



asociación de economía para  
el desarrollo de la argentina

**Congreso Anual 2009:**

“Oportunidades y Obstáculos para el Desarrollo de Argentina.  
Lecciones de la post-convertibilidad”

Trabajo: “La Fragilidad Financiera en el Centro y en la Periferia”

Autores: Emiliano Libman  
(Becario del CONICET, Investigador Vistante del CEDES)

Ciudad Autónoma de Buenos Aires, 7 y 8 de Julio de 2009

## Introducción

En sus numerosas contribuciones Dooley, Garber y Falkerts-Landau (de aquí en más DGF), han argumentado que el actual esquema de “desbalances globales” tiene características que lo tornan sostenible. Estos autores han intentado demostrar que los déficits por cuenta corriente (y fiscales) norteamericanos, y su contrapartida, los superávits asiáticos, a pesar de haberse incrementado notablemente en los últimos años, conforman un esquema que además de ser sostenible en el tiempo, beneficia ambas partes.

A contramano de lo que muchos esperaban, finalmente la crisis estalló, pero por razones que nada tiene que ver con estos “desequilibrios”. En lugar de verificarse una crisis norteamericana caracterizada por la devaluación del dólar, una espiral inflacionaria y una quiebra en masa de su sector privado -algo que autores como Roubini o Eicheengren preveían-, lo que aconteció fue un proceso de deflación de deudas con epicentro en los Estados Unidos, que se propagó rápidamente desde el mercado hipotecaria hacia el resto del sistema financiero norteamericano.

DGF intentan explicar estos hechos y responder así a una aparente paradoja: ¿Por qué el brutal proceso de contracción en la economía mundial disparó una fuga hacia la moneda norteamericana, cuando fue su sistema financiero el más directamente involucrado en el colapso? Al ofrecer una explicación que denota ciertas asimetrías en la conformación de este orden global, inconcientemente DGF han revitalizado uno de los temas clásicos de la teoría estructuralista, la dicotomía centro-periferia. Lo más interesante es que han hecho foco en uno de sus aspectos menos explorados, que son la moneda y las finanzas.

Creemos que los aportes como los de estos autores, que discuten sobre los rasgos financieros específicos de los países periféricos y los del centro, sirven para poner en evidencia dos cosas. Primero, que los déficits norteamericanos son diferentes a los del resto del mundo. Segundo, que lejos de ser “insostenibles” han posibilitado un cierto desarrollo de la periferia global. Argumentaremos que hasta la fecha la presencia de estos déficits (a diferencia de lo que ocurre cuando estos aparecen en la periferia) ha resultado estabilizadora para la economía global, viabilizando procesos de crecimiento basados en una deliberada intervención del Estado (más específicamente mediante políticas industriales). Una de las principales claves de estos procesos es su carácter predominantemente “hedge”, debido a que el set de políticas aplicadas (tipo de cambio competitivo, acumulación de reservas internacionales y controles de capitales), al preservar los indicadores de solvencia, hicieron a estas economías menos propensas a sufrir crisis externas. Los desbalances, lejos de contribuir a generar inestabilidad, fueron los principales responsables de un cierto repunte del crecimiento de la economía global durante el período 2002-2007. Esto no quita que el actual esquema sea endeble. Sin embargo, su principal problema no son precisamente los “desbalances globales”, que aún subsisten, si no la falta de una respuesta lo suficientemente enérgica por parte del Estado norteamericano ante el proceso de deflación de deudas por el que actualmente atraviesa su economía.

Una hipótesis bastante difundida afirma que el ahorro asiático redujo las tasas de interés de largo plazo, fogueando la burbuja de consumo norteamericana. Según esta interpretación, los desbalances habrían contribuido parcialmente a generar la crisis. Esta interpretación adolece de un principal defecto: desconoce que la Reserva Federal esta en condiciones de fijar de modo unilateral la estructura de tasas de la economía norteamericana y de la economía global, e invierte la causalidad entre el ahorro del resto del mundo y el gasto norteamericano. Como son las decisiones de gasto de los agentes

de la economía estadounidenses las que generan los mercados de exportación para los productos del resto del mundo, el “ahorro externo” proveniente de China, India, Europa, Japón y el Sudeste Asiático es un mero residuo, resultado de los incrementos en el ingreso; el superávit corriente de estos países no tiene ningún significado causal, y no contribuye explicar el nivel de las tasas de largo plazo.

Por otra parte si, como argumentaremos a lo largo de estas páginas, los Estados Unidos no enfrentan los problemas asociados a la restricción externa, la salida de la crisis no involucra como condición necesaria ningún tipo de corrección en lo que respecta al saldo de las cuentas corrientes.

En el presente trabajo intentamos explotar los aportes de Minsky para desarrollar el costado financiero de la dicotomía centro-periferia. Por razones que cabría discutir, las tradiciones latinoamericanas, ignoraron casi por completo las asimetrías y disparidades financieras provenientes de la existencia del dinero. En consecuencia, es muy común que sus principales exponentes intenten explicar el subdesarrollo exclusivamente mediante la operación de factores “reales” (la tecnología, la distribución del ingreso, etc.), y sus aportes se asemejen a los de la teoría ortodoxa, en donde el dinero es neutral y poco importante para entender los problemas de la acumulación.

El trabajo está estructurado de la siguiente forma. La primera sección expone el concepto de fragilidad financiera desarrollado por H. Minsky. La segunda repasa la discusión sobre la sustentabilidad de la actual arquitectura financiera internacional, tomando principalmente los aportes de DFG. La tercera sección repasa la discusión sobre la naturaleza del dinero y el interés, mientras que la cuarta analiza la pertinencia de los conceptos minskyanos para estudiar las economías desarrolladas y las periféricas. Finalmente, la quinta contiene las conclusiones.

## **1.- El concepto de fragilidad financiera**

En este apartado presentaremos un breve resumen de las ideas de Minsky. Esto nos permitirá argumentar luego que en el estado actual de la arquitectura financiera internacional, la jerarquía de los distintos Estados propuesta por DFG implica distintas restricciones e incentivos para los jugadores, dado que el grado de fragilidad financiera inherente a cada uno de ellos depende del rol que sus monedas ocupan en la arena internacional. De esta forma, la sustentabilidad de los procesos de expansión y contracción de cada región, y de la economía global en su conjunto, dependen de forma crucial de la estructura que asuman las relaciones financieras entre los distintos agentes. En particular, la presencia de déficits gemelos norteamericanos provee simultáneamente al sistema mundial del gasto y los medios para financiarlo.

### *2.1.- El aporte de Minsky*

Minsky es considerado uno de los principales pensadores de la escuela poskeynesiana. El paradigma minskyano parte de que el dinero ocupa un papel central dentro de las relaciones intertemporales que los agentes entablan entre sí, debido a su influencia sobre las variables reales del sistema. Contrariamente a lo que ocurre en mundos como el de Modigliani-Miller y en el de algunas visiones marxistas, en el largo plazo las finanzas son no neutrales.

Los rasgos centrales de la teoría de Minsky pueden resumirse muy bien con dos hipótesis. La primera tesis afirma que el grado de fragilidad inherente del sistema capitalista varía según el grado de apalancamiento de los agentes. La segunda afirma

que las posiciones menos frágiles, libradas a su propia suerte (es decir sin intervención del Estado) tienden engendrar situaciones de mayor fragilidad. Como dice el propio Minsky:

“The first theorem of the financial instability hypothesis is that the economy has financing regimes under which it is stable and financing regimes in which it is unstable. The second theorem of the financial instability hypothesis is that over periods of prolonged prosperity, the economy transits from financial relations that make for a stable system to financial relations that make for an unstable system (Minsky, 1992, pp. 7-8)”.

