas al segundo plano. De hecho cuando Polak escribió su famoso *paper* (Polak, 1957), el mercado de dinero brillaba por su ausencia en el análisis de los desequilibrios del balance de pagos.

La versión monetarista del EMBP se basa en una serie de supuestos. El primero es consistente con la teoría monetarista de Friedman: a largo plazo el dinero es neutral, es decir no puede afectar la demanda agregada. El segundo, postula la validez a nivel macro de la ley de un solo precio, que se refleja en la teoría de la paridad del poder adquisitivo. Es decir, los bienes transables debe tener el mismo precio en cualquier país (ajustando obviamente por tarifas, impuestos y costos de flete). Subyacente a esta idea es el supuesto que los precios y los salarios son flexibles. El tercer supuesto plantea la igualación de las tasas reales de interés de los distintos países (efecto Fisher generalizado). El cuarto supuesto es que la tasa nominal de interés doméstica más la tasa de devaluación del tipo de cambio se iguala a la tasa nominal internacional (efecto Fisher internacional). Obviamente, los últimos tres supuestos describen una economía globalizada e integrada. En la medida que un país no esté integrado al resto del mundo, las conclusiones del EMBP pierden contundencia. Otro supuesto de gran importancia es que el banco central no puede neutralizar (esterilizar) el impacto que tienen los flujos de capitales sobre la oferta monetaria (al menos a largo plazo). La ecuación fundamental del EMBP se puede definir como sigue:

$$\Delta R = \Delta BM - \Delta CI = \Delta BM - \Delta DF - \Delta RB$$

Donde R son las reservas internacionales, BM la base monetaria, CI el crédito interno, DF el déficit fiscal y RB las reservas de los bancos en el banco central. Básicamente esta fórmula indica que, para un nivel constante de RB ( $\Delta RB=0$ ), el aumento del déficit fiscal por encima del de la base monetaria genera una caída en las reservas internacionales.

En una economía abierta a los flujos de capitales y tipo de cambio fijo, el banco central no puede fijar simultáneamente el tipo de cambio y seguir una política monetaria independiente. En este caso, la oferta monetaria es endógena. Bajo un tipo

de cambio flexible, el aumento de la oferta monetaria genera una depreciación proporcional del tipo de cambio en el largo plazo. Según el EMBP, una devaluación no puede alterar sistemáticamente los precios relativos de los bienes transables y no transables y su efecto sobre la balanza de pagos es transitorio. Es decir, la política cambiaria no puede alterar permanentemente la cuenta corriente y la política monetaria tampoco puede afectar de manera permanente a la demanda agregada. Pero una devaluación tendrá un impacto directo sobre el nivel de precios internos (mayor inflación) mientras que una política monetaria expansiva tendrá un efecto directo sobre el equilibrio externo (que se refleja en la variación del nivel reservas internacionales bajo un sistema de tipo de cambio fijo, por la depreciación de la moneda doméstica bajo un régimen de tipo de cambio flexible). A largo plazo, la política cambiaria es irrelevante para el equilibrio del balance de pagos. De hecho, tal equilibrio no debe ser un objetivo explícito de la política económica, ya que existe un mecanismo de ajuste automático (Whitman, 1975).

#### *El Modelo de Polak y el Plan del 20 de diciembre de 1978*

El modelo de Polak tuvo su implementación práctica en los planes de estabilización (“programación financiera) que el FMI propuso (o impuso) a países en desarrollo que enfrentaban desequilibrios en su balanza de pagos (Polak, 1997). Vale la pena entonces describir en algún detalle cómo se aplicó en la Argentina durante el período 1976-1980. El supuesto principal detrás de la política aplicada era que, a largo plazo, la tasa de inflación interna se igualaría a la tasa de inflación internacional más la tasa de devaluación. Dado que la tasa de inflación internacional era un dato, la política cambiaria se convertía de hecho en la política anti-inflacionaria. Con un esquema de *crawling-peg*, la política monetaria quedaba completamente subordinada. Bajo este esquema, conocido como la “tablita”, la autoridad monetaria preanunciaría la tasa de devaluación a un ritmo decreciente. Teniendo en cuenta la apertura de la economía, esta tasa supuestamente pondría un techo al crecimiento de los precios de los bienes transables. Asimismo, con el paso del tiempo debía contribuir a fijar las expectativas inflacionarias de los agentes económicos.

Pero para que esta política cambiaria no generara un desequilibrio externo (una pérdida de reservas), la tasa de devaluación debía superar (o al menos igualar) la tasa de expansión del crédito doméstico. Esta expansión sólo podía originarse por las

necesidades del sector público (política fiscal) o por el aumento del crédito al sistema bancario (redescuentos, etc.). Lo primero estaba fuera del control de la autoridad monetaria. Si la tasa de expansión del crédito interno (debido al déficit) excedía la tasa de devaluación, supuestamente, según el EMBP, se produciría una caída en las reservas internacionales.

Sin embargo, al menos inicialmente, en Argentina ocurrió lo opuesto. En 1979 el endeudamiento externo del sector privado excedió al del sector público. Por esta razón, en vez de caer, las reservas internacionales aumentaron. Además, como la tasa de devaluación quedó rezagada en relación a la inflación: entre 1978 y 1980 se produjo una significativa apreciación real del peso de casi 50%. En otras circunstancias esta sobrevaluación debería haber generado una fuga de capitales y pérdida de reservas. Pero ocurrió lo contrario porque durante 1979 el sector privado aprovechó las bajas tasas de interés internacionales (en términos reales) para endeudarse en el exterior.

Pero a medida que avanzaba 1980, los agentes económicos percibieron la inconsistencia temporal de la política cambiaria en relación a la magnitud del déficit (Calvo y Fernández, 1980). Consecuentemente, las tasas de interés internas comenzaron a reflejar el riesgo de una devaluación del peso lo cual provocó una creciente fuga de capitales. El sistema hizo eclosión en marzo de 1981 cuando el gobierno entrante abandonó la tablita y devaluó. Para entonces la deuda externa se había duplicado en relación a 1978. Se podría decir que el aumento de la deuda externa financió la fuga de capitales.

El análisis del plan de estabilización del 20 de diciembre de 1978 y la explicación de su fracaso han sido objeto de numerosos estudios e interpretaciones (para lo primero ver Díaz-Alejandro, 1979 y Rodríguez, 1979 y para lo segundo Fernández y Rodríguez, 1985, Canitrot, 1981 y Dornbusch y De Pablo, 1987). Mi objetivo es resaltar la perspectiva de Ribas, quien fue uno de sus más severos críticos. Desde su punto de vista, el plan de Martínez de Hoz consistía en “monetarismo *cum* estatismo”, es decir la combinación de una política monetaria restrictiva (cambiaria en este caso) y una política fiscal expansiva. Ribas planteó sus críticas y objeciones en varios artículos publicados en *El Cronista Comercial* entre 1977 y 1982 recopilados en dos libros (Ribas, 1980 y 1982).

Según Ribas, la política económica de Martínez de Hoz fracasaría no debido a la inconsistencia entre el ritmo de devaluación y la tasa de expansión del crédito interno como planteaba el modelo de Polak (fundamentalmente por el déficit fiscal) sino por la inconsistencia entre el primero y la tasa de aumento del gasto público. Dicho de otra manera, el fracaso se debió a la incapacidad del gobierno de reducir un nivel de gasto público que de acuerdo a sus propias estimaciones rondaba entonces el 50% del PBI. El punto débil del modelo de Polak, según Ribas, es que ignoraba “el problema más difícil” que era el de “los gastos del estado.” En su opinión, si no se reducía el gasto público cualquier plan de estabilización estaba condenado al fracaso.

Al respecto hay que tener en cuenta dos consideraciones. La primera es que la decisión de reducir el gasto público era esencialmente de naturaleza política. Es decir, no estaba en la órbita del Ministerio de Economía sino más bien del Poder Ejecutivo. La segunda es técnica. Desde el punto de vista del FMI (y del EMBP), el problema del gasto público se reducía fundamentalmente al problema del déficit fiscal. En consecuencia, sus recomendaciones se enfocaban a aumentar la recaudación impositiva más que a reducir el gasto. Según Ribas, este sesgo “fiscalista” de los técnicos del FMI a su vez se debía a tres razones fundamentales. En primer lugar, el FMI no tenía suficiente poder político como para forzar una reducción del gasto público. En segundo lugar, los economistas del FMI creían que en los países en desarrollo como la Argentina la presión tributaria era muy baja en relación con los países desarrollados. Consecuentemente, los planes de estabilización se fundamentaron, en el aspecto fiscal, en aumentar la recaudación de impuestos en vez de reducir el gasto. En tercer lugar, desde el punto de vista teórico, ni el modelo de Polak ni el EMBP tenían algo que decir respecto a la participación del estado en la economía o al impacto del gasto público sobre su productividad o rentabilidad de su capital fijo (la tasa natural de interés según Wicksell). Supuestamente, sus conclusiones eran validas en la medida que se alcanzara un equilibrio presupuestario independientemente de cual fuera la magnitud del gasto público.

### **3. Monetarismo cum Estatismo: La Contribución Original de Ribas**

A fines de los años setenta y principios de los ochenta, en una serie de artículos publicados en *El Cronista Comercial* y varios libros (Ribas, 1974, 1980, 1982, 1983 y

1984), Ribas propuso un replanteo de la política económica y la inflación en países en desarrollo. Podríamos definir su enfoque como neo-wickselliano, ya que se basó en el concepto de la tasa natural de interés desarrollado por Knut Wicksell (1851-1926) a fines del siglo XIX. La teoría wickselliana revolucionó la ciencia económica a principios del siglo XX pero luego fue eclipsada por el keynesianismo. La escuela austríaca fue la única que reivindicó a Wicksell. Basándose en una interpretación original de las ideas de Wicksell para explicar el fenómeno inflacionario argentino, Ribas se alejó tanto del keynesianismo, del monetarismo, el estructuralismo y los austríacos. Fue un pionero, ya que décadas más tarde de manos de Woodford (2005) la teoría macroeconómica seguiría el mismo camino (aunque con un enfoque distinto). Ribas también fue un precursor del análisis macroeconómico moderno al incorporar al el impacto de la inflación y la política monetaria sobre la intermediación financiera (y viceversa).

#### *Wicksell, la Tasa Natural de Interés y la Inflación*

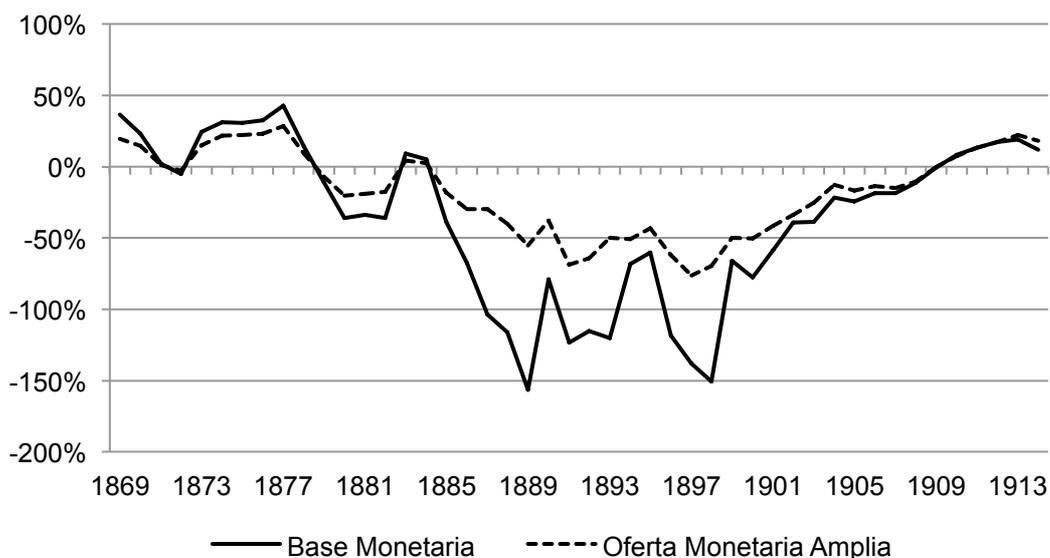
Wicksell desarrolló su teoría monetaria en dos obras que escribió entre 1898 y 1906, que serían luego publicadas en inglés bajo los títulos de *Interest and Prices* ([1898], 1936) y *Lectures on Political Economy* ([1906], 1935). Aunque en su *Teoría General*, Keynes les restó importancia a las ideas de Wicksell (que en su *Treatise on Money* de 1930 había ponderado), su influencia ha sido decisiva sobre las principales teorías macroeconómicas contemporáneas, tanto la llamada síntesis neo-clásica, dominante en el mundo académico, como la teoría austríaca del ciclo económico que sobrevive en ciertos enclaves. De hecho, Wicksell es considerado el “padre intelectual” de los regímenes de metas de inflación que aplican los principales bancos centrales del mundo. Estos regímenes se basan “en la interacción entre el mercado y las tasas de interés “naturales”, y en particular en la idea de que la igualdad entre estos dos es la condición previa clave para la política monetaria para ejercer una influencia “neutral”, es decir, ni al alza ni a la baja, en la tasa de inflación” (Laidler, 2009).

