

# Lineamientos para un programa macroeconómico con justicia social

Juan Manuel Telechea

Economista y Docente-Investigador (UNLZ, UNAJ).

La economía argentina se encuentra atrapada, desde hace más de una década, en un laberinto del cual parece imposible salir. La recurrencia de las crisis, la volatilidad cambiaria y, fundamentalmente, la persistencia de un régimen inflacionario crónico, han generado un estado de fatiga social y escepticismo generalizado. En este contexto, el debate público ha tendido a polarizarse en torno a falsas dicotomías que, lejos de aportar soluciones, han profundizado los desequilibrios. Durante demasiado tiempo se ha instalado la idea errónea de que existe una contradicción inherente entre el orden macroeconómico y la justicia social; o, planteado en términos políticos, entre la eficiencia del mercado y la sensibilidad distributiva del Estado.

Este documento parte de una premisa fundacional opuesta a esa lógica binaria: sin equilibrio económico no hay justicia social posible. La historia económica reciente de nuestro país demuestra, con la contundencia de los datos, que la inestabilidad nominal y el desorden fiscal no son herramientas válidas para mejorar la distribución del ingreso, sino todo lo contrario. La inflación, lejos de ser un costo tolerable en la búsqueda del crecimiento, se ha revelado como el mecanismo más eficiente para destruir el poder adquisitivo de los salarios, ampliar la brecha de desigualdad y frenar la inversión productiva.

Es imperativo comprender las causas. Al observar la región, resulta evidente que la Argentina es una anomalía. Mientras los países vecinos lograron, con matices y diferentes orientaciones políticas, estabilizar sus economías y sostener procesos de crecimiento, nuestro país se sumergió en una dinámica inflacionaria cada vez más grave y volátil. El rasgo distintivo de nuestro fracaso es la inflación. La tolerancia social y política hacia el desorden monetario, cambiario y fiscal, justificada muchas veces bajo retóricas de protección del mercado interno o del consumo, terminó destruyendo la moneda nacional, que es el instrumento básico de coordinación de cualquier sistema económico y el principal resguardo de ahorro de los trabajadores.

Este trabajo se propone desandar el camino de los errores cometidos para trazar una hoja de ruta hacia el futuro. Para ello, es necesario abandonar las explicaciones monocausales y los dogmas ideológicos. La inflación no es únicamente un fenómeno monetario, ni solo un problema de restricción externa o puja distributiva; es el resultado de un conjunto de desequilibrios acumulados y de decisiones de política económica equivocadas que se sostuvieron en el tiempo.

El objetivo de los lineamientos aquí presentados es recuperar la racionalidad económica como herramienta de transformación social.

Esto implica aceptar que las restricciones presupuestarias existen –tanto por el lado de los dólares como de los pesos– y que la emisión de dinero sin demanda genuina tiene consecuencias inflacionarias ineludibles. Pero también implica reconocer que el mercado por sí solo no resuelve todos los problemas de desarrollo y que se requiere un Estado inteligente, capaz de aplicar regulaciones macroprudenciales y políticas contracíclicas, tal como lo han hecho los países exitosos de la región.

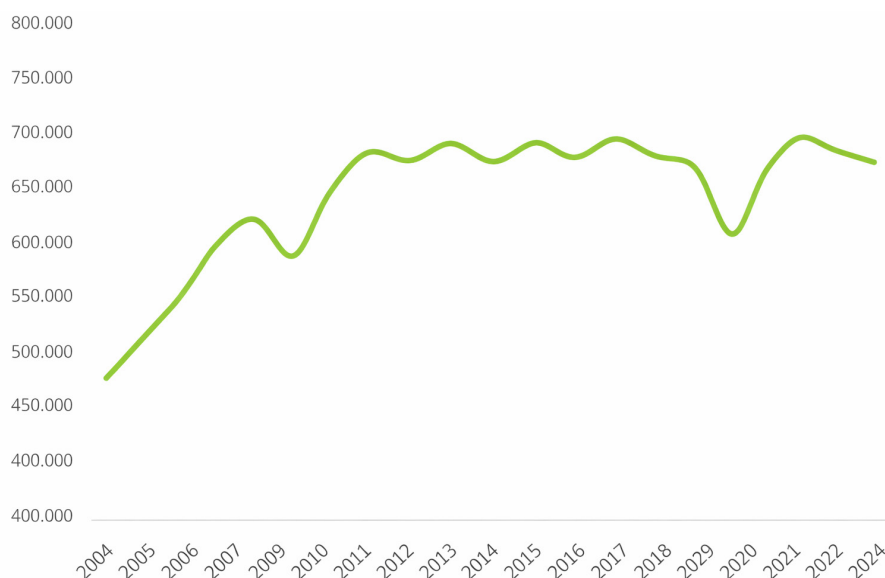
A lo largo de las siguientes páginas se realizará un recorrido exhaustivo por las distintas etapas del proceso inflacionario del siglo XXI, identificando las políticas fallidas que nos trajeron hasta aquí. No se trata de un ejercicio de arqueología económica, sino de un paso necesario para construir una propuesta de futuro. Recuperar la moneda y la estabilidad no es un fin en sí mismo, sino el medio indispensable para volver a crecer. Y crecer es la única vía para reconstruir el tejido social, recuperar el salario real y ofrecer un horizonte de progreso. En definitiva, se trata de entender que la verdadera defensa de los intereses populares comienza por cuidar el equilibrio macroeconómico.

## Sin equilibrio macroeconómico, no hay justicia social

La economía, al ser una ciencia social, cuenta con pocas leyes indiscutibles, como la ley de la gravedad o la ley de conservación de la materia. No existe la posibilidad de replicar un fenómeno las veces que se quiera, controlando distintas variables, aislando los efectos e identificando con total seguridad la causa y la consecuencia. Lo que más se acerca a eso son las identidades contables, que muestran una relación que siempre se cumple por definición, sin depender del comportamiento de los agentes ni de hipótesis teóricas. Esto es así, no porque describa un comportamiento económico, sino porque deriva directamente de cómo medimos y registramos las variables.

Una de esas identidades contables, quizá la más importante, establece que el nivel de producción de una economía (el PIB) es, por definición, idéntico al ingreso total que recibirán todas las personas de un país que participaron del proceso productivo. De lo anterior se desprende una conclusión sumamente importante: para aumentar los ingresos de la población tiene que aumentar sí o sí el PIB. Dicho de otra forma, no hay manera de mejorar la calidad de vida de la población –entendido como la mejora constante de los ingresos– si una economía no crece. Y esto es precisamente lo que le sucedió a la economía argentina. Como se puede apreciar en el gráfico 1, el PIB argentino está estancado desde 2011.

Gráfico 1. PIB (en millones de pesos a precios constantes)



Fuente: INDEC.

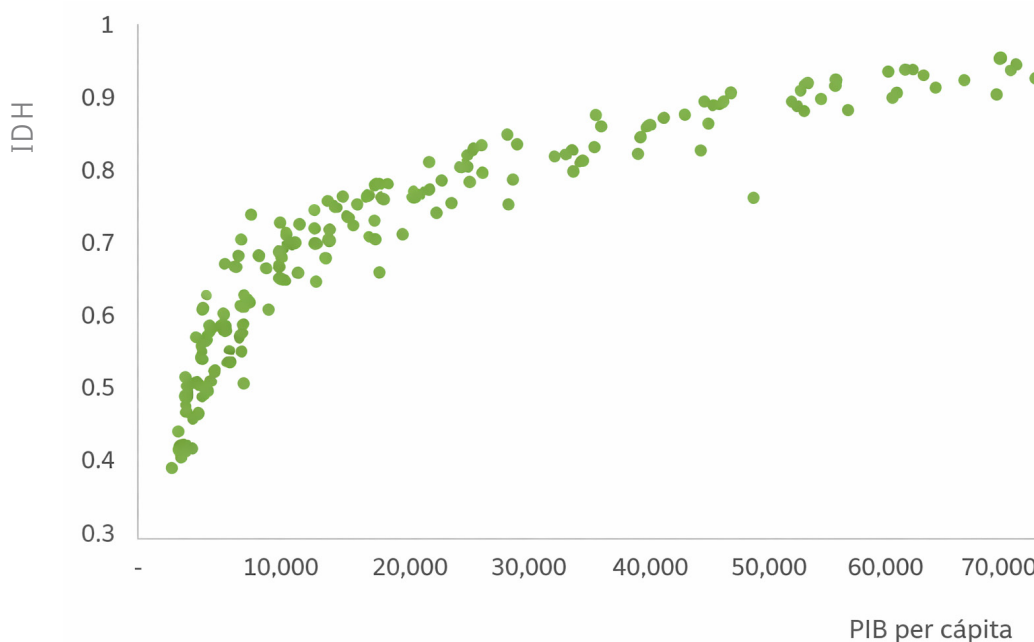
El problema es todavía más grave, dado que hay que tener en cuenta que durante todos estos años la población creció de manera sostenida. O sea, tenemos aproximadamente el mismo tamaño de la economía (y de ingresos), pero repartido entre una población mayor. Eso se tradujo en una caída del PIB per cápita de aproximadamente el 13% entre 2011 y 2024. Si miramos entre los asalariados, el panorama es peor: el salario real del sector privado registrado se redujo un 19%, el del sector informal un 22% y el del sector público un 41%.

A veces algunos especialistas critican este indicador porque sostienen que es un promedio y, que, por lo tanto, no refleja realmente lo que está sucediendo en la economía. Frente a eso, se deben advertir dos cuestiones. La primera es que el PIB

per cápita está estrechamente correlacionado con una vasta cantidad de indicadores vinculados a la calidad de vida. Por ejemplo, un PIB per cápita mayor está asociado con una esperanza de vida más alta, con una tasa de mortalidad infantil más baja, con un mayor número de médicos, con una menor cantidad de horas trabajadas o con mejores niveles de desempeño educativo.

Esto se puede ver sintetizado en el gráfico 2, que muestra la relación entre el PIB per cápita y el Índice de Desarrollo Humano (IDH) de los países. Este índice busca medir la calidad de vida de la población a partir de distintos indicadores vinculados con la esperanza de vida, el acceso a educación y el bienestar económico (el punto más oscuro refleja la posición de la Argentina).

Gráfico 2. Relación entre el Índice de Desarrollo Humano (IDH) y el PIB per cápita



*Nota: Los datos corresponden al año 2023. Se tomaron todos los países con un PIB per cápita de hasta 75.000 dólares.*

*Fuente: Elaboración propia en base a ONU y FMI.*

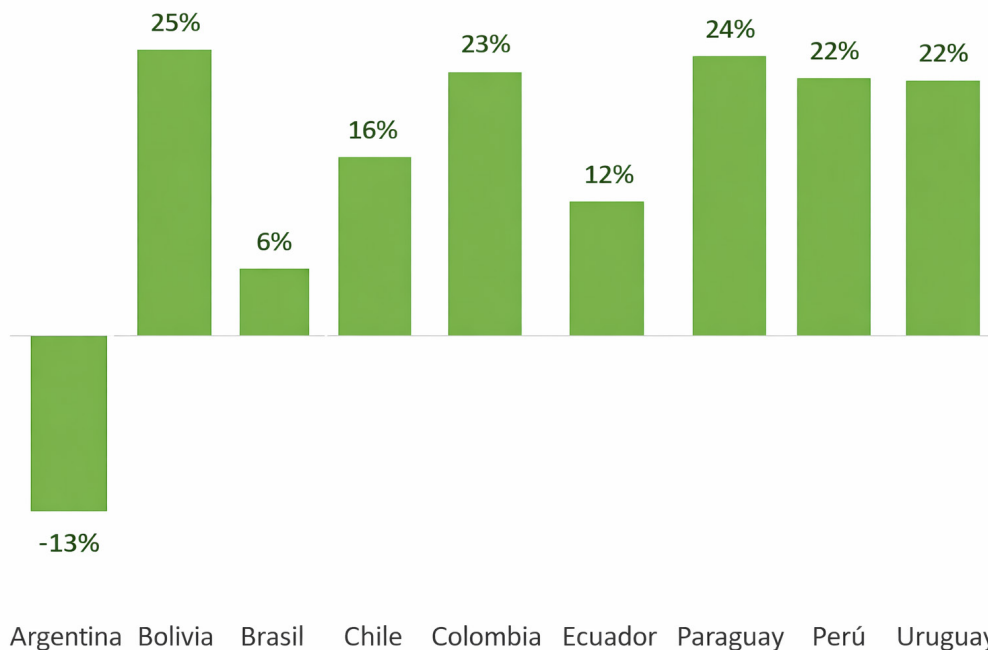
Como se puede apreciar, existe una relación muy estrecha entre el PIB per cápita y el IDH. Dicho de otra manera, no hay países que hayan logrado mejorar significativamente la calidad de vida de su población sin que el PIB aumente de manera sostenida. *Sin crecimiento, no hay justicia social.*

La gran pregunta, entonces, es por qué la

economía no crece desde hace 13 años. Desde aquí creemos que la manera más sencilla y correcta de responder esa pregunta es cotejando con lo que sucedió en el resto de los países de la región. Esto es así porque, al comparar con estos países, advertimos que la Argentina fue el único país de América del Sur en donde el PIB per cápita se redujo entre 2011 y 2024 (con la

excepción de Venezuela, que atraviesa una crisis político-económica de magnitudes colosales y que por lo tanto no se incluye en la comparación).