La primera tesis contiene uno de los aspectos más conocidos de la teoría de Minsky, que es su clasificación de los agentes en distintos tipos, dependiendo del perfil de sus “hojas de balance”. Según la relación entre el flujo de fondos esperado, sujeto a una considerable incertidumbre, y las obligaciones financieras, en su mayoría prefijadas de antemano, una agente es considerado: 1) del tipo “hedge” si tiene un margen financiero que le permite pagar la totalidad de los intereses y el capital de su deuda recurriendo a su flujo de caja a prácticamente cualquier nivel de las tasas de interés; 2) de carácter “especulativo” si puede cumplir parcialmente con su cronograma de pagos, si puede hacerlo para ciertas condiciones financieros, o si puede pagar los intereses pero no el capital, y finalmente; 3) del tipo “ponzi” si debe emitir más deuda para pagar sus obligaciones financieras corrientes.

En base a esta clasificación, Minsky desarrolla la segunda tesis, y argumenta que el sistema económico exhibirá distintos grados de estabilidad según la proporción de los distintos tipos de agentes que lo componen. Si predominan los agentes del tipo “hedge”, el sistema será menos vulnerable a modificaciones abruptas en la tasa de interés, mientras que si este se encuentra sesgado predominantemente hacia agentes “especulativas” o “ponzi” el efecto de eventuales shocks será mucho más fuerte. La razón por la cual sistema es proclive a sufrir crisis es que la propia estabilidad, usualmente asociada a bajos retornos financieros, genera presiones competitivas sobre los intermediarios financieros y los induce a tomar posiciones de mayor retorno y riesgo. Este reposicionamiento se ve generalmente acompañado por un sofisticado proceso de re-ingeniería de activos y pasivos, por medio de los cuales los agentes buscan minimizar el uso de fondos propios y saldos ociosos. Basta observar fenómenos como el extraordinario grado de apalancamiento que algunas instituciones pueden alcanzar o la iliquidez extrema de determinados portafolios (que lógicamente se ponen de manifiesto ex-post), para comprender que en el mundo de las finanzas es en donde más se pone a prueba la capacidad innovativa de las firmas capitalistas<sup>1</sup>.

Los intermediarios financieros, que entre otras funciones proveen medios de pago y amplían la gama de activos y pasivos por intermedio de los cuales los agentes canalizan sus decisiones de ahorro e inversión, son firmas cuyo carácter las torna “especuladoras” innatas. El caso típico es el de los bancos, que toman deuda de corto plazo bajo la forma de depósitos, y ofrecen financiamiento de largo plazo bajo la forma de préstamos para financiar capital de trabajo y capital fijo. El sólo hecho de que existan este tipo de agentes es una garantía de que el sistema estará permanentemente bajo tensión.

---

<sup>1</sup> Un muy interesante dato “de color” es que Schumpeter fue inicialmente designado como tutor de tesis de doctorado de Minsky, hasta que falleció y debió ser reemplazado.

## 2.2.- No todas las expansiones son creadas igual

Según Minsky, el capitalismo es un sistema inherentemente inestable, que puede ser estabilizado mediante el diseño de instituciones adecuadas según el momento y el lugar<sup>2</sup>. Durante los “años dorados” estas instituciones fueron para este autor la política fiscal contracíclica, un prestamista de última instancia y una cuidadosa supervisión del sistema financiero. Lo interesante es que la presencia de dichas instituciones implica un cierto compromiso por parte del Estado de asumir el papel de tomador de deuda (o liquidador de activos) en los momentos en los cuales el sector privado tiende a retraerse, morigerando las recesiones. En las expansiones sería el sector privado el que gasta y se endeuda, mientras que el Estado se desapalanca.

Para que el proceso de expansión se materialice sin utilizar “ahorros previos”, es condición necesaria que exista el crédito. La acumulación de activos y pasivos es un prerrequisito para la producción y el empleo se expandan. Por lo general cada sector deficitario acumulará pasivos (y cada sector superavitario acumula activos) a ritmos diversos y desparejos, por lo que salvo muy raras excepciones o en el caso del gobierno, el gasto privado corriente exhibirá altibajos. La deuda privada opera entonces como un arma de doble filo, pues permite “estirar” el ciclo económico, posibilitando (y a veces facilitando) la realización de las mercancías en las fases de auge, aunque dificultándola en las fases depresivas.

En otras palabras, observar el problema de las expansiones y contracciones desde el lado de la acumulación de activos y pasivos representa la forma inversa de plantear el principio de la demanda efectiva. En términos generales este principio afirma que toda inyección (drenaje) de gasto genera rondas de sucesivos incrementos (reducciones) del ingreso total y del ahorro. Para que este gasto exista algún sector debe tener acceso al crédito para poder incurrir en el financiamiento deficitario, y así expandir la demanda agregada.

Podemos comprender esto a partir de la formalización kaleckiana del principio de la demanda efectiva (Kalecki, 1941). En términos “kaleckianos”, el déficit (superávit) fiscal, el superávit (déficit) comercial o el desahorro (ahorro) de los trabajadores son factores que impulsan (contraen) la producción y el empleo<sup>3</sup>.

Los momentos de auge son aquellos en los cuales la inversión crece a más rápido que el producto, pues de esta forma la tasa de ganancia se hace mayor. Con el paso del tiempo

---

<sup>2</sup> Minsky alude a la existencia de instituciones que tienden a mitigar la inestabilidad. Siguiendo los cánones de su propia teoría, estas instituciones inducen a los agentes a tomar mayores riesgos, forzando a las autoridades a renovar constantemente los mecanismos de regulación. *Alla Schumpeter*, el sistema evoluciona continuamente (Minsky y Ferri, 1991).

<sup>3</sup> En la desagregación de la ecuación macroeconómica fundamental, Kalecki introduce la distinción entre el consumo de los capitalistas y los trabajadores. Asumiendo que el sector público y el externo se encuentran en equilibrio, que los trabajadores no ahorran y que los capitalistas no consumen se arriba entonces al aforismo de Kaldor (1955-56): “los trabajadores gastan lo que ganan y los capitalistas ganan lo que gastan”, pues según Kalecki, la causalidad debe leerse desde el gasto en inversión hacia las ganancias, pues los capitalistas quienes suelen disponer de un acceso privilegiado al crédito, pueden decidir gastar por sobre sus ingresos, pero no pueden decidir ganar más de lo que gastan. Sea

$$(1) \quad Y = C_p + C_w + I + G + X - M$$

Supongamos que el sector público y externo están en equilibrio. Si se asume que los capitalistas ahorran todo su ingreso,  $C_p = 0$ , y los trabajadores lo consumen íntegramente,  $C_w = w$ , entonces las ganancias totales,  $\pi$ , son equivalentes a la inversión total.

$$(2) \quad Y - w = I$$

O bien

$$(3) \quad \pi = I$$

el crecimiento de la inversión se desacelera, las inversiones anteriores rinden sus frutos e incrementan el stock de capital total, y el pago de intereses sobre la deuda acumulada introduce otro motivo para que los drenajes comiencen a ganarle a las inyecciones. A la inversa, los momentos de crisis son aquellos en los cuales la inversión decrece a mayor velocidad, y la tasa de ganancia se contrae. Llegado cierto punto, la caída en la inversión se frena, el stock de capital comienza a depreciarse y el proceso de desapalancamiento llega a su fin.

Esta simple descripción estilizada es más o menos la que Kalecki tiene del proceso macroeconómico (ver por ejemplo Kalecki, 1977, pp. 11-24). Pero al tratar la teoría de Minsky es difícil hablar estrictamente de “ciclos”, por dos razones. En primer lugar, porque una formalización cíclica requiere de algún tipo de noción de estabilidad del equilibrio, pero el sistema capitalista es inherentemente inestable y requiere de mecanismos institucionales ad-hoc que operen como amortiguadores. En segundo lugar, porque el propio proceso de expansión no necesariamente engendra situaciones más frágiles. Lo que la hipótesis de la fragilidad financiera puede a lo sumo afirmar que la crisis es una posibilidad latente que no siempre se realiza.