Para Wicksell la teoría clásica era inconsistente. Por un lado el marginalismo planteaba una explicación subjetiva de los precios de los bienes individuales y por el otro, la TCD ofrecía una explicación objetiva de los movimientos de precios a nivel agregado (James, [1955], pp.71-72). En segundo lugar aun si la emisión monetaria ejercía influencia sobre los precios, según Wicksell, no quedaba claro cual era el

origen de esa emisión. Además, según Wicksell la ley de Say y la TCD eran incompatibles. La primera postulaba que la oferta global de bienes se igualaba a su demanda, mientras que la segunda implicaba un exceso de demanda en el mercado de bienes. Una vez que se introducía el dinero en la economía, la ley de Say dejaba de ser válida. En cuanto la TCD, según Wicksell, ignoraba el impacto del crédito bancario, al que consideraba un factor determinante tanto de las variaciones de los precios como de la velocidad de circulación a través de la tasa de interés monetaria (James, 1955, p.71).

Wicksell desarrolló su teoría para explicar lo que había sucedido la experiencia de Inglaterra durante el siglo XIX que aparentemente, al menos en el caso de Inglaterra, contradecía la TCD. En su opinión, las inflaciones de 1790-1815 y de 1851-73 ocurrieron porque la tasa natural de interés excedió la tasa de préstamos, mientras que las deflaciones seculares de 1815-50 y 1873-96 ocurrieron por la razón contraria. La variación en la tasa natural de interés se debió a su vez a innovaciones tecnológicas o guerras. El sistema bancario reaccionó pasivamente a los cambios en la demanda de crédito, incluso a largo plazo, y le asignó al oro un papel secundario en los movimientos seculares de los precios (Jonung, 1984, p.394). El gráfico siguiente permite entender la crítica de Wicksell a la teoría cuantitativa.

**Inflación y Crecimiento de la Oferta Monetaria en Reino Unido (1869-1913)**



Fuente: Elaboración propia en base a Bank of England Millenium Database. El gráfico mide la tasa de crecimiento anual compuesta del índice de precios del consumidor en relación a la tasa de crecimiento de los agregados monetarios en períodos consecutivos de 25 años.

Más concretamente, entre 1873 y 1896 la base monetaria creció 18%, mientras que el índice de precios al consumidor cayó 24%. El gráfico siguiente muestra como durante las tres décadas previas a la publicación de *Interest and Prices*, la relación a largo plazo entre los agregados monetarios y la inflación fue la inversa que planteaba la TCD.

El concepto central de la teoría de Wicksell es la tasa natural de interés ( $i_n$ ) a la que la da dos definiciones distintas que supuestamente son equivalentes. Se podría decir que una definición es *ex ante* y la otra *ex post*. En *Interest and Prices*, definió la tasa natural como “más o menos lo mismo que el rendimiento real de los negocios” ([1898], p.xxv) y en sus *Lectures* como “el rendimiento real del capital en producción” ([1906], p.205). Según la segunda definición, que supuestamente es equivalente a la anterior, la tasa natural de interés es aquella tasa de interés de mercado que iguala la demanda de inversión de los empresarios y la oferta total de ahorros de la economía:

Existe una cierta tasa de interés sobre los préstamos que es neutral con respecto a los precios de los productos básicos, y no tiende a subirlos ni a bajarlos. Esto es necesariamente lo mismo que la tasa de interés que se determinaría por la oferta y la demanda si no se hiciera uso del dinero y todos los préstamos se efectuaran en forma de bienes de capital reales (Wicksell, 1906, p.102).

Es decir, que cuando la tasa de interés de mercado se iguala con la tasa natural se produce un equilibrio en el mercado de ahorro y por lo tanto sería “neutral” respecto a la inflación. Como veremos, de esta identidad surgió bastante confusión. Sea como fuere, el párrafo anterior resume la esencia de la teoría wickselliana, que se apoya en tres ideas fundamentales. Primero, la existencia de una hipotética economía crediticia pura que funciona sin efectivo o papel moneda. En este sistema, el dinero, ya sea metálico o fiduciario no existe. El sistema bancario consiste en un banco central que no tiene reservas y en el que el único medio de pago son los depósitos que crea al otorgar préstamos (dinero interno). Sin restricción de reservas para anclar las variables nominales, la oferta de depósitos tiene una elasticidad potencialmente

ilimitada por lo cual el nivel de precios queda indeterminado. Teóricamente puede aumentar (o disminuir) indefinidamente. Justamente el rol del banco central en este sistema es evitar este resultado mediante su política de tasas de interés. El segundo concepto fundamental de Wicksell es el proceso acumulativo por el cual los movimientos del nivel general de precios se derivan del diferencial entre la tasa de interés natural y la de mercado. Este diferencial de tasas es la clave de la teoría wickselliana de la inflación, ya que al crear un exceso de demanda de ahorro, genera un exceso de demanda agregada que aumenta los precios de manera acumulativa. El tercer pilar de la teoría de Wicksell es su “regla de retroalimentación” de la política monetaria, según la cual el banco central estabiliza el nivel de precios ajustando su tasa de interés en respuesta a desviaciones del nivel de precios. Sin embargo, sería un error creer que Wicksell negara la teoría cuantitativa. De hecho, tal como se puede apreciar en el Apéndice, estaba implícitamente incluida en su modelo (Humphrey, 1997). Como explicó Charles Rist en su erudita *Histoire des doctrines relatives au crédit et la monnaie*:

Según Voltaire un hechicero siempre podía destruir un rebaño de ovejas con sus conjuros, con la condición de que los conjuros fueran acompañados por una dosis suficientemente fuerte de arsénico. En el caso de Wicksell, el conjuro es la brecha entre la tasa de descuento y la tasa de interés “natural” y el arsénico toma la forma de una afluencia de oro o la creación ilimitada de crédito. Es decir considera al conjuro como causa principal y al arsénico como causa subsidiaria ([1938], p.300).

Wicksell tuvo gran influencia tanto sobre la teoría austríaca del ciclo económico (Mises, [1912], pp.354-360; Hayek, 1930, pp.114-115) como sobre el *Treatise on Money* (1930) de Keynes. Sin embargo, en su *Teoría General* (1936) Keynes descartó el concepto de la tasa natural de interés por considerar que no tenía nada “muy útil o significativo que contribuir a nuestro análisis” (p. 243). En la teoría keynesiana el ahorro ya no dependía de la tasa de interés sino del nivel de ingreso por lo tanto la tasa natural de Wicksell no servía.

Keynes de hecho fue uno de los primeros en percibir la inconsistencia de Wicksell y la necesidad de modificar su análisis. Para empezar, Wicksell no contempló la distinción que hizo Irving Fisher entre tasa de interés real y nominal (aunque

implícitamente se refería a la primera). En segundo lugar, supuso implícitamente que la tasa de interés de mercado de corto plazo era igual a la de largo plazo. La combinación de ambos supuestos puede llevar a confundir la tasa de interés neutral (con relación a la inflación) con la tasa natural. La primera supuestamente la puede fijar el banco central mientras que la segunda refleja la productividad general de la economía. Son dos conceptos esencialmente distintos que sólo se igualan en equilibrio, una situación que en la vida real raramente ocurre. Justamente lo interesante del análisis wickselliano es la dinámica en desequilibrio.

A Keynes le costó trabajo desarrollar un concepto alternativo a la tasa de interés natural de Wicksell (Moggridge, 1992, p.558). Luego de varias idas y venidas lo reemplazó por la “eficiencia marginal de la inversión” (EMI), un concepto previamente desarrollado por Fisher (Fisher, 1930). Keynes definió a la EMI como la relación “entre el rendimiento esperado de un activo de capital y su precio de mercado o costo de reposición, es decir, la relación entre el rendimiento esperado de una unidad adicional de ese tipo de capital y el costo de producir esa unidad” (Keynes, 1936, p.135). Es decir, es lo que en matemática financiera se denomina tasa interna de retorno (TIR).

Básicamente la EMI es un concepto prospectivo que depende de las expectativas de los empresarios (que se reflejan en las proyecciones de flujo de caja esperados de los proyectos de inversión que contemplan). Si la EMI de un proyecto de inversión supera su costo de capital, el proyecto será viable.\* El problema según Keynes era que, a nivel agregado, la EMI había caído significativamente en relación al siglo XIX. Consecuente, dado el nivel de tasas de interés imperantes, la inversión resultante no generaría un nivel de “empleo razonable” (*ibid.*, p.308). La teoría de Keynes tiene varios problemas que por razones de espacio no voy a tratar. Resalto uno en particular: Keynes implícitamente identificó al costo promedio del capital  $C_k$  con la tasa de interés de los préstamos, es decir ignoró el costo del capital propio (“*cost of*

---

\* La moderna teoría de las finanzas adopta como criterio para aprobar un proyecto de inversión que su valor presente neto (VPN) sea a positivo descontando sus flujos de fondos futuros al costo promedio del capital. Los criterios de VPN y TIR (o EMI) no dan resultados idénticos en todos los casos. Sin embargo, en la práctica las empresas tienden a utilizar la TIR (Brealey, Myers y Allen, 2011, pp.103-104).

*equity*”).\* Miller y Modigliani aclararían esta confusión dos décadas más tarde (Miller y Modigliani, 1958).

En el contexto de la teoría moderna de las finanzas, podríamos decir que en un mundo wickselliano el equilibrio en el mercado de ahorro e inversión se produce cuando la EMI se iguala a la tasa natural de interés, y ésta última no es más que el  $C_k$ , que incorpora no sólo el costo del capital propio ( $C_E$ ) sino también el de la deuda ( $C_D$ ). El primero se puede estimar con modelos de equilibrio como el CAPM o de arbitraje.† El segundo no es más la tasa de interés a la que se endeuda la empresa ajustada por la deducción impositiva. Ambos son ponderados por su participación relativa en la estructura de capital de la empresa.

Luego de la revolución keynesiana, la teoría monetaria de Wicksell fue “abandonada por los economistas monetarios y dejada a los anticuarios” (Leijonhufvud, 1979). La contrarrevolución monetarista tampoco le dio un lugar a Wicksell. Aunque a fines de la década del sesenta, Friedman tomó prestada del economista sueco la analogía entre la tasa natural de desempleo y la tasa natural de interés para reformular la curva de Phillips, consideró que esta última era irrelevante como herramienta de política monetaria (Friedman, 1968b, pp.7-8).

Casi un siglo después de que Wicksell desarrollara su teoría, Woodford (2003) reintrodujo el concepto de tasa de interés natural en la teoría macroeconómica y la política monetaria. Como han señalado Mankiw y Reis (2018), Friedman perdió el argumento ante Woodford, “quien convenció a los académicos y los banqueros centrales de abrazar el empleo wickselliano de las tasas de interés como la principal herramienta de política y su desviación de las tasas naturales como el objetivo clave de la política” (p.90). En un régimen de “*inflation targeting*” un banco central puede dirigir la economía hacia la estabilidad con la regla de Taylor, que vincula la tasa de la política monetaria con la actividad económica y las expectativas de inflación (Laidler, 2009; Lubik y Mathes, 2015; Williams, 2016). Esta regla tiene más en

---

\* El concepto de costo de capital fue desarrollado dos décadas mas tarde por Merton Miller y Franco Modigliani.

† La contraparte del costo promedio del capital de las empresas es la tasa de retorno esperada de los inversores, tanto de deuda como de capital a largo plazo (*equity*).

común la “regla de retroalimentación” de Wicksell con a la regla de crecimiento monetario constante de Friedman.

### *El Neo-Wicksellianismo de Ribas*

Ya vimos la solución keynesiana a la confusión generada por el concepto de tasa natural de interés. Sin embargo, quedó pendiente de resolución otro problema que Woodford ni siquiera consideraría: el impacto del gasto público sobre la productividad de la economía y la EMI. A mi juicio, Ribas fue el primero en tratar de resolverla, aunque no del todo satisfactoriamente.

Según Ribas, el problema con la teoría de Wicksell es que la tasa natural de interés  $i_n$  es un concepto abstracto “cuya verificación empírica es imposible”. Esta imposibilidad despojaba a la teoría wickselliana “de posibilidades prácticas para el manejo de la política monetaria” (1978, p.11).<sup>\*</sup> Ribas propuso resolver este problema de dos maneras. Primero utilizando como *proxy* de la tasa natural  $i_n$  a la rentabilidad promedio de la economía, tal como había sugerido Wicksell (Ribas, 1984, p.28). Segundo, introduciendo al análisis la tasa real de interés tal como la había desarrollado Fisher.

