ECONSTOR
Make Your Publications Visible.

A Service of

ZBW Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
Leibniz Information Centre for Economics

Ocampo, Emilio

Working Paper

La contribución original de armando ribas al análisis macroeconómico

Serie Documentos de Trabajo, No. 652

Provided in Cooperation with:
University of CEMA, Buenos Aires

Suggested Citation: Ocampo, Emilio (2018) : La contribución original de armando ribas al análisis macroeconómico, Serie Documentos de Trabajo, No. 652, Universidad del Centro de Estudios Macroeconómicos de Argentina (UCEMA), Buenos Aires

This Version is available at:
https://hdl.handle.net/10419/203793

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

WWW.ECONSTOR.EU

Mitglied der Leibniz-Gemeinschaft

UNIVERSIDAD DEL CEMA
Buenos Aires
Argentina

Serie
DOCUMENTOS DE TRABAJO

Área: Economía

LA CONTRIBUCIÓN ORIGINAL DE ARMANDO RIBAS AL ANÁLISIS MACROECONÓMICO

Emilio Ocampo

Septiembre 2018
Nro. 652

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

La contribución original de Armando Ribas al análisis macroeconómico

Emilio Ocampo

Departamento de Finanzas

UCEMA

Abril 2017

Resumen:

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

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

Agradezco los comentarios de Armando Ribas y Martín Lagos. Cualquier error es de mi propia responsabilidad. Las opiniones vertidas en este artículo reflejan solo las opiniones del autor y no de la UCEMA.

Copyright © 2018 Emilio Ocampo.

1. Introducción

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

Recuerdo también que los artículos de Ribas me "hacían ruido". Primero, porque era muy crítico de la política económica de José Alfredo Martínez de Hoz, especialmente la aplicada a partir de diciembre de 1978. Segundo, porque era muy crítico del monetarismo. A pesar de mi corta edad y limitados conocimientos, quizás influido por el entorno familiar, creía que la política económica de Martínez de Hoz sacaría al país de la larga decadencia y el caos a los que lo había llevado el peronismo. Ribas era implacable en sus críticas aunque reconocía públicamente la buena relación personal que tenía con algunos miembros del gabinete económico. También reconocía que los animaban objetivos loables. Pero ninguna de estas dos consideraciones moderaba sus críticas. Por el contrario, las hacían aún más incisivas y molestas. Creo que Ribas probablemente fue el crítico más público y consistente de la política económica implementada por el régimen militar. No es que no hubiera otros. Pero no tenían la visibilidad y ubicuidad que tenía Ribas.

En cuanto a sus ácidas críticas al monetarismo, también me generaban cierta incomodidad. Milton Friedman ya se perfilaba como mi referente intelectual en el estudio de la "ciencia lúgubre" y mi gran aspiración era poder ir a estudiar algún día a la Universidad de Chicago (algo que finalmente logré).[*] En cualquier caso, con sólo 18 años y rudimentarios conocimientos de economía, no podía cuestionar seriamente las críticas de Ribas y, menos aún, refutarlas.

Hoy al releer los artículos de Ribas de aquella época esa incomodidad en parte se desvanece. Primero, ¡porque ahora los entiendo! Segundo, porque sus críticas fueron acertadas y sus predicciones se cumplieron. Pero lo más notable que puedo decir al releer sus artículos es: ¡qué poco ha cambiado la Argentina! Una observación que obviamente no da lugar a ninguna celebración. Porque lo que no

[*] Bastante influencia en ambas cuestiones tuvo Adolfo Diz, el primer economista profesional con el que tuve oportunidad de hablar largo y tendido sobre mi intención de estudiar economía. Diz, que se había doctorado en Chicago, fue el principal artífice del plan de estabilización del 20 de diciembre de 1978. Lo conocí después de terminado su mandato a fines de 1981. Fue muy generoso con su tiempo y ponderado en sus consejos.

ha cambiado es el problema fundamental que nos aflige desde hace más de setenta años. Tampoco ha cambiado nuestra incapacidad colectiva de comprender cual es su raíz y, consecuentemente, también cual es su solución. Esta incapacidad es visible en la clase dirigente, que incluye tanto a políticos y sindicalistas como a empresarios y periodistas. Es un tema al que le dediqué varios capítulos de mi libro *Entrampados en la Farsa: El populismo y la decadencia argentina* (Ocampo, 2015b). Los problemas que Ribas identificaba en 1980 y 1981 son muy parecidos a los que enfrentamos hoy. La principal diferencia es que actualmente, luego de otros 35 años de decadencia y frustración, asumen mayor gravedad.

Lo segundo que puedo decir, consecuencia lógica de lo anterior, es que su análisis sigue siendo relevante. No sólo porque subsisten los mismos problemas estructurales sino también porque la coyuntura actual también exhibe rasgos similares. Desde el punto de vista de la política económica, la experiencia iniciada en noviembre de 2015 muestra algunos paralelismos con la que se inició en 1976. Sería un error buscarle a esta afirmación connotaciones que no tienen nada que ver con la economía: en ambos casos las autoridades económicas tuvieron que lidiar con el nefasto legado del populismo (altas tasas de inflación, distorsión de precios relativos y enorme gasto público), adoptaron un criterio gradualista y pragmático y, por lo menos al inicio de su mandato, se beneficiaron de condiciones financieras muy favorables en los mercados internacionales.

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

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

A primera vista, la conjunción de ambos términos parecería un oxímoron. Friedman fue el padre del monetarismo y era claramente anti-estatista. Pero en la definición de Ribas, se trata de la aplicación simultánea de una política monetaria restrictiva y una política fiscal expansiva (o sobreestimar lo monetario y subestimar lo fiscal). Los resultados de esta combinación de

políticas han sido desastrosos para el sector privado. Lo que a mi juicio Ribas no explicó, o elaboró, con la rigurosidad y claridad necesarias es su propia teoría, que a mi juicio importa una importante contribución al análisis macroeconómico de países como la Argentina.

Es necesaria una aclaración. Criticar la política de Martínez de Hoz y denominarla monetarismo como hace Ribas (Ribas, 2001, 2002, 2014a y 2014b), quizás sea un recurso efectivo en el plano dialéctico, ya que el monetarismo es el ogro de los popes de la izquierda autodenominada progresista desde Naomi Klein a Paul Krugman pasando por sus referentes vernáculos. Sin embargo, Milton Friedman nunca hubiera recomendado su aplicación. De hecho, como ha reconocido el mismo Ribas recientemente, Friedman dejó bien en claro que, en su opinión, el problema fundamental de nuestra época no era el déficit fiscal ni el nivel de la deuda pública sino el tamaño creciente del gasto público (Ribas, 2012 y Friedman, 1987 y 1993).

La estructura de este ensayo es como sigue. La próxima sección contiene un breve análisis de la política económica de Martínez de Hoz, su contexto internacional y el marco teórico detrás del plan de estabilización del 20 de diciembre de 1978. La sección que sigue introduce la contribución de Ribas al análisis del impacto macroeconómico de la interacción de las políticas monetaria y fiscal, que fue articulando a través de una serie de artículos publicados entre 1980 y 1982 y un libro (Ribas 1981, 1984). La teoría de Ribas postula la existencia de una relación directa entre el nivel del gasto público y la competitividad de una economía. Esta sección también resume la aplicación de esta teoría a la experiencia mexicana entre 1987 y 1994. En la última sección intento extraer algunas conclusiones de todo lo anterior que considero relevantes en el contexto actual.