Algunos autores como Lavoie (1996) han encontrado que es muy posible que los intentos de agentes individuales por elevar su grado de apalancamiento conduzcan a situaciones que en el agregado son financieramente menos frágil -pues exhibirían ratios deuda/capital propio menores- lo que se conoce como la “paradoja de la deuda<sup>4</sup>”. Este tipo de situaciones tiene una lógica muy similar a la paradoja de la frugalidad, en la que los intentos individuales de incrementar el ahorro no conducen a un mayor ahorro total, si no a caídas en el ingreso. En la caso de la paradoja de la deuda, como resultado de un mayor deseo individual de tomar deuda (o de prestar), las ganancias totales crecen en mayor proporción que los egresos totales por compromisos financieros, o el valor del colateral sube, reduciendo el grado de apalancamiento y la exposición agregada al riesgo financiero<sup>5</sup>.

Un problema que le impide a Minsky considerar este tipo de casos es su aceptación del principio del “riesgo creciente” elaborado por Kalecki (Kalecki, 1937). Este principio sostiene que a medida que una toda vez que una firma incrementa la participación del financiamiento externo dentro de su financiamiento total, el costo del crédito se incrementa, y por lo tanto existiría algún tipo de relación positiva entre la cantidad de crédito en circulación y el nivel de las tasas de interés. Las tasas de interés serían, consecuentemente, procíclicas, por lo que toda expansión engendra, mediante una suba en las tasas, las condiciones para que ocurra la crisis.

Si bien el principio del riesgo creciente resulta muy plausible para una firma individual, nada indica que su validez puede extenderse a la totalidad del sistema. El propio Kalecki, de quien Minsky toma su teoría de las ganancias agregadas, reconoce que las expansiones impulsadas por las “exportaciones internas” (déficits fiscales), a diferencia de las expansiones impulsadas por “exportaciones externas”, enfrenta limitaciones de distinta índole (y tienen como límite preciso la balanza de pagos):

“Pero si las “exportaciones nacionales” superan un cierto nivel, la balanza comercial –como consecuencia de la elevación sustancial de las producción y las importaciones- vuelve a ser

---

<sup>4</sup> También hay quienes han sugerido que existen dificultades intrínsecas en la forma en que Minsky trata el proceso de determinación de la tasa de interés y que en sus análisis subsisten vestigios de la teoría de los “fondos prestables” (Lavoie, 1997).

<sup>5</sup> Esta misma idea subyace detrás del concepto de “acelerador financiero” (Bernanke *et. al.*, 1998), y en términos del debate monetario entre Estructuralistas y Horizontalistas, implica que la curva de oferta monetaria agregada tiene una pendiente negativa, al menos en algunos tramos.

negativa. El oro y las divisas volverán a salir del país. Finalmente, las reservas de oro y divisas se reducen hasta el punto de que la única forma de mantener las importaciones es intentar incrementar las exportaciones por medio de una devaluación monetaria”, (Kalecki, 1977, pp. 31-32)

En otras palabras, mientras que hay procesos expansivos que engendran dificultades externas, hay otros que no. Kalecki considera únicamente el impacto directo del déficit fiscal y el externo sobre la demanda agregada, puesto que un déficit por cuenta corriente implica una reducción de las ganancias de la clase capitalista nacional como un todo. Existe además un problema adicional, y que en lo fundamental atañe al grado de fragilidad financiera. En una economía que no está en condiciones de emitir deuda en su propia moneda con relativa facilidad, las situaciones en las que existe un déficit de cuenta corriente, y en particular aquellas financiadas con capitales de muy corto plazo<sup>6</sup>, tienden a ser muy inestables y son proclives a sufrir crisis de balanza de pagos. Como veremos en la sección siguiente, el papel del dólar en la economía global le brinda al gobierno la posibilidad de crecer mediante el incremento de sus exportaciones internas sin enfrentar restricciones provenientes de la balanza de pagos. Esta diferencia con los restantes países es clave a la hora de entender el futuro de la arquitectura financiera internacional.

## **2. El Debate sobre la sostenibilidad de los déficits norteamericanos**

Durante los últimos años existió un acalorado debate sobre la sustentabilidad de los desequilibrios norteamericanos, asociado a los denominados “desbalances globales”. La cuenta corriente de las principales economías del globo, básicamente Estados Unidos, Europa, China, Japón y el Sudeste de Asia exhiben situaciones asimétricas. Mientras que la economía norteamericana tiene un déficit corriente que ha alcanzado niveles del orden del 5-6%, sus pares exhiben cuantiosos superávits. Según la sabiduría convencional de los economistas, este tipo de situaciones, dado que conllevan una creciente acumulación de deudas, requieren tarde o temprano algún tipo de ajuste correctivo. La relación deuda/ingreso debe reducirse, por lo que o bien el ingreso crece a mayor velocidad o la toma de deuda tiene que ceder. Como la primera posibilidad es muy improbable sin algún tipo de coordinación entre los agentes, lo más probable en este tipo de circunstancias es un proceso de desapalancamiento acompañado por una dolorosa contracción del nivel de actividad.

En la opinión de autores como Obstfeld, Rogoff, Roubini o Eichengreen (Eichengreen, 2004; Roubini y Setter, 2004; Obstfeld y Rogoff, 2004) estamos ante este tipo de dicotomía. Como el desequilibrio exterior de los Estados Unidos pone permanentemente a prueba la demanda de activos en dólares, lo mejor sería discutir algún tipo de mecanismo de coordinación que posibilite un “sofá landing”, o de lo contrario tarde o temprano, China y el bloque asiático dejarían de adquirir bonos del Tesoro, forzando una corrección caótica de los desbalances<sup>7</sup>. Este tipo de análisis sigue al pie de la letra el modelo pionero de Krugman (1979), en el cual los malos “fundamentals”, típicamente un déficit fiscal que alimenta la inflación, terminan por atentar contra una paridad cambiaria fija. La reproducción de las ideas de este modelo, aún bajo otro tipo de

---

<sup>6</sup> En muchos casos los flujos de IED pueden fácilmente revertirse, y nada indicaría a priori que se trata de flujos más estables (Kregel, 1996).

<sup>7</sup> Nótese que a pesar de que la crisis se ha producido, los “desbalances globales” se sostiene. De aquí que la pertinencia de esta discusión no sea simplemente la de repartir las culpas.

régimen cambiario, permitirían presagiar una crisis, cuyo resultado sería un ajuste tradicional: devaluación del dólar, aceleración de la inflación, recorte de las posibilidades de endeudamiento y consecuente contracción del gasto de consumo e inversión. En un mundo con finanzas liberalizadas y amplias posibilidades de diversificación, si bien las chances de financiar desequilibrios por cuenta corriente serían más elevadas, tarde o temprano la tasa de ahorro norteamericana debería crecer para poder honrar las deudas en dólares, o los inversores se desprenderían masivamente de sus tenencias en dólares.

En esencia, lo que estos autores dicen es que los pasivos de los Estados Unidos son como los de cualquier otro país del globo, y que la FED y el Tesoro deben velar muy celosamente por sus indicadores de solvencia, para evitar que el dólar sea castigado por los inversores internacionales. La única diferencia entre los Estados Unidos y el resto del globo sería que este país, dado su mayor desarrollo comercial y financiero, toleraría peores indicadores de solvencia<sup>8</sup>.