Siguiendo a Wicksell, en una situación de equilibrio la tasa natural se iguala con la tasa nominal de interés ( $i_m$ ) y, dado que la inflación en este caso es cero, también con la tasa real ( $i_r$ ). Por otro lado si la tasa de inflación es positiva, eso significa que la tasa natural excede la tasa nominal, la cual a su vez, por definición, debe superar a la tasa real. Es decir, la diferencia entre la tasa natural y la real es mayor que entre tasa la natural y la nominal. Se deduce entonces, dice Ribas, que cuanto mayor sea la tasa de inflación, mayor será la diferencia entre la tasa nominal y la tasa real de interés. Consecuentemente, si la teoría de Wicksell es válida, para frenar el aumento del nivel de general de precios (equilibrar la tasa real y la tasa natural) será necesario un aumento de la tasa nominal proporcionalmente superior a la tasa de inflación. Un ejemplo numérico permite visualizar este fenómeno.

t=0                      t=1                      t=2                      t=3

---

<sup>\*</sup> Como ya vimos, esta afirmación ha sido parcialmente refutada en las últimas dos décadas aunque la tasa natural de interés siendo un concepto empíricamente elusivo (Sumner, 2015).

	Equilibrio inicial	Cae $\dot{i}_m$	Aumenta la inflación	Aumenta $\dot{i}_m$	Variación Absoluta
Tasa de inflación ( $\pi$ )	0.0%	0.0%	3.0%	3.0%	3.0%
Tasa natural ( $i_n$ )	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	0.0%
Tasa nominal ( $i_m$ )	5.0%	4.0%	4.0%	8.2%	3.2%
Tasa real ( $i_r$ )	5.0%	4.0%	1.0%	5.0%	0.0%

Partiendo de una situación de equilibrio, el crédito (y por ende la oferta monetaria) se expande más rápidamente que la demanda de fondos para inversión, cae la tasa nominal de interés. Hasta aquí Ribas coincide con el análisis de Friedman en su replanteo de la Curva de Phillips (Friedman, 1968, pp.7-8). Esta caída de la tasa de interés nominal hace que el  $C_k$  caiga por debajo de la EMI, generando a nivel agregado un exceso de demanda en el mercado de ahorros (es decir, el valor presente agregado de los proyectos de inversión existentes en la economía sería positivo). Esto genera el proceso inflacionario acumulativo wickselliano.

Ribas agrega al análisis otro punto importante que tanto el keynesianismo como el monetarismo no contemplaban (aunque si los austríacos): la inflación no es neutra sino que introduce distorsiones en los precios relativos de la economía. Por lo tanto, a priori, no está claro que una tasa de inflación más baja sea necesariamente mejor para la economía. Lo será en tanto y en cuanto logre corregir aquellas distorsiones introducidas por ella que favorecieron el desarrollo de actividades improductivas (es decir, que en ausencia de inflación no existirían). Aquí es donde Ribas introduce al análisis el impacto del peso del estado, medido como el ratio de gasto público y PBI (G), sobre la productividad. Según Ribas, superado cierto nivel  $G^*$ , la tasa de productividad promedio de la economía cae y por lo tanto también cae la EMI. En un caso de socialismo extremo puede incluso ser negativa. Al mismo tiempo aumenta la tasa real de interés (si el gasto genera un déficit que es financiado con deuda).

Varios estudios empíricos confirman que por encima de cierto nivel, el aumento del gasto público tiene efecto negativo sobre la productividad (Barro, 1991a; Barro, 1991b; Grier and Tullock, 1989; Hansson y Henrekson, 1994, y Tanzi y Zee, 1997; Mitchell, 2005). Estos resultados dependen en gran medida de la composición del gasto, de la transitoriedad del aumento y de su magnitud en relación a la economía. También hay que tener en cuenta que la curva que relaciona gasto público y productividad es diferente en cada país. Por ende, no necesariamente se pueden

extraer conclusiones universales respecto al valor  $G^*$ . En cuanto a la relación entre gasto público y la tasa real de interés, la evidencia empírica también sugiere una fuerte relación positiva (Barro, 1986). Esto inevitablemente tiene impacto sobre el costo de capital o la tasa natural de interés. El impacto sobre la tasa de inflación dependerá de si el gasto genera un déficit y si este es financiado con deuda, impuestos o emisión monetaria. En el caso que sea a través del endeudamiento, el impacto también dependerá de la moneda de emisión.

Aquí es útil complementar el análisis de Ribas introduciendo el concepto de “pecado original” que desarrollaron Eichengreen, Hausmann y Panizza (2002). Sólo unos pocos países pueden endeudarse a largo plazo en su propia moneda en los mercados internacionales: Estados Unidos, Reino Unido, Japón, Australia, Canadá y los países de la UE. El resto son “pecadores originales”. Obviamente, no se trata de una categoría inamovible. Los países pueden redimirse en la medida que adopten políticas monetarias creíbles, mantengan un equilibrio fiscal a lo largo del ciclo y logren contener la inflación. Dentro de los países pecadores, hay algunos que pueden endeudarse en el mercado doméstico a mediano y largo plazo. Otros –tal el caso de la Argentina– están condenados a financiar sus déficits a través de la emisión monetaria, deuda en moneda local a muy corto plazo a altas tasas de interés o con deuda externa. Además, si se trata de un estado recurrentemente deficitario se produce un efecto de “*crowding out*”. El pecado original no solo dificulta el desarrollo del mercado de capitales local sino que además, un estado demandante de fondos a altas tasas de interés, reduce la disponibilidad de ahorro doméstico para financiar el sector privado. Es decir que aumenta el  $C_k$  y cae la EMI.

Con este marco conceptual podemos reinterpretar la teoría de Ribas. Su punto central es que es un error combatir la inflación únicamente con una política monetaria contractiva, especialmente cuando el nivel del gasto público es elevado en relación al PBI. Esto es justamente lo que Ribas denominó “monetarismo *cum* estatismo”.

Ribas también fue un pionero al enfatizar el papel del sistema bancario. Introdujo al análisis de la inflación otro factor fundamental: el margen de intermediación financiera, es decir la diferencia entre la tasa pasiva (pagada a los ahorristas) por el sistema bancario y la tasa activa de los préstamos al sector público y privado. Este margen, distorsionado durante décadas por la represión financiera y la intervención

estatal, comenzó a cobrar importancia al liberalizarse las tasas de interés. Si el estado no puede acceder a los mercados internacionales (como ocurrió entre 1946-55 y 1973-75) y en el mercado doméstico hay represión financiera, una política fiscal expansiva indefectiblemente lleva a una tasa de inflación creciente y la destrucción del mercado de capitales (lo que Keynes llamaba la “eutanasia del rentista”).

A partir de 1977, por primera vez en décadas, los ahorristas y los gerentes financieros de las empresas se encontraron con tasas de interés reales positivas. Según Ribas, el alto costo de la intermediación financiera imponía “un piso a la posibilidad de reducir la tasa de inflación” (1980, p.116). En su opinión, la ineficiencia del sistema financiero jugaba “un papel semejante al desequilibrio generado por el presupuesto, al lograr una participación en el ingreso que sólo le puede ser satisfecha vía inflación” (*ibíd.*, p.117).

En un sistema de reservas fraccionarias, cuanto mayor la tasa de inflación mayor debía ser el margen de intermediación para que los bancos mantuvieran su nivel de rentabilidad. “Ergo, dada una tasa de interés pasiva real positiva, la tasa de interés real activa aumenta con la tasa de inflación” (*ibíd.*, p.138). Es decir, bajo este sistema, los bancos potenciaban el impacto de la inflación sobre la tasa de interés tanto nominal como real.

En enero de 1977 Ribas advirtió que una vez abierta la economía a los flujos de capitales internacionales, el costo de intermediación financiera también tendría un impacto sobre la balanza de pagos. Básicamente esto se debía a que el costo del endeudamiento en moneda doméstica (tasa de interés activa) superaba significativamente al costo de endeudarse en el exterior. Consecuentemente, las empresas recurrían a esta última fuente para financiarse. Mientras se mantuviera un régimen de tipo de cambio flotante, el ingreso de capitales resultante contribuiría a deprimir el tipo de cambio real vía la sobrevaluación del peso. Como la tasa pasiva en pesos también era inferior a la tasa pasiva en dólares en el exterior, el “*carry trade*” tendría el mismo efecto. Es decir, “cuanto mayor es la tasa de interés real interna, mayor es el incentivo de recurrir al mercado de crédito externo y mayor asimismo la oferta de fondos del exterior” (*ibíd.*, p.138). Este fenómeno se acentuaba si las tasas de interés reales en el exterior eran negativas como ocurrió entre 1974 y 1979.

Una vez adoptado un régimen de “*crawling peg*” en diciembre de 1978 los ingresos de capitales pasaron a tener un impacto directo sobre la oferta monetaria. Si el Banco Central intentaba moderar la expansión monetaria mediante la suba de encajes, esto necesariamente impactaba la tasa de interés activa vía el impacto sobre el costo de intermediación. En aquel entonces el mecanismo utilizado para compensar a los bancos por la inmovilización de fondos fue la Cuenta de Regulación Monetaria, precursora de las Lebac y Leliqs actuales.

Ribas concluyó que una política monetaria restrictiva en un escenario de dominancia fiscal y un sistema bancario ineficiente sólo consigue reducir la inflación a corto plazo a costa del sector privado (que es el que produce bienes transables). En términos generales, si la tasa de aumento del gasto nominal (y del endeudamiento) excede la tasa de expansión de la oferta monetaria (bajo un régimen de tipo de cambio flotante) o de devaluación (bajo un régimen de tipo de cambio fijo), a mediano plazo no sólo aumenta la inflación sino que además, al aumentar la tasa de riesgo país castiga aun mas duramente a la actividad privada. Si la expansión del gasto es financiada con deuda externa a mediano plazo una crisis de balanza de pagos es inevitable.

“Una política monetaria restrictiva mientras el gasto público crece tiene un efecto perverso, ya que contribuye a reducir al sector privado,” explicaba Ribas, pocos meses antes de la devaluación de marzo de 1981. La suba de la tasa de interés real ponía a las empresas más productivas de la economía “contra las sogas”. Por otra parte, la alta tasa de inflación escondía una fenomenal distorsión de precios relativos e implicaba una transferencia de recursos de los sectores productivos de la economía a los improductivos (fundamental pero no exclusivamente el estado en todos sus niveles). El resultado inevitable de esta política era la contracción del sector privado eficiente a costa del sector público ineficiente.

Hay un concepto sobre el que Ribas insistió repetidamente: “el carácter esencial de la inflación es su no neutralidad”. Tal como también lo plantea la teoría austríaca pero desde otra perspectiva, la inflación produce distorsiones en los precios relativos de la economía. Estas distorsiones se agudizan en una economía abierta al comercio internacional. Si el nivel de gasto público en relación al PBI es alto y el gasto nominal crece más rápidamente que la tasa de expansión de la oferta monetaria o la tasa de devaluación, la distorsión en los precios relativos será mayor y el sector de bienes

transables de la economía será el más perjudicado. Lo cual a su vez contribuía a reducir aun más la productividad promedio de la economía.

Puede ocurrir que gracias a la apertura y el retraso cambiario, la tasa de inflación promedio caiga porque el aumento de los precios de los bienes no transables es compensado en parte por una caída en el precio de los bienes transables. En tal caso el impacto distorsivo de la inflación se manifiesta de dos maneras: primero en la evolución del tipo de cambio real (TCR), y, segundo, en la evolución de la tasa real de interés que paga el sector de bienes transables (que efectivamente enfrenta presiones deflacionarias).

Otra conclusión importante del análisis de Ribas es que existe una relación directa entre el nivel del gasto público y la tasa de inflación. En sus palabras: “es el gasto público y no la expansión monetaria el determinante fundamental del problema inflacionario” (Ribas, 1984). Pero esta conclusión no surge del típico análisis keynesiano en el que una política fiscal expansiva genera un aumento de la demanda agregada (Mishkin, 1984) sino más bien porque a la larga, el aumento del gasto reduce la productividad y la oferta agregada.

El énfasis sobre la cuestión fiscal acerca el análisis de Ribas a la teoría fiscal del nivel de precios (FTPL), que a partir de una argumentación distinta llega a una conclusión similar: la inflación no es un fenómeno monetario sino más bien un fenómeno fiscal (Christiano y Fitzgerald, 2000 y Bassetto, 2011).<sup>\*</sup> Más allá de esta coincidencia, al igual que el EMBP, la FTPL no resalta un punto central que siempre enfatiza Ribas: un gasto público creciente reduce la productividad de la economía y genera distorsiones en su estructura productiva. Es decir, tanto al monetarismo como a la FTPL les falta una teoría sobre el impacto del nivel del gasto público sobre la tasa natural de interés y el crecimiento económico.<sup>†</sup> Falta comprensible, y quizás inocua, cuando se trata de analizar las economías avanzadas pero no cuando se trata de economías como la argentina en las que la intervención estatal y el gasto público son

---

<sup>\*</sup> Esta coincidencia es a un nivel muy elemental. La teoría de Ribas y la FTPL difieren tanto en como llegan a sus conclusiones como en su conceptualización del fenómeno de la inflación y sus efectos.