2. La Política Económica durante el período 1976-1980

a) El Contexto Macroeconómico Internacional

En otro trabajo (Ocampo, 2016) elaboré el concepto de viento de cola, término que se ha popularizado para describir el entorno económico internacional que enfrenta la economía argentina. En este entorno hay dos variables que juegan un papel fundamental: la tasa de interés en dólares y el precio internacional de los *commodities* agrícolas. La combinación de ambas variables determina si hay viento de cola o viento en contra. Argentina es esencialmente un exportador neto de *commodities* agrícolas y un importador neto de capitales. Actualmente, el complejo sojero genera casi un tercio de los ingresos de dólares por exportaciones y el complejo agro-industrial en su conjunto generó en 2016 casi dos tercios de esos ingresos. Por otro lado, internamente no generamos ahorro suficiente para financiar el nivel inversión necesario para que la economía crezca de manera sostenida. Consecuentemente, el viento de cola no sólo tiene un impacto sobre el desempeño de la economía argentina sino que también condiciona la política económica.

El evento que tuvo mayor impacto sobre la economía internacional en los años setenta fue el *shock* del petróleo en 1973. No sólo aumentó de forma abrupta el

precio de los hidrocarburos sino también el de los *commodities* agrícolas. En otro trabajo (Ocampo, 2015), demostré que en la Argentina existe una relación estrecha entre los ciclos de los precios internacionales de los *commodities* agrícolas y el populismo económico. Básicamente, la variación de los precios explica aproximadamente dos tercios de la variación de un índice de populismo económico. Cuando los precios aumentan, nuestros gobiernos recurren alegremente a las políticas populistas. Cuando los precios caen, inevitablemente se produce un ajuste.

Tal como predice esta teoría, el auge de precios de los *commodities* agrícolas permitió al peronismo financiar a partir de 1973 otra gran fiesta populista como la de 1946-1949. Los precios alcanzaron su pico en octubre de 1974 y a partir de entonces exhibieron una tendencia bajista. Esta caída y los propias inconsistencias del modelo populista, llevaron a la crisis de 1975. La tabla adjunta resume muy someramente que ocurrió en la década del setenta con el "viento de cola" en dos sub-períodos de cinco años. En el primero, se sentaron las bases de una reedición de la experimento populista, y en el segundo, se intentaron corregir sus desequilibrios.

La Economía Internacional 1971-1980

Sub-período	Variación % anual precio *commodities* agrícolas en dólares	Tasa de Interés de Referencia (LIBOR 6 meses)	
		En términos nominales	En términos reales
1971-1975	18,9%	7,9%	0.9%
1976-1980	3,2%	9,3%	0.0%

Fuente: Elaboración propia Banco Mundial y Fondo Monetario Internacional.

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

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

Más allá de las resistencias inherentes del *status quo* heredado, el entorno internacional para encarar esta ambiciosa tarea ya no era tan favorable como

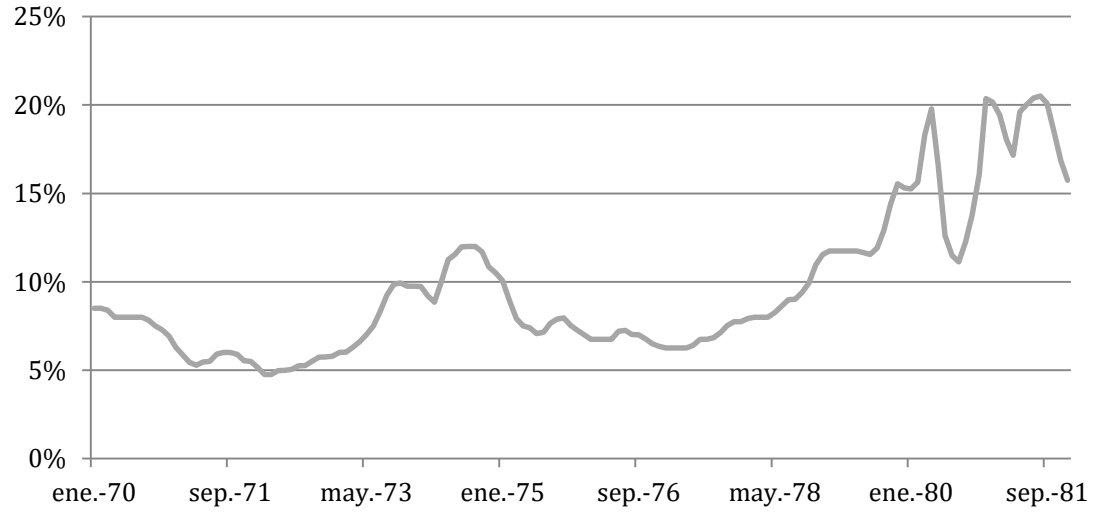
entre 1973-1975, al menos desde el punto de vista de los precios de los *commodities* agrícolas, principal componente del viento de cola. Sin embargo, aunque a partir de 1976 las tasas de interés internacionales aumentaron en términos nominales, hasta mediados de 1979 fueron prácticamente nulas en términos reales.

En aquel entonces, mediados de los setenta, el sistema bancario internacional se dedicaba a reciclar los petrodólares. Existía la noción entre prominentes banqueros norteamericanos de "que los países no podían quebrar" (Grant, 1996). Prestarle dinero a países en desarrollo se convirtió en un gran negocio. Así comenzó el auge de los préstamos sindicados a los principales países de América Latina. Estos préstamos tenían como referencia la tasa interbancaria a 6-meses fijada en el mercado londinense, más conocida como LIBOR, a la que se agregaba una prima que reflejaba el riesgo país.

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

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

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



Fuente: FRED.

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

Como ha ocurrido desde entonces, el aumento abrupto de las tasas de interés en Estados Unidos funcionó como una "aspiradora" de fondos hacia el mercado norteamericano. Fenómeno que se viene repitiendo desde entonces (especialmente en 1994 y también, en menor medida, con el *taper tantrum* de mediados de 2013). El impacto fue doble ya que durante este período los precios de los *commodities* agrícolas cayeron en términos reales. Esta situación se corrigió levemente en 1980 gracias al impacto que tuvo el segundo *shock* del petróleo.

b) Monetarismo y Enfoque Monetario del Balance de Pagos

En los escritos de Ribas, tanto los del período 1976-1982 como los actuales, las críticas al monetarismo son omnipresentes. Desde su perspectiva, el monetarismo ha sido más dañoso para la supervivencia de una economía de mercado que el keynesianismo. Aunque no lo explica claramente en sus artículos, cuando critica al monetarismo en realidad critica a dos teorías distintas. Primero, la desarrollada por Milton Friedman, que se asocia a la teoría cuantitativa del dinero. Sobre Friedman no hay mucho que agregar ya que sus trabajos y sus conclusiones son ampliamente conocidos. Lo único que rescataría es que su contribución a la ciencia económica y al pensamiento liberal excede en mucho al haber revitalizado la teoría cuantitativa del dinero (Nelson y Schwartz, 2007; Ribas, 2012).

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

Según Ribas, "por mucho tiempo, y con Friedman a la cabeza, el monetarismo de la Universidad de Chicago desconocía las virtudes del modelo de Polak. Fue sólo recientemente en dicha Universidad fue aceptado el principio de que con libertad de cambios y tipos de cambios fijos, la cantidad de dinero se determina

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

endógenamente o sea por la demanda de dinero" (Ribas, 1980). Esta afirmación fue refutada por el propio Polak quien demostró que Johnson desarrolló sus ideas casi de manera simultánea (Polak, 2001). El economista canadiense llegó a la Universidad de Chicago en 1959, un año después de publicar su primer trabajo sobre el balance de pagos.

Quizás por el hecho de que Johnson y Mundell fueran profesores en la Universidad de Chicago, donde también enseñaba Friedman, que al EMBP también a veces se lo conoció como el enfoque "monetarista" de la balanza de pagos o "monetarismo global" (Whitman, 1975). Sin embargo, Johnson enfatizó que tal identidad no existía, distinguiendo entre el significado de "monetario" y "monetarista" (Frenkel y Johnson, 1976).