Gráfico 3. Variación acumulada del PIB per cápita entre 2011 y 2024



Fuente: Elaboración propia en base a FMI.

El hecho de que hayamos sido la única economía que se contrajo en los últimos 13 años demuestra que no se trata de un problema regional (como si lo fue, por ejemplo, durante la “década perdida” anterior, cuando todos los países de la región mostraron un estancamiento similar). También sirve para descartar que la causa principal del problema esté asociada a factores estructurales que son comunes al resto de la región y que a veces se suelen postular como parte de las causas, como por ejemplo la ineficiencia del Estado, el elevado nivel de informalidad en el empleo, la calidad del sistema educativo, la heterogeneidad productiva, el grado de inequidad en la distribución del ingreso, entre otras. Además, por lo general la Argentina suele presentar en estas variables mejores indicadores que el resto.

¿Cuál fue el rasgo distintivo respecto del resto de la región? Sin dudas, sobresale la elevada inflación que tiene la economía argentina desde hace ya más de 20 años, algo que no se observa en ninguno de los otros países. Como mostraremos a continuación, el hecho de que la inflación no fuera controlada desde un principio y persistiera en el tiempo llevó, por un lado, a

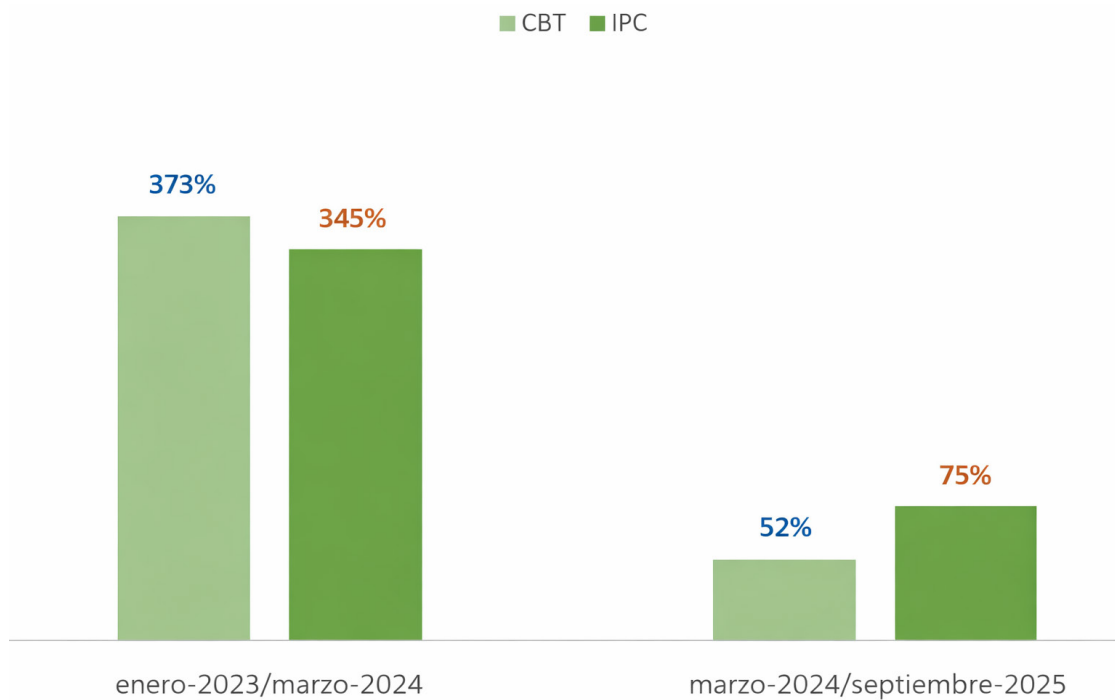
que la economía se quedara sin divisas y, por otro, a que tanto las empresas (que empezaron a remarcar sus precios con más frecuencia y prestando más atención al comportamiento del dólar), como las personas (que redujeron su demanda de dinero por la pérdida de poder de compra que le significaba frente a la inflación y se volcaron más al dólar) se fueran adaptando a ese entorno inflacionario, lo que derivó en un círculo vicioso que se retroalimentó, llevando a una inflación cada vez más elevada y a un menor crecimiento. Asimismo, existe amplia evidencia en la literatura que muestra que, a partir de cierto umbral de inflación (ubicado entre el 20% y el 40% anual, dependiendo del trabajo), se frena el crecimiento de la economía (Barro, 1995; Bruno y Easterly, 1998; Ibarra y Trupkin, 2011; Khan y Senhadji, 2001).

Además del vínculo con el crecimiento, también es importante remarcar que la inflación –sobre todo en los momentos en que se acelera– es regresiva, es decir, afecta con mayor virulencia a los sectores de menores ingresos que a los de mayores ingresos, aumentando la inequidad. Esto es así debido a que los episodios donde la

inflación se incrementa vienen por lo general liderados por los bienes (en particular, los alimentos), mientras que los servicios se rezagan (por tener un componente salarial más elevado y/o porque el gobierno de turno frena aumentos en dichos rubros). Y dado que los sectores más vulnerables suelen gastar una mayor proporción de sus ingresos en este tipo de bienes, se ven particularmente afectados.

Esto se puede observar comparando la evolución de la Canasta Básica Total (la que se utiliza para la línea de la pobreza) con la inflación entre enero de 2023 y marzo de 2024 –momento en que la inflación se aceleró– contra el período que va de marzo de 2024 a septiembre de 2025 (cuando la inflación se desaceleró). Como muestra el gráfico 4, en el episodio de aceleración la CBT aumenta por encima de los precios, mientras que en el episodio desinflacionario sucede lo contrario.

Gráfico 4. Canasta básica total e IPC para períodos seleccionados



Fuente: INDEC.

Otro aspecto para remarcar es que la inflación (al igual que antes, sobre todo en los episodios en que se acelera), también genera inequidad en términos de la distribución entre los trabajadores y las empresas. Tal es así que, entre 2016 y 2023 –no hay datos oficiales anteriores–, la participación de los trabajadores en el ingreso cayó del 51,8% al 45,2%, mientras que la de las empresas aumentó del 40,2% al 44% (el total no suma 100% dado que la parte restante se refiere a profesionales independientes y al cuentapropismo). Como mostraremos más adelante, esto se explica por el hecho de que los contextos de elevada incertidumbre e inflación permiten a las empresas incrementar sus márgenes de ganancia a costa del ingreso de los trabajadores.

En suma, la inflación atenta contra el crecimiento, pero en particular contra los trabajadores y los sectores de menores ingresos. Por tales motivos, cualquier programa económico que tenga como objetivo la justicia social también debe tener como objetivo una inflación baja y estable.

## La inflación argentina en el siglo XXI

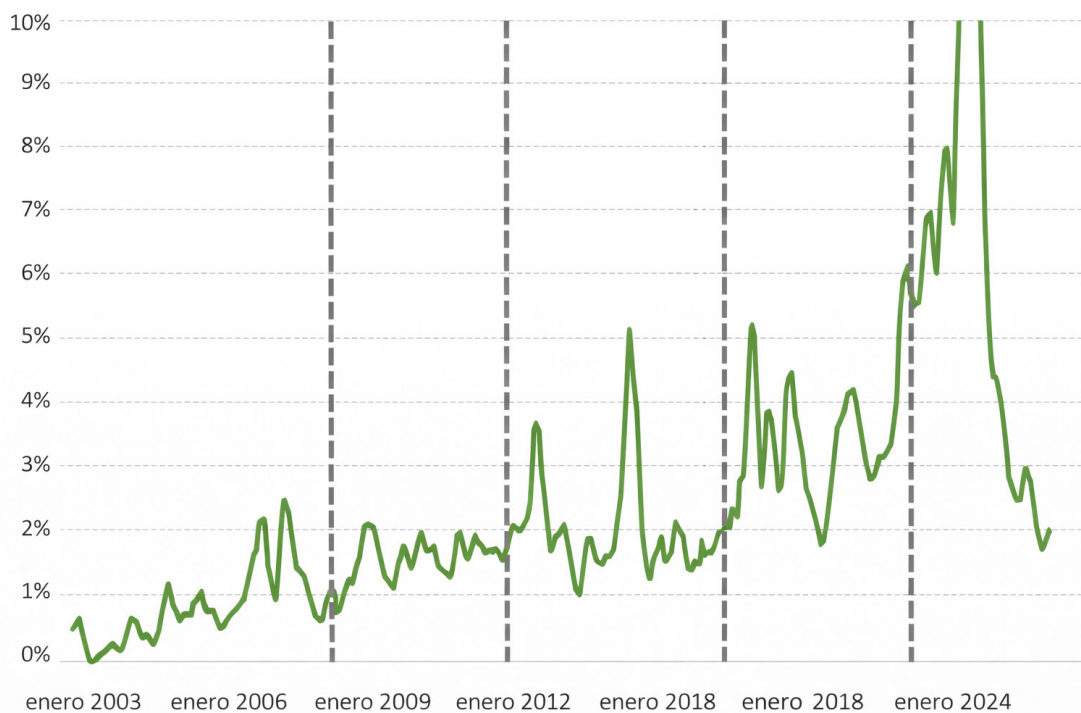
Por lo expuesto anteriormente, sostenemos que la premisa principal que deben respetar los lineamientos del programa económico es evitar el regreso de la inflación<sup>1</sup>. Y, para eso, es imprescindible no repetir los errores del pasado, medidas que permitieron que la inflación

resurgiera. Por ende, lo primero que haremos será repasar de manera sintética la historia inflacionaria argentina para identificar dichas medidas.

Para eso, vamos a dividir el proceso inflacionario en cinco períodos. Como se desprende del gráfico 5, la primera etapa es la del surgimiento de la inflación, que comienza a principios de 2003 (cuando la inflación mensual era prácticamente nula) y se extiende hasta principios de 2009; allí comienza la segunda etapa, en la que, en lugar de atacar el problema inflacionario, el gobierno optó por aplicar políticas sumamente expansivas que la mantuvieron en niveles relativamente elevados (para los parámetros de ese momento) y que marcan el comienzo del desequilibrio macroeconómico; la tercera etapa

inicia con la devaluación en enero de 2014, dando lugar a un período en el que comienzan a escasear las divisas y eso desencadena un círculo vicioso de devaluaciones recurrentes que se van retroalimentando con el proceso inflacionario; la cuarta etapa, que comienza en enero de 2018, es la incubación de lo que se conoce como un *régimen de alta inflación* (más adelante profundizaremos sobre eso), en el que las dos devaluaciones que se producen durante 2018 y 2019, junto a la pandemia, llevan a que la inflación se torne mucho más volátil y se ubique persistentemente en un piso más elevado (3,4% mensual); por último, se observa una etapa de explosión, que va desde febrero de 2022 (momento de la ruptura política en la coalición gobernante) hasta el fin del mandato del Frente de Todos<sup>2</sup>.

Gráfico 5. Evolución de la inflación mensual (promedio móvil 3 meses)



Fuente: Elaboración propia en base a INDEC.

1 En este trabajo estamos proponiendo los lineamientos de un programa macroeconómico (con un horizonte de mediano plazo), no un programa de estabilización (que busca bajar la inflación).

2 Podríamos agregar una sexta etapa de estabilización durante la gestión actual de Milei. Pero, precisamente porque todavía está en curso, no es posible confirmar si se consolidará (y efectivamente se transformará en una nueva etapa) o si fracasará y se convertirá en parte de la anterior.