<sup>†</sup> Lo mismo puede decirse del modelo de Sargent y Wallace (Sargent y Wallace, 1981), que postula que en situaciones de “dominancia fiscal” una política monetaria restrictiva puede generar mayor inflación (proposición que fue refutada por Paul Volcker).

relativamente altos. En estos casos, según Ribas es necesario un replanteo de la teoría macroeconómica. Desde su perspectiva, la participación del estado en la economía termina siendo el resultado de la interacción entre la política fiscal y la política monetaria (tipo de cambio flotante) o la política cambiaria (tipo de cambio fijo). Una política monetaria restrictiva y una política fiscal expansiva indefectiblemente a un aumento del gasto público sobre el PBI (G). Dicho de otra manera, el gasto público en términos reales resulta una variable endógena (Ribas, 1984).

Hay un punto importante sobre el que Ribas no logró clarificar la confusión. Si la tasa natural de Wicksell es la productividad promedio de la economía y el aumento del gasto público la reduce gradualmente a cero (o menos que cero), en una economía monetaria la tasa de interés de mercado será siempre superior. Por lo tanto, de acuerdo una interpretación estricta de la teoría de Wicksell, no podría haber inflación. Ribas resolvió esta inconsistencia de dos maneras. Primero, argumentó que la teoría de Wicksell solo tenía sentido en una economía que tiene un sector privado relativamente autónomo y no insignificante. En una economía totalitaria el ahorro es, por definición, siempre idéntico a la inversión mientras que en una economía libre el equilibrio entre ambas variables surge de decisiones autónomas (Ribas, 1980, p.321; 1982, p.217).

Segundo, Ribas planteó que la intervención creciente del estado en la economía (no sólo como consumidor sino también como productor de bienes y servicios) crea una divergencia también creciente entre la tasa real de interés (que aumenta) y la productividad (que cae). A esta brecha la denominó “efecto descapitalizador” por su efecto destructivo sobre la capitalización del sector privado. Visto desde la perspectiva de la moderna teoría de las finanzas, podríamos decir que el aumento de la participación del estado en la economía reduce la EMI (que refleja la productividad) y aumenta el costo promedio del capital, ya sea por el efecto “*crowding out*” (tasa real de interés más alta) o por el aumento de la tasa de riesgo país (si hay “pecado original”). Otra consecuencia inevitable del monetarismo cum estatismo sería el aumento del peso relativo de la deuda en la estructura de capital de las empresas privadas. Dicho de otra manera, el desequilibrio interno entre ahorro e inversión provoca una transferencia de recursos del sector privado al sector público. Este transferencia tiene un límite natural, que sería la bancarrota del primero.

#### 4. Análisis de la Experiencia de Argentina (1976-1980) y México (1976-1984)

##### *La Crítica de Ribas a la Política de Martínez de Hoz*

Con el marco conceptual desarrollado en la sección anterior debe entenderse la crítica de Ribas a la política económica de Martínez de Hoz. Primero es necesario un análisis del contexto internacional durante el período 1976-1980. Dos variables del contexto internacional tienen influencia fundamental sobre la economía argentina: la tasa de interés en dólares y el precio internacional de los *commodities* agrícolas. La combinación de ambas variables determina si hay “viento de cola” o “viento en contra” (Ocampo, 2016). Argentina es esencialmente un exportador neto de esos *commodities* y un importador neto de capitales.\* Por otro lado, internamente la economía no genera ahorro suficiente para financiar el nivel inversión necesario para que la economía crezca de manera sostenida. Consecuentemente, en Argentina el “viento de cola” no sólo tiene un impacto sobre la actividad económica sino que también condiciona la política económica.

El evento que mayor impacto tuvo sobre la economía internacional en los años setenta fue el *shock* del petróleo. No sólo se produjo una suba abrupta en el precio de los hidrocarburos sino también el de los *commodities* agrícolas. En la Argentina existe una relación estrecha entre los ciclos de los precios internacionales de los *commodities* agrícolas y el populismo. Básicamente, la variación de los precios explica aproximadamente dos tercios de la variación de un índice de populismo económico. Cuando los precios aumentan, nuestros gobiernos recurren alegremente a las políticas populistas. Cuando los precios caen, inevitablemente se produce un ajuste (Ocampo, 2015).

Tal como predice esta teoría, el auge de precios de los *commodities* agrícolas permitió al peronismo financiar a partir de 1973 otra gran fiesta populista como la de 1946-1949. Los precios alcanzaron su pico en octubre de 1974 y a partir de entonces exhibieron una tendencia bajista. Esta caída y los propias inconsistencias del modelo populista, llevaron a la crisis de 1975. La tabla adjunta resume muy someramente que

---

\* Actualmente, el complejo sojero genera casi un tercio de los ingresos de dólares por exportaciones y el complejo agro-industrial en su conjunto generó en 2016 casi dos tercios de esos ingresos.

ocurrió en la década del setenta con el “viento de cola” en dos sub-períodos de cinco años. En el primero, se sentaron las bases de una reedición de la experimento populista, y en el segundo, se intentaron corregir sus desequilibrios.

### La Economía Internacional 1971-1980

Sub-período	Variación anual % del precio <i>commodities</i> agrícolas en dólares	Tasa de Interés de Referencia (LIBOR 6 meses)	
		En términos nominales	En términos reales
1971-1975	18,9%	7,9%	0,9%
1976-1980	3,2%	9,3%	0,0%

Fuente: Elaboración propia Banco Mundial y Fondo Monetario Internacional.

La caótica situación económica, el vacío de poder y la violencia política imperante contribuyeron decisivamente al golpe militar del 24 de marzo de 1976. Desde el punto de vista económico, el nuevo gobierno heredó una economía en recesión, un déficit fiscal de dos dígitos (16,1% del PBI), una inflación galopante (444% anual) y una fuerte distorsión de los precios relativos, rasgos característicos de la fase contractiva del populismo.

El nuevo equipo económico liderado por José Alfredo Martínez de Hoz declaró como su principal objetivo lograr “el saneamiento monetario y financiero” de la economía, un rápido crecimiento económico y una “razonable distribución del ingreso”. Más concretamente, proponía reducir la inflación, el déficit fiscal y el gasto público, redefinir la política tributaria, ampliar y liberalizar el mercado de capitales, alentar la inversión extranjera, reactivar la obra pública y el aparato productivo, liberalizar los precios y promover el comercio internacional, todo ello bajo un esquema de apertura y liberalización. Es decir, buscaba “curar” a la economía argentina de los perniciosos efectos de décadas de populismo.

Más allá de las resistencias inherentes del statu quo heredado, el contexto internacional para encarar esta ambiciosa tarea ya no era tan favorable como entre 1973-1975, al menos desde el punto de vista de los precios de los *commodities* agrícolas, uno de los componentes del “viento de cola”. Sin embargo, aunque a partir de 1976 las tasas de interés internacionales aumentaron en términos nominales, hasta mediados de 1979 fueron prácticamente nulas en términos reales.

En aquel entonces, mediados de los setenta, el sistema bancario internacional se dedicaba a reciclar los petrodólares. Existía la noción entre prominentes banqueros norteamericanos de “que los países no podían quebrar” (Grant, 1996). Prestarle dinero a países en desarrollo se convirtió en un gran negocio. Así comenzó el auge de los préstamos sindicados a los principales países de América Latina. Estos préstamos tenían como referencia la tasa interbancaria a seis meses fijada en el mercado londinense, más conocida como LIBOR, a la que se agregaba una prima que reflejaba el riesgo país.

Para muchos países latinoamericanos el acceso al crédito barato parecía una panacea. En términos reales el costo de los préstamos era prácticamente gratis y las nuevas autoridades económicas en Argentina tenían excelentes contactos en la banca internacional (que por otra parte no eran necesarios para conseguir préstamos dado el apetito de los banqueros por reciclar los petrodólares). Además, uno de los objetivos fundamentales de la política económica del gobierno militar era el reducir el nivel de inflación. Supuestamente, el endeudamiento externo permitiría financiar el déficit fiscal con menor emisión monetaria.

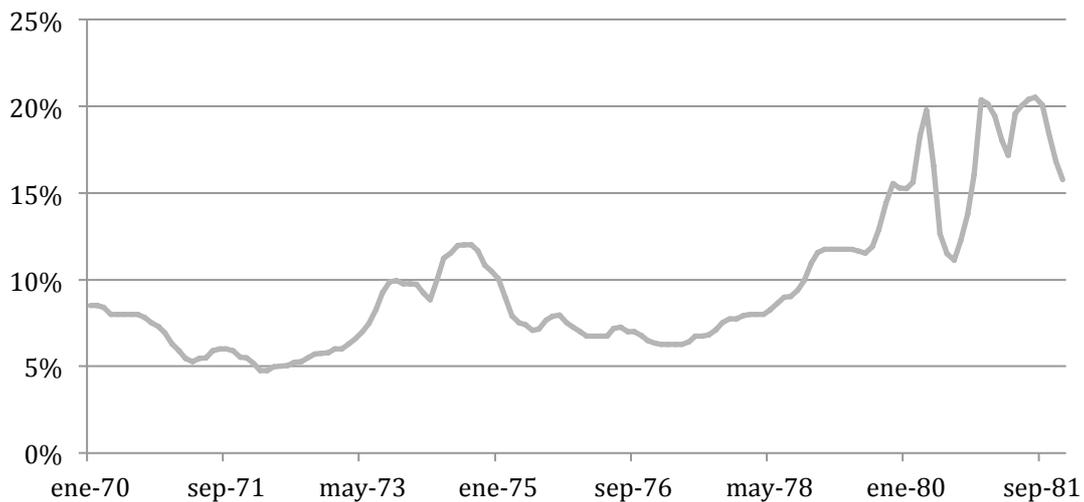
La situación cambió a partir de mediados de 1979, cuando Paul Volcker asumió como presidente de la Reserva Federal. Como en tantas otras ocasiones desde entonces, la política monetaria de la Fed tuvo impacto inmediato en los mercados emergentes (en ese entonces conocidos como LDCs o *less-developed countries*). Volcker estaba decidido a derrotar la inflación que, ese año, 1979, alcanzaría 13,3% anual, su nivel más alto desde 1946.

Las tasas de interés en dólares comenzaron a subir rápidamente. La tasa LIBOR pasó de 8,7% en 1978 a 14% en 1980 y 16,9% en 1981. La tasa *prime rate*, que los bancos grandes cobran a sus principales clientes, prácticamente se duplicó en ese período como se puede ver en el siguiente gráfico. Este fuerte aumento de las tasas de interés tanto en términos nominales como reales alteró completamente la dinámica de la deuda externa en los países de América Latina.

Como ha ocurrido desde entonces, el aumento abrupto de las tasas de interés en Estados Unidos funcionó como una “aspiradora” de fondos hacia el mercado norteamericano. Fenómeno que se viene repitiendo desde entonces (especialmente en

1994 y también, en menor medida, con el “*taper tantrum*” de mediados de 2013). El impacto fue doble ya que durante este período los precios de los *commodities* agrícolas cayeron en términos reales. Esta situación se corrigió levemente en 1980 gracias al impacto que tuvo el segundo *shock* del petróleo.

**Evolución de la Tasa *Prime* en Estados Unidos (1970-1981)**



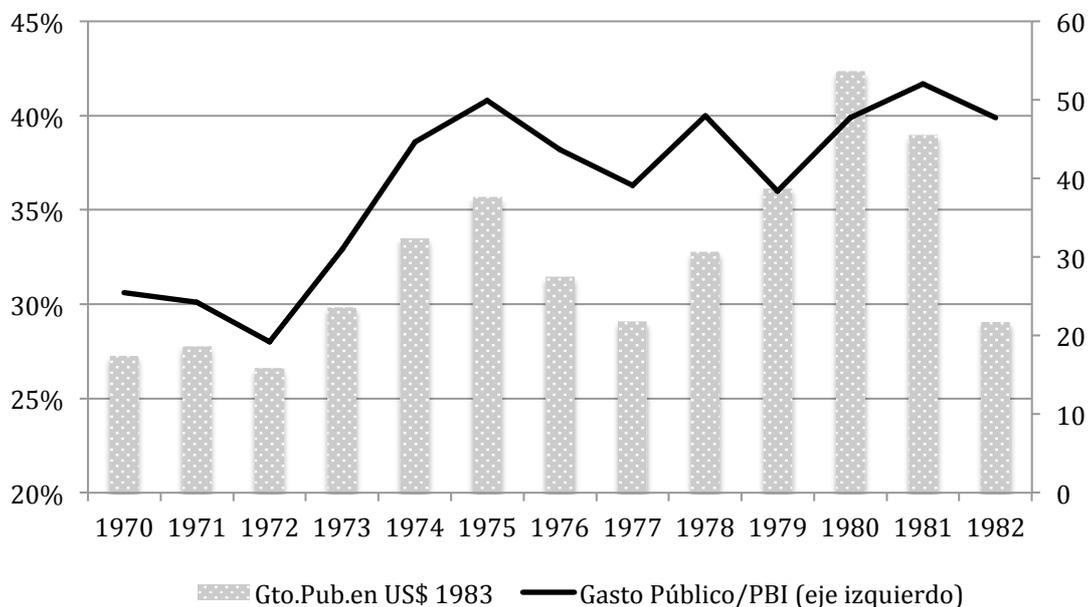
Fuente: FRED.

