

Ensayos Económicos

**Un vínculo sutil y no siempre comprendido
en medio siglo: una nota sobre la tasa de
inversión y el crecimiento económico**

Sebastián Katz, Luis Lanteri, Sebastián Vargas

**Autofinanciamiento empresarial y crecimiento
económico**

Ricardo Bebczuk, Lorena Garegnani

**Buenas prácticas para la administración del
riesgo operacional en entidades financieras**

Miguel Delfiner, Ana Mangialavori, Cristina Pailhé

**¿Cómo enfocar hacia adelante la economía
y la política económica en la Argentina?**

Eduardo L. Curia

47

Abril - Junio 2007



ie | BCRA
INVESTIGACIONES ECONÓMICAS

Ensayos Económicos es una revista editada por la Subgerencia General de Investigaciones Económicas

ISSN 0325-3937

Banco Central de la República Argentina

Reconquista 266 / Edificio Central Piso 8

(C1003ABF) Ciudad Autónoma de Buenos Aires / Argentina

Tel.: (+5411) 4348-3719 / Fax: (+5411) 4000-1257

Email: investig@bcra.gov.ar / <http://www.bcra.gov.ar>

Fecha de publicación: julio de 2007

Queda hecho el depósito que establece la Ley 11.723.

Diseño editorial

Banco Central de la República Argentina

Gerencia Principal de Comunicaciones y Relaciones Institucionales

Área de Imagen y Diseño

Impreso en Ediciones Gráficas Especiales.

Ciudad Autónoma de Buenos Aires, julio de 2007

Tirada de 2000 ejemplares.

Las opiniones vertidas en esta revista son exclusiva responsabilidad de los autores y no necesariamente se corresponden con las del BCRA.

No se permite la reproducción parcial o total, el almacenamiento, el alquiler, la transmisión o la transformación de este libro, en cualquier forma o por cualquier medio, sea electrónico o mecánico, mediante fotocopias, digitalización u otros métodos, sin el permiso previo y escrito del editor. Su infracción está penada por las leyes 11.723 y 25.446.

¿Cómo enfocar hacia delante la economía y la política económica en la Argentina?

A propósito de un trabajo de modelización económica realizado en el BCRA

Eduardo L. Curia*

Presidente del Centro de Análisis Social y Económico (CASE)

Resumen

127

La toma de decisiones en el campo de la política económica, dados naturalmente rasgos de incertidumbre, se beneficia de la disponibilidad de «construcciones modelizadas» que coadyuven a la comprensión del fenómeno económico y a la posibilidad de efectuar proyecciones en ese frente, por más que en manera alguna determinen meramente por sí la decisión de las autoridades políticas. El trabajo *Un Modelo Económico Pequeño para la Argentina* constituye un aporte en ese sentido.

Naturalmente, tales presentaciones son tributarias de *modo críptico o subyacente de una visión de fondo* acerca de la articulación de la economía y de las estrategias involucradas. En este plano vale realizar algunas consideraciones. Máxime, cuando, y tal como lo expresa bien en la nota editorial de dicho trabajo Hernán Lacunza, enfrentamos la «realidad de un país en desarrollo».

En este orden, el trabajo citado, que apela a un modelo básico y a un modelo extendido en el que se presta más atención a las alternativas de política, recurre como referencia en el primer caso al modelo «estándar» o de metas de inflación canónico, el que difícilmente se revele como el

* Dirección de e-mail: case@fibertel.com.ar. Las opiniones vertidas en este trabajo corresponden al autor y no representan una posición oficial del Banco Central de la República Argentina.

más apropiado para la «realidad de un país en desarrollo». El modelo extendido, por el contrario, da un gran paso adelante porque contempla la opción de política *preferida* por el BCRA durante estos años, consistente en la intervención simultánea en el mercado de dinero y de divisas. Un planteo discrepante con la visión estándar y *más proclive a una visión pro desarrollo*.