## El surgimiento de la inflación

La primera etapa, que comienza en 2003, es interesante de analizar porque la economía presenta superávits gemelos muy holgados (3% del PIB para el resultado fiscal y 5,1% para la cuenta corriente), lo cual va a contramano del principal argumento que se esgrime en la actualidad como causa de la inflación, tanto en La Libertad Avanza –que la causa es el déficit fiscal financiado con emisión– como en el peronismo –el problema es la falta de dólares–. Al relevar la literatura teórica y empírica que analiza este período encontramos que no hay un consenso claro respecto de alguna causa puntual, sino más bien diferentes componentes que se combinaron entre sí.

Por un lado, la megadevaluación de principios de 2002, donde el tipo de cambio se incrementó más del 250%, provocó una drástica caída de los salarios reales (los cuales se habían mantenido prácticamente estables en los años anteriores). En los meses siguientes, su recomposición se inició directamente desde el Estado (por decreto). Posteriormente, la reintroducción de las paritarias, sumada al fuerte incremento de la actividad económica, impulsaron un vigoroso proceso de recuperación que llevaron a que el salario real del sector privado registrado para fines de 2004 superara los niveles previos a la crisis cambiaria y continuaran creciendo sin pausa hasta fines de 2006.

En los primeros meses de 2007 se produce uno de los eventos que va a marcar todo el proceso que vino después. El gobierno decidió intervenir el INDEC y manipular las estadísticas de la inflación, de modo que sistemáticamente dieran un resultado mucho más bajo que el real. La manipulación del INDEC rompió la credibilidad de las estadísticas públicas y dejó a la economía

sin una referencia clara para coordinar precios y salarios, alimentando la inercia inflacionaria y desanclando las expectativas (sobre esto volveremos más adelante). Además, esa intervención fue toda una señal de que el gobierno no tenía interés en solucionar el problema, sino en ocultarlo.

A partir de un estudio econométrico, Frenkel y Friedheim (2017) muestran que, durante prácticamente todos los meses de esta etapa, el salario real creció por encima de la productividad, lo que por definición significa un incremento de los costos laborales unitarios. Para los autores este fue el principal causante del incremento de la inflación durante este período, con la salvedad del (doble) pico que se observa entre 2007 y 2008, que atribuyen al fuerte aumento de los precios internacionales, tanto de los alimentos (que impactan directamente en el IPC) como de los insumos importados.

Neumeyer (2010) aporta una visión distinta, de corte más monetarista, que centra la explicación en la teoría cuantitativa del dinero (la inflación se explica por un exceso de oferta monetaria). Como vimos, la megadevaluación de 2002 –sumada luego al boom de precio de las commodities– permitieron un crecimiento muy fuerte de la economía, con un tipo de cambio alto que, además, generó un excedente de divisas muy importante. Mientras que en el resto de los países de la región los bancos centrales dejaron que el tipo de cambio se apreciara nominalmente, en la Argentina se lo contuvo por medio de la compra de divisas<sup>3</sup>. La contrapartida fue una emisión de pesos muy relevante que alimentó la inflación, aumento potenciado por un Banco Central que la convalidó (en lugar de neutralizarla con una política monetaria más restrictiva)<sup>4</sup>.

3 La crisis de 2001, asociada en parte al hecho de que la Convertibilidad mantuvo un tipo de cambio muy bajo, sumada el efecto sumamente expansivo que se observó tras la devaluación de 2002 –en particular en el sector industrial– generaron un consenso mayoritario de que mantener un tipo de cambio elevado era positivo para la economía.

4 Es interesante remarcar que, para esta explicación, Neumeyer explícitamente utiliza el enfoque estructuralista de Olivera, aunque lo reformula para decir que el precio inflexible a la baja es el tipo de cambio.

## Oportunidad perdida e incubación de los desequilibrios

La segunda fase coincide con el fin de la crisis subprime que afectó a la economía global. Para fines de 2009, los frenos de la economía, junto con el fin del boom de las commodities, llevaron a que la inflación caiga casi 10 puntos porcentuales, ubicándose en 14% anual. Allí ubicamos el segundo momento en el que hubiese sido muy oportuno atacar el fenómeno inflacionario. No solo por la caída de la inflación, sino porque las variables macroeconómicas todavía se encontraban bastante equilibradas. Las reservas internacionales eran de 48.000 millones de dólares, el superávit de la cuenta corriente era del 2,2% del PIB, el déficit fiscal era del 0,9% del PIB (el resultado primario era superavitario) y el tipo de cambio real multilateral estaba prácticamente en los mismos niveles que durante todos los años anteriores. Y si bien la economía se había contraído por primera vez desde la salida de la crisis de 2001, los salarios del sector privado formal durante ese año no solo no sufrieron una caída, sino que mejoraron un 4%.

Sin embargo, el gobierno de Cristina Fernández de Kirchner optó por impulsar la economía a toda marcha. Por el lado fiscal, se aplicó una política expansiva y procíclica, que llevó a que el déficit se incrementara levemente al 1% del PIB, siendo financiado en su totalidad a través de la emisión monetaria<sup>5</sup>. Por el lado monetario, se aplicó una política sumamente expansiva, dado que el Banco Central decidió reducir las tasas nominalmente (en un contexto de aumento de la inflación), lo que llevó a que la tasa real interbancaria pasara de ser levemente positiva (1,3%) a negativa (-3,8%). Por último, los salarios privados se expandieron un 25% (en términos nominales), por encima de la inflación y además siendo el aumento más elevado de toda la década. Todo esto redundó en una expansión sumamente

importante del PIB (10,1%), la más elevada de la década, que tuvo como contrapartida un fuerte impulso de las importaciones, que llevaron a que la cuenta corriente pase a ser deficitaria (0,4% del PIB) y a un incremento de la inflación, que se ubicó por encima del 21% anual. Para evitar que la escalada inflacionaria fuera todavía más elevada, el gobierno profundizó el congelamiento de las tarifas (el gasto público en esta partida se incrementó 0,2% puntos porcentuales y representó el 2,4% del PIB) y, sobre todo, hizo que el tipo de cambio se incrementara muy por debajo de la inflación (5%), lo que derivó en una apreciación en términos reales del 15%.

En 2011, año electoral, el gobierno aplicó políticas económicas similares, en algunos casos incluso más expansivas. El gasto público se incrementó un 11% en términos reales (frente a un aumento de la recaudación de solo el 4%), lo que llevó a que el déficit se incrementara al 1,8% del PIB. Los salarios se incrementaron un 32%, que se tradujo en una mejora del 7% en términos reales. El PIB creció nuevamente a una tasa elevada (6%), pero menor a la del año anterior. La inflación se incrementó levemente, ubicándose en 23%. Para contenerla nuevamente el gobierno apeló al atraso de las tarifas –que aumentaron al 3% del PIB– y del tipo de cambio, que se apreció un 12% en términos reales. La mejora de los ingresos, combinada con el abaratamiento del dólar, impulsaron la demanda tanto de importaciones como de atesoramiento (que además se vio potenciada por la volatilidad típica que se observa en años electorales), lo que llevó a que, por primera vez en toda la década, el Banco Central terminara con una caída de 6.100 millones de dólares.

Frente a esta señal de alarma, en lugar de hacer algún tipo de ajuste, el gobierno optó por aplicar una política económica similar tanto en 2012 como en 2013, pero conteniendo la demanda de dólares para atesoramiento a través de estrictas regulaciones que al poco tiempo directamente

5 Si bien el resultado fiscal fue levemente superior al del año anterior, la política fiscal fue expansiva y procíclica porque venía de un año de recesión en el que la recaudación se había reducido de manera drástica (-11%) y el gasto público se había incrementado un 12% (medidos en términos reales). En 2010, cuando la economía y la recaudación se recuperaron, lo recomendable hubiera sido que el gasto pública se contraiga, sin embargo, se incrementó un 8%.

llevarían a su prohibición. El déficit fiscal se incrementó al 2,4% en 2012 y al 2,9% en 2013. Los salarios se incrementaron un 30% y un 25%, respectivamente, lo que se tradujo en una mejora real del 6% en 2012, pero nula en 2013. La actividad económica ya ingresaría en su etapa de estancamiento (se redujo un 1% en 2012 y aumentó un 2,4% en 2013)<sup>6</sup>. La inflación se mantuvo en torno al 25%, pero a costa de seguir profundizando el atraso en tarifas (para 2013 ya alcanzaría el 3,5% del PIB) y del tipo de cambio, que acumuló en esos dos años una apreciación del 11%.

La presión cambiaria fue contundente. El “cepo” no solo no sirvió para frenar el drenaje de reservas (que en esos dos años se redujeron más de 15.000 millones de dólares), sino que generó un mercado paralelo cuya brecha con el tipo de cambio oficial era del 60% para fines de 2013.

## El círculo vicioso del stop and go

Todo lo anterior resulta útil para extraer la conclusión más importante sobre los orígenes de la devaluación de 2014. La apreciación sostenida del tipo de cambio real, previa a dicha devaluación, estuvo explicada fundamentalmente por la inflación y por la decisión del BCRA de utilizar al tipo de cambio nominal como ancla cambiaria frente a las políticas expansivas mencionadas para evitar un traslado todavía mayor a los precios.

Esto además nos sirve para marcar un contrapunto con la idea de que el problema principal por detrás de la inflación es la escasez de divisas. Si bien no hay dudas de que toda devaluación se produce por definición porque faltan dólares, la devaluación de 2014 no se origina en un problema vinculado a la oferta de divisas (sin ir más lejos, las exportaciones de

bienes y servicios se incrementaron todos los años desde 2009, salvo en 2013, cuando hubo una caída del 8%), sino en un incremento muchísimo más fuerte de la demanda de dólares, debido a los motivos mencionados en los párrafos anteriores. Es decir, es cierto que la economía se quedó sin dólares, pero eso no fue por un problema de falta de generación de los mismos, sino por impulsar la demanda a una velocidad mucho mayor, que obviamente lleva a que en algún momento la economía se quede sin divisas.

Un argumento similar aplica a la idea de que el problema de la economía argentina es su bimonetariedad, debido a la elevada formación de activos externos (FAE). Si bien es innegable que esta es elevada, hay que remarcar que no siempre fue así (entre 2003 y 2006 la FAE neta nunca superó los 4.000 millones de dólares, e incluso en 2005 fue positiva). Por otro lado, también hay que advertir que una parte relevante de la elevada FAE que se empieza a observar a partir de 2008 se explica por las políticas económicas mencionadas, en particular por el abaratamiento del dólar y por las tasas de interés sumamente negativas que se observaron a lo largo de todos esos años (que desincentivaron el ahorro en instrumentos en pesos).

También es importante destacar que fue un problema particular de la economía argentina, dado que fue el único país que sufrió una fuerte devaluación de su moneda. Si tomamos como referencia el período que va desde 2010 (tras la salida de la crisis subprime) hasta 2014, vemos que ningún país de la región tuvo una devaluación del tipo de cambio superior al 25%, como fue la de la Argentina<sup>7</sup>.