Para ser exitosa, esta política debía concentrarse en reducir el gasto público cuyo aumento a partir de 1973 había transformado la estructura productiva real de la economía argentina (es decir, había provocado una caída de la tasa natural de interés). Caso contrario, cualquier reducción de la tasa de inflación sería a costa del sector privado más competitivo, lo cual profundizaría el estancamiento y la decadencia de la economía argentina. Dicho de otra manera, desde la perspectiva de Ribas, era preferible una inflación alta que no castigara al sector privado que reducirla a costa de su achicamiento.

Según las estimaciones de Ribas, en 1975 el gasto público en relación al PBI había alcanzado uno de sus máximos históricos, casi 40%, y además el estado desempeñaba un rol empresario en sectores claves de la economía (energía, transporte, etc.). Cualquiera sea el método de estimación, es claro que a partir de 1973 hubo un aumento

significativo del gasto público en relación al PBI y que esta tendencia ascendente se mantuvo hasta 1981.

**Evolución del Gasto Público 1970-1982**



Fuente: Ribas (1984) y Cavallo (1984).

Medido en dólares, el aumento del gasto público entre 1976 y 1980 fue aún más significativo, ya que prácticamente se duplicó, lo cual permite desechar por completo la idea de que el régimen militar aplicó una política liberal. Como admitió desde una postura claramente anti-liberal uno de sus críticos, la política de Martínez de Hoz “con respecto al sector público fue mucho más moderada de lo que hubiera podido esperarse de una conducción económica de declaradas convicciones liberales... [a partir de 1977] tendió a elevar tanto los ingresos como los gastos del estado, dando lugar a un importante incremento de la presión tributaria” (Canitrot, 1981).

Cualquiera sea la manera en que se defina la política de Martínez de Hoz, su incapacidad manifiesta de reducir el gasto público de manera significativa, fue, según Ribas, la causa principal de su fracaso.\* Desde su perspectiva, la inconsistencia de la tablita no era producto del desfasaje entre la tasa de devaluación y la de expansión del

---

\* Hay que tener en cuenta que gran parte del aumento del gasto público se debió al rearmamento de las FF.AA. en el contexto de un posible conflicto con Chile. Obviamente, esta decisión no fue parte de la política económica ni estaba bajo el control de Martínez de Hoz.

crédito interno (provocada por el déficit fiscal), sino de la brecha creciente entre aquella y la tasa de crecimiento del gasto público en términos nominales. Cuanto más negativa esta brecha (es decir, el gasto público en dólares aumenta), mayor la transferencia de recursos del sector productor de bienes transables hacia el Estado. La magnitud de esta transferencia depende de la relación entre ambas tasas de crecimiento y de la relación entre las dimensiones relativas del sector estatal y el sector de bienes transables. Esa transferencia a su vez determina un incremento en la demanda de crédito, lo que necesariamente produce un aumento en la tasa de interés interna, que superará a la tasa de interés externa como consecuencia del rezago de la tasa de devaluación en relación a la tasa de inflación.

El problema de la teoría monetarista, según Ribas, es que al ignorar la cuestión del tamaño del estado también ignoraba el problema de la tasa natural y real de interés.\* Y al ignorar la interacción entre variables reales y nominales, confundía la interrelación y complementación entre la política monetaria y la fiscal (y en el caso de una economía con tipo de cambio fijo, la política cambiaria). Como señala Ribas:

“El problema del desequilibrio interno es como efectuar una mayor transferencia de recursos del sector privado al público sin quebrar al primero, o sea, sin aumentar la tasa real de interés por encima de la tasa natural wickselliana (o sea la rentabilidad promedio de la economía).”

Con un régimen de tipo de cambio fijo, en la medida que el gasto público aumenta a una tasa superior a la tasa de devaluación se produce una transferencia de recursos del sector privado productor de bienes transables al sector público. Esta transferencia va a provocar un incremento en la demanda de crédito, lo que necesariamente producirá un aumento en la tasa de interés interna. La tasa real habrá de superar a la tasa natural. Al mismo tiempo, la tasa de interés interna habrá de superar a la tasa de interés externa como consecuencia del diferencial entre la tasa de inflación y la tasa de devaluación. El desequilibrio externo no se refleja en la caída de las reservas internacionales como postula el EMBP, sino en la diferencia entre la tasa de interés doméstica e

---

\* En realidad esta crítica era igualmente aplicable a la teoría keynesiana.

internacional. En otras palabras, como señala Ribas, el desequilibrio externo es el costo diferencial que permite mantener un mismo nivel de reservas internacionales.

El otro punto central que resalta Ribas es que en una economía abierta a los movimientos de capitales las relaciones entre la tasa de expansión del gasto público y la tasa de devaluación son determinantes del tipo de cambio real. Esto contradice un supuesto básico del EMBP. Esto sucede porque el aumento del gasto público modifica la estructura productiva de la economía y reduce su eficiencia (es decir, la tasa natural de interés). Cuando la tasa de devaluación es superior a la tasa de expansión del gasto público en términos nominales, este disminuye en términos reales y sube el tipo de cambio real (es decir, se produce una devaluación real del peso). Caso contrario el gasto público aumenta en términos reales y cae el tipo de cambio real (se revalúa el peso). Es decir, la inconsistencia de la política cambiaria y la política fiscal tiene un efecto inmediato sobre el tipo de cambio real. En una economía abierta el aumento del gasto público más allá de cierto nivel no sólo provoca una caída de la tasa natural de interés sino también del tipo de cambio real, lo cual pone en aprietos al sector exportador.

Esta conclusión es consistente con la que expuso alguna vez Domingo Cavallo (Cavallo, 1984). La diferencia es que en vez de enfocarse en el nivel de gasto público sobre el PBI, Cavallo toma el gasto público en dólares constantes como la variable relevante para dimensionar el peso del sector público. La experiencia argentina demuestra que cuando se exceden ciertos niveles de gasto público en dólares, “el crecimiento de la economía comienza a verse trabado por la emergencia de la crisis de pagos al exterior y desequilibrios fiscales en aumento... El gasto público en dólares es una medida de la presión fiscal que el Gobierno impone sobre el capital y el trabajo dedicados a la producción de bienes y servicios cuyos precios están directa o indirectamente atados al valor del dólar, como son los bienes de exportación y los bienes competitivos con importaciones” (Cavallo, 1991).

¿Qué ocurre entonces con la tasa de inflación? Según Ribas, se ubica entre la tasa de expansión nominal del gasto público y la tasa de devaluación. Cuanto mayor es la caída del tipo de cambio real, mayor será la tasa de inflación inducida por el aumento del gasto público. En consecuencia, mayor será la transferencia de recursos reales hacia el sector público y mayor será el impuesto inflacionario. En cuanto a las tasas

de interés, debido a la ineficiencia del sistema financiero, la tasa pasiva tiene un piso que es la tasa de inflación promedio. Pero para los productores de bienes transables, la tasa de interés real activa será tanto más elevada cuanto mayor sea la caída del tipo de cambio real.

El aumento de las tasas de interés internas afecta directamente a todo el sector privado y se produce un incremento de la relación deuda/capital de las empresas. Esto ocurre tanto en el sector productor de bienes transables como no transables. El deterioro crediticio del sector privado a su vez afecta la solvencia del sistema bancario, que es su principal fuente de financiación. A medida que el déficit fiscal aumenta (es decir, aumenta la creación de crédito doméstico), menor la entrada de capitales. Al riesgo de devaluación inducido por el deterioro de la cuenta corriente se suma el riesgo que genera la expansión interna vía déficit y por consiguiente la tasa de interés real también aumenta.

La diferencia creciente entre la tasa de interés interna y la internacional provoca una entrada de capitales especulativa. Esta diferencia refleja la brecha entre la tasa de inflación interna y la tasa de devaluación. A medida que aumenta esta brecha, la caída en el tipo de cambio real produce un deterioro creciente de la cuenta corriente lo cual aumenta el riesgo de devaluación. Se produce así un círculo vicioso que desemboca inevitablemente en una crisis externa.

Esta conclusión, según Ribas, requiere replantear el concepto del impuesto inflacionario y del equilibrio externo. Respecto al primero, en un régimen de tipo de cambio flexible, depende de la relación entre la tasa de crecimiento del gasto público y la tasa de expansión de la oferta monetaria mientras que bajo un régimen de tipo de cambio fijo de la diferencia entre aquel y la tasa de devaluación. Respecto al segundo, no se manifiesta en la pérdida de reservas internacionales sino en una brecha creciente entre las tasas de interés externas e internas (Ribas, 1984). De esta manera, la teoría de Ribas contradice abiertamente el EMBP tanto en la versión de Polak como la de Johnson.

#### *La Experiencia Mexicana 1987-1994*

Para un país como la Argentina, en el que el gasto público asciende a casi la mitad del PBI y es notoriamente ineficiente, la teoría neo-wickselliana de Ribas resulta atractiva

y sus conclusiones son contundentes. Sin embargo, es válido plantearse hasta qué punto es aplicable a otros países. Y para ello es necesaria una mayor elaboración teórica que la propuesta por Ribas (Ribas, 1994).

Kalter y Ribas utilizaron un marco conceptual similar al descrito más arriba para explicar la experiencia mexicana desde 1987 hasta la crisis cambiaria de diciembre de 1994 (Kalter y Ribas, 1995). Desde el Plan Brady en 1989, México había abierto su economía y adoptado un esquema cambiario mixto que funcionaba de manera parecida a la famosa “tablita” de Martínez de Hoz. La principal diferencia es que el Banco Central de México no “preanunciaba” la tasa de devaluación.

Kalter y Ribas no mencionan explícitamente la tasa natural de Wicksell ni tampoco el impacto que tiene sobre ella el aumento del gasto público. Su enfoque es indirecto pero perfectamente consistente con el análisis de la experiencia argentina descrito más arriba. Aunque no hacen una comprobación empírica de la teoría de Ribas, argumentan que la experiencia mexicana es consistente con ella. Su argumento se podría resumir como sigue: a medida que aumentan los gastos del estado y estos son financiados con mayores impuestos, el costo de los bienes y servicios producidos por el sector privado aumenta. En una economía abierta, este impacto es mayor para los productores de bienes transables, ya que los productores de bienes y servicios no transables tienen una mayor capacidad de trasladar costos a los consumidores. Esto tiene dos efectos importantes. En primer lugar, empeora la situación financiera de los primeros. En segundo lugar, se produce una apreciación del tipo de cambio real.

Entre 1991 y 1994, el gasto público pasó de 15% del PBI a 17% en 1994, lo cual no parece demasiado, especialmente si se compara con el caso argentino. Sin embargo, medido en dólares el gasto público aumentó al 12% anual entre 1987 y 1994. El tipo de cambio real se apreció casi 40% durante ese período. Este aumento del gasto público tuvo un efecto expansivo sobre el resto de la economía, especialmente en los sectores de bienes no transables. Gracias al aumento de la recaudación impositiva no hubo un aumento del déficit fiscal. En el período 1992-1993, el déficit fue inferior al 1% del PBI.

Las altas tasas de interés locales comenzaron a atraer capitales externos, que contribuyeron aun más a la apreciación real del peso. También contribuyeron a

deteriorar aún más la situación del sector exportador que enfrentaba un costo financiero creciente (y superior al del sector de bienes no transables) y una rentabilidad decreciente. A pesar de que el sistema bancario redujo gradualmente su exposición a este sector, este deterioro tuvo impacto sobre la calidad crediticia y la estabilidad del sistema bancario, que era su principal proveedor de fondos.