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

Hay una coincidencia central entre Friedman y Johnson: la importancia primordial del dinero en la explicación de los desequilibrios macroeconómicos internos y externos. Según el primero, "la inflación siempre y en todas partes es un fenómeno monetario". Mientras que según el segundo, "la principal característica del enfoque monetario a la balanza de pagos puede resumirse en la proposición de que la balanza de pagos es esencialmente un fenómeno monetario" (Frenkel y Johnson, 1976).

En esta coincidencia quizás se basó Ribas para fusionar ambas teorías. En su opinión, el problema estriba darle un papel exagerado a la moneda. Como explicó en uno de sus artículos (Ribas, 1980):

> Existe una diferencial fundamental entre "el dinero importa" (*money matters*) y "el dinero es todo lo que importa" (*money is all that matters*), así como es muy diferente el liberalismo de la anarquía. En ambos casos se pasa de un concepto relativo a otro absoluto que al rayar en la utopía es la antesala de la violencia. En nuestra propia experiencia, el período peronista nos mostró hasta la saciedad que "el dinero importa", la experiencia de 1976/80 nos debe haber enseñado que no es todo lo que importa. A mi juicio, el error del monetarismo (el dinero es todo lo que importa), se centra en la invalidez de sus propios presupuestos algunos de los cuales están implícitos y se toman por dados.

La crítica de Ribas era válida hasta cierto punto en 1980, cuando el monetarismo estaba en pleno apogeo. Desde entonces, el consenso de la profesión ha llegado a una síntesis mucho más integradora. También es justo reconocer que el monetarismo contribuyó a reintroducir las cuestiones monetarias en el análisis macroeconómico que durante décadas de keynesianismo habían sido ignoradas. Cuando Polak escribió su famoso *paper* (Polak, 1957) el mercado de dinero brillaba por su ausencia en el análisis de los desequilibrios del balance de pagos.

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

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

Donde R son las reservas internacionales, BM la base monetaria, CI el crédito interno, DF el déficit fiscal y RB las reservas de los bancos en el banco central. Básicamente dice que, para un nivel constante de RB, el aumento del déficit fiscal por encima de la base monetaria genera un desequilibrio en la balanza de pagos, es decir una caída en las reservas internacionales.

En una economía abierta a los flujos de capitales y tipo de cambio fijo, el banco central no puede fijar simultáneamente el tipo de cambio y seguir una política monetaria independiente. En este caso, la oferta monetaria es endógena. Bajo un tipo de cambio flexible, el aumento de la oferta monetaria genera una depreciación proporcional del tipo de cambio en el largo plazo. Según el EMBP, una devaluación no puede alterar sistemáticamente los precios relativos de los bienes transables y no transables y su efecto sobre la balanza de pagos es transitorio. Es decir, la política cambiaria no puede alterar permanentemente la cuenta corriente y la política monetaria tampoco puede afectar de manera permanente a la demanda agregada. Pero una devaluación tendrá un impacto directo sobre el nivel de precios internos (mayor inflación) mientras que una política monetaria expansiva tendrá un efecto directo sobre el equilibrio externo (que se refleja en la variación del nivel reservas internacionales bajo un sistema de tipo de cambio fijo, por la depreciación de la moneda doméstica bajo un régimen de tipo de cambio flexible). A largo plazo, la política cambiaria es irrelevante para el equilibrio del balance de pagos. De hecho, tal equilibrio no

debe ser un objetivo explícito de la política económica, ya que existe un mecanismo de ajuste automático (Whitman, 1975).

c) El Modelo de Polak y el Plan del 20 de diciembre de 1978

El modelo de Polak tenía su aplicación práctica en los planes de estabilización ("programación financiera) que el FMI proponía (o imponía) a países en desarrollo para resolver sus desequilibrios externos (Polak, 1997). Vale la pena entonces describir en algún detalle cómo se aplicó en la Argentina durante el período 1976-1980.

El supuesto principal detrás de la política aplicada era que, a largo plazo, la tasa de inflación interna se igualaría a la tasa de inflación internacional más la tasa de devaluación. Dado que la tasa de inflación internacional era un dato, la política cambiaria se convertía de hecho en la política anti-inflacionaria. Con un esquema de *crawling-peg*, la política monetaria quedaba completamente subordinada. Bajo este esquema, conocido como la "tablita", la autoridad monetaria preanunciaría la tasa de devaluación a un ritmo decreciente. Teniendo en cuenta la apertura de la economía, esta tasa supuestamente pondría un techo al crecimiento de los precios de los bienes transables. Asimismo, con el paso del tiempo debía contribuir a fijar las expectativas inflacionarias de los agentes económicos.

Pero para que esta política cambiaria no generara un desequilibrio externo (una pérdida de reservas), la tasa de devaluación debía superar (o al menos igualar) la tasa de expansión del crédito doméstico. Esta expansión sólo podía originarse por las necesidades del sector público (política fiscal) o por el aumento del crédito al sistema bancario (redescuentos, etc.). Lo primero estaba fuera del control de la autoridad monetaria. Si la tasa de expansión del crédito interno (debido al déficit) excedía la tasa de devaluación, supuestamente, según el EMBP, se produciría una caída en las reservas internacionales.

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

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

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

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

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

3. La Contribución Original de Ribas

a) La Tasa Natural de Interés y la Inflación

A fines de los años setenta y principios de los ochenta, en una serie de artículos publicados en *El Cronista Comercial*, un libro, *Política Fiscal y Teoría Monetaria: Un nuevo Enfoque* (1984) y en la respuesta a un artículo del profesor John Bilson

de la Universidad de Chicago sobre el plan de estabilización (Ribas, 1983), Ribas propuso un enfoque bastante original a la teoría monetaria y la política fiscal en países en desarrollo.

Podríamos definir al enfoque de Ribas como neo-wickselliano, ya que se basa en el concepto de la tasa natural de interés (i_N) desarrollado por el economista sueco Knut Wicksell a fines del siglo XIX (Wicksell, 1936). Se podría decir que al rescatar a Wicksell, Ribas fue un pionero. En años recientes ha resurgido el interés académico por el concepto de la tasa natural de interés de manos de Michael Woodford y otros, aunque desde una perspectiva neo-keynesiana (Woodford, 2003).

Según Wicksell, la i_N era la tasa que resultaba del equilibrio entra la demanda de inversión de los empresarios y la oferta total de ahorros reales de la economía. Es decir, es la tasa que resultaría en una economía de trueque donde no existe el dinero y todos los préstamos se realizaran en bienes (Ribas, 1975). El problema como señala Ribas, es que i_N es un concepto teórico "cuya verificación empírica es imposible". Lo único que podemos observar es la tasa de interés de mercado (i_M) que obviamente refleja el efecto monetario. El hecho de que i_N sea inverificable, dice Ribas, "despoja a esta teoría [la de Wicksell] de posibilidades prácticas para el manejo de la política monetaria".*

Ribas resuelve el problema de la indeterminación de i_N utilizando como aproximación la productividad promedio de la economía (α) o el retorno promedio al capital (r). Según Wicksell, el determinante de la tasa de inflación acumulativa (π) es la diferencia entre la tasa natural (i_N) y la tasa de mercado (i_M). Es decir:

$$\pi > 0 \Rightarrow i_N - i_M > 0 \Rightarrow i_N = r = \alpha > i_M$$

De manera muy simplificada, se podría decir que en este caso, el retorno al capital es más alto que el costo del capital por lo cual la inversión (I) excede la oferta total de ahorro (A) lo cual provoca un aumento de los precios. ¿Por qué la tasa de mercado cae por debajo de la tasa natural? La explicación obvia es que se debe a un exceso de oferta monetaria (M_O). Es decir que esta teoría no niega necesariamente el *dictum* de la teoría monetarista sino que apunta a una causa previa. En cierto sentido decir que la inflación es un fenómeno monetario es tautológico. Es como decir que una inundación es producto de un exceso de agua. En "Gasto Público y Política Cambiaria" (Ribas, 1982) Ribas aclara, "no es de

* Refutando esta afirmación, en los últimos años la Reserva Federal de los Estados Unidos ha resucitado la tasa natural de Wicksell para el manejo de su política monetaria. Para la Fed, la tasa natural se define como el nivel real de la tasa *fed funds* en el que PBI real se iguala al PBI potencial en la ausencia de shocks transitorios de demanda. Este último a su vez se define como el nivel de producción agregada consistente con la estabilidad de precios, en ausencia de shocks transitorios de oferta. Según este análisis, la tasa natural de interés no es más que la tasa *fed funds* real consistente con la estabilidad de precios en la ausencia de shocks de oferta o demanda (Williams, 2016). Este replanteo *wickselliano* de la política monetaria ha dado lugar a numerosos estudios empíricos (Lubik y Mathes, 2015). La principal conclusión que uno puede extraer de todos estos estudios es de que se trata de un concepto empíricamente elusivo, y dependiendo del método de cálculo hay un amplio rango de valores posibles (Sumner, 2015).

creer que yo crea que es posible la inflación sin creación de dinero que la financie. Eso dependerá de la política monetaria de las autoridades".