Entonces, se percibe una *disonancia* entre el modelo básico y el extendido, el que aparece como «extrínseco» al primero, el que, justamente, alude a la configuración básica de la economía argentina y de las reglas de política más idiosincrásicas. *Esto no será inocuo a la hora de «medir» los efectos derivados del funcionamiento de ambos modelos («más persistencia» en el modelo extendido).*

Alternativamente, se explaya en esta nota, a manera de recurso heurístico, una presentación que alude a dos modelos, uno básico y el otro más referido a las políticas, que trasuntan como característica una *mayor congruencia* entre sí y una *mayor afinidad* con las consideraciones pro desarrollo. Y, en cuanto a los efectos de funcionamiento, permite contrastar los fenómenos de persistencia con los de *histéresis*. *Siendo que las orientaciones que se desprenden en cada caso para la toma de las decisiones de política económica difieren entre sí.*

En definitiva, para enriquecer el aporte que implica el trabajo *Un Modelo...* en dirección a la característica recién citada, sería aconsejable: a) incluir la opción política *preferida* durante todos estos años por el BCRA directamente en el modelo básico, y, b) incorporar en la consideración a la política de ingresos, que claramente se echa en falta en el mencionado trabajo.

I. Modelización, «caja de instrumentos» y visión de fondo

Este trabajo que presento combina una preocupación de fondo, de alcance bien sustantivo, con la motivación directa, que actúa cual disparador, proveniente de un interesante *paper* de investigación recientemente publicado por el Banco Central de la República Argentina, intitulado *Un modelo económico pequeño para la Argentina*, de P. Elosegui, G. Escudé y otros.¹

Como es sabido, el país enfrenta una oportunidad excepcional en el frente económico. A mi entender, ello mucho depende del suceso acaecido durante estos últimos años en términos de la política económica, pero, en especial medida «depende...de nuestra capacidad de prolongar el ímpetu en el tiempo».²

En rigor, potenciar las capacidades económicas del país emergiendo de una larga y honda frustración, incluyendo perfiles críticos, es una tarea de largo aliento. El *desarrollo* o *sobrecrecimiento* demanda lustros, décadas. Sólo construimos hasta ahora un primer hito al respecto.

Aquí se plasma una cuestión de *continuidad*. La que es imposible de asumir *sin una convicción firme y clara en el campo teórico acerca de la estrategia de desarrollo*. Esta convicción no agota dicha cuestión, pero contribuye notablemente sobre el particular.

Indudablemente se conecta en el ámbito referido una dimensión *polémica*. A lo largo del desenvolvimiento del nuevo modelo o modelo emergente –que denomino el *modelo competitivo productivo*– se han librado recurrentes e intensos capítulos inherentes a esa dimensión. El respaldo teórico del modelo emergente condice poco con las posturas ortodoxas o neoortodoxas. Hacia delante, esta polémica está lejos de hallarse cerrada.

Esto último es tanto más verdad cuando, de cara a la continuidad deseable del actual modelo, no cabe ignorar que, tal como acontece con cualquier obra humana, siempre se introduce cierta usura o desgaste aso-

¹ Elosegui, P., Escudé, G. *et al* (2007), *Un Modelo Pequeño para la Argentina*, Buenos Aires, BCRA, Estudio 3.

² Curia, E., Artículo en *El Cronista*, 1/03/2007.

ciados al transcurso del tiempo, lo que amerita en su momento la aplicación de oportunas adecuaciones. Por eso suelo hablar de una *continuidad densa*, que exige una dosis importante de sintonía fina. Difícilmente esto suceda sin la necesidad de afianzar los criterios de respaldo doctrinal y estratégico pertinentes.

El *paper* citado *Un modelo...* puede ser un aporte inspirador al respecto. En realidad, está incluido en el mismo un loable esfuerzo de modelización, lo que también evidencia los límites del asunto. Los «modelos», en tanto presentaciones formalizadas y simplificadas de la realidad, integran la «caja de instrumentos» a disposición del tomador de decisiones. Sirven a éste, pero no pueden reemplazar el aporte de la evaluación y del juicio crítico. La disciplina económica «está llena de algoritmos», pero, como advierte B. Bernanke, no existe en la práctica algo así como un algoritmo que oficie de regla absoluta para la política monetaria.

130

Naturalmente, las modelizaciones, de una manera *críptica* o *velada*, se apoyan en una *visión o concepción de fondo* acerca de la economía en cuestión. Este elemento es «clave» en tanto brinda a aquéllas su encuadre fundamental. Es por esta razón que se aprovecha el trabajo mencionado para encarar una exploración que probablemente rebese su alcance inherente, intentando penetrar, entonces, en los pliegues más profundos de la estrategia económica.

Esta *dialéctica* entre modelización y visión de fondo permitirá esbozar algunas reflexiones preliminares sobre la perspectiva a futuro de la política económica, colocando especial atención en las implicancias que conciernen al desarrollo y al aporte al respecto de la política monetaria y cambiaria.