En opinión de Kalter y Ribas, el deterioro de la situación financiera del sector de bienes transables fue un factor fundamental en la crisis de diciembre de 1994. Su recomendación es la misma que Ribas propuso para la Argentina: el equilibrio externo no sólo depende del control del déficit fiscal sino también del control del gasto público. Dicho de otra manera, el equilibrio fiscal es una condición necesaria pero no suficiente para el equilibrio externo. Cuando el gasto público es elevado, es esencial que el equilibrio fiscal se logre no por el aumento de los impuestos (que en una economía abierta castiga al sector privado más eficiente) sino por el recorte de los gastos. Para conseguir una reducción del gasto público en términos reales, es esencial que su tasa de expansión nominal sea inferior a la tasa de devaluación.

## **5. La Coyuntura Económica Argentina Actual (Abril 2017)**

Luego de haber reseñado la teoría de Ribas, su crítica a la política económica de Martínez de Hoz y su análisis de la experiencia mexicana entre 1987 y 1994, vale la pena preguntarse hasta que punto es útil para evaluar la política económica aplicada en Argentina a partir del 10 de diciembre de 2015.

Como ya señalé, y exclusivamente desde el punto de vista de la política económica, hay algunas semejanzas con la experiencia que se inició el 24 de marzo de 1976, al menos hasta ahora. Esto no significa que deban terminar de la misma manera. Para evitar confusiones creo necesario aclarar en que se parecen. En primer lugar, en ambos casos se trató de corregir el desorden económico provocado por el populismo. En segundo lugar, para hacerlo se adoptó un criterio gradualista y pragmático. Tercero, la tasa de inflación mostró resistencia a la baja a pesar de los esfuerzos del gobierno. Cuarto, al inicio de ambas experiencias los mercados financieros internacionales se mostraron altamente receptivos a financiar riesgo argentino. Hoy al

igual que entonces, la tasa real de interés de referencia es nula o negativa.\* Sin embargo, en la experiencia iniciada en 1976, al poco tiempo el país pasó de experimentar “viento de cola” a experimentar “viento en contra”, algo que no ha ocurrido hasta ahora, al menos en la misma magnitud, lo cual le da más grados de libertad a la política económica del gobierno actual.

La diferencia obvia entre ambos períodos es la política cambiaria. En aquel entonces se aplicó un sistema *crawling-peg* con una tasa de devaluación pre-anunciada mientras que actualmente la economía argentina opera bajo un régimen de flotación “sucia”, lo cual le da más autonomía a la política monetaria.

Como ya vimos, la política económica adoptada por el gobierno militar a partir de diciembre de 1978 fracasó por su propia inconsistencia. Aunque los ejercicios contra-fácticos son de dudosa utilidad, vale la pena preguntarse hasta que punto el cambio en el escenario internacional a partir de mediados de 1979 no profundizó esas inconsistencias y aceleró el colapso del esquema cambiario adoptado.

Es interesante comparar el período 1972-1980 con la década finalizada en 2016. En este último período, el auge en los precios de los *commodities* agrícolas tuvo su punto máximo en 2011 (utilizando promedios anuales). Desde entonces esos precios han sufrido una caída significativa, aunque menor que durante el período que siguió a 1974. Como se puede apreciar, el ajuste de precios ha sido mucho más leve en el último superciclo, por lo menos hasta 2016.

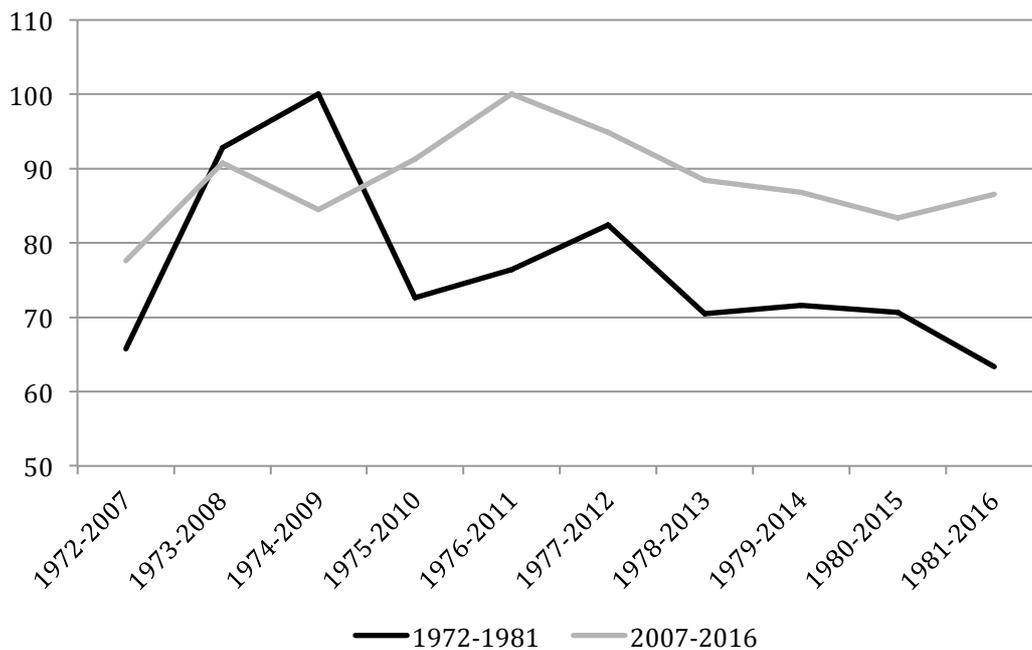
En cuanto a las tasas de interés internacionales, a diferencia del período 1976-1980, en el que comenzó en diciembre de 2015, se mantienen muy bajas tanto en términos reales como nominales. Dado que el endeudamiento es mayormente a través del mercado de bonos y no el de préstamos sindicados, la tasa de referencia es el rendimiento del bono a 10 años del Tesoro de Estados Unidos. Teniendo en cuenta la inflación dólar, en 2016 esa tasa fue levemente negativa (-0,3%), igual que el promedio del período 1976-1979. En términos nominales es una de las tasas más bajas de los últimos cincuenta años.

---

\* Este artículo fue escrito en abril de 2017.

Sin embargo, la recuperación de la economía norteamericana en estos últimos años y las expectativas de un mayor crecimiento bajo la presidencia de Trump, han llevado a la Reserva Federal a adoptar una política monetaria más restrictiva. Desde fines de 2016, la tasa *fed funds* aumentó casi 50% y en los últimos ocho meses el rendimiento de los bonos a 10 años del Tesoro de EE.UU. aumentó casi un punto porcentual.

### Evolución del Precio Real de los *Commodities* Agrícolas



Fuente: Banco Mundial. El índice toma valor 100 para el máximo de cada sub-período.

Como ya señalé más arriba, a mediados de 1979 Volcker adoptó una política monetaria restrictiva que prácticamente duplicó en términos nominales las tasas de interés. Es cierto que el ajuste de tasas que actualmente anticipa el mercado no es comparable con aquel.\* De cualquier manera, al igual que entonces, el mundo se empieza a mover hacia un escenario de tasas de interés más altas tanto en términos nominales como reales. Es decir, el costo de financiar el gasto público, el déficit fiscal y cualquier proyecto de inversión en la Argentina probablemente va a aumentar (a menos que disminuya sensiblemente el riesgo país).

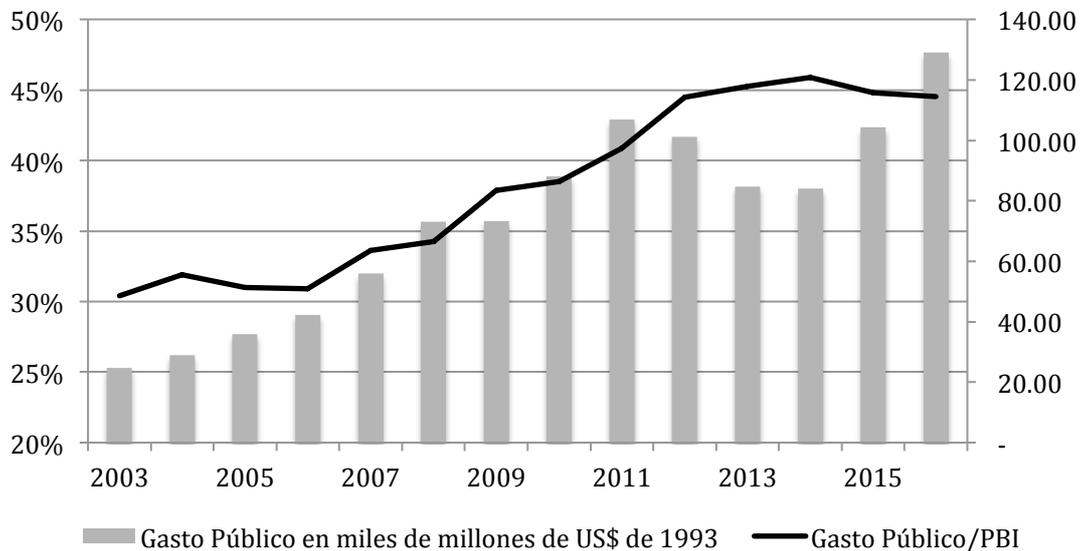
\* Más allá de las inconsistencias internas de la política cambiaria adoptada en la Argentina en ese entonces, es indudable que este aumento de tasas contribuyó a la salida de capitales.

En conclusión, al igual que a fines de 1979, tanto por el aumento esperado de las tasas de interés en dólares como por la caída del precio internacional de los *commodities* agrícolas, es probable que la Argentina pase de tener un leve viento de cola a un leve viento en contra. Este es un dato no menor al momento de analizar los grados de libertad de la política económica.

Argentina es un caso especial en el que la teoría de Ribas es particularmente válida. No sólo por la magnitud del gasto público, que según algunas estimaciones excede al 50% del PBI (según Ribas llegó al 56%), sino también por su ineficiencia y las múltiples distorsiones que introduce en la economía real. La excepcionalidad argentina en relación a las economías avanzadas y las emergentes más desarrolladas de América Latina (como Brasil, Chile, Colombia, México y Perú) es confirmada por cualquier comparación internacional.

Después de una década de populismo los sectores productivos de la economía argentina nuevamente deben cargar a sus espaldas el costo de un estado enorme e ineficiente.

**Evolución del Gasto Público 2003-2016E**



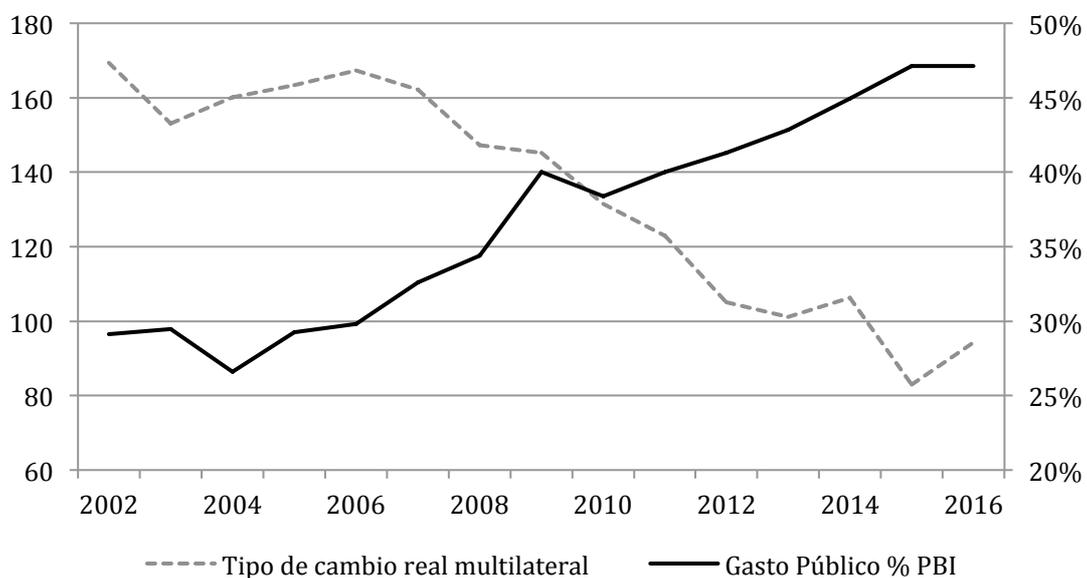
Fuente: FRED, IMF WEO Octubre 2016.

Desde 2003 hasta 2015, el gasto público pasó de 30% a casi 50% del PBI. Medido en dólares de 1993, durante ese período, el gasto público aumentó a una tasa equivalente

al 12,7% anual utilizando el tipo de cambio libre o 16,7% utilizando el tipo de cambio oficial. Con semejantes tasas de crecimiento, el sector público parecería ser el sector más dinámico de la economía argentina. En realidad, es el más ineficiente.

Tal como predice la teoría de Ribas, este aumento fenomenal del gasto público contribuyó al deterioro de la capacidad productiva y la competitividad de la economía argentina. Como se puede apreciar en el gráfico siguiente, desde 2003 el tipo de cambio real se ha apreciado significativamente.