La devaluación de 2014 fue un parteaguas porque, a partir de allí, desencadenó un círculo vicioso que atravesó a la economía argentina durante los años posteriores. Como se desprende del gráfico 6, el ciclo comienza con una devaluación del tipo de cambio (ver el cuadrante

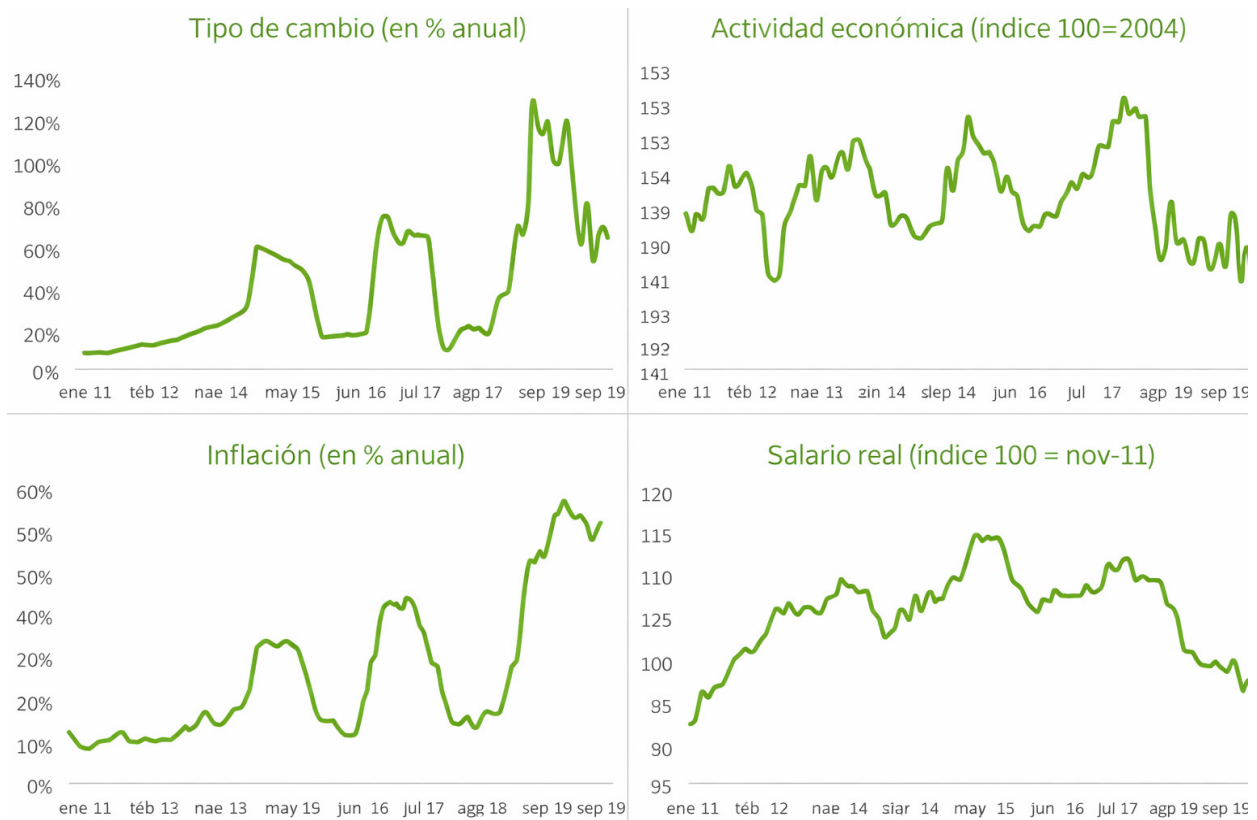
6 En 2012 hubo una fuerte sequía, que impactó en las exportaciones y arrastró a la actividad económica, que se dio en tándem con el endurecimiento de las regulaciones cambiarias a la compra de divisas para ahorro, evitando la devaluación del tipo de cambio (aunque la brecha con el oficial, que a fines de 2011 era de 15%, pasó al 43% para fines de 2012)

7 Brasil es el país que más se acerca, con un aumento del 16% que sufrió el real brasileño en septiembre de 2011.

de arriba a la izquierda). El principal impacto que tiene la devaluación es el incremento de los precios (ver cuadrante de abajo a la izquierda), fundamentalmente porque se encarecen los insumos importados, cuyos precios están atados a la cotización del dólar. Como los mismos son parte de los costos de producción, las empresas los trasladan rápidamente a los precios de venta, provocando el aumento de la inflación.

Como los salarios no pueden ajustar con la misma velocidad que los precios, la escalada inflacionaria se traduce en una caída del poder adquisitivo de los salarios (ver cuadrante de abajo a la derecha), lo que lleva a una contracción fuerte del consumo y, por lo tanto, a un freno en las ventas de las empresas, que recortan la producción y las inversiones, desencadenando una recesión económica (ver cuadrante de arriba a la derecha).

Gráfico 6. El vínculo entre el tipo de cambio, la inflación, los salarios y el PIB



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA, INDEC, ITE y SIPA.

La combinación de un dólar más caro, combinado con la caída de la actividad y los ingresos, provoca una drástica descenso de la demanda de dólares (tanto de importaciones como ahorro), lo que permite estabilizar el tipo de cambio y que el Banco Central acumule reservas (volvemos al cuadrante superior izquierdo). Eso lleva a la baja paulatina de la inflación y permite que se recuperen los salarios lo que, a su vez, redundará en una mejora de la actividad económica.

demanda de dólares (apalancada, además, por un tipo de cambio más bajo), lo que deriva en el regreso de la presión al mercado cambiario hasta que, finalmente, se produce otra devaluación. Se cierra así el ciclo: una fase de recesión (devaluación, salto inflacionario y caída del poder adquisitivo), seguida de una recuperación (estabilización del tipo de cambio y de la inflación, acompañada de la mejora en el poder de compra), que lleva al "freno y arranque" (stop and go) de la economía, pero sin lograr un crecimiento sostenido.

El tema es que la economía vuelve a una situación similar a la que existía previamente a la devaluación, dado que la recuperación de la actividad y los ingresos vuelve a impulsar la

## La deuda externa, la estocada final

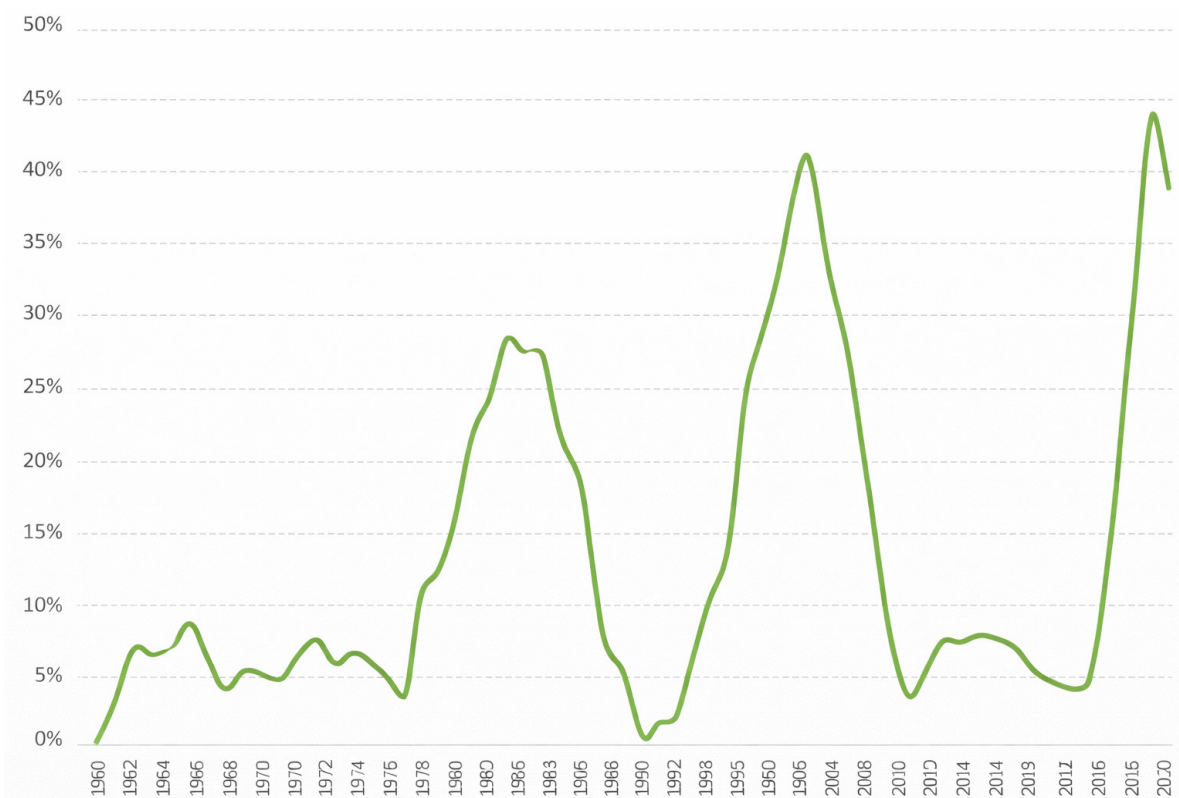
Ahora bien, como se puede observar en el gráfico, la magnitud de la devaluación de 2018 (con su consecuente impacto en la tasa de inflación) fue mucho mayor. Esto se explica por dos cuestiones “novedosas” que no existían anteriormente y que resulta necesario analizarlas en detalle: el endeudamiento en moneda extranjera y la desregulación total de la cuenta capital y financiera.

La acumulación de deuda del gobierno de Mauricio Macri fue tan vertiginosa e irresponsable que a poco más de dos años de haber iniciado su gestión

–y a pesar de haber heredado una economía con un nivel mínimo de endeudamiento en moneda extranjera – tuvo que recurrir a un salvataje del FMI.

Para entender cómo se gestó en tan poco tiempo, basta con poner en contexto histórico las emisiones de bonos en moneda extranjera<sup>8</sup>. Al analizar el ratio entre las colocaciones de deuda con relación a las exportaciones (un indicador muy utilizado para comparar el nivel de endeudamiento en dólares con la capacidad de pago en dicha moneda), se puede advertir que entre 2016 y 2018 se superaron los años de la Convertibilidad y de la última dictadura cívico-militar, los dos episodios anteriores de mayor endeudamiento.

Gráfico 7. Colocaciones de deuda en moneda extranjera (en % de las exportaciones)



Fuente: Telechea, Veiras y Zeolla (2020).

Asimismo, si bien los montos nominales no son estrictamente comparables (debido a la inflación internacional y al crecimiento económico),

sirven para dar cuenta de la magnitud de la que estamos hablando: En esos poco más de dos años Cambiemos emitió 71.000 millones

8 Es importante destacar que este tipo de colocaciones solo representa una parte del total de deuda en dólares emitida durante la gestión de Cambiemos (faltaría incorporar las letras y los préstamos con organismos internacionales, incluido el FMI). Se optó por utilizar estas colocaciones, ya que permiten de manera más sencilla y homogénea su comparación en el tiempo.

de dólares en títulos públicos, más que en los diez años que duró la Convertibilidad y casi el doble que en los últimos diez años de gobiernos kirchneristas (63.000 y 38.000 millones de dólares, respectivamente).

Así, ya en 2018 los vencimientos fueron más del doble que los que enfrentaron en 2016 (35.100 millones de dólares versus 14.800 millones). Esto llevó a que, en marzo de ese año, el gobierno anunciara que iba a recurrir al FMI para obtener un préstamo, frente a la negativa de los fondos internacionales de seguir acumulando deuda argentina. El mero anuncio generó una fuerte salida de capitales, acompañada de un súbito aumento de la demanda de dólares para atesoramiento, que desencadenaron una corrida cambiaria que terminaría con una devaluación superior al 100% a lo largo de 2018 y con la inflación duplicada (49% anual en diciembre de 2018 versus 25% anual en diciembre de 2017).

A la luz de cualquier indicador que se mire, la toma de deuda en moneda extranjera por parte de la gestión de Cambiemos fue totalmente irresponsable. Pero lo más grave de todo es que, además de las consecuencias inmediatas (devaluación, salto inflacionario y caída de los ingresos), hay que agregar la deuda que le dejaron a los gobiernos venideros. Para tener una idea, podemos comparar la deuda que tenía que afrontar Cambiemos al iniciar su gestión y la que le dejó al gobierno que le siguió. Al momento de asumir, tenía que hacer frente a vencimientos de capital e intereses en moneda extranjera por un total de 52.500 millones de dólares a lo largo de sus cuatro años de mandato, mientras que la gestión posterior a la de Macri debería enfrentar casi el triple de vencimientos, por un total de 141.800 millones de dólares. Por ende, al círculo vicioso descrito anteriormente se le suma una demanda adicional –muy significativa– de divisas, que lo torna mucho más difícil de controlar.