Sin embargo, la reciente constelación de episodios en la arena internacional ha demostrado que aún bajo un escenario crítico, el dólar está tan fuerte como antes del colapso del sistema financiero norteamericano, y que aun cuando pueda sospecharse de que los desbalances globales son insostenibles, la crisis se ha producido sin modificar el funcionamiento del esquema global: la estructura de déficits y superávits se mantiene inalterada y la demanda de activos en dólares se sostiene (Dooley *et. al.*, 2009).

Algunos autores han intuido que el papel del dólar hace de Estados Unidos un caso muy especial en el escenario global, y sugieren que la actual configuración de desbalances globales es sostenible, incluso después de la crisis de las “subprime” (Serrano, 2000, Schulmeister 2000, McKinnon, 2000, Dooley *et. al.*, 2003 y 2004a). Esta sustentabilidad se debe al peculiar papel que ocupa el dólar en el actual esquema comercial y financiero internacional, que Medeiros y Serrano (1999) han denominado como “Sistema del Dólar Flexible”, debido a la inexistencia de alguna paridad de referencia entre la moneda norteamericana y el oro. A diferencia de lo que ocurría durante Bretton Woods, donde el compromiso explícito por defender una paridad contra el oro limitaba las posibilidades que los Estados Unidos tenían de hacer política, el papel que actualmente ocupa el dólar flotante y le brinda a la Reserva Federal el poder unilateral para regular el nivel de la tasa de interés desconociendo completamente las dificultades externas y los ataques especulativos contra su moneda.

Dado que no existe ninguna atadura que lo vincule a algún activo “real”, qué chances hay de que el dólar pierda su actual status? ¿Puede una exagerada política fiscal expansiva por parte de los Estados Unidos desatar una fuga masiva de activos públicos en dólares? ¿Por qué el resto del globo sigue aceptando dólares y adquiriendo títulos públicos, a pesar de su bajísimo rendimientos?

DGF han propuesto una osada respuesta. En una serie de trabajos suyos muy populares, estos autores han sostenido que el actual esquema de desbalances globales refleja una situación sostenible en un plazo bastante amplio<sup>9</sup>.

En la visión de DGF los países que realmente pesan a la hora de dictar el curso de las finanzas internacionales se dividen entre países centrales y periféricos. Básicamente el esquema se sostiene porque el centro incurre en déficits por cuenta corriente que la periferia debe financiar si desea desarrollarse y “graduarse”, para pasar a ocupar una

---

<sup>8</sup> Como veremos incluso uno de los “héroes” del presente artículo, el propio Minsky llegó a sugerir algo parecido durante los años 80 en relación a los déficits fiscales de la administración Reagan.

<sup>9</sup> Ante la pregunta “cuánto tiempo más seguirá China acumulando reservas”, DGF y responden: “...that point will not be reached for perhaps 10 more years and, most likely, there will be at that time another wave of countries, as India is doing now, ready to graduate to the periphery” (Dooley *et. al.*, 2003, pp. 3).



posición en el centro. Así mismo, DGF dividen a la totalidad del globo entre regímenes de “cuenta comercial” y “regímenes de cuenta capital”, siendo los primeros aquellos que implementan esquemas de flotación administrada con el fin de obtener superávit corrientes, mientras que los segundos son aquellos que toleran mayores fluctuaciones en los flujos de capitales y en su tipo de cambio.

Esencialmente los países de la periferia de DGF están contenidos dentro de los regímenes de “cuenta comercial”, y por lo tanto no toleran un tipo de cambio apreciado ni libre movilidad de flujos financieros, e implementan una serie de medidas que buscan apuntalar el desarrollo y la acumulación de capital. Los países centrales tienen una mayor tolerancia hacia las finanzas liberalizadas, y pueden darse el lujo de apreciar su tipo de cambio, en la medida en que esto les permite consumir más de lo que producen localmente, obtener bajos niveles de inflación, entre otras cosas. Aunque DGF no lo dicen explícitamente, los países de “cuenta capital” que no son centrales quedan fuera del mapa, ya que en las actuales condiciones prácticamente no tienen gravitación sobre las finanzas y el comercio internacional (y de proseguir con este tipo de políticas probablemente nunca la tengan).

Otra pregunta muy importante a la que DFG responden es cuáles son los incentivos y las restricciones que enfrentan los distintos jugadores del actual esquema. Si bien el proceso de acumulación de reservas por parte de la periferia cobró fuerza a partir de la crisis asiática, cabe destacar que durante una buena parte del período 1997-2008 el sector privado ha optado por diversificar su portafolio rehusándose a acumular activos denominados en la moneda central, que es el dólar<sup>10</sup>. Aparentemente existen buenas razones para explicar esta conducta: la existencia de crecientes déficits corrientes norteamericanos es difícilmente compatible con retornos bajos en dólares y con una expectativa de que esta moneda se deprecie. Por lo tanto la responsabilidad de sostener los desbalances ha recaído mayoritariamente sobre los Bancos Centrales asiáticos y el flamante Banco Central Europeo.

¿Cuáles son los límites que enfrentarían las políticas de acumulación de reservas? Entre los argumentos más repetidos encontramos: 1) la acumulación de reservas implica una sobreacumulación de deudas, debido a que existe la necesidad de anular el impacto monetario de la compra de moneda extranjera vía políticas de esterilización que a la larga resultan insostenibles (Obstfeld, 1982); 2) si no se aplican políticas de esterilización existe el peligro de que las presiones de demanda desaten presiones inflacionarias intolerables; 3) acumular demasiadas reservas<sup>11</sup> internacionales implica un importante costo de oportunidad que se paga con el bienestar de toda la población de la periferia (Rodrik, 2006).

Creemos, como DFG, que ninguno de los tres argumentos es completamente sólido. Con respecto al primero punto, cabe señalar que cuando los Bancos Centrales se manejan empleando objetivos de tasas de interés, las políticas de esterilización no son decisiones autónomas, sino un requisito lógico para sostener la tasa objetivo (ver sección 3). En este caso la tasa que se paga por la deuda doméstica la administra el Banco Central según los objetivos de política, y en muchos casos el costo de

---

<sup>10</sup> Tras la crisis la demanda por activos norteamericanos, no sólo se ha incrementado, sino que en algunos segmentos del mercado el sector privado ha vuelto a la carga, demandando activos en dólares. Al respecto consúltese la entrada del 27 de mayo de 2009 del blog de B. Setser “Follow the Money” (“The Treasury market, in a world no longer dominated by central bank reserve managers”), <http://blogs.cfr.org/setser/2009/05/27/the-treasury-market-in-a-world-no-longer-dominated-by-central-bank-reserve-managers/>.

<sup>11</sup> Por ejemplo, cuando la acumulación de reservas netas es positiva según la regla Greenspan-Guidotti. Dicha regla considera “excesivas” a todas aquellas posiciones líquidas de los Bancos Centrales que excedan el pago de principales e intereses de la deuda que vencen a un año de plazo.

esterilización es menor que el retorno que pagan los activos externos, como en el caso de los países Asiáticos analizado por Mckinnon y Schnabl (2006), máxime cuando las políticas cambiarias implican una cierta tendencia a corregir el precio de la moneda local al alza, lo cual genera ganancias de capital para la autoridad monetaria<sup>12</sup>.

Con respecto al segundo punto cabe señalar que en la periferia los problemas inflacionarios suelen provenir mayoritariamente de desfasajes estructurales y pocas veces son un problema asociado a los excesos generalizados y sistemáticos de demanda. Es difícil de comprender cómo puede hablarse de presiones inflacionarias generadas por un exceso generalizado de demanda cuando existe un inmenso arsenal de trabajadores con un bajo grado de sindicalización y en condiciones de vida muy precarias, dispuestos a trabajar por salarios en dólares irrisorios. Pero aún en el hipotético caso de que estas presiones existan realmente hay otros instrumentos a los que se puede recurrir, como la política fiscal, con el fin de disminuir los aumentos persistentes en el nivel general de precios.