II. El modelo básico en el «modelo económico pequeño». Presencia de la «regla de Taylor».

En lo primordial, el estudio del BCRA mencionado confía en que «describe de forma estilizada la dinámica de la macroeconomía de un país pequeño y abierto, como lo es la Argentina».³ Aparece, entonces, el

³ Elosegui. *Un Modelo...*, pp.19.

MEP (modelo económico pequeño) en dos versiones: el MEP1, que contiene el núcleo del modelo, concebible como el modelo básico; el MEP2, que incorpora la intervención simultánea de la autoridad monetaria en los mercados de dinero y de divisas.

Cabría decir que: el MEP1 nos posiciona en lo que es la «estructura» de la economía; su conformación y/o modo de funcionamiento básico. El MEP2, por su parte, se toma más en serio variables de política. Este enfoque *dual* es utilizado en el campo económico. Véase, por ejemplo, el trabajo de G. Tadeu Lima y M. Setterfield.⁴ En éste, se comienza con un modelo básico de la economía, y, dando un paso adicional, se extiende el enfoque asumiendo una versión que atiende más directamente a las variables de política.

El modelo básico refiere las conductas dominantes en la economía. Esto, en general, incluye alguna variable de política que se considere *idiosincrásica*. El MEP1 hace así.

131

En rigor, el MEP1 recepta una conformación de la economía asimilable a la que computa la presentación canónica del esquema de *inflation targeting* o de metas de inflación -MI-, ligado, como es sabido, a la célebre «regla de Taylor» (comenzando con una especificación más estricta vinculada a una flotación pura). Esta concepción es explícitamente asumida por el trabajo bajo examen, explayándose, en lo medular, las ecuaciones que son habituales en la dirección mencionada:⁵

- a) la ecuación de brecha de producto o «curva IS»;
- b) la ecuación dinámica de la inflación o «curva de Phillips»;
- c) la ecuación de paridad en descubierto de tasas de interés o «curva UIP», dado la economía abierta;
- d) la ecuación de política monetaria relevante o «regla de Taylor».

⁴ Tadeu Lima, G. y Setterfield, M. (2006). *Inflation Targeting and Macroeconomic Stability in a Post Keynesian Economy*, Kansas City.

⁵ Elosegui. *Un Modelo...*, pps. 19 y ss.

Al lado de estas ecuaciones, tenemos variables endógenas: brecha de producto, tasa de inflación y tipos reales de interés y de tipo de cambio.

De todo esto, se extrae una *perspectiva*, que tiende a estar en línea con la impronta deparada por el esquema de MI *canónico*, el MIC, tal cual lo señalé en un reciente *paper*.⁶

Por de pronto, la ecuación de brecha de producto nos remite a la noción de un producto potencial «dado» de la economía, que responde, esencialmente, a una caracterización «del lado de la oferta», y que tendería a fungir como un «atractor inapelable» del producto corriente o actual.⁷ Pensando en un shock de demanda, éste robustecería la marcha presente del *output*, con lo que se perfilaría un crecimiento corriente superior al potencial. Circunstancia ésta que genera una brecha de producto positiva, la que favorece la aceleración de la inflación.

132

Hay, naturalmente, una repercusión sobre la ecuación vinculada a la dinámica de la inflación, en tanto, como se dijo -y más allá de shocks de oferta específicos, de tratamiento probablemente más exigido-, la brecha de producto positiva alienta una mayor inflación.

La ecuación de política ligada a la regla de Taylor recepta la función de reacción o de comportamiento del banco central. Se la postula asociada al manejo de la tasa de interés nominal, aunque lo que se persigue es una respuesta a nivel de la tasa de interés real capaz de «reabsorber» los desvíos verificados con respecto a la meta de inflación y a la de producto (producto potencial), suponiendo determinado juego de expectativas y de rezagos.

La impresión es que el MIC «ajusta» mejor con economías maduras, ya *desarrolladas*, o que *no reconocen la necesidad de desarrollarse*. Se

⁶ Curia (2006). *Metas de Inflación y Política Monetaria: Enfoque «Canónico» y «Alternativo»*, BCRA, Jornadas Monetarias y Cambiarias de Junio 2006.