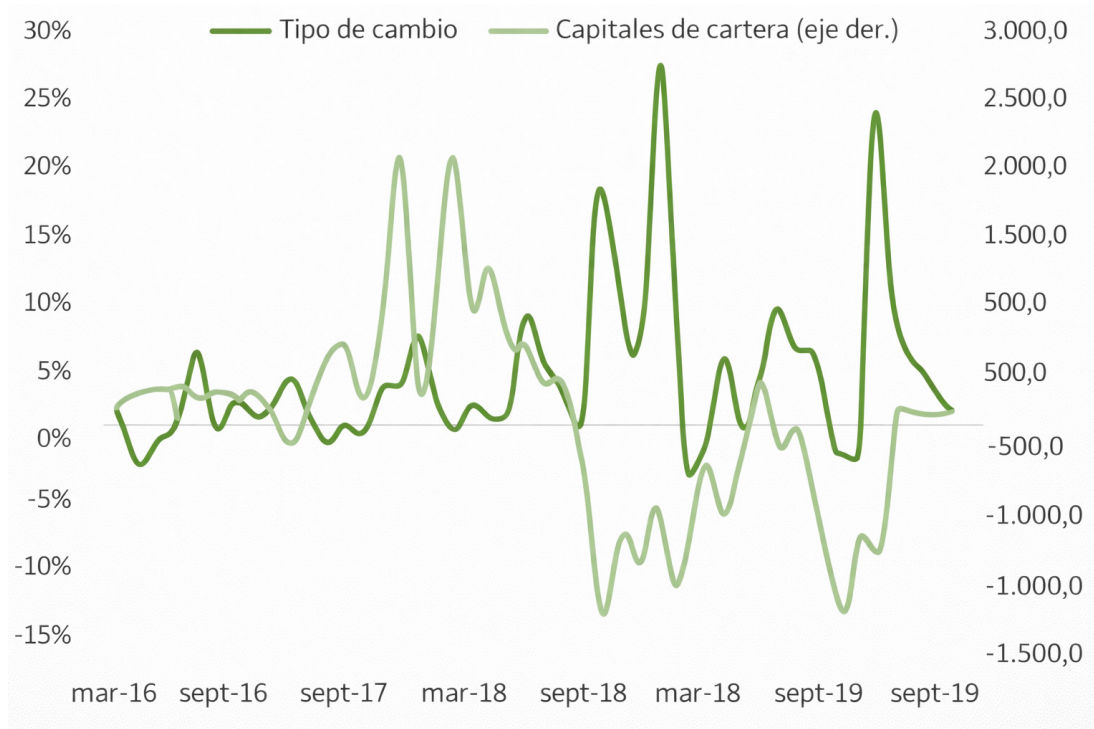
Este vertiginoso proceso fue posible, y a la vez potenciado, por las múltiples desregulaciones del mercado cambiario que implementó de manera inmediata Federico Sturzenegger, el presidente del Banco Central de la República Argentina (BCRA) en ese entonces, especialmente aquellas

vinculadas con los capitales de cartera (fondos del exterior que invierten en activos financieros locales, como bonos o LEBAC). A fines de 2015 redujeron de 365 a 120 días el plazo mínimo de permanencia de estos capitales y eliminaron la obligación de mantener el 30% en forma de depósitos no remunerados. Posteriormente, a principios de 2017 se redujo a cero el plazo mínimo de permanencia y se les permitió a estos fondos la compra directa de deuda pública en moneda nacional. Esto le permitió al gobierno mejorar su capacidad de colocar deuda en moneda local, frente a las señales de agotamiento que mostraba el mercado financiero doméstico para absorber dicha deuda.

Esto llevó a que, en 2016, pero sobre todo en 2017, ingresaran al país un aluvión de capitales de cartera. En ese año ingresaron casi 10.000 millones de dólares netos, lo que representaba el 10% de las reservas internacionales del BCRA. El destino principal de esos capitales fue la adquisición de LEBAC –la deuda que emite el BCRA– y los títulos públicos en moneda local que ofrecían una elevada tasa de interés (en pesos) que se transformaba en una elevada rentabilidad (en dólares), dada la estabilidad del tipo de cambio en ese entonces, sostenida fundamentalmente por el ingreso de divisas proveniente del endeudamiento.

Pero claro, esa misma fuente de estabilidad era la que gestaba la futura inestabilidad, ya que –como vimos– la velocidad y magnitud del endeudamiento fue tal que rápidamente encendió las alarmas de un posible salto cambiario. Como se puede apreciar en el gráfico 8, eso hizo que ya para septiembre de 2017 el ingreso neto de los capitales de cartera se frenara y comenzara a reducirse aceleradamente, hasta que en abril de 2018 pasara a terreno negativo, justo antes de la devaluación que tuvo lugar en mayo. Además, una dinámica muy similar se observó en la devaluación de agosto de 2019, cuando nuevamente estos capitales aceleraron su salida unos meses antes.

Gráfico 8. Variación mensual del tipo de cambio y evolución de los capitales de cartera



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA.

Si bien es difícil afirmar con total seguridad que esta salida fue la que provocó la devaluación (ya que son montos mensuales relativamente pequeños), no hay ninguna duda de que estos fondos internacionales se anticiparon y pusieron presión en el mercado cambiario, allanando el camino para la devaluación.

Lo más llamativo de todo esto es que existe un consenso casi absoluto en la literatura sobre los riesgos de abrir la cuenta capital y financiera demasiado rápido, sobre todo con relación a los capitales de cartera en países periféricos (Banco Mundial, 2004; BIS, 2009; FMI, 2010; OCDE, 2018).

Por último, durante esta etapa empiezan a aparecer los primeros indicios de cambios en el comportamiento de los agentes frente a una inflación mucho más elevada. En particular, se observa que se acorta la duración de las paritarias y se incrementa la frecuencia con la que se otorgan aumentos salariales.

Como señalan en su trabajo Pastrana y Trajtemberg (2020), esto fue precisamente lo que sucedió a partir de 2016 (recordemos que

la unificación del tipo de cambio que aplicó Mauricio Macri ni bien asumió se tradujo en una devaluación superior al 40%) y, de manera más pronunciada, a partir de 2018 (cuando la devaluación superó el 90%). Esto llevó a que, en lugar de una paritaria anual, en 2016 se observaran en promedio dos negociaciones por convenio y en 2018, tres.

Asimismo, la creciente pérdida de poder adquisitivo también llevó a que se incrementara la frecuencia de los aumentos. Es decir, se negociaban los montos dos o tres veces por año, pero los incrementos se llevaban a cabo con una frecuencia más amplia (por ejemplo, si se pactaba un incremento del 30% semestral, no se concretaba en un solo aumento sino que se acordaban cuatro aumentos del 6,8%). Como señalan los autores, mientras que en 2013 solo el 8% de los convenios tenían cuatro o más aumentos en el año, en 2016 esta cifra ascendían al 24% y para 2018 el total de los convenios analizados tuvieron más de cuatro aumentos en el año.

Estos cambios potenciaron el proceso inflacionario, dado que si tenemos más aumentos

(para un mismo período de tiempo dado), la inflación va a terminar siendo más elevada. Dicho de otra manera, tenemos una tasa de inflación similar, pero para una ventana temporal más corta.

## El régimen de alta inflación

El gobierno de Alberto Fernández comienza, entonces, con una inflación elevada, el nivel de actividad y los salarios en niveles sumamente bajos y con la deuda en default. Como si fuera poco, a unos meses de iniciar la gestión surge la pandemia por COVID-19 y se implementan las medidas de aislamiento. Si bien esto en un principio llevó a que la inflación bajara (por el freno total de la economía), a medida que la cuarentena se empezó a flexibilizar la inflación volvió a repuntar –potenciada, además, por un aumento muy fuerte del precio internacional de las *commodities*– y ya para fines de 2020 era del 4% mensual, nivel similar al de fines del año anterior.

Además, la cuarentena había provocado un aumento sumamente grande del déficit fiscal, tanto por la caída drástica de la recaudación como por el fuerte incremento del gasto público que el gobierno debió realizar para sostener los ingresos de las personas y de las empresas. Así, 2020 terminó con un déficit récord de 8,5% del PIB, el cual en su mayoría tuvo que ser financiado a través de emisión monetaria (dado que la Argentina tenía vedado el acceso al financiamiento internacional y venía de un “reperfilamiento” de la deuda doméstica impuesto durante la gestión de Macri).

Dicha inyección drástica de dinero tuvo un primer impacto en las tasas interbancarias de interés, ya que todos los bancos se encontraron con un excedente de liquidez que no tenían a quien prestar, situación potenciada por una medida del Banco Central que obligaba a los bancos a desprenderse de parte de sus tenencias en títulos, con el objetivo de que los bancos tengan todavía más liquidez para prestar).

¿Por qué hizo eso el BCRA? Como se desprende

de su [comunicado de aquel entonces](#), el objetivo era “aumentar la capacidad prestable” de los bancos, suponiendo que ese excedente de liquidez sería destinado a préstamos al sector productivo (pymes y comercios), y que de esa manera se proveería la liquidez necesaria para evitar que se resienta la cadena de pagos.

Sin embargo, la respuesta de los bancos estuvo lejos de lo esperado, ya que los préstamos se incrementaron a cuentagotas. Por un lado, estaba las empresas eran reticentes a tomar esos créditos en un contexto de extrema incertidumbre, freno en la producción y en las ventas (aunque fuese a tasas subsidiadas, seguía siendo un préstamo que había que devolver con intereses), y por esos mismos motivos los bancos también se mostraron reacios a prestar, dado que el riesgo de prestarle a una empresa que ya de por sí se encontraba con problemas de liquidez les resultaba muy elevado.

La drástica caída de las tasas de interés (que no tuvieron el efecto deseado en los préstamos, pero claramente desincentivaron el ahorro en instrumentos en pesos), sumado a la inyección de dinero en la economía, hicieron que buena parte de esos pesos se canalizara a la compra de dólares. Dado que el gobierno mantuvo las estrictas regulaciones cambiarias que había puesto Macri al final de su mandato, la brecha cambiaria se disparó y para fin de 2020 ya alcanzaba el 100%.

El gobierno apeló a muchas de las herramientas del pasado (regulación de precios –sobre todo tarifas–, atraso cambiario, intervención en el dólar financiero), pero la novedad estuvo en el frente fiscal, dado que para principios de 2021 el resultado primario –el que excluye el pago de los intereses de la deuda– estaba en equilibrio. Esto estuvo explicado fundamentalmente por la rápida y vigorosa recuperación de la actividad que mostró la economía tras la salida de la cuarentena estricta, lo que impulsó de manera significativa la recaudación. El gasto público, por su parte, se redujo comparado con los niveles extraordinarios que había mostrado en el pico de la pandemia (como resultado de las políticas de transferencia a personas y empresas que aplicó durante esos meses), pero se ubicaba en un nivel más elevado al compararlo con el que había al

final de la gestión de Macri.

La aclaración es relevante porque el oficialismo sufrió una dura derrota en las elecciones primarias obligatorias de medio término de 2021, que materializó un fuerte conflicto hacia adentro de la coalición gobernante, que ya venía gestándose desde un tiempo atrás. Buena parte de los funcionarios que respondían a la vicepresidenta Fernández de Kirchner pusieron su renuncia a disposición, aunque se trató más de un gesto político de disconformidad que de una decisión tomada (finalmente ninguno renunciaría). En paralelo, la Vicepresidenta publicó una carta en la que identificó como una de las principales causas el “ajuste fiscal” que había aplicado el propio gobierno, además de volver a señalar que había funcionarios que no estaban haciendo bien su tarea.

Tras un par de meses de tregua, el conflicto devino en ruptura, cuando en febrero de 2022 Máximo Kirchner renunció a la presidencia del bloque de Diputados del Frente de Todos y, al mes siguiente, todos los diputados que respondían al kirchnerismo votaron en contra del acuerdo con el FMI que el propio oficialismo debía refrendar en el Congreso (finalmente terminaría siendo aprobado con ayuda de la oposición).

La elevada incertidumbre que generó la crisis política, sumada a un contexto en el que los precios internacionales seguían en alza, llevaron a que la inflación de marzo alcanzara un nivel récord del 6,7% mensual, dando inicio a lo que la literatura denomina un régimen de alta inflación. Este concepto surgió a fines de la década de 1980, cuando diversos estudios detectaron que las economías no se comportaban igual en contextos de baja inflación que en aquellos en los que era muy elevada (Bruno y Easterly, 1998; Burton y Fischer, 1998; Fischer, Sahay y Vegh, 2002; Heymann y Leijonhufvud, 1995). El comportamiento de la inflación se volvía sumamente errático e inestable, además de que las medidas que tradicionalmente se utilizaban para contenerla no funcionaban. En dichos estudios se establecieron diferentes parámetros para caracterizarlo, y la Argentina para ese momento cumplía con todos: i) una inflación anual por encima del 50%; ii) una

inflación mensual superior al 5%; iii) dos o más años de inflación por encima del 40%; iv) el doble de la inflación promedio de los últimos 10 años (tomando el período 2011-2021, en el caso argentino eso significa una inflación del 64% anual).

Al margen de lo anterior, esto no se da de un día para el otro. Como todo proceso, se fue gestando paulatinamente a medida que la inflación se fue incrementando. Esto es así porque, a medida que pasa el tiempo, las personas (y las empresas, el gobierno, etc.) se van adaptando al entorno, es decir, aprenden de sus errores y modifican su conducta en función del contexto económico.

Esto lleva a que la inflación tenga *memoria*, que podríamos definir como la capacidad que tiene un proceso, en un momento dado, de conservar ciertas características a pesar de que las causas que la originaron ya no se encuentran presentes. Así, el comportamiento de dicho fenómeno no puede ser explicado solo por las circunstancias actuales, sino por todo el proceso acumulado en el tiempo. En términos más técnicos, lo que estamos diciendo es que la inflación es un proceso *no reversible*, es decir, que al ser sometido a las circunstancias inversas que explican su comportamiento actual, el proceso no regresa a su estado anterior, lo cual constituye un grave problema para el gobierno de turno, dado que se reduce de manera significativa la efectividad de los instrumentos de política económica.