En lo que concierne al tercer argumento, nótese que poco importa que como consecuencia de las políticas de acumulación de reservas, la periferia “exporte capital”, o reprima la tasa de crecimiento del consumo, si no se considera la sustentabilidad de las alternativas. Este tipo de argumentos pasan por alto que la alternativa, una política de apreciación cambiaria deliberada, si bien incrementan la participación del consumo en el ingreso e incluso pueden provocar una expansión en términos absolutos, no implican necesariamente mayores niveles absolutos a largo plazo, y ya han sido probadas como recetas para generar dinámicas insostenibles en el tiempo, con menor ingreso y menores niveles de bienestar. Los países que acumulan reservas no incurren en ningún “costo”, si no que contribuyen a sostener un proceso de acumulación y desarrollo dadas las condiciones de la arquitectura financiera internacional.

En resumen, no existe ninguna razón a priori que nos permita afirmar que las políticas de acumulación de reservas carecen de sustentabilidad. Ahora bien, ¿por qué los Bancos Centrales acumulan reservas en lugar de dejar deslizarse hacia abajo la paridad cambiaria? Aunque DGF sólo aluden al deseo de la periferia por desarrollarse y no se explayan demasiado sobre este punto, su respuesta va en la dirección correcta: no solamente la amenaza de una depreciación del dólar es más temible para los acreedores y los socios comerciales periféricos que para los Estados Unidos, si no que ningún miembro de la economía global puede por obra y gracia de su política cambiaria alterar el status de la moneda norteamericana. En 1973 el Secretario del Tesoro norteamericano de Richard Nixon, John Conally, al referirse al papel del dólar en el escenario global, resumió magistralmente esta idea con las siguientes palabras: “it’s our currency your problem”.

Un hipotético abandono del dólar como dinero mundial no puede ser el fruto de una decisión unilateral de quienes “financian” el gasto norteamericano, por dos sencillas razones: 1) por cada país que opta individualmente por frenar la acumulación de activos en dólares, y por lo tanto reducir sus exportaciones hacia los Estados Unidos, existen varios competidores que van tomando su lugar; 2) reemplazar un sistema financiero internacional basada en el dólar por otra basada en otra moneda no es un proceso automático o espontáneo, ni que pueda ser consensuado con facilidad.

Otro argumento es que no existe ningún orden “espontáneo” para las finanzas (tanto a nivel nacional como internacional), y que la organización de las instituciones monetarias responde a una cierta configuración de intereses nacionales representados por los Estados. En esta línea puede argumentarse que la única salida veloz a este atolladero será una huida en masa hacia activos reales en detrimento de las deudas en

---

<sup>12</sup> Frenkel (2007) analiza, aún bajo la hipótesis restrictiva de que el resultado financiero de la autoridad monetaria no sea deficitario, las condiciones de sustentabilidad de las políticas de esterilización.

dólares y otras monedas duras, ya que para que alguna de las restantes monedas globales (¿el euro? ¿el yen?) logre imponerse el respectivo banco central debería tolerar una durísima apreciación cambiaria, que por las razones que vamos a examinar pronto luce poco difícil de digerir.

Incluso durante las época en la cuales el oro tuvo cierto rol en las finanzas internacionales las monedas nacionales tuvieron un importante papel. Por ejemplo durante el Patrón Oro, el sistema monetario que más se asemeja al sueño del dinero sin Estado por detrás, las intervenciones de los Bancos Centrales tendían a violar las “reglas del juego” (Nurkse, 1994; Bloomfield, 1959). Inglaterra era la nación privilegiada, y debido a rol que ocupaba su moneda, la libra esterlina, podía emplear la política de descuentos como instrumento para atraer capitales y sortear la restricción externa (Medeiros y Serrano, op. cit.). La única diferencia con la situación actual es que Inglaterra no podía sostener de forma permanente los déficits corrientes, pero en esencia el Patrón Oro era un sistema altamente administrado<sup>13</sup>.

El surgimiento de un nuevo orden financiero global no va ser el fruto de un proceso descentralizado en el cual el sector privado toma masivamente posiciones en otra moneda que no sea el dólar. Al respecto es interesante recordar lo que un autor que desconfía de la sustentabilidad del dólar como dinero mundial como Barry Eichengreen, afirmaba ante la eminente aparición del Euro:

“Some of the central banks with the largest reserves –those of China and Hong Kong SAR, for example – continue to peg to the dollar, and all the evidence we have suggest that currency pegs continue to matter for reserve-holding behavior. More generally, the currency composition of central bank’s reserves is slow to change because habits are slow to change. In a world of network externalities, no single central banks has an incentive to be first to radically reconfigure its reserve portfolio, so existing reserve shares acquire an element of inertia”, (Eichengreen y Mathienson, 2000 pp. 16)<sup>14</sup>.

Por último, y en consonancia con estos dos puntos es posible observar que el comportamiento norteamericano está muy lejos de ser el de un deudor en posición comprometida en búsqueda de un refinanciamiento de su deuda. En lugar de esto, lo que Estados Unidos busca es que las políticas de sostenimiento de tipos de cambio “artificialmente elevados” y de ingente acumulación de reservas llevadas a cabo por sus principales proveedores de importaciones se terminen de una buena vez. Las relaciones diplomáticas entre el Japón y los Estados Unidos durante los años 80s, y las recientes tensiones del gobierno norteamericano con su par chino, son ilustradora al respecto. Las consecuencias de la apreciación del yen, producto del Acuerdo Plaza (ultra promovido por el gobierno norteamericano) han provocado un desplazamiento de la producción desde

---

<sup>13</sup> Dice McKinnon (1993, pp.10; texto en negritas introducido por el autor): “In summary, the popular textbook view of the classical gold standard as an automatic, self-equilibrating balance-of-payment adjustment mechanism is correct only if one narrowly interprets Rules I [**tipo de cambio fijo**], II [**plena convertibilidad**] and III [**pleno respaldo del circulante**]. But from Rules IV [**existencia de prestamista de última instancia**] and V [**suspensión temporaria de la paridad fija y de la convertibilidad**], we understand that the classical system was *managed*”. Por su parte Helleiner (1995) sostiene que el proceso de liberalización financiera, que cobra fuerza desde los años 70s, fue promovido deliberadamente por los sucesivos gobiernos norteamericanos (y en menor medida ingleses), y no el mero resultado de fuerzas tecnológicas “inherentes” a la actual etapa del sistema capitalista (la “globalización”), como a menudo se afirma.

<sup>14</sup> Para ser más justos, la posición de Eichengreen (Eichengreen y Flandreau, 2008) es que muy a menudo varias monedas de reserva compiten entre sí por el predominio. En todo caso, pareciera que el fin del reinado del dólar es un proceso que requiere un buen tiempo. Los recientes acontecimientos, por otra parte, no parecen confirmar que el Euro este por desplazar a la moneda norteamericana.

el Japón hacia otros países del Sudeste de Asia, con consecuencias devastadores para la economía japonesa; Estados Unidos, por su parte, no ha perdido “financiamiento” para su déficit por cuenta corriente.

### 2.1.- El Poder del Dólar

¿Cuáles son las ventajas concretas con las que cuenta Estados Unidos sobre el resto del mundo? Como la mayoría de los contratos internacionales se realizan en su moneda, el valor del dólar puede sufrir bruscas modificaciones sin que esto tenga serias implicancias sobre su economía doméstica, aunque sí importantes efectos para las relaciones comerciales y financieras entre residentes y no residentes. Consecuentemente, Estados Unidos es el único país del mundo que está en condiciones de desentenderse por completo de su política cambiaria.