⁷ Respecto de la determinación del producto potencial dado, *Un Modelo...* remite al trabajo de Elosegui *et al* (2006), *Estimaciones Alternativas de la Brecha de Producto en la Argentina*, Buenos Aires, BCRA, Ensayos Económicos, 45. Este trabajo apela al criterio de la función de producción neoclásica y se hace eco de las hipótesis de *tasa natural* de desempleo y de utilización de la capacidad instalada que pueden estar comprometidas, pp. 74. Vinculado a aquel concepto, en *Un Modelo...* se toma al crecimiento como *exógeno* al proceso considerado, con un tipo de cambio real de equilibrio de largo plazo *ad hoc* (condición terminal), pps. 20-21.

imbrica, en general, con lo que denomino la *matriz de 3x3* (crecimiento anual del 3% conectado con la inflación anual del 3%).⁸

Se trata, en el caso, de una visión de economía «normalizada», identificada con una tasa de expansión del *output* «bucólica» (que logra asociarse con una inflación acotada). El producto potencial -el producto de plena capacidad productiva o de oferta- se asimila íntegramente a esa trayectoria, inhibido de cualquier adecuación (del mismo) a través de la expansión del producto corriente o actual instigado por la presión de la demanda. Sobrevuela, aquí, la noción de la «tasa natural».

El desarrollo o sobrecrecimiento, *implica una óptica diferente*. Una economía como la argentina, que en un lapso de 35 años sólo ha crecido un poco más del 1% anual, y salpicada de episodios críticos que alientan la hipótesis de *quiebre estructural*, *está obligada a romper la inercia de tal desempeño*.

Pierde sentido aferrarse a una supuesta tendencia de expansión pretendidamente normalizada disparada o muy incidida por un lapso frustrante tan extendido. Algo similar ocurre con una hipótesis de producto potencial particularmente influido de un modo u otro por ese mismo período. Una frustración tan dilatada y honda, *pesa y cuenta*. Como expresan Bouveret y Ducoudre, dados percances o eventos económicos concretos que signan una instancia negativa como la aludida: «*es una falacia pensar... que se alcanzará un equilibrio de largo plazo como si tales eventos no hubieran ocurrido*».⁹

Por su parte, el MEP1, en cuanto a la transmisión de modificaciones en las variables que lo componen, y como es de rigor, la concibe a manera de «desvíos de sus valores de equilibrio general de largo plazo» (estado estacionario).¹⁰ Se aplican, entonces, las consideraciones antes referidas en torno a los supuestos de un esquema tipo MIC. Una alteración en la tasa de interés afectará de forma directa el tipo de cambio vía la UIP;

⁸ Curia. *Ibidem*; Curia (2006). *Política Monetaria de Objetivos Múltiples y no Neutral en el Largo Plazo*, documento de base de la exposición realizada en el BCRA en setiembre de 2006.

⁹ *On the contingency of equilibrium exchange rates with time-consistent economic policies*, OFCE, 2007, n° 08.

¹⁰ Elosegui. *Un modelo...*, pp. 43.

repercutirá sobre el desvío de la brecha de producto respecto del estadio estacionario vía curva IS y de aquí se incidirá sobre la inflación vía curva de Phillips. Asimismo, el tipo de cambio afectará por sí las expresiones inflacionarias.

III. El modelo de políticas y la presencia de una disonancia. Una alternativa.

El MEP2, por su lado, marca una extensión interesante al incluir con mayor peso variables de política (funciones de respuesta en materia de políticas). Tiene que ver con la incorporación más estricta del mercado de dinero y del balance del banco central, colocándose énfasis en la posibilidad de reflejar la intervención simultánea de la autoridad monetaria en el mercado de divisas y de dinero.¹¹

134

Ciertamente, da la impresión de que dicha intervención simultánea de la autoridad monetaria, *refiere, justamente, la opción de política gravitante o «preferida» que practica el BCRA*. Con lo cual, el MEP2 aparece como *más condicente* con lo que sería la conducta prevalectante de la autoridad monetaria.

Se puede discutir, *prima facie*, sobre los objetivos que efectivamente guían el accionar del BCRA, por ejemplo: si hay metas de tenor real en cuanto a tipo de cambio y tasas de interés visibles;¹² si hay una política de seguro anticrisis, algo que se afirma en el *speech* institucional;¹³ si en realidad existen tales objetivos «reales», pero ellos son más bien implícitos.

Lo que impresiona como menos discutible es que el BCRA interviene fuerte e insistentemente en el mercado de cambios, a la par que practica ostensiblemente el expediente de esterilización monetaria, lo que es atendido en el MEP2.¹⁴ Lo que avala la noción de la opción *preferida* de política por parte del BCRA.

¹¹ Elosegui. *Un modelo...*, pp. 30.

¹² Redrado, M. Artículo en *El Cronista* del 26/06/2006.