Ya mencionamos en la sección anterior el cambio en las negociaciones paritarias. Algo muy similar se observó con la sensibilidad y la frecuencia con que las empresas deciden aumentar sus precios. Para entender esto, lo primero que hay que advertir es que, a medida que aumenta la inflación, a las empresas se les hace cada vez más difícil tener una referencia para los precios, lo que las lleva a adoptar un comportamiento cada vez más defensivo y anticipatorio.

Pero, además, a medida que esta práctica se consolida, podría llegar un punto en el que el grado de incertidumbre sea tal que algunas empresas—sobre todo las que tienen mayor poder de mercado— aumenten sus precios de manera anticipada, buscando cubrirse frente a un

potencial incremento en sus costos de reposición.

Si dichos incrementos son replicados por el resto de las empresas y se vuelven generalizados (algo bastante típico en contextos de inflación elevada, donde estos mecanismos se encuentran muy aceptados), ocurriría un hecho bastante llamativo: la inflación se incrementaría sin motivo real (en el sentido de que no se produjeron aumentos de los costos, sino solo la expectativa de los mismos).

Por detrás de estos movimientos estaría el incremento de los márgenes de ganancia de las empresas. Nótese, entonces, que en contextos de alta volatilidad se hace mucho más probable que se observen aumentos de la inflación explicados por la suba de los márgenes de ganancia. Además, este tipo de contexto es precisamente el necesario para que las empresas puedan aumentar sus precios. Cuanto mayor es la incertidumbre, también se torna mucho más difícil para los consumidores conocer el valor "real" de los productos (se vuelve mucho más dificultoso comparar y obtener la información necesaria determinar si un producto está caro o no), lo que lleva a que se terminen convalidando los aumentos, y a que las empresas obtengan mayores beneficios.

Esto fue precisamente lo que sucedió en julio de 2022, tras la renuncia del ministro de Economía, Martín Guzmán. Como muestra un relevamiento de precios realizado por la consultora Ecolatina, en la semana posterior se observaron aumentos –que en promedio fueron del 10%– en casi todos los rubros. Pero lo más relevante de este episodio, es que estos aumentos de precios se dieron sin que sucediera en lo económico nada que afectara directamente los costos de las empresas y que explicara lo sucedido. En realidad, y como examinamos anteriormente, el contexto era de tal incertidumbre que la renuncia del ministro generó una reacción en cadena por parte de las empresas, que incrementaron los precios de manera súbita y coordinada como mecanismo de cobertura frente a una potencial devaluación del tipo de cambio. En efecto, el tipo de cambio paralelo pegó un salto brusco durante el fin de semana en el que se produjo la renuncia, aumentando más del 10%.

La renuncia de Guzmán terminó de consolidar el régimen de alta inflación. A las pocas semanas (y luego de que en el medio el presidente Fernández designara y luego removiera a Silvina Batakis), asumió Sergio Massa como ministro de Economía. Dada la situación sumamente complicada en la que se encontraba la economía (reservas en caída, inflación del 7% mensual y una brecha cambiaria del 130%), se especulaba con la idea de que aplicara algún tipo de programa de estabilización; sin embargo, la decisión fue mantener un rumbo más o menos similar, aunque con un tono más fiscalista (anunció que revisaría el gasto público y que frenaría el financiamiento del déficit fiscal a través de la emisión de dinero, lo que fue acompañado de una suba de las tasas de interés y de un aumento del 40% del dólar para los agroexportadores).

Si bien en los primeros meses las medidas tuvieron efectos levemente positivos (el Banco Central retomó la compra de divisas y la inflación y la brecha cambiaria bajaron ligeramente), la confirmación de una de las sequías más importantes de la historia reciente puso fin a cualquier atisbo de estabilización. Además, Massa –que en ese entonces fue ungido como el candidato a presidente por el oficialismo– aplicó medidas de corte claramente electoralista, buscando impulsar la actividad y los ingresos a través de una política fiscal expansiva, tanto por la vía de la reducción de impuestos (siendo el más polémico, por ser sumamente progresivo, la reducción del impuesto a las ganancias), como también a través del aumento del gasto público.

Si bien existen márgenes de acción para la política económica, eso no significa que no existan límites. Más todavía en una economía con una inflación en ese entonces superior al 100%, sin acceso a financiamiento y cuando su principal fuente de generación de divisas se vio fuertemente afectada por la sequía. Si ese escenario adverso se combinaba con una inyección de liquidez mediante el impulso fiscal mencionado, indefectiblemente iba a generar presiones por el lado del tipo de cambio y los precios.

Respecto del primero, la brecha cambiaria se incrementó hasta rozar el 160%, explicado

tanto por el aumento del dólar paralelo (un 50% más que en diciembre de 2019), como por el abaratamiento en términos reales del oficial (que se redujo un 30%, a pesar de que luego de la derrota en las elecciones primarias obligatorias el gobierno se vio obligado a devaluar un 20% el tipo de cambio).

Por el lado de los precios, tras la devaluación del tipo de cambio la inflación se descontroló completamente, promediando por encima del 11% mensual en los últimos meses del año. Esto se dio a pesar de aplicar –nuevamente– un fuerte atraso en el tipo de cambio, las tarifas, la nafta y los servicios de telecomunicaciones.

Todo lo anterior también impactó de lleno en las reservas del Banco Central, que terminaron en niveles negativos –al descontar los pasivos de corto plazo– por casi 11.000 millones de dólares, lo que también se dio a pesar de acumular una deuda con las empresas importadoras por más de 30.000 millones de dólares y, además, de aplicar estrictas regulaciones sobre los bienes importados.

## Los lineamientos del programa

El análisis de la sección anterior nos sirve para identificar los tres principales componentes del proceso inflacionario: uno monetario, asociado al déficit fiscal, su financiamiento y el impacto que tiene en la deuda del Banco Central (los pasivos remunerados); otro externo, asociado a la falta de dólares, que es lo que se traduce en devaluaciones; y el que es característicos de los procesos de inflación crónica, el desanclaje de las expectativas.

Este último es el que explica cómo estos procesos se van potenciando en el tiempo y se hacen cada vez más difíciles de solucionar. En la literatura se encuentra ampliamente documentado que a mayores niveles de inflación también se incrementa la volatilidad de los precios (Caporale, Onorante y Paesani, 2010; Golob, 1994; Hess, 1996; Kim y Lin, 2012; Kontonikas, 2004;). A medida que aumenta la inflación y que el Banco

Central no puede controlarla, las empresas pierden su principal referencia sobre la evolución de los precios y eso lleva a que se incremente la dispersión de los mismos.

Por otro lado, este aumento de la volatilidad se traduce en un contexto de mayor incertidumbre, lo que lleva a las empresas a adoptar una postura más defensiva a la hora de fijar sus precios, de modo de minimizar las potenciales pérdidas que podrían sufrir (o que ya sufrieron anteriormente, en episodios de shocks en los que no previeron que la inflación se aceleraría). Son numerosos los estudios empíricos que encuentran que el coeficiente de traspaso de la devaluación a los precios depende de manera positiva del nivel y la volatilidad de la inflación, es decir que se incrementa a medida que la inflación es más elevada y más volátil (Aguirre y González Padilla, 2019; Carrière-Swallow et al., 2021; Choudhri y Hakura, 2006; Gagnon e Ihrig, 2004).

Al comparar con la región, donde en las últimas décadas la inflación se mantuvo baja y estable, lo que debería observarse es que dicho coeficiente es más elevado para la Argentina que para el resto de los países, como muestra un trabajo del BCRA de 2020. Se advierte allí que dicho coeficiente es mucho más alto que el de los otros países latinoamericanos: tres veces mayor que el de Bolivia (el segundo país con mayor coeficiente de traspaso entre los analizados), y más de cinco veces más elevado que el de Chile (el tercer país con mayor coeficiente de traspaso de los analizados). Por su parte, el trabajo también muestra que el efecto de un *shock* cambiario sobre la inflación es más duradero. En todos los países de la muestra el coeficiente prácticamente se estabiliza como máximo en el octavo mes, mientras que en la Argentina sigue aumentando aún después de doce meses.

Por otro lado, las acciones de los sindicatos aportan en la misma dirección, al acortar la duración de la paritaria y/o incrementar la frecuencia de los aumentos. Por último, toda la sociedad en general intensifica la compra de dólares, con el objetivo de preservar sus ahorros frente a una potencial devaluación del tipo de cambio. Como se puede ver, este tipo de comportamientos (que son completamente

racionales desde el punto de vista individual), acrecientan el problema, dado que le imprimen una presión adicional al tipo de cambio y a los precios. Así, a medida que transcurre el tiempo, el proceso inflacionario no solo se consolida, sino que va mutando. Si bien estos elementos retroalimentan el proceso, es importante advertir que son una consecuencia del mismo. La aclaración es relevante porque, si bien existen herramientas –mencionadas a continuación– que contribuyen a mitigar este comportamiento, la clave para resolver el problema está en bajar la inflación y en mantenerla en niveles bajos.

Así como un proceso de inflación crónica se retroalimenta de manera viciosa, los regímenes de inflación baja se retroalimentan de manera virtuosa. En estos regímenes lo que observamos no es una dinámica generalizada de aumentos, sino movimientos puntuales de precios según cada sector, que además suelen estar poco conectados entre sí. Dicho de otro modo: cuando la inflación ya se estabilizó en niveles reducidos, el componente “común” que empuja simultáneamente a los precios de bienes y servicios es muy chico. Las expectativas se encuentran ancladas y todo eso es lo que explica que, frente a un *shock* nominal (por ejemplo, un aumento de los precios internacionales o del tipo de cambio) solo se observe un aumento leve y transitorio de la inflación (Álvarez *et al.*, 2018; Borio *et al.*, 2023).

Por ende, estos mecanismos llevan a que ambos procesos –tanto el régimen de alta inflación como el de inflación baja– se perpetúen y se consoliden en el tiempo, dando lugar a dos tipos de equilibrio, uno “bueno” y otro “malo”. Dicho de otra manera, mientras que la inflación genera más inflación, la estabilidad genera más estabilidad. Nuevamente acá la comparación con el resto de los países de la región es elocuente para respaldar esta afirmación. En un excelente trabajo que articula muy bien la teoría con el análisis empírico, Rapetti, Libman y Carrera

(2024) muestran que a principios de la década de 2000 se dio un fenómeno bastante particular en América Latina: todos los países de la región (excepto Venezuela) presentaban una inflación baja, equilibrio fiscal, un frente externo relativamente balanceado, elevados stocks de reservas y tasas de crecimiento sostenidas. Sin embargo, a partir de allí se observa un desacople entre un grupo de países que lograron mantener la estabilidad macroeconómica (Brasil, Chile, Colombia, México, Paraguay, Perú y Uruguay), y otros que no (Argentina, Bolivia, Ecuador y Venezuela). Estos últimos, terminaron con inflación elevada, crisis cambiarias, de deuda o una combinación de ambas

. Por eso es tan importante que, una vez que se haya logrado que la inflación se ubique en niveles normales (pongamos, como referencia, un 10% anual), ningún gobierno vuelva a dejar que crezca de manera persistente. Esto implica, por un lado, no volver a cometer los mismos errores de política económica del pasado, que desencadenaron el proceso inflacionario y, por otro, incorporar algunos elementos institucionales –que se probaron con éxito en otros países– para acotar la discrecionalidad que tiene cada gestión, dado el característico comportamiento pendular que tienen los gobiernos en la Argentina<sup>9</sup>.

A partir del repaso histórico de la inflación realizado en la sección anterior podemos identificar varios errores de política que es necesario no repetir (ordenados según fueron sucediendo): i) aumento de salarios muy por encima de la productividad; ii) manipular las estadísticas oficiales para esconder el problema de la inflación; iii) tratar de sostener a toda costa el tipo de cambio en un contexto de auge de entrada de divisas; iv) aplicar políticas fiscales y monetarias muy expansivas y procíclicas; v) atrasar el tipo de cambio y/o las tarifas de los servicios públicos para usarlas como ancla nominal; vi) poner regulaciones muy estrictas o directamente prohibir la compra de dólares

---

9 Arza y Brau (2021) muestran que entre 1955 y 2018 el rumbo de la política económica cambió en promedio cada dos años, aunque los ciclos de duración se hacen más extensos a partir de 1990. El otro dato interesante que encuentran es que no hay una relación uniforme entre la orientación de la política económica y el signo político, confirmando la falta de consensos mínimos en cuanto al manejo de la política económica.

para atesoramiento; vii) endeudarse en moneda extranjera por montos elevados y con deuda de corto plazo; viii) desregular completamente el mercado cambiario; ix); aplicar políticas electoralistas, sobre todo en contextos de escasez de divisas.