Autores como Schulmeister (2003) han enfatizado el impacto que los cambios en el valor de la moneda norteamericana tienen sobre los términos del intercambio, dado que el precio de la mayor parte de las *commodities* está denominado en dólares, mientras que los productos de mayor valor agregado lo están en la moneda del país exportador. Así, una devaluación (apreciación) del dólar deteriora (incrementa) los términos del intercambio para los exportadores de *commodities*. Schulmeister utiliza este hecho para enfatizar los cambios en la tasa de inflación global según los movimientos de la moneda norteamericana, aunque no parece advertir que por definición el *pass-through* hacia los precios dentro de los Estados Unidos será nulo, al menos considerando únicamente los efectos directos sobre aquellas mercancías que cotizan en dólares<sup>15</sup>. Al reverso, el *pass-through* de los productos denominados en otras monedas, debería ser alto.

Marazzi *et. al.* (2005) es uno de los estudios que documenta la declinación del coeficiente de *pass-through* de la economía norteamericana en los últimos 30 años, y aporten evidencia en esta dirección. Una de las razones de esta declinación es precisamente el menor peso de los productos manufacturados en el comercio exterior norteamericano, así como la mayor presencia de productos de origen chino<sup>16</sup>. Esto indica que las implicancias de una devaluación del dólar son devastadoras para las economías que exportan hacia el mercado norteamericano, pero no tiene mayores consecuencias sobre la tasa de inflación de los Estados Unidos. Como dice el estudio de Marazzi *et. al.* (op. cit.), los precios de exportación que reciben los productores que le venden a Estados Unidos dependen de la cotización del dólar:

“First, our regressions indicate that exporters in Japan, Canada, Europe (in aggregate), and the Asian NIES (Hong Kong, Korea, Singapore, and Taiwan) do in fact vary their multilateral export prices, i.e., the prices charged in all markets, in response to exchange rate changes. A related result is that the prices charged for exports to the U.S. market (denominated in the exporting-country’s currency) appear to be much more sensitive to the exchange rate than is the case for export prices charged to other markets”, (pp. 6)

Es decir que si algún país por *motus* propio, digamos China, optara por dejar de acumular reservas en dólares, su tipo de cambio se apreciaría y sus exportadores

---

<sup>15</sup> Ihrig *et. al.* (2006), distinguiendo entre el *pass-through* “primario” (que es el que se transmite del tipo de cambio hacia el precio de las importaciones) y “secundario” (que es el que va desde el tipo de cambio hacia el precio de los bienes de consumo), encuentran que el de los Estados Unidos es bajo aún dentro de una muestra del G-7.

<sup>16</sup> Por otra parte Marazzi *et. al.* (2005) encuentran que el *pass-through* del tipo de cambio a precios en los Estados Unidos es mayor cuando se excluyen las *commodities*.

perderían el acceso a uno de los mercados más grande del mundo (en términos del nivel de ingreso). Ergo ningún país puede de forma unilateral alterar el valor del dólar con respecto a las restantes monedas. Por otra parte ningún quiere; después de todo ¿quién no aceptaría dólares como medio de pago?

“Earlier we doubted whether a larger revaluation of the Yuan World do much to correct the US external deficit. It may reduce China’s export to the United States, but not do much for the overall US current account deficit unless the deficit could be seen as a bilateral trade imbalance peculiar to China or as a specific consequence of China’s reserve accumulation and acquisition of US Treasury bonds. Otherwise, in a multilateral trading world, US purchases of Chinese computers and electronics (\$50 billions), phones and audio (\$29 billion), toys, tools and luggage (\$28 billion), clothes and textiles (\$26 billion), shoes and leather goods (\$18 billion), appliances and electric goods (\$17 billion) and furniture (\$13 billion) would likely to be replaced by purchases of much the same goods (or even different goods) from India, Mexico, South East Asia or elsewhere, and some country other than China would end up holding the dollar securities”, (Iley and Lewis, 2007, Cáp 9, pp. 219-220)

Por otra parte, la economía norteamericana esta poco expuesto a los descalabros provenientes de los cambios en la cotización de su moneda prácticamente por definición, debido a que la moneda de referencia para los contratos financieros es la propia. Cuando se desató la crisis del mercado hipotecario, muchos agentes debían honrar sus obligaciones denominadas en dólares. Es comprensible entonces que los agentes intenten volcarse masivamente hacia posiciones líquidas denominadas en dicha moneda, en lugar de correr contra ella, aunque esto pueda parecer paradójico<sup>17</sup>.

No debería resultar sorprendente que Estados Unidos sea una de las pocas economías que puede darse el lujo de dejar flotar libremente la cotización de su divisa, sin sufrir del “miedo a flotar”. McKinnon (2000, 2009) ha demostrado que justamente lo inverso ocurre en los países principalmente del Sudeste de Asia, que debido a su nula capacidad de ofertar financiamiento internacional en moneda local, la decisión de sostener una paridad cambiaria cuasi-fija y acumular reservas con los fines de evitar la apreciación cambiaria luce bastante conveniente. El caso de estas naciones superávitaras que no pueden prestar en su propia moneda fue denominada por McKinnon como “virtud conflictuada<sup>18</sup>”, ya que una apreciación cambiaria tiende a ocasionar pérdidas de capital a quienes ostentan acreencias en moneda extranjera. Ante la expectativa de apreciación de la moneda local, el sector privado tiende a deshacer la parte más expuesta de su portafolio, lo cual obliga al Banco Central a intervenir para evitar que el valor del dólar se desplome en la plaza local.

En síntesis, parece poco probable que el dólar pierda su rol como dinero mundial en lo inmediato, vistas el set de ventajas y desventajas que esto supone para los participantes de la economía global, y considerando que un reemplazo de la moneda norteamericana no puede brotar de forma espontánea como si ha ocurrido en variadas ocasiones cuando las economías nacionales “se dolarizan”. Lógicamente los déficits crecientes no pueden durar para siempre principalmente por cuestiones de consistencia matemática, pero nada indica que Estados Unidos y el mundo no puedan sostener niveles de endeudamiento como los actuales o mayores, cuando su deuda se paga en su propia moneda.

---

<sup>17</sup>Como veremos en la sección 3 la existencia de deudas denominadas en una unidad de cuenta determinada por un Estado nacional le otorga a este el poder de fijar unilateralmente la tasa de interés.

<sup>18</sup> En cierto sentido la “virtud conflictuada” es el reverso del “pecado original”, que es la denominación que recibe la imposibilidad de emitir deuda en moneda local por parte de los gobiernos de países periféricos (Eicheengreen y Hausmann, 2000).

¿Cuáles son las implicancias de poder emitir la moneda reservas? En la siguiente sección argumentaremos que la emisión de deuda en moneda local les permite a los gobiernos controlar la tasa de interés doméstica, y que por lo tanto el grado de fragilidad financiera es mucho menor en economías en donde la deuda es mayoritariamente estatal y está principalmente denominada en moneda local. Por ende, Estados Unidos goza de este privilegio incluso fronteras afuera.

### **3.- La Naturaleza del Dinero: la deuda del Estado es diferente**

Según la sabiduría económica convencional, las tasas de interés son un fenómeno asociado a los rendimientos del capital, y en esencia el dinero es o se encuentra estrechamente vinculado a una mercancía determinada. En este marco el endeudamiento estatal encuentra limitaciones directas provenientes del lado real. Como la economía se encontraría tendencialmente en pleno empleo, un argumento típico es que los déficits drenan recursos que de otra forma serían empleados por el sector privado (“crowding-out”), o que directamente las decisiones del sector privado compensan los efectos de la política fiscal (“equivalencia ricardiana”). En cualquier caso, se asume que la deuda del Estado es como la de cualquier otro agente, que su acumulación tiende a generar presiones ascendentes sobre la tasa de interés y que por lo tanto, cabría aplicarle las categorías de agente “hedge”, “especulativo” y “ponzi”.