¹³ Redrado, M. Artículo en *La Nación* del 11/05/2006.

¹⁴ Elosegui. *Un modelo...*, pps. 31 y ss.

Si tal es el caso, lo que marca un toque de atención es que la política monetaria y cambiaria que luce preferida del BCRA, obre en el MEP2 y se la note ausente en el MEP1.

Repátese los conceptos. El MEP1 explora el modelo básico, el «núcleo»; el MEP2, por su lado, atiende más específicamente a variables de política.

Aunque en rigor, el propio MEP1 o modelo básico contiene una variable de política: *la regla de Taylor*, la que luce poco consecuente con la regla de política que asume concretamente el BCRA en su conducta efectiva. Es como si se dijera que, de cara al modelo básico, alcanza mayor predicamento idiosincrásico la regla de Taylor que el módulo de conducta preferido por la conducción del BCRA. En resumen: se insinúa cierta disonancia en este punto entre el MEP1 y el MEP2.

Veamos ahora otra forma de articulación, como guía heurística, recurriendo al trabajo antes mencionado de Tadeu Lima y Setterfield, en adelante, el TLS. Más allá de que éste no aborda un esfuerzo de «modelización» como el *paper* del BCRA, interesa la cuestión relevante acerca de la visión de fondo y de cómo gravita. Asimismo, para el punto específico que deseo destacar, no importa mucho que el TLS esté pensado en términos de una economía cerrada.

Por de pronto, el modelo básico TLS -el análogo del MEP1- *contrasta* con el esquema tipo MIC, el que, como cabe recordar, alienta al MEP1. Así, la ecuación de ingreso o producto real «se desengancha» de la hipótesis asociada a un producto potencial «dado», siendo, se diría, la ecuación $y=y_0 - Br$ (y es nivel de producto real; r es tasa de interés real), en tanto es sabido que el producto, en principio, reacciona negativamente a una suba de la tasa de interés real.

En lo que concierne a la curva de Phillips, se introducen términos que aspiran modular las posibles conductas de los trabajadores con relación a sus peticiones salariales y las de los empresarios en lo atinente a capacidad informativa y decisional y al estado de confianza y de los *animal spirits*.

Ya ubicados en la dimensión de la regla de política del modelo básico del TLS, se aplican dos expresiones: una, traduce una política monetaria vinculada al manejo de la tasa de interés que posee un destacable grado de maniobra como para establecer el *target* o meta del *output* y para reforzarlo en su caso, sin una amenaza severa de una mayor inflación; otra, que alude a una política de ingresos orientada a reconciliar los reclamos de ingresos.

¿Qué ocurre con el modelo inclusivo de políticas del TLS? Pues, que la combinación *entre* la política monetaria (actuante a través de la tasa de interés real) reforzadora de la expansión del *output* en curso (congruente con el *target* que se establezca) y la política de ingresos, permite que se acelere el crecimiento corriente sin que ello suponga una mayor inflación. O que, si se está ya instalado en el nivel de la meta del *output*, y sin perjudicar esta condición, sea factible apuntar a una inflación menor.

136

Como expresan los autores: «Como en el modelo de la sección previa (el modelo básico), las autoridades políticas pueden, entonces, perseguir una meta de inflación más baja sin que se afecte el equilibrio de la economía real y por ende la habilidad de aquéllas para lograr la meta de *output* establecida. Intuitivamente, esto acontece porque la función de la política de ingresos extendida, que incorpora la distancia entre el *output* actual y el fijado en la meta, funge de modo complementario con la operación de la regla de tasa de interés».¹⁵

Pasado en limpio: ubicados en el modelo que alude a los impactos de las distintas funciones de respuestas de política, *la alternativa caracterizada por el set de acciones recién especificado es la que presenta los mejores resultados comparados en términos de la estabilidad macroeconómica global*. Es la alternativa que mejor «encastra» con el modelo básico de la economía en la perspectiva del TLS.

Lo cual no sorprende, en tanto el modelo básico TLS presenta una ecuación de producto que no se aviene a un producto potencial «dado», incorpora una curva de Phillips que trasunta modulaciones particulares de las expectativas y decisiones de los agentes, y contiene a manera de regla de política una articulación dual, abarcando a la política de ingresos y a

¹⁵ Tadeu Lima. *Inflation Targeting...*, pp. 16.

una política monetaria hábil para acelerar la expansión de la actividad sin costes inflacionarios.