En el plano fiscal, el gobierno debería llevar a cabo una política anticíclica. Esto significa que, en los momentos en que la economía se contrae, el gobierno incurre en un déficit fiscal y se incrementa la deuda pública (aumenta el gasto para contrarrestar la caída de la actividad y los ingresos, pero también se reduce la recaudación por la propia recesión económica), pero cuando mejora la actividad económica pasa a tener un superávit fiscal que le permite reducir la deuda pública a los niveles anteriores y mantener las cuentas públicas relativamente equilibradas.

Esto es esencial para el caso argentino, dado que, como vimos en la sección anterior, los gobiernos se caracterizaron por hacer lo contrario: aumentar el gasto y bajar los impuestos cuando mejora la actividad económica (y/o por motivos electoralistas), y verse obligados a ajustar drásticamente en contextos de recesión o crisis cambiarias. En materia fiscal la Argentina fue realmente excepcional, pero en un sentido negativo: entre 2007 y 2017 fue el único país del mundo que mostró diez años consecutivos de deterioro en el resultado fiscal (pasó de un superávit del 0,9% del PIB a un déficit del 5,9%). Por otro lado, como destaca un informe del Banco Mundial (2024), tomando el período 2000-2021 la economía argentina fue la más volátil y la que tuvo la política fiscal más procíclica del mundo.

Para limitar ese tipo de comportamientos resulta imprescindible incorporar una regla fiscal, una herramienta que cada vez más países han ido adoptando en los últimos años. Estas reglas establecen criterios objetivos –y conocidos de antemano– que ordenan la trayectoria del gasto, el resultado fiscal y el stock de la deuda. Hay bastante evidencia que muestra que contribuyeron a mantener las cuentas ordenadas (sin afectar negativamente al crecimiento), que redujeron la volatilidad del gasto público y las probabilidades de que haya una crisis de deuda (Asatryan, Castellon y Stratmann, 2016; Bergman *et al.*

2016).

Otro punto central es la previsibilidad. Cuando los mercados, las empresas y los hogares entienden cuál será el sendero fiscal a mediano plazo, ajustan sus decisiones de inversión, ahorro y financiamiento con menos incertidumbre. Esa claridad reduce el riesgo país, abarata el costo de financiamiento y disminuye la presión sobre el tipo de cambio (Brändle y Elsener, 2024).

Sin embargo, hay que advertir que diseñar una regla fiscal sólida es un desafío tanto técnico como político. Requiere, entre otros, estimar correctamente en tiempo real el PIB potencial (de modo de identificar correctamente los períodos de auge y recesión, como así también discernir entre shocks transitorios y permanentes). También exige definir un precio “fundamental” para las *commodities* (si es que la regla incorpora este elemento), es decir, una referencia de mediano plazo que guíe las decisiones fiscales más allá del precio de mercado del momento, que puede estar artificialmente alto o bajo. A esto se suma la necesidad de establecer a qué velocidad debe converger la deuda pública hacia su trayectoria objetivo luego de un *shock*, y cómo se reparte ese ajuste entre impuestos y gasto. Nada de esto funciona sin instituciones que le den fuerza a la regla: leyes claras, consejos fiscales independientes y mecanismos de transparencia que hagan políticamente costoso desviarse de lo establecido cuando la coyuntura vuelve tentadora la discrecionalidad (ibídem).

Cabe hacer una aclaración respecto del déficit fiscal. Este no es un problema per se. Existe una gran cantidad de países que mantienen déficits persistentes y logran crecer de manera sostenida o no tener inflación. El punto está en cómo se financian esos déficits. Como vimos, los riesgos principales están en el financiamiento a través de la emisión monetaria o en el endeudamiento (excesivo) en moneda extranjera. Si, en cambio, el déficit se financia por medio de la colocación de deuda en moneda local, eso permite mayores grados de libertad sin que genere grandes consecuencias negativas. Y justamente acá aparece otro beneficio del régimen de inflación baja, que es el hecho de que les permitió a los países de la región ir ganando de a poco

reputación respecto de su capacidad de pago, a tal punto que en la actualidad la mayoría puede colocar deuda en su propia moneda en los mercados internacionales. Es otro ejemplo de lo que significa tener una moneda propia.

Por el lado de la política monetaria, es necesario, primero que nada, dotar al Banco Central de una mayor independencia del gobierno de turno, dado que esta mayor institucionalidad contribuye a mantener la inflación baja y estable (Bodea y Higashijima, 2015; Garriga y Rodríguez, 2019).

Hay diferentes formas de implementarlo. Una, por ejemplo, sería que las autoridades de este organismo sean elegidas por el Congreso – haciendo énfasis en la trayectoria y en los antecedentes vinculados con el estudio y el manejo de la política monetaria– y que, además, los mandatos se extiendan a 6 años, desacoplándolos de las elecciones presidenciales. Esto evita que haya conflictos o inconsistencias con otras políticas económicas, siendo el caso típico el del financiamiento del déficit fiscal a través de la emisión monetaria (en la gran mayoría de los países de la región esto está severamente restringido por su Carta Magna o directamente prohibido, por ejemplo).

En segundo lugar, y vinculado con lo anterior, todos los países de la región que lograron mantener una inflación baja y estable adoptaron un esquema de metas de inflación<sup>10</sup>. ¿En qué contribuyen concretamente las metas? Primero que nada, en la construcción de expectativas. Como vimos, los precios, salarios y contratos no se fijan mirando únicamente la inflación pasada, sino también en función de lo que se espera que ocurra. Cuando el Banco Central explicita

su meta, comunica la senda deseada y ofrece informes regulares que justifican cada decisión, los agentes disponen de una referencia sólida que reduce la incertidumbre. Existe amplia evidencia empírica que muestra que el uso de metas creíbles contribuyó al anclaje de las expectativas (Bernanke *et al.*, 1999; Carrière-Swallow *et al.*, 2021; Gurkaynak, Levin y Swanson, 2010; Johnson, 2002).

En segundo lugar, las metas de inflación mejoran la consistencia interna de la política económica. Durante años, la Argentina combinó políticas monetarias orientadas a distintos fines – estimular la actividad, suavizar el tipo de cambio, financiar al Tesoro– sin una jerarquía clara entre objetivos. Un régimen de metas establece un orden y le asigna una prioridad mayor al control de la inflación (por obvios motivos), lo que, combinado con una mayor independencia, le permite ser más efectivo para hacer su tarea<sup>11</sup>.

Por último, el sistema de metas promueve transparencia y rendición de cuentas. Al tener un objetivo numérico, la sociedad puede evaluar si la autoridad monetaria avanza o no hacia la meta, qué *shocks* enfrentó y qué medidas adoptó. Esa combinación de claridad, previsibilidad y responsabilidad pública es lo que permitió a muchos países reducir procesos inflacionarios largos sin recurrir a anclas cambiarias rígidas ni a programas de estabilización traumáticos, logrando desacoplar al tipo de cambio como referencia principal para la determinación de precios y salarios (ver a continuación). Para una economía con el historial argentino, ese tipo de marco operativo es un componente central de cualquier estrategia de desinflación sostenible.

---

10 Cabe destacar que este esquema funciona para mantener la inflación baja y las expectativas ancladas, no para llevar a cabo un proceso de desinflación. Es necesaria esta aclaración porque este esquema se adoptó sin éxito durante los primeros años de la gestión de Cambiemos, pero precisamente por haberse querido implementar en un contexto en el que el problema inflacionario todavía no estaba resuelto y las expectativas estaban muy desancladas (FMI, 2018). En los otros países de la región este esquema se implementó después de haber bajado y estabilizado la inflación.

11 Esto no significa resignar otros objetivos igualmente importantes, como impulsar el desarrollo económico, el empleo o la equidad. El punto es que las herramientas más efectivas para eso son políticas puntuales (y no los instrumentos macroeconómicos que utiliza el Banco Central) que, además, por lo general son implementadas directamente por el gobierno de turno a través de la política fiscal.

Por el lado de la política cambiaria, se debería migrar hacia una flotación administrada, tal como hace el resto de los bancos centrales de la región. Esto significa dejar el tipo de cambio flote libremente, salvo situaciones esporádicas en las que la autoridad monetaria crea que es necesario intervenir para suavizar su movimiento (por ejemplo, frente a shocks financieros que podrían llevar a depreciaciones súbitas o a ingresos masivos y transitorios de capitales que aprecien el tipo de cambio de manera significativa).

En los países de la región, el hecho de haber logrado mantener la inflación baja combinado con la flexibilidad cambiaria permitieron que el movimiento del tipo de cambio se desacople de los precios, es decir, que se reduzca de manera notable el *pass through* (ver BCRA, 2020, citado anteriormente; Caselli y Roitman, 2016; Ha, Stocker y Yilmazkuday, 2019). Así, el tipo de cambio pudo funcionar como un elemento amortiguador de los *shocks* externos, depreciándose en momentos de tensión y apreciándose en momentos de holgura externa. Esto les permitió acumular una cantidad significativa de reservas a lo largo de los años. Además, la flexibilidad cambiaria facilita la coordinación de expectativas. Cuando el mercado sabe que el tipo de cambio no está fijado discrecionalmente, sino que responde a fundamentos (términos del intercambio, flujos financieros, política monetaria), la formación de precios se vuelve más predecible.

Obviamente, en estos esquemas no hay regulaciones estrictas a la compra de dólares para ahorro (es una condición necesaria para que el tipo de cambio flote). De todos modos, no las necesitan. Al no tener devaluaciones recurrentes, hecho combinado con que las tasas de interés le ganan a la inflación, lograron que la moneda también sea utilizada como el instrumento principal de ahorro. Cuando hablamos de que hay que fortalecer nuestra moneda, nos

referimos precisamente a esto. Por otro lado, lo anterior no quita que sí existan regulaciones macroprudenciales (tanto para evitar el ingreso masivo de capitales especulativos, como para evitar la evasión y el lavado de activos).

Otro elemento que podría ayudar tanto a mitigar la volatilidad tanto del tipo de cambio como de la política fiscal es la creación de un fondo de estabilización anticíclico, en el que se acumulan divisas cuando el precio internacional de las *commodities* es elevado (se ubica por encima del precio "fundamental" estimado por las autoridades), que luego pueden ser utilizadas cuando dichos precios se ven afectados por *shocks* internacionales; Chile tiene, con el cobre, un fondo de estas características<sup>12</sup>.

## A modo de reflexión

A lo largo de este documento hemos intentado demostrar, con datos y evidencia histórica, que la dicotomía entre estabilidad macroeconómica y justicia social es una falacia que ha condenado a la Argentina al estancamiento. La experiencia de los últimos 20 años es concluyente: no existe política más regresiva que la inflación crónica. El desorden cambiario, monetario y fiscal llevó a un proceso inflacionario crónico que fue la causa fundamental que estuvo por detrás del estancamiento de la economía, el deterioro de los ingresos y el aumento de la pobreza.

La buena noticia es que el camino hacia la salida no es un misterio. Al observar a nuestros vecinos de la región, encontramos una hoja de ruta clara basada en el pragmatismo y la consistencia técnica. Los países que lograron crecer y mejorar la calidad de vida de sus habitantes lo hicieron respetando reglas básicas: un Banco Central independiente enfocado en defender el valor de la moneda, un esquema de metas de inflación con

---

12 En el caso chileno, el fondo anticíclico no solo ordenó la política fiscal, sino que también tuvo efectos estabilizadores sobre el tipo de cambio porque opera íntegramente en dólares: cuando el precio del cobre está alto, el Estado ahorra parte de los ingresos extraordinarios en activos externos y retira divisas del mercado, moderando la apreciación del peso; cuando el precio cae, libera esos dólares para financiar el presupuesto y suaviza la presión depreciatoria; y, al mismo tiempo, al sostener un sendero de gasto menos procíclico, reduce los vaivenes cambiarios que surgen de ciclos fiscales desordenados.

flotación administrada que amortigüe los *shocks* externos, y una política fiscal anticíclica que mantenga las cuentas relativamente equilibradas y reduzca la volatilidad del gasto público.