De manera simplificada, lo que plantea Ribas es partiendo de una situación de equilibrio que la oferta monetaria excede a la demanda (M_D) y esto provoca una caída inicial de la tasa nominal de interés:

$$M_O > M_D \Rightarrow i_M \downarrow \Rightarrow I > A \Rightarrow \pi > 0$$

Si la teoría de Wicksell es válida, cualquier aumento del nivel de precios indica que la tasa de mercado está por debajo de la tasa natural. Esta discrepancia sería mayor si la medimos contra la tasa de interés real de mercado (i_R), que no es más que la tasa de mercado nominal ajustada por la tasa de inflación.

$$\pi > 0 \Rightarrow i_N > i_M > i_R$$

Caeteris paribus, a mayor tasa de inflación, menor tasa real de interés. Para bajos niveles absolutos de ambas variables, la tasa real no es más que la diferencia entre la tasa de mercado y la tasa de inflación (la ecuación de Fisher). Esto implica que para frenar un proceso inflacionario, la tasa de interés de nominal debería aumentar hasta que se igualen la tasa natural y la tasa real.

b) Gasto Público, Tasas de Interés, Inflación y Tipo de Cambio Real

A la teoría de Wicksell sobre la tasa natural de interés, Ribas (Ribas, 1984) le agrega dos supuestos fundamentales: 1) a medida que el gasto público aumenta en relación al PBI (φ), cae la productividad promedio de la economía, *ergo* cae la tasa natural de interés, y, 2) a medida que aumenta φ, aumenta la tasa real de interés.

¿Hasta que punto son válidos ambos supuestos? Varios estudios empíricos confirman que, a partir de cierto nivel de participación estatal en la economía, el impacto marginal del gasto público sobre la productividad es negativo (Barro, 1991a; Barro, 1991b; Grier and Tullock, 1989; Hansson y Henrekson, 1994, y Tanzi y Zee, 1997; para un resumen de varios estudios ver Mitchell, 2005). Estos resultados dependen en gran medida de la composición del gasto, de su transitoriedad y de su magnitud relativa (a partir de cierto nivel de gasto público, digamos por ejemplo 50%, el impacto sería mayor). También hay que tener en cuenta que la curva que relaciona gasto público y la tasa natural de interés es diferente en cada país. Por ende, no necesariamente se pueden extraer conclusiones universales respecto al valor óptimo de φ. En cuanto a la relación entre gasto público y la tasa real de interés, también se ha comprobado una fuerte relación positiva (Barro, 1986).

Los dos supuestos antedichos sumados a la teoría de Wicksell sobre la inflación plantean un *conundrum* difícil de sortear a simple vista: si la tasa natural de interés cae a medida que aumenta φ mientras que la tasa real aumenta, esto implica que a partir de ciertos niveles de φ, la economía experimentaría crecientes presiones deflacionarias ($i_N < i_R$). Sin embargo, la evidencia empírica de países como la Argentina parece contradecir esta conclusión. Lo que falta en este análisis es la relación entre la tasa de crecimiento nominal del gasto público

y la de la oferta monetaria.[*] Si la de ésta es mayor que la de aquel, la inflación resultante hará que, *ex post*, la tasa real de interés caiga y viceversa (Ribas, 1974 y 1982, Friedman, 1968b). El corolario inevitable de este aserto es cuando el gasto público crece rápidamente tratar de reducir la inflación restringiendo la oferta monetaria implica una transferencia de recursos del sector privado al sector público. Quizás este es el punto central de la teoría de Ribas (si es que la comprendí bien).

De cualquier manera, hay un concepto sobre el que insiste repetidamente Ribas: "el carácter esencial de la inflación es su no neutralidad". Tal como lo plantea la teoría austríaca, la inflación produce distorsiones en los precios relativos de la economía. En una economía abierta, con un alto nivel de gasto público que crece rápidamente, mayor será ese efecto distorsivo, especialmente sobre el sector de la economía que compite internacionalmente.

Es posible imaginar un escenario donde la tasa de inflación promedio sea moderada porque el aumento de los precios de los bienes no transables es compensado por una caída en el de los bienes transables. Si a esto se le agrega retraso cambiario el resultado es una pérdida de competitividad. El impacto distorsivo de la inflación se manifiesta de dos maneras: primero en la evolución del tipo de cambio real (TCR) y segundo, en la evolución de la tasa real de interés que paga el sector de bienes transables (que efectivamente enfrenta presiones deflacionarias).

La principal conclusión de Ribas es que existe una relación directa entre el nivel del gasto público y la tasa de inflación. En sus palabras: "es el gasto público y no la expansión monetaria el determinante fundamental del problema inflacionario" (Ribas, 1984). Pero esta conclusión no surge del típico análisis keynesiano en el que una política fiscal expansiva empuja la demanda agregada (Mishkin, 1984). En realidad, surge de un análisis de la interacción entre la política monetaria y fiscal y de sus efectos sobre las tasas de interés.

El énfasis de Ribas en la cuestión fiscal y la inflación lo acerca a la teoría fiscal del nivel de precios (conocida por sus siglas "FTPL"), que a partir de una argumentación teórica distinta llega a una conclusión similar: la inflación no es un fenómeno monetario como planteaba Friedman sino más bien un fenómeno fiscal (Christiano y Fitzgerald, 2000 y Bassetto, 2011). Más allá de esta coincidencia[†], al igual que el EMBP, ni la FTPL, siquiera mencionan un punto central que siempre enfatiza Ribas: el gasto público reduce la tasa natural de interés (productividad) de la economía y genera distorsiones en su estructura productiva. Es decir, a ambas teorías les falta una teoría sobre el impacto del nivel del gasto público sobre el crecimiento económico.[‡]

[*] También falta de este análisis si es que hay déficit y, si lo hay, como se financia.

[†] Esta coincidencia es a un nivel muy elemental. La teoría de Ribas y la FTPL difieren tanto en como llegan a sus conclusiones como en su conceptualización del fenómeno de la inflación y sus efectos.

[‡] Lo mismo puede decirse del modelo de Sargent y Wallace (Sargent y Wallace, 1981), que postula que en situaciones de "dominancia fiscal" una política monetaria restrictiva puede generar mayor inflación (proposición que fue refutada por Paul Volcker).

Falta comprensible, y quizás inocua, cuando se trata de analizar las economías avanzadas pero no cuando se analizan economías como la argentina donde la intervención y el gasto estatal son muy elevados. En tales casos, Ribas argumenta que es necesario un replanteo de la teoría macroeconómica. Desde su perspectiva, la participación del estado en la economía termina siendo el resultado de la interacción entre la política fiscal y la política monetaria (tipo de cambio flotante) o la política cambiaria (tipo de cambio fijo). Dicho de otra manera, el gasto público en términos reales termina siendo una variable endógena del sistema (Ribas, 1984).