*Incluso, cabe añadir en la consideración una situación que podría ser reputada como «más realista», en adelante, la SMR.¹⁶ En este caso, la política monetaria también es capaz de reforzar el crecimiento en curso, el que se beneficia del empuje de la demanda, siendo que no opera el «castramiento» que proviene del criterio del producto potencial «dado». No obstante, en lo inmediato, es posible que se suscite una inflación algo superior aunque no «desbordante». Sin embargo, y siempre suponiendo que se aplica una política de ingresos, no conviene en el caso apurar el expediente de alza de las tasas de interés en la convicción de que, mediatamente, el mayor crecimiento actual dará pie a la ampliación del producto potencial o capacidad de oferta (el producto potencial se va *gestando*). Con lo que, finalmente, la inflación se suavizará.*

IV. Las implicancias modélicas: ¿Persistencia o Histéresis?

Más allá de aprontes metodológicos distintos, existen determinados rasgos comunes que abordan el «modelo económico pequeño» para la Argentina y el TLS. Se puede comparar, pues, la forma de abordaje al respecto.

Ambos, por ejemplo, apoyan el análisis sobre la presentación de dos modelos: el modelo básico o de configuración macroeconómica esencial de la economía a considerar, y el modelo que recoge las funciones de respuesta en materia de políticas.

Lo destacable es que el *paper* referido al «modelo económico pequeño» presenta un modelo básico o «núcleo» -el MEP1- que contiene especificaciones tales que, por su asimilación a un enfoque de tipo MIC, no son precisamente las más afines con lo que parece ser la función de respuesta política *preferida* por el BCRA, obrante en el MEP2. Por el contrario, en el enfoque TLS, la función de respuesta política preferida, prevista en el modelo asociado a las reacciones de política, *casa mejor* con el modelo básico correspondiente.

¹⁶ Ver las referencias del pie de página (8).

También existen derivaciones o implicancias en términos de resultados en materia de estabilidad macroeconómica general. En el TLS, la política preferida depara los resultados comparativamente superiores. En cuanto al «modelo económico pequeño», la cuestión luce más espinosa.

Justamente, en el *paper* correspondiente se lee que, comparando las respuestas ante un mismo impulso inicial, como ser un *shock* de demanda, la respuesta del MEP2 con respecto a la del MEP1, entre otras instancias, presenta una «mayor reacción de la tasa de inflación y más persistencia en la respuesta de la brecha de producto, ya que en esta versión... permanece (la brecha de producto positiva) por un período de tiempo más prolongado luego del impulso inicial». ¹⁷ Simplificando: se verifica un mayor crecimiento corriente -más allá del potencial: brecha positiva- coincidiendo con una mayor inflación. La estabilidad macroeconómica global, por ende, se empaña un tanto.

138 No evadamos el reto que aquí está implicado. Por eso se aludió a la SMR: en esta situación, también se observa «más crecimiento» en combinación con «más inflación». No se alcanza la instancia óptima de TLS.

De cualquier forma, el encuadre de la SMR difiere del que contiene el «modelo económico pequeño».

En efecto, aun cuando se distingue del TLS por cuanto asume que la pretensión de un mayor ritmo de expansión económica se asocia con algo más de inflación, el SMR concibe este dato como parte de un fenómeno de *histéresis* (*path dependence* o dependencia de la ruta) y no como una instancia de *persistencia*, como es el criterio que refleja el «modelo económico pequeño».

La persistencia implica un desvío perdurable respecto de un nivel de equilibrio al que se considera ya definido. Algo consistente con la alusión que hace el MEP1 a un producto potencial entendido como un elemento «de arrastre», consecuente, asimismo, con un enfoque MIC. La intervención del BCRA en los mercados de divisas y de dinero propendería, por lo tanto, a extender en el tiempo la brecha de producto positiva, motivo importante para la mayor inflación. Por eso la persistencia.

¹⁷ Elosegui. *Un Modelo...*, pp. 43.

En el caso de la SMR, la intensificación del ritmo de desempeño del producto corriente, coincide con algo más de inflación. No obstante, al equilibrio se lo considera «en construcción», y, no, ya dado. El mayor crecimiento corriente que la presión de la demanda puede instigar es capaz de ir decantando en la marcha una ampliación del producto potencial, definiendo una senda de crecimiento comparativamente superior (el crecimiento es *endógeno* al proceso considerado y no exógeno). Computando esto, y la política de ingresos -ausente en el «modelo económico pequeño»-, el tema de la inflación luce manejable. Mediatamente, la inflación puede suavizarse, mientras el ritmo expansivo se mantiene superior. Un «nuevo equilibrio» se vertebra en el tiempo por mor de la dinámica concreta en curso. Por eso la *histéresis*. A la postre, y con la salvedad denunciada, el caso de la SMR coincide con el TLS en perfilar un mejor encastre entre el modelo básico y el modelo de las políticas.