**Tipo de Cambio Real y Gasto Público 2003-2016**



Fuente: BCRA y Ministerio de Finanzas.

“Una política monetaria restrictiva mientras el gasto público crece tiene un efecto perverso, ya que contribuye a reducir al sector privado,” explicaba Ribas, pocos meses antes de la devaluación de marzo de 1981. La suba de la tasa de interés real ponía a las empresas más productivas de la economía “contra las sogas”. Por otra parte, la alta tasa de inflación escondía una fenomenal distorsión de precios relativos e implicaba una transferencia de recursos de los sectores productivos de la economía a los improductivos (fundamental pero no exclusivamente el estado en todos sus niveles). El resultado inevitable de esta política era la contracción del sector privado eficiente a costa del sector público ineficiente.

Hasta ahora, fines de 2016, el gobierno parece haber recurrido a la misma receta que tanto criticó Ribas: una política fiscal expansiva y una política monetaria restrictiva. Durante 2016 el gasto público creció 33% en términos nominales lo cual teniendo en cuenta la tasa de devaluación implica un crecimiento de prácticamente el 13% en dólares. Por otro lado, el rendimiento de las LEBACS en dólares (es decir, ajustado por la tasa de devaluación) fue superior al 10% anual, y la tasa de interés activa en pesos fue, en promedio, 40% anual, lo que equivale a una tasa real en dólares cercana al 18%.

Para cuantificar, al menos de manera aproximada, el grado de compatibilidad (o incompatibilidad) entre la política fiscal y monetaria podemos utilizar un modelo muy simple de equilibrio monetario (Calvo y Fernández, 1980). Aplicado a la coyuntura actual, el modelo sugiere que dadas las metas de inflación para 2017 adoptadas por el Banco Central, indefectiblemente se requiere un endeudamiento externo de alrededor de 4% del PBI, ya que el impuesto inflacionario y el *seigniorage* no alcanzan a financiar el déficit más el servicio real de la deuda pública (Fernández, 2017).<sup>\*</sup> Estos requerimientos bajarán levemente en 2018 si las proyecciones de reducción del déficit fiscal se cumplen.

Es cierto que por ahora el mundo ayuda. Los mercados financieros internacionales siguen receptivos y los inversores le han dado un tibio voto de confianza al gobierno. Pero esto es un arma de doble filo. Enfrentamos el mismo dilema que un alcohólico que quiere liberarse de su adicción justo cuando le regalan el whisky. La capacidad de endeudamiento adicional en el exterior ha sido alta gracias a la resolución del problema de los *holdouts* pero no es sostenible a mediano plazo. Pero además, endeudarse en dólares para financiar el déficit fiscal contribuyó a deprimir el tipo de cambio nominal, con lo cual, dada la tasa de inflación, exacerbó el castigo al sector productivo de bienes transables.<sup>†</sup>

---

<sup>\*</sup> Utilizando las proyecciones del último *World Economic Outlook* del FMI (abril de 2017), que lucen bastante optimistas (déficit primario de 4,8% del PBI).

<sup>†</sup> Al estimular la entrada de capitales especulativos, el alto diferencial entre las tasas internas y externas también contribuye a deprimir el tipo de cambio nominal. La mejora del tipo de cambio real producto de la eliminación del “cepo cambiario” prácticamente se ha desvanecido. Hasta ahora el impacto sobre el saldo de la cuenta corriente ha sido poco significativo debido a la recesión y a la política comercial adoptada por el gobierno.

Para relativizar todas estas consideraciones usualmente se argumenta que a) que el costo nominal y real de la deuda pública externa es muy bajo, y b) que la deuda pública con acreedores privados sólo asciende a 17,7% del PBI. Respecto al primer punto, es cierto que desde el punto de vista del costo financiero nominal, la situación es manejable. Pero como señalamos más arriba, existe un riesgo no menor de que las condiciones en los mercados financieros internacionales empeoren en el corto plazo. La suba de tasas no sólo afecta el costo financiero sino que también complica el acceso al capital.

En el pasado, la suba de las tasas de interés en Estados Unidos provocó la “reversión” de flujos de capitales a economías emergentes, contribuyendo a provocar y profundizar sus crisis externas (Calvo, 1998). Por otro lado, aunque el costo nominal de la deuda es bajo, la República Argentina paga casi tres veces la prima de riesgo que paga Perú y el doble que la de Colombia. Si los mercados internacionales perciben que la sociedad argentina se resiste a reformar el sistema económico populista, exigirán primas de riesgo crecientes para financiar al estado argentino. Sin una reforma creíble y bien comunicada, será difícil evitar otra crisis externa.

En cuanto al segundo punto, también es cierto que, en términos relativos, la deuda pública con el sector privado es baja. Pero no olvidemos que entre 1980 y 1981, en sólo un año, la deuda pública aumentó casi 10 puntos porcentuales en relación al PBI (y al año siguiente se duplicó llegando a más de 50% del producto). Además, el mercado de capitales local está muy poco desarrollado y más del 70% de la deuda pública está denominada en moneda extranjera (y todo indica que este porcentaje aumentará). La combinación de una suba de las tasas de interés y una devaluación abrupta del peso por pérdida de confianza inevitablemente complicarían la sustentabilidad de la deuda pública.

El gobierno parece advertir el problema pero sin mayoría en el Congreso y al frente de una coalición frágil, considera que no tiene suficiente apoyo político para encarar las reformas estructurales necesarias para que la economía retome la senda del crecimiento sostenido. Estas reformas requieren, entre otras cosas, una reducción significativa del gasto público ya que no es posible seguir aumentando los ingresos tributarios sin ahogar aún más al sector privado. La presión tributaria viene aumentando sin cesar desde 2003 y según cifras del Banco Mundial, es la más alta del

mundo.\* El Informe de Competitividad 2016 del Foro Económico Mundial, que incluye a 138 países, ubica a Argentina en el puesto 135 por el impacto de los impuestos sobre los incentivos a invertir. Con este nivel de gasto público y presión tributaria la economía argentina es inviable a mediano plazo. Esta inviabilidad es consecuencia de un dato incuestionable: nadie quiere financiar voluntariamente semejante nivel de gasto.

## **6. Conclusión**

Es una lástima que, al igual que Hayek, Ribas haya decidido alejarse de la teoría económica para enfocarse más en la filosofía política. Digo esto sin dejar de reconocer que en este último campo ha contribuido a promover las ideas de la libertad tanto en Argentina como en el resto de América Latina. En mi opinión, el análisis de los efectos macroeconómicos del gasto público y de la interacción entre la política monetaria y fiscal que planteó Ribas a principios de los ochenta merece una mayor atención por parte de los economistas, tanto en su desarrollo teórico como en su verificación empírica. Se trata de un tema complejo pero de gran importancia.

Para concluir reproduzco una recomendación que hizo Ribas en 1982, que considero tan vigente hoy como entonces:

La política económica de mercado debe estar dirigida a disminuir el nivel del gasto real del estado que es la única forma en la cual la reducción de la tasa de inflación contribuye a incrementar la productividad de la economía. Toda política que tienda a reducir la tasa de inflación vía una transferencia de recursos de los sectores productivos a los improductivos es necesariamente auto derrotada.

Sólo agregaría a este párrafo, que además de auto-derrotada, condena al país al atraso y el estancamiento.

---

\* Entre países de más de un millón de habitantes.

## 7. Bibliografía

- Ávila, J. (2011) “Fiscal déficits, macro-uncertainty and growth in Argentina”, *UCEMA Serie Documentos de Trabajo*, No.456, julio 2011.
- Barro, R. J. (1986) “Government Spending, Interest Rates, Prices, and Budget Deficits in the United Kingdom, 1701-1918”, *NBER Working Paper No. 2005*, (August 1986).
- \_\_\_\_\_. (1991a) “Economic Growth in a Cross Section of Countries,” *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 106, No. 2 (May, 1991), 407.
- \_\_\_\_\_. (1991b) “A cross-country study of growth, saving and government” en D. Bernheim y J. Shoven (eds.): *National saving and economic performance*, NBER, (Chicago: University of Chicago Press), 271-301.
- Bassetto, M. (2008). “Fiscal Theory of the Price Level”, en Durlauf, Steven N. y Lawrence E. Blume, *The New Palgrave Dictionary of Economics*, Second Edition (London: Palgrave Macmillan).
- Boyer, R. R. (2011) “Johnson’s Conversion from Keynesianism at Chicago”, en Arnon, Arie, Jimmy Weinblatt y Warren Young (Ed.), *Perspectives on Keynesian Economics* (London: Springer:).
- \_\_\_\_\_, (2009) “Reflections on Milton Friedman's contributions to open economy money/macro”, *Journal of International Money and Finance*, Volume 28, Issue 7, November 2009, 1097–1116.
- Brealey, R.A., Myers, S.C. y Allen, F. (2011) *Principles of Corporate Finance*, 10th edition. New York: McGraw Hill.
- Calvo, G. A. (1998) “Capital flows and capital markets crises: The Simple Economics of Sudden Stops”, *Journal of Applied Economics*, Vol.1, No.1, (Nov.1998), 35-54.
- Calvo, G. A. y Fernández, R.B. (1980) “Pauta cambiaria y déficit fiscal”, *Ámbito Financiero*, 16 de julio de 1980, reproducido en Fernández, Roque B., y Carlos A. Rodríguez (Eds.), 1985. *Inflación y Estabilidad* (Buenos Aires: Ediciones Macchi).
- Canitrot, A. (1981) “Teoría y práctica del liberalismo. Política antiinflacionaria y apertura económica en la Argentina, 1976-1981”, *Desarrollo Económico*, Vol. 21, No. 82. (Jul. - Sep., 1981), pp. 131-189
- Cavallo, Domingo F. (1984) *Volver a Crecer* (Buenos Aires: Editorial Sudamericana-Planeta).
- \_\_\_\_\_. (2014) “Argentina's Present and its Intriguing Economic History”, en Looney, Robert (Ed.), *Handbook of Emerging Economies* (New York: Routledge).
- Christiano, L. J. y Fitzgerald, T.J. (2000) “Understanding the Fiscal Theory of the Price Level”, *NBER Working Paper No. 7668*, April 2000.
- Dornbusch, R. y de Pablo, J.C. (1987) “Argentina: Debt and Macroeconomic Instability”, pp. 37-56 in Sachs, J. E. (Ed.), *Developing Country Debt and the World Economy*. Chicago: University of Chicago Press.
- Eichengreen, B., Hausmann, R. y Panizza, U. (2002) “Original Sin: The Pain, the Mystery, and the Road to Redemption”, Paper prepared for the conference “Currency and Maturity Matchmaking: Redeeming Debt from Original Sin,” Inter-American Development Bank, Washington, D.C., 21-22 November.
- Fernández, R. B. (1984) “Inflación y Economía del Estado”, *CEMA Documentos de Trabajo*, No.43 (julio).

\_\_\_\_\_. (2017) “Déficit, Inflación, Déficit y la Economía Política,” en *Ensayos en honor de Armando Ribas*, Etchebarne, A. y Ocampo, E. (Eds.). Buenos Aires, 2017).

Ferreres, O. J. (2010) *Dos Siglos de Economía Argentina 1810-2010* (Buenos Aires: El Ateneo).

Fisher, I. (1930) *The Theory of Interest: As Determined by Impatience to Spend Income and Opportunity to Invest It*. New York: The Macmillan Company.

Frenkel, J. A. y Johnson, H. G. (1976) “The Monetary Approach to the Balance of Payments: Essential Concepts and Historical Origins” en *A Monetary Approach to the Balance of Payment*, Frenkel, J. A. y Johnson, H.G. (Eds.). New York: Routledge.

Friedman, M. (1968a) *Dollars and Deficits: Inflation, Monetary Policy and the Balance of Payments*. Englewood Cliffs: Prentice Hall.

\_\_\_\_\_. (1968b) “The Role of Monetary Policy”, *The American Economic Review*, Vol. 58, No. 1. (March), 1-17.

\_\_\_\_\_. (1987) Entrevista con Werner Erhard, disponible en <http://wernererhardvideo.com/milton/>

\_\_\_\_\_. (1993) *Why Government is the Problem. Essays in Public Policy*, No. 39. Stanford, California: Hoover Institution Press.

Friedman, M. y Heller, W. (1969) *Monetary vs. Fiscal Policy: A Dialogue*, (New York: Norton), 62.

Grant, J. F. (1996) “Too Big to Fail?: Walter Wriston and Citibank”, *Harvard Business Review*, (July-August).

Grier, K. B. y Tullock, G. (1989) “An empirical analysis of cross-national economic growth, 1951-1980”; *Journal of Monetary Economics*, 24, pp. 259-279.

Hansson, P. y Henrekson, M. (1994) “A New Framework for Testing the Effect of Government Spending on Growth and Productivity,” *Public Choice*, Vol.81 (1994), 381-401.