Las conclusiones de su modelo se pueden resumir en la tabla siguiente, que muestra de manera simplificada la interacción entre política fiscal y monetaria/cambiaria según se trate de un régimen de tipo de cambio fijo o flexible ("m" es la tasa de crecimiento de la oferta monetaria, "g" es la tasa de crecimiento del gasto público y "d" es la tasa de devaluación).

Tipo de Cambio Libre

	Tasa nominal de interés	Tasa real de interés	Participación del estado en la economía	Tasa natural de interés	Tipo de cambio real
m > g	↑	↓	↓	↑	↑
m < g	↑	↑	↑	↑	↓

Tipo de cambio fijo (o ajustable)

	Tasa nominal de interés	Tasa real de interés	Participación del estado en la economía	Tasa natural de interés	Tipo de cambio real
d > g	↑	↓	↓	↑	↑
d < g	↑	↑	↑	↑	↓

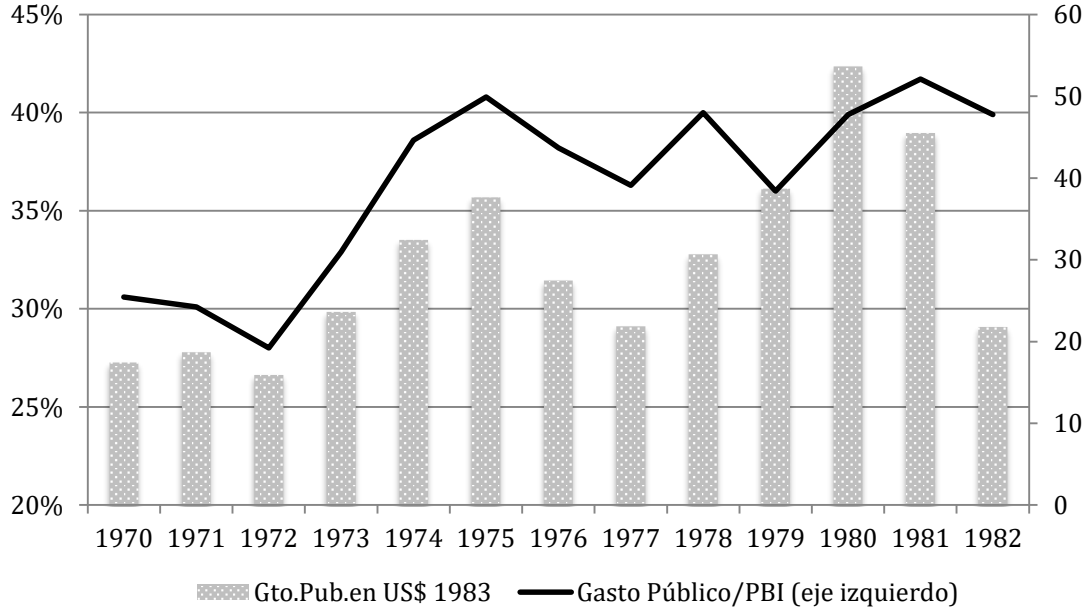
c) La Crítica de Ribas a la Política de Martínez de Hoz

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

Reitero un punto que siempre enfatiza Ribas: la inflación no es neutra sino que implica un cambio en los precios relativos de la economía. Como ya señalé, es posible imaginar un escenario donde la tasa de inflación promedio sea moderada

porque el aumento de los precios de los bienes no transables es compensado por una caída en el de los bienes transables. Siempre que la reducción de la tasa de inflación se consiga gracias a una transferencia de recursos desde los sectores más productivos hacia los menos productivos (principalmente el estado), el resultado será el estancamiento y una nueva crisis.

Evolución del Gasto Público 1970-1982



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

Según las estimaciones de Ribas, en 1975 el gastó público en relación al PBI había alcanzado uno de sus máximos históricos, casi 40%, y además el estado cumplía un rol empresario en sectores claves de la economía (energía, transporte, etc.). Cualquier sea el método de estimación, es claro que a partir de 1973 hubo un aumento significativo del gasto público en relación al PBI y que esta tendencia ascendente se mantuvo hasta 1981. Medido en dólares, el aumento del gasto público entre 1976 y 1980 fue aún más significativo, ya que prácticamente se duplicó, lo cual permite desechar por completo la idea de que el régimen militar aplicó una política liberal. Como admitió desde una postura claramente anti-liberal uno de sus críticos, "la política [de Martínez de Hoz] con respecto al sector público fue mucho más moderada de lo que hubiera podido esperarse de una conducción económica de declaradas convicciones liberales… [a partir de 1977] tendió a elevar tanto los ingresos como los gastos del estado, dando lugar a un importante incremento de la presión tributaria" (Canitrot, 1981).

Cualquiera sea la manera en que se la defina, la incapacidad manifiesta de esta política de reducir el gasto público de manera significativa, fue, según Ribas, la causa principal de su fracaso. Desde su perspectiva, la inconsistencia de la tablita no era producto del desfasaje entre la tasa de devaluación y la de expansión del crédito interno (provocada por el déficit fiscal), sino de la brecha creciente entre aquella y la tasa de crecimiento del gasto público en términos nominales. Cuanto

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

El problema de la "teoría monetarista", según Ribas, es que al ignorar la cuestión del tamaño del estado también ignoraba el problema de la tasa natural y real de interés.* Y al ignorar la interacción entre variables reales y nominales, confundía la interrelación y complementación entre la política monetaria y la fiscal (y en el caso de una economía con tipo de cambio fijo, la política cambiaria). Dice Ribas: "El problema del desequilibrio interno es como efectuar una mayor transferencia de recursos del sector privado al público sin quebrar al primero, o sea, sin aumentar la tasa real de interés por encima de la tasa natural wickselliana (o sea la rentabilidad promedio de la economía)."

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

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

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

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

¿Qué ocurre entonces con la tasa de inflación? Según Ribas, se ubica entre la tasa de expansión nominal del gasto público y la tasa de devaluación. Cuanto mayor es la caída del tipo de cambio real, mayor será la tasa de inflación inducida por el aumento del gasto público. En consecuencia, mayor será la transferencia de recursos reales hacia el sector público y mayor será el impuesto inflacionario. En cuanto a las tasas de interés, debido a la ineficiencia del sistema financiero, la tasa pasiva tiene un piso que es la tasa de inflación promedio. Pero para los productores de bienes transables, la tasa de interés real activa será tanto más elevada cuanto mayor sea la caída del tipo de cambio real.

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

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

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

4. La Experiencia Mexicana 1987-1994

Para un país como la Argentina, en el que el gasto público asciende a casi la mitad del PBI y es notoriamente ineficiente, la teoría neo-wickselliana de Ribas resulta atractiva y sus conclusiones son contundentes. Sin embargo, es válido plantearse hasta qué punto es aplicable a otros países. Y para ello es necesaria una mayor elaboración teórica que la propuesta por Ribas (Ribas, 1994).

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

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

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

Las altas tasas de interés locales comenzaron a atraer capitales externos, que contribuyeron aun más a la apreciación real del peso. También contribuyeron a deteriorar aún más la situación del sector exportador que enfrentaba un costo financiero creciente (y superior al del sector de bienes no transables) y una rentabilidad decreciente. A pesar de que el sistema bancario redujo gradualmente su exposición a este sector, este deterioro tuvo impacto sobre la calidad crediticia y la estabilidad del sistema bancario, que era su principal proveedor de fondos.

En opinión de Kalter y Ribas, el deterioro de la situación financiera del sector de bienes transables fue un factor fundamental en la crisis de diciembre de 1994. Su recomendación es la misma que Ribas propuso para la Argentina: el equilibrio

externo no sólo depende del control del déficit fiscal sino también del control del gasto público. Dicho de otra manera, el equilibrio fiscal es una condición necesaria pero no suficiente para el equilibrio externo. Cuando el gasto público es elevado, es esencial que el equilibrio fiscal se logre no por el aumento de los impuestos (que en una economía abierta castiga al sector privado más eficiente) sino por el recorte de los gastos. Para conseguir una reducción del gasto público en términos reales, es esencial que su tasa de expansión nominal sea inferior a la tasa de devaluación.