En rigor, las categorías de «persistencia» y de «*histéresis*» conllevan cargas normativas u orientadoras diferentes para el *policymaker*. Leitemo, por ejemplo, se plantea cómo accionar en casos de persistencia inflacionaria (supone un esquema de *inflation targeting*).¹⁸ Se trata, entonces, de responder de manera exigente con respecto a dicha persistencia para minimizar la «pérdida social». Como se ve, la comprensión de un *desvío* respecto de una posición predefinida de equilibrio gravita; de allí el énfasis en la política correctiva. En el caso de la *histéresis* se debe ser más cuidadoso, porque el eventual dato de un curso de inflación «algo mayor» puede constituir la coimplicación de un proceso que se explaye en dirección de un sendero de crecimiento superior o *nuevo* equilibrio, siendo que éste deparará las condiciones más aptas para reabsorber, con cierta mediatez, el diferencial de inflación.

V. Conclusiones: el aporte de la modelización y las opciones de fondo.

La toma de decisiones en el campo de la política económica, dados naturalmente rasgos de incertidumbre, se beneficia de la disponibilidad de «construcciones modelizadas» que coadyuvan a la comprensión del

¹⁸ Leitemo, K. (2002). *Inflation Persistence Uncertainty: Should it Influence Your Choice of Monetary Policy Strategy*, Mimeo.

fenómeno económico y a la posibilidad de efectuar proyecciones en ese frente, por más que en modo alguno determinen meramente por sí la decisión de las autoridades políticas. El estudio *Un modelo económico pequeño para la Argentina* -de Elosegui, P, Escudé, G. y otros-, encarado en el BCRA, es un aporte estimable al respecto.

A la postre, aun tratándose de presentaciones «formalizadas» simplificadas de la realidad, tales construcciones *son, de manera crítica o subyacente, tributarias de una visión o concepción de fondo* acerca de la articulación de la economía. Es verdad que hay intentos conspicuos, como el del método VAR propulsado por Sims, que aspiraban, siquiera inicialmente, a pivotar sobre presunciones teóricas lo más rudimentarias que sea factible. Pero, justamente, esta condición puede imponer limitaciones no subestimables en cuanto a su alcance.

De todas formas, ya en el caso específico aquí considerado, *la gravitación de una visión articulante es innegable*, algo que invita a la evaluación analítica. Justamente, la nota editorial que acompaña el trabajo redactada por Hernán Lacunza, Jefe de Estudios del BCRA, resalta la importancia de «la discusión y crítica» en el plano del análisis, máxime cuando se trata de atender a «la realidad de un país en desarrollo».

En esta dirección, la inquietud principal que despierta el trabajo mencionado es que esa visión articulante, que prevalece en el modelo básico -MEP1-, se identifica con la propia del esquema de metas de inflación canónico o convencional -MIC-, el que muy dudosamente luzca, precisamente, como el más apropiado para «la realidad de un país en desarrollo». En este *paper* que presento, se han discutido algunos de los aspectos que explican el contraste de un planteo de tipo MIC con respecto al inherente a una realidad de aquél tenor.

Naturalmente, el modelo que contiene las respuestas de política -el MEP2, una extensión del MEP1-, *da un paso adelante* al asumir la opción de política que ha sido *preferida* por el BCRA, consistente en la intervención simultánea en el mercado de dinero y de divisas. *Algo menos afín a un enfoque MIC, y más proclive a una visión pro desarrollo.*

En tal caso, se insinúa una *disonancia* entre el modelo básico -MEP1- que refleja la configuración esencial de la economía y el MEP2, el que

alude a las funciones de respuesta de carácter político. *Lo que no es inocuo a la hora de «medir» los efectos derivados del «funcionamiento» de ambos modelos.*

Justamente, el *paper* que presento refiere una alternativa, que se matiza, que *logra reconciliar más ajustadamente* la posibilidad de un modelo básico con la de un modelo de respuestas de política. Por supuesto, esto depara implicancias significativas.