Un aporte muy útil a los fines del presente trabajo es el de Goodhart (1998). Siguiendo a este autor, es posible distinguir nítidamente entre dos enfoques sobre la naturaleza del dinero: el “Cartalismo” y el “Metalismo”.

El enfoque “Metalista” es el más difundido, y sostiene que el valor del dinero surge como el resultado del deseo de los agentes privados de minimizar costos de transacciones, empleando como medio de cambio aquella mercancía de aceptación generalizada.

Según la concepción “Cartalista”, el dinero no es (necesariamente) una mercancía, si no la unidad de cuenta en la que se expresan las relaciones de cambio y las obligaciones financieras. Esta idea se encuentra desarrollada brevemente en las primeras páginas del *Treatise on Money* por Keynes (1930, pp. 3-4), en base a lo escrito anteriormente por autores como Inges (1913, 1914) y Knapp (1905). En opinión de Keynes, el origen y la procreación del dinero implica la aparición previa de una deuda. Sus intensos estudios sobre el origen del dinero convencieron a Keynes de que la deuda precede históricamente a la aparición de los medios de cambio y pago. Históricamente, los distintos Estados han ejercido su capacidad de imponer impuestos como forma de determinar cuál es el medio de pago en el cual se saldan las transacciones y se cumplen las obligaciones. Al aceptarlos como medios legítimos para saldar obligaciones impositivas, el Estado generaría su propia demanda de medios de pago, concediéndole valor al dinero.

Existe una literatura copiosa sobre la naturaleza del dinero, que siguiendo esta “concepción Cartalista”, considera que en la práctica todo Estado soberano, está en condiciones de establecer la tasa de interés que se paga sobre la deuda emitida en la moneda local (Wray, 1999). Al tener el sector público la prerrogativa de recaudar mediante impuestos la moneda que él mismo emite, su deuda es automáticamente aceptada sin importar su rendimiento financiero. Por este motivo la tasa interés es una

variable definida administrativamente por el Banco Central, y que en principio no guarda una relación predeterminada con el tamaño del déficit fiscal<sup>19</sup>.

En efecto, la literatura postkeynesiana sigue este camino, y considera que el dinero es endógeno y la tasa de interés una variable “exógenamente determinada” por la política monetaria<sup>20</sup>. En el caso de Minsky la tasa de interés no brota unilateralmente del lado real del sistema, si no que surge como fruto de la interacción entre la conducta de la autoridad monetaria y los intermediarios financieros. La tasa de interés que paga un determinado agente en un punto del tiempo se compone básicamente de la tasa de interés de referencia para el activo en cuestión (determinada por el Banco Central), más una prima de riesgo que depende de la salud financiera agregada, la preferencia por la liquidez del prestamista y el riesgo del prestatario.

Sin embargo, en opinión de Minsky existen limitaciones directas vinculadas al tamaño que la deuda del Estado puede asumir. Al ver las cosas de este modo, Minsky pasa por alto que la deuda pública es diferente a la deuda privada; incluso llegó a sugerir que los déficits fiscales de la administración Reagan podían volverse difíciles de sostener con el tiempo, dado que la posición del gobierno se tornaría cada vez más frágil, imponiendo la necesidad de subir las tasas de interés para obtener financiamiento (Wray, 2006).

A pesar de ser esto, Minsky fue un ferviente partidario de la intervención estatal, y siempre reconoció que la tasa de referencia es administrada por el Banco Central, por lo que - además de una estricta regulación de los mercados financieros- siempre sugirió la aplicación de políticas macroeconómicas contracíclicas (e aquí su recomendación de un “Big Government, Big Bank”). Lo que se le escapa es que los Estados soberanos<sup>21</sup> están en condiciones de ejercer una regulación casi total del espectro de rendimientos financieros básicos de una economía, sobre los que se erigen las tasas que pagan los agentes particulares, con independencia del tamaño de la deuda pública.

Algunos autores como Lerner y Harrod fueron más allá que Minsky, y argumentaron no solamente que los déficits pueden (y deben) cumplir un rol temporal a la hora de estabilizar una economía capitalista, si no que su aplicación puede constituirse en una herramienta permanente para evitar tendencias “estancacionistas”. El tamaño de la brecha fiscal no debe ser analizado, según esta óptica, empleando la lógica keynesiana anticíclica convencional.

### *3.3. Consideraciones sobre el “financiamiento de los déficits”*

Según el llamado enfoque de las “Finanzas Funcionales” desarrollado por Lerner, la política fiscal debe ser evaluada según sus impactos sobre la economía, y no tienen otra

---

<sup>19</sup> Como vimos la lectura ortodoxa suele sostener que los déficits fiscales persistentes tienen un efecto negativo sobre las tasas de largo (es decir, tienden a elevarlas), que reduce la inversión y el ahorro, y el crecimiento en el largo plazo. Sin embargo, no existe evidencia empírica que avale esta relación entre déficit fiscal y tasas de interés en Europa (Terzi, 2007) y los Estados Unidos (Gale y Orzag, 2004; Congressional Budget Office, 2005). Si bien estos estudios contienen remarcables resultados para economías desarrolladas, donde la deuda está mayoritariamente denominada en la moneda local, la política fiscal si puede tener impactos importantes sobre la estructura de tasas cuando se emite deuda en moneda extranjera, algo muy común en países periféricos. Ante la (des)sobrecumulación de deuda pública en moneda extranjera se pueden generar presiones especulativas en contra de la moneda doméstica (extranjera), forzando al Banco Central a subir (reducir) las tasas.

<sup>20</sup> Sobre la endogeneidad del dinero, véanse los trabajos clásicos de Kaldor (1982) y Moore (1988). Aunque no se trata de autores poskeynesianos, también consúltese Hicks (1974, Cáp. 2) y Blinder (1997, Cáp. 2).

<sup>21</sup> Por “soberano” debe entenderse la no existencia de restricciones legales y/o regulatorias (que pueden estar asociadas a ciertos regímenes cambiarios, como por ejemplo un currency board) que inhiban ciertas prácticas financieras, básicamente el financiamiento de los déficits fiscales con fondos del Banco Central.

importancia más que servir como instrumento para obtener el pleno empleo de los recursos.

Con respecto a la forma en que los déficits son cubiertos, Lerner apunta que el cobro de impuestos no obedece a cuestiones de financiamiento. A diferencia de las concepciones basadas en el dinero mercancía, la visión de Lerner reconoce que el dinero es una “Criatura del Estado” (Lerner, 1947). La forma en que los déficits públicos se financian, a diferencia de lo que ocurre con los déficits del sector privado, no obedecen a la necesidad del fisco de obtener recursos, pues los impuestos no son una forma de obtener ingresos para efectuar erogaciones, si no un mecanismo para que el sector privado disponga de menor fondos. La restricción presupuestaria gubernamental, a diferencia de la del sector privado no opera ex-ante, en el sentido de que ningún Estado debe obtener previamente fondos para gastar, sino que toda erogación queda financiada ex-post con impuestos, deuda o emisión.

La razón por la cual la deuda del Estado es automáticamente aceptada como medio de pago es que existen un mecanismo impuesto a la fuerza que garantiza su cambiabilidad: el cobro de impuestos. Como todo Estado puede forzar al sector privado a aceptar sus títulos de deuda, las posibilidades de que éste no honre sus compromisos son nulas por definición. Por ende la tasa de interés puede ser estrictamente controlada, en la medida en que la demanda por medios de pagos emitidos por el Estado se sostenga<sup>22</sup>. Por este motivo, quienes sostienen interpretaciones como las de Lerner son por definición partidarios de considerar que el dinero es endógeno, y que la variable de control del Banco Central es alguna tasa de interés y no la “cantidad de medios de pago en circulación”.