5. La Coyuntura Económica Argentina Actual

Luego de haber reseñado la teoría de Ribas, su crítica a la política económica de Martínez de Hoz y su análisis de la experiencia mexicana entre 1987 y 1994, vale la pena preguntarse hasta que punto es útil para evaluar la política económica aplicada en Argentina a partir del 10 de diciembre de 2015. Como mencioné anteriormente, desde el punto de vista de la política económica, hay algunas semejanzas con la experiencia que se inició en 1976, al menos hasta ahora. Esto no significa que deban terminar de la misma manera. Para evitar confusiones creo necesario aclarar en que se parecen. En primer lugar, en ambos casos se trató de corregir el desorden económico provocado por el populismo. En segundo lugar, para hacerlo se adoptó un criterio gradualista y pragmático. Tercero, la tasa de inflación mostró resistencia a la baja a pesar de los esfuerzos del gobierno. Cuarto, al inicio de ambas experiencias los mercados financieros internacionales se mostraron altamente receptivos a financiar riesgo argentino. Hoy al igual que entonces, la tasa real de interés de referencia es nula o negativa.[*] Sin embargo, en la experiencia iniciada en 1976, al poco tiempo el país pasó de experimentar "viento de cola" a experimentar "viento en contra", algo que no ha ocurrido hasta ahora, al menos en la misma magnitud, lo cual le da más grados de libertad a la política económica del gobierno actual.

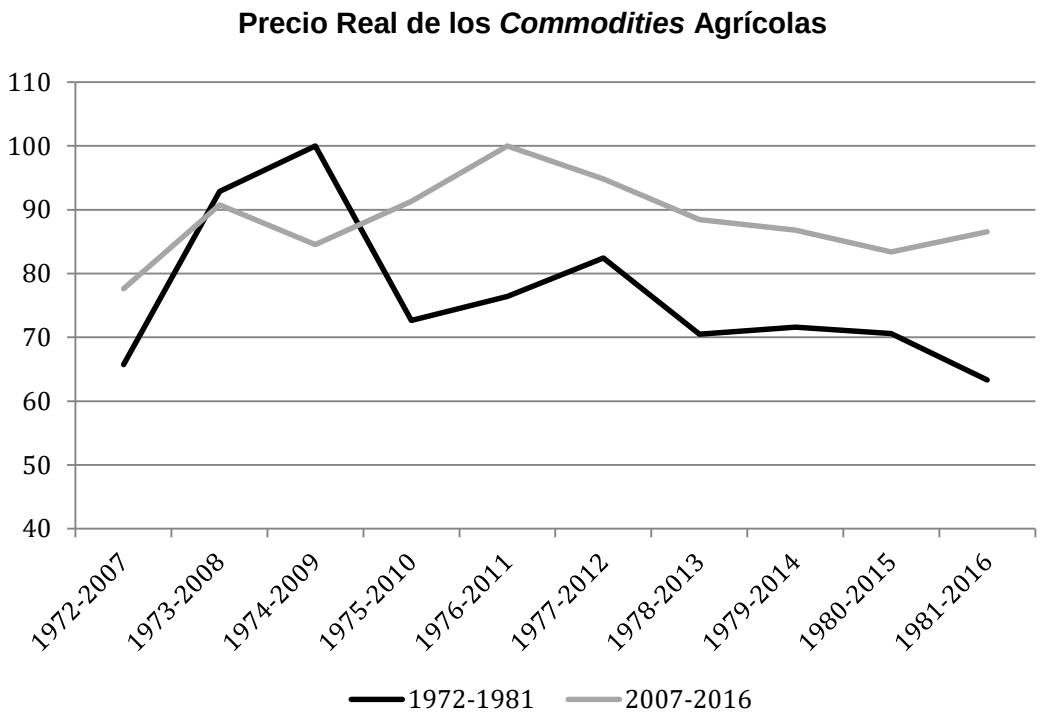
La diferencia obvia entre ambos períodos es la política cambiaria. En aquel entonces se aplicó un sistema *crawling-peg* con una tasa de devaluación pre-anunciada mientras que actualmente la economía argentina opera bajo un régimen de flotación "sucia", lo cual le da más autonomía a la política monetaria.

a) El Contexto Internacional

Como ya vimos, la política económica adoptada por el gobierno militar a partir de diciembre de 1978 fracasó por su inconsistencia interna. Aunque los ejercicios contra-fácticos son de dudosa utilidad, vale la pena preguntarse hasta que punto el cambio en el escenario internacional a partir de mediados de 1979 no profundizó esas inconsistencias y aceleró el colapso del esquema cambiario adoptado. Es interesante comparar el período 1972-1980 con la década finalizada en 2016. En este último período, el auge en los precios de los *commodities* agrícolas tuvo su punto máximo en 2011 (utilizando promedios anuales). Desde entonces esos precios han sufrido una caída significativa, aunque menor que durante el período que siguió a 1974. Como se puede

[*] Este artículo fue escrito en abril de 2017.

apreciar, el ajuste de precios ha sido mucho más leve en el último superciclo, por lo menos hasta 2016.



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

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

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

Como ya señalamos, a mediados de 1979 Volcker adoptó una política monetaria restrictiva que prácticamente duplicó en términos nominales las tasas de interés. Es cierto que el ajuste de tasas que actualmente anticipa el mercado no es comparable con aquel.[*] De cualquier manera, al igual que entonces, el mundo se empieza a mover hacia un escenario de tasas de interés más altas tanto en términos nominales como reales. Es decir, el costo de financiar el gasto público,

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

el déficit fiscal y cualquier proyecto de inversión en la Argentina probablemente va a aumentar (a menos que disminuya sensiblemente el riesgo país).

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

b) El Gasto Público y sus efectos distorsivos

A *prima facie*, Argentina parece ser un caso especial en el que la teoría de Ribas es particularmente válida. No sólo por la magnitud del gasto público, que según algunas estimaciones excede al 50% del PBI (según Ribas 56%), sino también por su ineficiencia y las múltiples distorsiones que introduce en la economía real. La excepcionalidad argentina en relación a las economías avanzadas y las emergentes más desarrolladas de América Latina (como Brasil, Chile, Colombia, México y Perú) es confirmada por comparaciones internacionales, como se puede apreciar en la siguiente tabla:

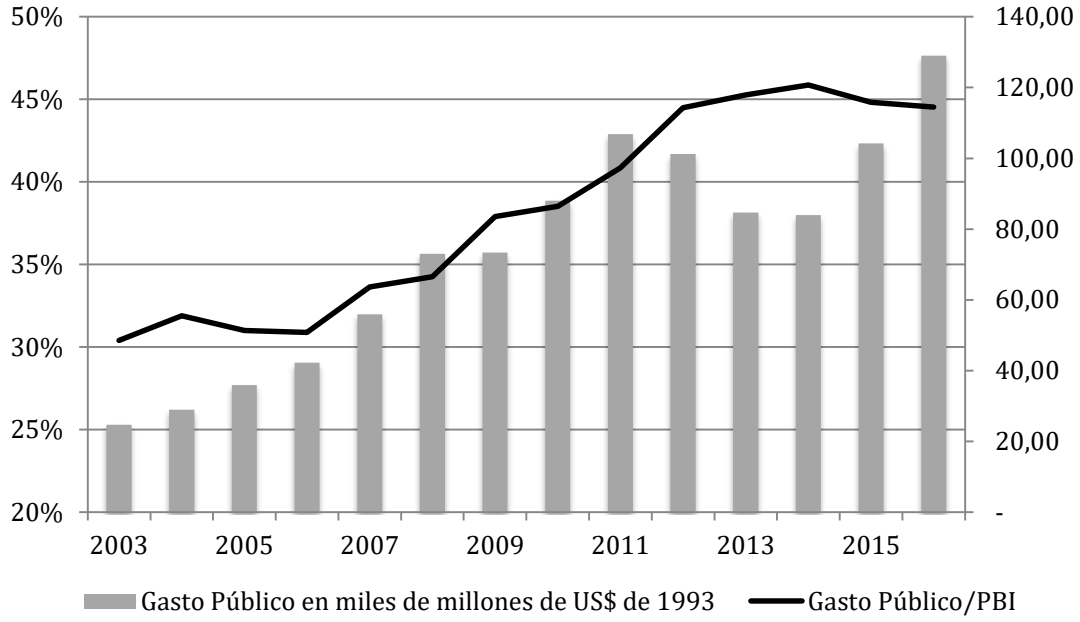
Eficiencia del Sector Público Argentino versus el Resto del Mundo