Hayek, F.A. (1933) *Monetary Theory And The Trade Cycle*. London: Jonathan Cape.

Humphrey, T. M. (1997) “Fisher and Wicksell on the Quantity Theory” Federal Reserve Bank of Richmond *Economic Quarterly*, Volume 83/4 (Fall), pp.71-79.

Jonung, L. (1994) “Swedish Experience under the Classical Gold Standard, 1873-1914”, in *A Retrospective on the Classical Gold Standard, 1821-1931*, Bordo, M.D. y Schwartz, A.J. (eds.), pp. 361-404.

Kalter, E. R. y Ribas, A. P. (1999) “The 1994 Mexican Economic Crisis : The Role of Government Expenditure and Relative Prices”, *IMF Working Paper* 99/160 (December).

Keynes, J. M. (1936) *The General Theory of Employment, Interest and Money*. London: Macmillan.

Laidler, D. (2009). “Financial Stability, Monetarism and the Wicksell Connection” *Review of Economic Analysis* 1, pp.60-79.

Leijonhufud, A. (1979) “The Wicksell Connection: Variations on a Theme”, UCLA Department of Economics, Working Paper #165 (November).

Lubik, T. A. y Matthes, C. (2015) “Calculating the Natural Rate of Interest: A Comparison of Two Alternative Approaches”, *Federal Reserve Bank of Richmond, Economic Brief*, October 2015, EB15-10.

- Mankiw, N.G. y Reis, R. (2018) “Friedman’s Presidential Address in the Evolution of Macroeconomic Thought”, *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 32, No. 1 (Winter), pp. 81-96.
- Miller, M. y Modigliani, F. (1958) “The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment”, *The American Economic Review*, Vol. 48, No. 3 (June), pp.261-297.
- Mitchell, D. (2005) “The Impact of Government Spending on Economic Growth”, *The Heritage Foundation*, 15 March 2005, disponible en [http://www.heritage.org/budget-and-spending/report/the-impact-government-spending-economic-growth#\\_ftnref9](http://www.heritage.org/budget-and-spending/report/the-impact-government-spending-economic-growth#_ftnref9)
- Mises, L. [1912] *The Theory of Money and Credit*. London: Jonathan Cape, 1953.
- Mishkin, F. H. (1984) “The Causes of Inflation”, pp. 1-24, en *Price Stability and Public Policy*, Federal Reserve Bank of Kansas City, Kansas City.
- Mitchell, D. (2005) “The Impact of Government Spending on Economic Growth”, *Backgrounders*, The Heritage Foundation, No.1831, March 31.
- Mundell, R. A. (1962) “The Appropriate Use of Monetary and Fiscal Policy for Internal and External Stability”, *IMF Staff Papers*, Vol. 9, No. 1 (March), pp. 70-79
- Nelson, E. y Schwartz, A. J. (2007) “The Impact of Milton Friedman on Modern Monetary Economics: Setting the Record Straight on Paul Krugman’s ‘Who was Milton Friedman?’”, *NBER Working Paper 13546*.
- Ocampo, E. (2015a) “Commodity Price Booms and Populist Cycles. An Explanation of Argentina’s Decline in the 20th Century”, *UCEMA Documentos de Trabajo N°562*.
- \_\_\_\_\_. (2015b) *Entrampados en la Farsa: El populismo y la decadencia argentina*. Buenos Aires: Claridad.
- \_\_\_\_\_. (2016) “Measuring Tailwind in an Emerging Market Economy: The Case of Argentina”, *Documentos de Trabajo UCEMA N°600*.
- Polak, J. J. (1957) “Monetary analysis of Income formation and Payment Problems”, *Staff Papers*, International Monetary Fund, Vol.6. (November), pp. 1-50.
- \_\_\_\_\_. (1997) “The IMF Model at Forty”, *IMF Working Paper WP 01/100*, August
- \_\_\_\_\_. (2001) “The Two Monetary Approaches to the Balance of Payments: Keynesian and Johnsonian”, *IMF Working Paper WP 97/49*, April.
- Ribas, A. P. (1974) *Teoría Monetaria, Inflación y Tasas de Interés*, 2da edición. Buenos Aires: El Ateneo, 1978.
- \_\_\_\_\_. (1980) *Inflación La Experiencia Argentina 1976-1980*. Buenos Aires: Ediciones El Cronista Comercial.
- \_\_\_\_\_. (1982) *Pensamientos para Pensar*. Buenos Aires: Ediciones El Cronista Comercial.
- \_\_\_\_\_. (1983) Comentario al artículo de John F. O. Bilson, en Muns, Joaquín editor (1984), *Adjustment, Conditionality, and International Financing*. Santiago de Chile, IMF.
- \_\_\_\_\_. (1984) *Política Monetaria y Fiscal: Un nuevo enfoque*. Buenos Aires: Sudamericana.
- \_\_\_\_\_. (2001) “La Argentina sufre por las tres R”, *La Prensa*, 16 de diciembre.

\_\_\_\_\_. (2002) “La gran mentira”, *La Prensa*, 13 de enero, disponible online en <http://www.laprensa.com.ar/253557-La-gran-mentira.note.aspx>

\_\_\_\_\_. (2011) “La crisis mundial y las expectativas racionales”, *Hacer Latin American News*, 11 de octubre, disponible en <http://www.hacer.org/latam/opinion-la-crisis-mundial-y-las-expectativas-racionales-por-armando-ribas/>

\_\_\_\_\_. (2012) “Milton Friedman en el siglo XXI”, *Hacer Latin American News*, 4 de agosto, disponible en <http://www.hacer.org/latam/opinion-milton-friedman-en-el-siglo-xxi-por-armando-ribas/>

\_\_\_\_\_. (2014a) “La ciencia económica en la actualidad”, La Caja de Pandora Online, 8 de febrero, disponible en <http://www.lacajadepandoraonline.com/blog2/?p=11619>

\_\_\_\_\_. (2014b) “Fascismo, socialismo y neoliberalismo”, Prensa Republicana, 7 de marzo, [Online] disponible en <https://prensarepublicana.com/fascismo-socialismo-y-neoliberalismo-por-armando-ribas/>

Rist, C. [1938] *History of monetary and credit theory from John Law to the present day*. New York: The Macmillan Company, 1940.

Rodríguez, C. A. (1979) “El plan argentino de estabilización del 20 de diciembre de 1978”, *CEMA Working Papers: Serie Documentos de Trabajo.*, No 5.

Sargent, T. J., y Wallace, N. (1981) “Some Unpleasant Monetarist Arithmetic”, Federal Reserve Bank of Minneapolis, *Quarterly Review* vol. 5, no 3, pp. 1-17.

Sumner, S. (2015) “The Wicksellian Natural Rate of Interest”, *Econlog*, 24 de septiembre de 2015, [Online] disponible en [http://econlog.econlib.org/archives/2015/09/the\\_wicksellian.html](http://econlog.econlib.org/archives/2015/09/the_wicksellian.html)

Tanzi, V. y Howell H. Z. (1977) “Fiscal Policy and Long-Run Growth”, *International Monetary Fund Staff Papers*, Vol. 44, No. 2 (June 1977).

Whitman, M.V.N. (1975) “Global Monetarism and the Monetary Approach to the Balance of Payment”, *Brookings Papers on Economic Activity*. Vol. 6 (1975). No. 3, 491-556

Wicksell, K. (1898) *Interest and Prices*. London: Macmillan & Co. Ltd, 1936.

\_\_\_\_\_. (1906) *Lectures on Political Economy*. London: George Routledge and Sons, 1935.

Williams, J. C. (2016) “Monetary Policy in a Low R-star World”, *Economic Letters*, Federal Reserve Bank of San Francisco. 2016-23 (August).

Woodford, M. (2003) *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy* (Princeton University Press: Princeton).

## 8. Apéndice: El modelo acumulativo de Wicksell

El proceso acumulativo de Wicksell se puede expresar en un modelo algebraico simple que confirma que uno de sus elementos constitutivos es la TCD. Wicksell parte del supuesto que todo el ahorro de la economía se deposita en los bancos, que toda la inversión es financiada con préstamos bancarios, que solo los bancos prestan para financiar la inversión y que la economía se encuentra en el pleno empleo de tal manera que cambios en la demanda agregada afectan los precios pero no la producción real.

Su modelo se reduce a las siguientes ecuaciones que vinculan las variables inversión  $I$ , ahorro de  $S$  (en ambos casos *ex ante*), tasa de préstamo monetario  $i_M$ , tasa natural  $i_R$ , demanda de préstamo  $C_D$ , oferta de préstamo  $C_S$ , el exceso de demanda agregada  $E$ , la variación en el stock de depósitos a la vista  $\Delta D/\Delta t$ , la variación de nivel de precios  $\Delta P/\Delta t$  y la variación en la tasa de interés monetaria  $\Delta i_M/\Delta t$ .

La primera ecuación dice que *ex ante* la inversión planeada por los empresarios excede el ahorro cuando la tasa de interés monetaria cae por debajo de la tasa natural:

$$(1) \quad I - S = \alpha (i_R - i_M)$$

donde el coeficiente  $\alpha$  relaciona el exceso inversión con el diferencial de interés que lo genera. De manera muy simplificada, la tasa de retorno promedio esperada del capital invertido es más alta que el costo financiero de las empresas por lo cual la inversión ( $I$ ) excede la oferta total de ahorro de la economía ( $S$ ) lo cual a su vez genera un exceso de demanda agregada que provoca un aumento sostenido de los precios.

La segunda ecuación establece que este exceso de inversión es igual a los depósitos adicionales verificables recientemente creados para financiarlo:

$$(2) \quad \Delta D/\Delta t = I - S$$

En otras palabras, dado que los bancos al prestar dinero crean automáticamente nuevos depósitos a la vista, la expansión de estos ocurre cuando los inversores reciben préstamos que exceden el stock inicial de depósitos de los ahorrista. Así, la ecuación

(2) se deduce de la ecuación de equilibrio en el sistema bancario. La demanda de inversión para préstamos se denota como  $C_D = I(i_M)$ , donde el nivel de inversión deseado depende positivamente de la tasa de interés del préstamo. Del mismo modo, la oferta de préstamos resulta de sumar el ahorro inicial (que también depende de la tasa de interés monetaria con el que es remunerado por los bancos) más los depósitos adicionales creados por los bancos para satisfacer las demandas de préstamos. En resumen,  $C_D = S(i_M) + \Delta D/\Delta t$ . Consecuentemente, al igualarse la oferta y la demanda de préstamos se resuelve el equilibrio entre la inversión y el ahorro (2).

Según la tercera ecuación, los nuevos depósitos generados por los préstamos, se gastan de inmediato en el mercado de bienes lo cual genera un exceso de demanda agregada de bienes  $E$  implicada por la brecha entre la inversión y el ahorro:

$$(3) \quad \Delta D/\Delta t = E$$

La cuarta ecuación dice que el exceso de demanda agregada se traslada los precios, que aumentan en proporción  $\mu$  al exceso de demanda:

$$(4) \quad \Delta P / \Delta t = \mu E$$

Sustituyendo las ecuaciones (1), (2), y (3) en (4) se obtiene:

$$(5) \quad \Delta P/\Delta t = \alpha \mu (i_R - i_M)$$

Reemplazando (1) en (2), se obtiene:

$$(6) \quad \Delta D/\Delta t = \alpha (i_R - i_M)$$

Lo cual conjuntamente indica que la tasa de inflación y la variación en los depósitos que la alimenta son generadas por la diferencia entre la tasa natural y la tasa monetaria de interés. Finalmente, dado que los banqueros en el algún momento deben elevar la tasa de interés para mantener el valor de sus reservas de oro frente al aumento de precio, se agrega una última ecuación que cierra el modelo:

$$(7) \quad \Delta i/\Delta t = g \Delta P/\Delta t$$

Es decir, los banqueros suben la tasa de interés de sus préstamos en una proporción  $g$  de la tasa de variación de los precios. Esta ecuación final asegura que la tasa de

interés converge a su nivel de equilibrio natural, como se puede ver sustituyendo la ecuación (5) en la fórmula anterior para obtener:

$$(8) \quad \Delta i / \Delta t = g \alpha \mu (i_R - i_M)$$

Resolviendo esta ecuación para la trayectoria temporal de de la tasa de interés de los préstamo, resulta:

$$(9) \quad i(t) = (i_{M0} - i_R) e^{-g \alpha \mu t} + i_R$$

donde  $i_{M0}$  es el nivel de inicial de la tasa de préstamos que es superior a la tasa natural. Con el paso del tiempo, el primer término en el lado derecho de la ecuación tiende a cero y la tasa de préstamos converge a la tasa natural. En este punto, según Wicksell, se restablece el equilibrio monetario y el ahorro se iguala a la inversión, desaparece el exceso de demanda agregada, cesa la expansión de los depósitos y los precios se estabilizan en un nuevo nivel más alto.