Así, las diversas perspectivas pueden llegar a coincidir en la presencia de *una combinación de un crecimiento mayor del output corriente con un nivel superior de inflación*. Pero, en el seno del «modelo económico pequeño», esto es señal de un fenómeno de *persistencia*, o sea, de la incidencia de desvíos perdurables en torno a un equilibrio de largo plazo al que se considera dado. En la concepción alternativa, en cambio, se registra un fenómeno de *histéresis (path dependence)*, atendiendo a circunstancias concretas de la dinámica corriente que sedimentan con el tiempo un «nuevo equilibrio», en el que es posible un crecimiento mayor asociado con una inflación que se alivia. Todo esto también se capta mejor cuando se constata la ausencia en el «modelo económico pequeño» de la política de ingresos, que sí obra en la opción alternativa.

La recién desplegada es una caracterización general. Sin embargo, no cabe subestimar las proyecciones del asunto, sobre todo en medio del especial momento que enfrenta la Argentina.

En efecto, el país, luego de atravesar prácticamente un quinquenio sumamente destacable en el plano económico, tiene ante sí una oportunidad excepcional: la de profundizar su senda de desarrollo en tanto opte por la continuidad de la estrategia aplicada durante este lapso. Continuidad que, a esta altura, debe ser sensible a las exigencias de adecuación y de puesta a punto imprescindibles. Por eso conviene hablar de una *continuidad densa*.

Un requisito clave al respecto, es asegurar una clara noción de los pilares teóricos de la estrategia de desarrollo, la que, en medio de crudas polémicas, solventó el éxito de este período. En grado particular, esta claridad es indispensable de cara a piezas estratégicas relevantes como lo es *la pauta del tipo de cambio competitivo preservable en el tiempo*,

ya que de una economía abierta se trata. Que no es aquella la «única» (pieza), pero sí, la más significativa y la que funge como elemento axial.

Ha sido destacable en todos estos años la resistencia por parte de las autoridades a las intensas presiones en favor de una virulenta apreciación cambiaria real, asociadas en general al planteo canónico de una flotación pura. *Pero, a la vez, aun se echa de menos un régimen cambiario de raigambre más definitiva.*

Tentativamente caracterizo al régimen cambiario vigente como el de un *cuasi peg*. En cuanto a los objetivos de tipo de cambio real, ellos parecen, más bien, resultar de la *inducción* o *inferencia* articulada a través de la presencia gravitante de determinadas conductas y de ciertas definiciones que se practican en algunos ámbitos de la política económica.

De todos modos, he venido señalando en mis consideraciones *la pérdida paulatina de paridad real respecto del nivel de equilibrio dinámico, que estimo hasta la fecha en alrededor del 25%*. Esto contrasta con las percepciones que recalcan la *constancia* del llamado tipo de cambio real multilateral (que calcula el BCRA).

Es conocido que otorgo una relevancia menor al tipo de cambio real multilateral. Por de pronto, por la alta incidencia concedida a la moneda de un país con el que tenemos una relación económica especial (incidencia que, ajustada permanentemente, termina autorregulando aquella constancia). Por lo demás, el excesivo apego a aquél molesta el planteo competitivo «comparado» del país en el seno de terceros mercados y atendiendo a terceros competidores. Por eso, prefiero aludir, a manera de recomendación, a un *crawl virtual*, de la mano de un criterio de *oportunismo contributivo* (respecto del dólar) pro competitivo en el ámbito cambiario.

Estos son aspectos muy complejos, que sólo se citan aquí. *Lo que sí marco sin eufemismos es que el eventual mantenimiento a partir de 2008 del cuasi peg, no resultará neutro a la hora de calibrar la efectiva convicción en cuanto al respeto de la pauta de tipo de cambio competitivo pro desarrollo.*

A veces, la existencia de planteos de severo cuestionamiento del enfoque de «mantenimiento de un tipo de cambio real «alto y estable»», incluso revestidos del seductor ropaje de la «flotación administrada», lleva a sospechar que todavía hay «lagunas» en esto de asumir las palancas fundamentales del desarrollo para la Argentina.¹⁹

En fin, la difusión de un estimable trabajo de modelización como el intitolado *Un modelo económico pequeño*, de Elosegui, Escudé y otros, sirve, además, como un ponderable disparador del análisis. Incluso, yendo «más allá» del mismo, y calando en las honduras -que dicho trabajo roza- de las opciones estratégicas que debe asumir la Argentina.

¹⁹ Escudé (2005). *Quo Vadis Argentina?. Estrategia de desarrollo, tipo de cambio real y régimen de política monetaria y cambiaria*, La Plata, Asociación Argentina de Economía Política.