Categoría	**Posición Argentina (138 países)**
Desvío de fondos públicos	128
Peso de las regulaciones	132
Despilfarro del gasto público	134
Desempeño del sector público	134

Fuente: Informe de Competitividad Global 2016/2017 World Economic Forum.

Después de una década de populismo los sectores productivos de la economía argentina nuevamente deben cargar a sus espaldas el costo de un estado enorme e ineficiente. Desde 2003 hasta 2015, el gasto público pasó de 30% a casi 50% del PBI. Medido en dólares de 1993, durante ese período, el gasto público aumentó a una tasa equivalente al 12,7% anual utilizando el tipo de cambio libre o 16,7% utilizando el tipo de cambio oficial. Con semejantes tasas de crecimiento, el sector público parecería ser el sector más dinámico de la economía argentina. En realidad, es el más ineficiente.

Evolución del Gasto Público 2003-2016E

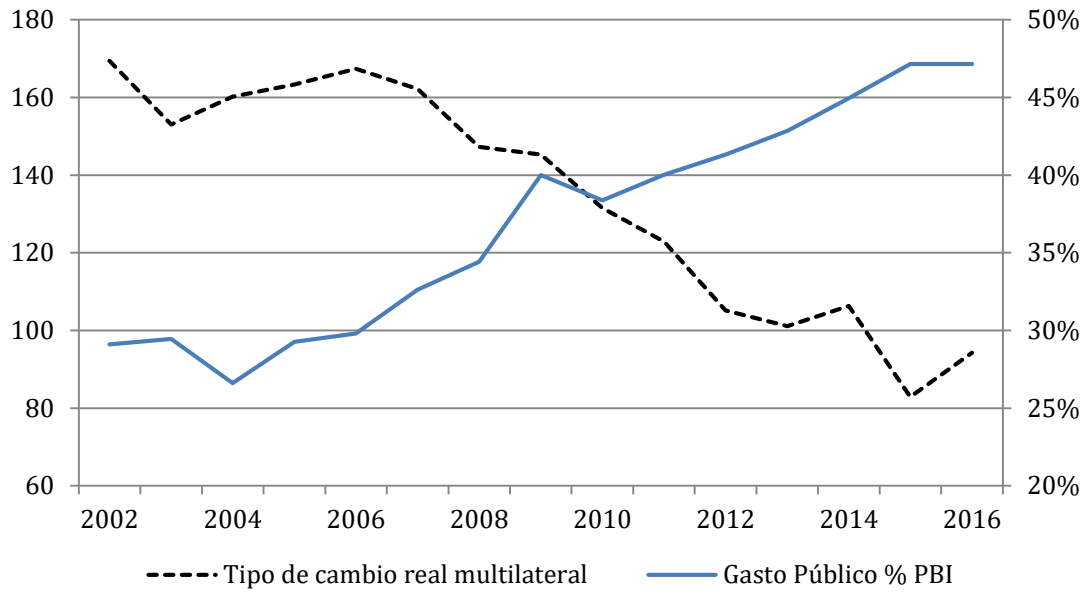


Fuente: FRED, IMF WEO Octubre 2016.

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

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

Tipo de Cambio Real y Gasto Público 2003-2016



Fuente: BCRA y Ministerio de Finanzas.

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

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

Es cierto que por ahora el mundo ayuda. Los mercados financieros internacionales siguen receptivos y los inversores le han dado un tibio voto de confianza al gobierno. Pero esto es un arma de doble filo. Enfrentamos el mismo dilema que un alcohólico que quiere liberarse de su adicción justo cuando le regalan el whisky. La capacidad de endeudamiento adicional en el exterior ha sido alta gracias a la resolución del problema de los *holdouts* pero no es sostenible a mediano plazo. Pero además, endeudarse en dólares para financiar

[*] Utilizando las proyecciones del ultimo *World Economic Outlook* del FMI (abril de 2017), que lucen bastante optimistas (déficit primario de 4,8% del PBI).

el déficit fiscal contribuyó a deprimir el tipo de cambio nominal, con lo cual, dada la tasa de inflación, exacerbó el castigo al sector productivo de bienes transables.*

Para relativizar todas estas consideraciones usualmente se argumenta que a) que el costo nominal y real de la deuda pública externa es muy bajo, y b) que la deuda pública con acreedores privados sólo asciende a 17,7% del PBI. Respecto al primer punto, es cierto que desde el punto de vista del costo financiero nominal, la situación es manejable. Pero como señalamos más arriba, existe un riesgo no menor de que las condiciones en los mercados financieros internacionales empeoren en el corto plazo. La suba de tasas no sólo afecta el costo financiero sino que también complica el acceso al capital. En ocasiones anteriores, la suba de las tasas de interés en Estados Unidos provocó la "reversión" de flujos de capitales a economías emergentes, contribuyendo a provocar y profundizar sus crisis externas (Calvo, 1998). Por otro lado, aunque el costo nominal de la deuda es bajo, la República Argentina paga casi tres veces la prima de riesgo que paga Perú y el doble que la de Colombia. Si los mercados internacionales perciben que la sociedad argentina se resiste a reformar el sistema económico populista, exigirán primas de riesgo crecientes para financiar al estado argentino. Sin una reforma creíble y bien comunicada, será difícil evitar otra crisis externa.

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

El gobierno parece advertir el problema pero sin mayoría en el Congreso y al frente de una coalición frágil, considera que no tiene suficiente apoyo político para encarar las reformas estructurales necesarias para que la economía retome la senda del crecimiento sostenido. Estas reformas requieren, entre otras cosas, una reducción significativa del gasto público ya que no es posible seguir aumentando los ingresos tributarios sin ahogar aún más al sector privado. La presión tributaria viene aumentando sin cesar desde 2003 y según cifras del Banco Mundial, es la más alta del mundo.† El Informe de Competitividad 2016 del Foro Económico Mundial, que incluye a 138 países, ubica a Argentina en el puesto 135 por el impacto de los impuestos sobre los incentivos a invertir. Con este nivel de gasto público y presión tributaria la economía argentina es inviable

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

† Entre países de más de un millón de habitantes.

a mediano plazo. Esta inviabilidad es consecuencia de un dato incuestionable: nadie quiere financiar voluntariamente semejante nivel de gasto.

6. Conclusión

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

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

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

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

7. Bibliografía

Ávila, Jorge, 2011. "Fiscal déficits, macro-uncertainty and growth in Argentina", *UCEMA Serie Documentos de Trabajo*, No.456, julio 2011.

Barro, Robert J., 1986. "Government Spending, Interest Rates, Prices, and Budget Deficits in the United Kingdom, 1701-1918", *NBER Working Paper No. 2005*, (August 1986).

_____, 1991a. "Economic Growth in a Cross Section of Countries," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 106, No. 2 (May, 1991), 407.

_____, 1991b. "A cross-country study of growth, saving and government" en D. Bernheim y J. Shoven (eds.): *National saving and economic performance*, NBER, (Chicago: University of Chicago Press), 271-301.