Implementar este programa de estabilización no implica renunciar a la intervención del Estado ni al objetivo de la equidad; por el contrario, es la condición necesaria para recuperar las herramientas de soberanía económica. Solo con una moneda sana podremos reconstruir el crédito, fomentar el ahorro nacional y canalizarlo hacia la inversión productiva.

El desafío que enfrentamos es, en última instancia, político. Requiere construir los consensos necesarios para sostener un rumbo de sensatez más allá de los ciclos electorales, abandonando la pendularidad que nos caracteriza.

La recuperación del salario, la reducción de la pobreza y la movilidad social ascendente no se lograrán con discursos grandilocuentes ni con soluciones mágicas, sino con la perseverancia de mantener el equilibrio económico en el tiempo.

En definitiva, la propuesta de este trabajo es volver a la normalidad. Una normalidad donde la inflación deje de ser una preocupación cotidiana, donde los precios sean señales informativas y no una fuente de angustia, y donde el crecimiento sea la regla y no la excepción. Ese es el único camino posible para construir una economía que no solo crezca, sino que incluya a todos. Porque, como afirmamos al principio: sin estabilidad, no hay futuro; y sin crecimiento, no hay justicia social.

## Referencias bibliográficas

Aguirre, H. y González Padilla, G. (2019). Exchange rate pass-through, monetary policy and real shocks: An empirical evaluation. Documento de trabajo del Banco Central de la República Argentina. Disponible en <https://bcra.gob.ar/Institucional/DescargaPDF/DownloadPDF.aspx?Id=851>.

Álvarez, F.; Beraja, M.; Gonzalez-Rozada M. y Neumeyer, A. (2018). From hyperinflation to stable prices: argentina's evidence on menu cost models, *The Quarterly Journal of Economics* (2019), 451-505.

Ardanaz, M.; Cavallo, E.A. e Izquierdo, A. (2023). Fiscal Rules: Challenges and Reform Opportunities for Emerging Markets. Disponible en <https://doi.org/10.18235/0004671>.

Asatryan, Z.; Castellon, C. y Stratmann, T. (2016). Balanced Budget Rules and Fiscal Outcomes: Evidence from Historical Constitutions. Centre for European Economic Research Discussion Paper N° 16-034. Disponible en <https://doi.org/10.2139/ssrn.2771102>.

Arza, V. y Brau, W. (2021). El péndulo en números: un análisis cuantitativo de los vaivenes de la política económica en Argentina entre 1955 y 2018. *Desarrollo Económico*, 61, 233, 1-29.

Banco Central de la República Argentina (2020). La volatilidad del tipo de cambio y su implicancia en la elección del régimen monetario en las economías en desarrollo. Disponible en <https://centraldeideas.blog/volatilidad-del-tipo-de-cambio/#section2>.

Banco Mundial (2004). Benefits and Risks of Financial Globalization: Challenges for Developing Countries. Disponible en <https://documents1.worldbank.org/curated/en/710321468322735111/f/849620JRN0AA/M00382167B00PUBLIC00Box.pdf>.

— (2024). República argentina memorando económico del país. Disponible en <https://documents1.worldbank.org/curated/en/099061224182518931/pdf/P1749671d738390b91918e19898f9b15cfb.pdf>.

- Barro, R. (1995). Inflation and economic growth. National Bureau of Economic Research. Disponible en [https://www.nber.org/system/files/working\\_papers/w5326/w5326.pdf](https://www.nber.org/system/files/working_papers/w5326/w5326.pdf).
- Bergman, M.; Hutchison, M.; Jensen, S.; Efficienc., G.; Jensen, H. y Bergman, U. (2016). Promoting sustainable public finances in the European Union: The role of fiscal rules and government efficiency. *European Journal of Political Economy*, 44, 1-19.
- Bernanke, B.; Laubach, T.; Mishkin, F. y Posen, A. (1999). *Inflation targeting: Lessons from the international experience*. Princeton University Press.
- BIS-Bank for International Settlements (2009). Capital flows and emerging market economies. Disponible en <https://www.bis.org/publ/cgfs33.pdf>.
- Bodea, C. y Higashijima, M. (2015). Central Bank Independence and Fiscal Policy: Can the Central Bank Restrain Deficit Spending? *British Journal of Political Science*, 47(1), 47-70.
- Borio, C.; Lombardi, M.; Yetman, J. y Zakrajšek, E. (2023). The two-regime view of inflation, Documento de Trabajo 133 del BIS. Disponible en <https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap133.htm>.
- Brändle, T. y Elsener, M. (2024). Do fiscal rules matter? A survey of recent evidence, *Swiss Journal of Economics and Statistics*. Disponible en <https://doi.org/10.1186/s41937-024-00128-z>.
- Bruno, M. y Easterly, W. (1995). Inflation crises and long-run growth. *Journal of Monetary Economics*.
- Burton, D. y Fischer, S. (1998). Ending moderate inflations. En *Moderate inflation: The experience of transition economies*. Fondo Monetario Internacional. Disponible en <https://www.elibrary.imf.org/display/book/9781557756992/9781557756992.xml>.
- Caporale, G.; Onorante, L. y Paesani, P. (2010). Inflation and inflation uncertainty in the Euro Area. Banco Central Europeo. Disponible en <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1229.pdf>.
- Carrera, G. y Waldman, J. (2024). "Todo se transforma: quiebres estructurales y determinantes de la inflación argentina en el siglo XXI", Asociación Argentina de Economía Política: Working Papers 4716, Asociación Argentina de Economía Política.
- Carrière-Swallow, Y.; Gruss, B.; Magud, N. y Valencia, F. (2021). Monetary Policy Credibility and Exchange Rate Pass-Through, *International Journal of Central Banking (IJCB)*. Disponible en <https://www.ijcb.org/journal/ijcb21q3a2.htm>.
- Caselli, F. y Roitman, A. (2016). Non-Linear Exchange Rate Pass-Through in Emerging Markets, FMI, Documento de Trabajo N° 16. Disponible en [https://www.imf.org/-/media/websites/imf/imported-full-text-pdf/external/pubs/ft/wp/2016/\\_wp1601.pdf?utm\\_source=consensus](https://www.imf.org/-/media/websites/imf/imported-full-text-pdf/external/pubs/ft/wp/2016/_wp1601.pdf?utm_source=consensus).
- Cavallo, E.A.; Izquierdo, A.; Ardanaz, M. y Puig, J. (2020). Growth-friendly Fiscal Rules?: Safeguarding Public Investment from Budget Cuts through Fiscal Rule Design. Disponible en <https://doi.org/10.18235/0002211>.
- Choudhri, E. y Hakura, D. (2006). Exchange Rate Pass Through to Domestic Prices: Does the Inflationary Environment Matter?, *Journal of International Money and Finance*. Disponible en <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0261560605001233>.
- FMI (2010). Capital Inflows: The Role of Controls. Disponible en <https://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2010/spn1004.pdf>.
- Fischer, S.; Sahay, R. y Vegh, C. (2002). Modern Hyper- and High Inflation, *Journal of Economic Literature*. Disponible en <https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/002205102760273805>
- FMI (2018), Perspectivas de la economía mundial, capítulo 3. Disponible en <https://www.imf.org/es/Publications/WEO/>

[Issues/2018/09/24/world-economic-outlook-october-2018#Introducci%C3%B3n](https://www.federalreserve.gov/publications/2018/09/24/world-economic-outlook-october-2018/#Introducci%C3%B3n).

Frenkel, R. y Friedheim, D. (2017): Inflation in Argentina during the 2000s, *Journal of Post Keynesian Economics*.

Gagnon, J. e Ihrig, J. (2004). Monetary Policy and Exchange Rate Pass-Through, *International Journal of Finance and Economics*. Disponible en <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1002/ijfe.253>.

Garriga, A. y Rodriguez, C. (2019). More Effective than We Thought: Central Bank Independence and Inflation in Developing Countries, *Economic Modelling*, vol. 85, 87-105.

Golob, J. (1994). Does Inflation Uncertainty Increase with Inflation? Banco de la Reserva Federal de Kansas City. Disponible en <https://www.kansascityfed.org/documents/1011/1994-Does%20Inflation%20Uncertainty%20Increase%20with%20Inflation%3F.pdf>.

González Padilla, G. (2019). Exchange rate pass-through, monetary policy and real shocks: An empirical evaluation. Documento de trabajo del Banco Central de la República Argentina. Disponible en <https://bcra.gob.ar/Institucional/DescargaPDF/DownloadPDF.aspx?Id=851>.

Gurkaynak, R.; Levin, A. y Swanson, E. (2010). Does inflation targeting anchor long-run inflation expectations? Evidence from the U.S, U.K. and Sweden, *Journal of the European Economic Association*. Disponible en <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.1542-4774.2010.tb00553.x>.

Ha, J.; Stocker, M. y Yilmazkuday, H. (2019). Inflation and Exchange Rate Pass-Through. Banco Mundial, documento de trabajo N° 8780. Disponible en <https://openknowledge.worldbank.org/entities/publication/57b9e348-166f-5e76-9f8c-2ee2cc488c1d>.

Hess, G. (1996). The Long-Run Costs of Moderate Inflation. Banco de la Reserva Federal de Kansas City. Disponible en <https://www.kansascityfed.org/documents/1198/1996-The%20Long->

[Run%20Costs%20of%20Moderate%20Inflation.pdf](#).

Heymann, D. y Leijonhufvud, A. (1995). *High Inflation*, Oxford University Press.

Ibarra, R. y Trupkin, D. (2011). The relationship between inflation and growth: A panel smooth transition regression approach for developed and developing countries. Banco Central del Uruguay. Disponible en <https://www.bcu.gub.uy/Estadisticas-e-Indicadores/Documentos%20de%20Trabajo/6.2011.pdf>.

Johnson, D. (2002). The effect of inflation targeting on the behavior of expected inflation: Evidence from an 11 country panel. *Journal of Monetary Economics*. Disponible en <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0304393202001812>.

Khan, M. y Senhadji, A. (2001). Threshold Effects in the Relationship between Inflation and Growth. Fondo Monetario Internacional. Disponible en <https://www.imf.org/External/Pubs/FT/staffp/2001/01a/pdf/khan.pdf>.

Kim, D. y Lin, S. (2012). Inflation and Inflation Volatility Revisited, *Journal of International Finance*. Disponible en <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.1468-2362.2013.12001.x>.

Kontonikas, A. (2004). Inflation and inflation uncertainty in the United Kingdom, evidence from GARCH modelling, *Journal of Economic Modelling*. Disponible en <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S026499930300052X>.

Neumeyer, A. (2010). ¿Por qué tenemos inflación?, *Foco Económico*. Disponible en <https://dev.focoeconomico.org/2010/11/14/%C2%BFpor-que-tenemos-inflacion/>.

OCDE (2018). Policy challenges from closer international trade and financial integration: dealing with economic shocks and spillovers. Disponible en <https://www.oecd.org/economy/outlook/policy-challenges-from-closer-international-trade-june-2018-OECD-economic->

[outlook-chapter.pdf](#).

Pastrana, F. y Trajtemberg, D. (2020). La negociación colectiva en tensión, *Revista de la Fundación Friedrich-Ebert-Stiftung* (FES). Disponible en <https://library.fes.de/pdf-files/bueros/argentinien/16150.pdf>.

Rapetti, M.; Libman, E. y Carrera, G. (2024). América Latina en el nuevo milenio: una región de senderos macroeconómicos que se bifurcan, documento de trabajo N°5 de Equilibra. Disponible en <https://equilibra.ar/>

[wp-content/uploads/2024/10/Rapetti-Libman-y-Carrera-2024.pdf](#).

Telechea, J.M.; Veiras, J. y Zeolla, N. (2020). Integración financiera y crisis de balance de pagos en la globalización financiera temprana : la experiencia argentina 1820-1890, *Revista Segunda Época*. Disponible en [https://ridaa.unq.edu.ar/bitstream/handle/20.500.11807/3567/RCS\\_2020\\_v11\\_n38\\_dossier\\_01\\_Nicol%c3%a1s%20Zeolla.pdf?sequence=1&isAllowed=y](https://ridaa.unq.edu.ar/bitstream/handle/20.500.11807/3567/RCS_2020_v11_n38_dossier_01_Nicol%c3%a1s%20Zeolla.pdf?sequence=1&isAllowed=y).

**Publica Fundación Heinrich Böll Buenos Aires**

[info@boell.org.ar](mailto:info@boell.org.ar)

Febrero 2025

**Distribución gratuita**

Licence: Creative Commons (CC BY-NC-ND 4.0)

<https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0>