Bassetto, Marco, 2008. "Fiscal Theory of the Price Level", en Durlauf, Steven N. y Lawrence E. Blume, *The New Palgrave Dictionary of Economics*, Second Edition (London: Palgrave Macmillan).

Boyer, Russell R., 2011. "Johnson's Conversion from Keynesianism at Chicago", en Arnon, Arie, Jimmy Weinblatt y Warren Young (Ed.), *Perspectives on Keynesian Economics* (London: Springer:).

_____, 2009. “Reflections on Milton Friedman's contributions to open economy money/macro”, *Journal of International Money and Finance*, Volume 28, Issue 7, November 2009, 1097–1116.

Calvo, Guillermo A., 1998. “Capital flows and capital markets crises: The Simple Economics of Sudden Stops”, *Journal of Applied Economics*, Vol.1, No.1, (Nov.1998), 35-54.

Calvo, Guillermo A. y Roque B. Fernández, 1980. “Pauta cambiaria y déficit fiscal”, *Ámbito Financiero*, 16 de julio de 1980, reproducido en Fernández, Roque B., y Carlos A. Rodríguez (Eds.), 1985. *Inflación y Estabilidad* (Buenos Aires: Ediciones Macchi).

Canitrot, Adolfo, 1981. “Teoría y práctica del liberalismo. Política antiinflacionaria y apertura económica en la Argentina, 1976-1981”, *Desarrollo Económico*, Vol. 21, No. 82. (Jul. - Sep., 1981), pp. 131-189

Cavallo, Domingo F., 1984. *Volver a Crecer* (Buenos Aires: Editorial Sudamericana-Planeta).

_____, 2014. “Argentina's Present and its Intriguing Economic History”, en Looney, Robert (Ed.), *Handbook of Emerging Economies* (New York: Routledge).

Christiano, Lawrence J. y Terry J. Fitzgerald, 2000. “Understanding the Fiscal Theory of the Price Level”, *NBER Working Paper No. 7668*, April 2000.

Dornbusch, Rudiger, y Juan Carlos de Pablo, 1987. “Argentina: Debt and Macroeconomic Instability”, in Sachs, Jeffrey E. (Ed.), *Developing Country Debt and the World Economy* (Chicago: University of Chicago Press, 1989), 37-56.

Fernández, Roque B., “Inflación y Economía del Estado”, 1984. CEMA Documentos de Trabajo, No.43, julio 1984.

_____, 2017. “Déficit, Inflación, Déficit y la Economía Política,” en Etchebarne, Agustín y Emilio Ocampo, *Ensayos en honor de Armando Ribas* (Buenos Aires, 2017).

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

Frenkel, Jacob A. y Harry G. Johnson, 1976. “The Monetary Approach to the Balance of Payments: Essential Concepts and Historical Origins” en Frenkel, Jacob A. y Harry G. Johnson (Ed.), 2013. *A Monetary Approach to the Balance of Payments*, (New York: Routledge).

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

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

_____, 1987. Entrevista con Werner Erhard, disponible en http://wernererhardvideo.com/milton/

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

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

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

Grier, Kevin B. y Gordon Tullock, 1989. "An empirical analysis of cross-national economic growth, 1951-1980"; *Journal of Monetary Economics*, 24, pp. 259-279.

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

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

Lubik, Thomas A. y Christian Matthes, 2015. "Calculating the Natural Rate of Interest: A Comparison of Two Alternative Approaches", *Federal Reserve Bank of Richmond, Economic Brief*, October 2015, EB15-10.

Mitchell, Daniel, 2005. "The Impact of Government Spending on Economic Growth,", *The Heritage Foundation*, 15 March 2005, disponible en http://www.heritage.org/budget-and-spending/report/the-impact-government-spending-economic-growth#_ftnref9

Mishkin, Frederic H., "The Causes of Inflation", en *Price Stability and Public Policy*, Federal Reserve Bank of Kansas City, 1984, 1-24, Kansas City.

Mundell, Robert A., 1962. "The Appropriate Use of Monetary and Fiscal Policy for Internal and External Stability", *IMF Staff Papers*, Vol. 9, No. 1 (Mar., 1962), pp. 70-79

Nelson, Edward y Anna J. Schwartz, 2007. "The Impact of Milton Friedman on Modern Monetary Economics: Setting the Record Straight on Paul Krugman's 'Who was Milton Friedman?'", *NBER Working Paper 13546*.

Ocampo, Emilio, 2015a. "Commodity Price Booms and Populist Cycles. An Explanation of Argentina's Decline in the 20th Century,", *UCEMA Documentos de Trabajo Nº562.*

_____ 2015b. *Entrampados en la Farsa: El populismo y la decadencia argentina* (Buenos Aires: Claridad).

_____2016. "Measuring Tailwind in an Emerging Market Economy: The Case of Argentina", *Documentos de Trabajo UCEMA* Nº600.

Polak, Jaques J., 1957. "Monetary analysis of Income formation and Payment Problems", *Staff Papers*, International Monetary Fund, Vol.6. (November), 1-50.

_____, 1997. "The IMF Model at Forty", *IMF Working Paper WP 01/100*, August

_____, 2001. "The Two Monetary Approaches to the Balance of Payments: Keynesian and Johnsonian", *IMF Working Paper WP 97/49*, April.

Ribas, Armando P., 1974. *Teoría Monetaria, Inflación y Tasas de Interés* (Buenos Aires: El Ateneo).

_____1982. *Pensamientos para Pensar*, (Buenos Aires: Ediciones El Cronista Comercial).

_____ 1983. Comentario al artículo de John F. O. Bilson, en Muns, Joaquín editor (1984), *Adjustment, Conditionality, and International Financing* (Santiago de Chile, IMF).

_____ 1984. *Política Monetaria y Fiscal: Un nuevo enfoque* (Buenos Aires: Sudamericana).

_____ 2001. "La Argentina sufre por las tres R", *La Prensa*, 16 de diciembre.

_____ 2002. "La gran mentira", *La Prensa*, 13 de enero, disponible online en http://www.laprensa.com.ar/253557-La-gran-mentira.note.aspx

_____ 2011. "La crisis mundial y las expectativas racionales", *Hacer Latin American News*, 11 de octubre, disponible en http://www.hacer.org/latam/opinion-la-crisis-mundial-y-las-expectativas-racionales-por-armando-ribas/

_____ 2012. "Milton Friedman en el siglo XXI", *Hacer Latin American News*, 4 de agosto, disponible en http://www.hacer.org/latam/opinion-milton-friedman-en-el-siglo-xxi-por-armando-ribas/

_____2014a. "La ciencia económica en la actualidad", La Caja de Pandora Online, 8 de febrero, disponible en http://www.lacajadepandoraonline.com/blog2/?p=11619

_____2014b. "Fascismo, socialismo y neoliberalismo", Prensa Republicana, 7 de marzo, disponible en https://prensarepublicana.com/fascismo-socialismo-y-neoliberalismo-por-armando-ribas/

Rodríguez, Carlos A., 1979. "El plan argentino de estabilización del 20 de diciembre de 1978", *CEMA Working Papers*: Serie Documentos de Trabajo., No 5.

Sargent, Thomas J., y Neil Wallace, 1981. "Some Unpleasant Monetarist Arithmetic", Federal Reserve Bank of Minneapolis, *Quarterly Review* vol. 5, no 3, pp. 1-17.

Sumner, Scott, 2015. "The Wicksellian Natural Rate of Interest", *Econolog*, 24 de septiembre de 2015, disponible en http://econlog.econlib.org/archives/2015/09/the_wicksellian.html

Tanzi, Vito y Howell H. Zee, 1977. “Fiscal Policy and Long-Run Growth”, *International Monetary Fund Staff Papers*, Vol. 44, No. 2 (June 1997).

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

Wicksell, Knut, 1936. *Interest and Prices* (New York: Macmillan).

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

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