Dado que sus obligaciones financieras se pagan en su propia moneda el Estado puede, mediante su Banco Central, controlar la tasa de interés que se paga por la deuda que él mismo crea, y de este modo regular el espectro de retornos de la totalidad de los activos financieros. Como es sabido, una implicancia de la endogeneidad del dinero es que la demanda “solvente” de medios de pago genera su propia oferta. Por ende el tamaño de la deuda pública, al menos de aquel segmento en donde el Banco Central decide tener cierta ingerencia, es una decisión sujeta a las preferencias de portafolio del sector privado. Como la autoridad monetaria debe operar acomodando la oferta de reservas, las operaciones con títulos públicos tienen como fin estabilizar las tasas de interés de corto plazo<sup>23</sup>.

Por ejemplo, Cuando la política fiscal es expansiva (contractiva), el gobierno acredita (debita) fondos en sus cuentas bancarias, y las reservas del sistema se incrementan (reducen); para defender el objetivo de tasas, el Banco Central ofrece (demanda) activos remunerados<sup>24</sup>. En consecuencia la deuda no ha sido emitida para financiar el déficit

---

<sup>22</sup> Salta a la vista entonces que la aceptación del dólar a nivel internacional el confiere a la FED el poder de controlar las tasas de interés de los pasivos en dólares a escala planetaria.

<sup>23</sup> Como dicen Mosler y Forstater: “When the U.S. Government makes payment by check in exchange for goods and services (including labor), or for any other purpose, the check is deposited in a bank account. When the check ‘clears,’ the Fed (i.e., Government) credits the bank’s account for the amount of the check. Operationally, ‘revenue’ from taxing or borrowing is not involved in this process, nor does the government ‘lose’ any ability to make future payments per se by this process. Conversely, when the U.S. government receives a check in payment for taxes, for example, it debits the taxpayer’s account to the amount of the check. While this reduces the taxpayer’s ability to make additional payments, it does not enhance the government’s ability to make payment, which is in any case operationally infinite. In the case of direct deposit or payment by electronic funds transfer, the government simply credits or debits the bank account directly and, again, without operational constraint” (op. cit., pp. 6).

<sup>24</sup> La concepción endógena del dinero reconoce que los bancos prestan primero y buscan las reservas depuse. Para lograr equilibrar sus hojas de balance de acuerdo con las exigencias legales y su propia preferencia por la liquidez, los bancos comerciales venden activos ilíquidos o recurren a la ventanilla de



(superávit); si el sector privado hubiese deseado un portafolio más (menos) líquido, la creación (destrucción) de dinero bancario producto de la propia política fiscal habría (des)provisto los fondos y el déficit (superávit) hubiese sido “monetizado”.

La existencia del sector externo no altera sustancialmente la idea de que un Banco Central puede controlar la tasa de interés. Los flujos de capitales no tienen ningún tipo de efecto sobre la tasa de corto o la cantidad de dinero, a menos que las autoridades monetarias decidan alterar su política. En la medida en que esto no ocurra, los ingresos (egresos) incrementarán (reducirán) la liquidez del sistema financiero, presionando a la baja (al alza) las tasas, y serán los propios bancos los que se encargarán de deshacerse (rehacerse) de esta liquidez adquiriendo (vendiendo) bonos del Tesoro; el Banco Central se conformará con acomodar esta demanda. Esto es lo que se conoce como “tesis de la compensación (Lavoie y Goodley, 2003).

En otras palabras, aún en economías abiertas la posibilidad de regular la tasa de interés, aun bajo esquemas de tipo de cambio fijo se mantiene. Los flujos de capitales entre residentes y el exterior son similares, en términos de sus efectos sobre las hojas de balance, a un cambio en la cantidad de reservas en poder del sistema financiero. Cuando ingresan (egresan) capitales, la liquidez del sistema financiero aumenta (disminuye), y los bancos se ven obligados a buscar (ofrecer) fondeo para reestablecer su ratio deseado entre reservas e inversiones. Es decir los flujos de capitales son automáticamente esterilizados por el sector privado, y las llamadas “políticas de esterilización” no son otra cosa que los Bancos Centrales defendiendo sus objetivos de tasas<sup>25</sup>.

Desde luego, esto no quiere decir que existan importantes motivos, ante la presencia de flujos desestabilizadores de capital, que induzcan a los Bancos Centrales a fijar la tasa en ciertos niveles. Pero aún en este caso, el movimiento de la tasa de interés responde a una decisión administrativa y no a una lógica pura de mercado.

La idea de que la tasa de interés es una variable administrada por los Bancos Centrales nos lleva a cuestionar la tesis de que los desbalances globales deprimieron las tasas de largo plazo, induciendo mayores niveles de consumo norteamericano y la toma de mayores riesgos por parte del sistema financiero de los Estados Unidos. Esta tesis, sostenida incluso por DGF, presupone que las tasas de interés de largo plazo de la economía norteamericana dependen de las decisiones de ahorro del resto del mundo. Cabría preguntar por qué motivo la Reserva Federal está en condiciones de regular el precio de los activos financieros de corto plazo, pero no el de los de largo plazo. Tampoco se explica cómo los ahorristas de todo el mundo (básicamente los Bancos

---

redescuentos para obtener las reservas. La primera vía, que es la que describimos aquí, es más común en el sistema norteamericano y la segunda es típica del europeo. Hicks, denominó al primer sistema como “basado en activos” y al segundo como “de sobregiro” (Hicks, op. cit., pp. 54).

<sup>25</sup> Brender y Pisan (2009, pp. 55), sin advertir el carácter endógeno del dinero, afirman esto: “In Saudi Arabia, the SAMA has recourse to monetary policy instruments that are similar to those used by the Chinese central bank (Box 6). For example, in response to the inflationary pressures that began to build up in the summer of 2007, it mopped up excess liquidity by issuing Treasury Bonds, by raising the compulsory reserves ratio from 7% in October 2007 to 13% in May 2008 and raising from 2% to 4% the reserves ratio on saving and term deposits. It also maintained measures for controlling consumer credit. In Russia, for a long time the intervention of the central bank remained large unsterilised, leading to an accumulation of excess reserves by the part of the banks”. Como dice Wray: “...sterilization” is not a discretionary operation. For example, China currently runs a large trade surplus with the US. Chinese importers want to convert their dollar-denominated receipts to Yuan, an operation that is facilitated by the central bank when it buys dollars and creates Yuan reserves. If this leads to excess reserves in the Chinese banking system, the central bank then drains the excess through, for example, a sale of Chinese government debt. It cannot choose, however, to leave excess reserves in the banking system-unless it is prepared to see the overnight interest rate fall towards zero. Any “sterilization” of Yuan reserves is automatic, a result of interest rate targeting procedure”, (2005, pp. 15).

Centrales), que demandan principalmente activos financieros emitidos por el gobierno norteamericano, y no necesariamente obligaciones de deuda de empresas y bancos de forma directa, pueden influir sobre las tasas que paga el sector privado norteamericano. Aparentemente este razonamiento supone que ante la oferta de deuda pública norteamericana de largo plazo –que compite con la deuda privada de igual carácter-, la inexistencia de una demanda por parte de los Bancos Centrales tendería a generar una presión al alza en las tasas de largo.

Como vimos en esta sección, las operaciones de compra y venta de títulos públicos constituyen una operación netamente defensiva por parte de la FED. Si los Bancos Centrales de todo el mundo se rehusaran a adquirir deuda de largo, y mantuvieran en su lugar reservas líquidas (en dólares por su puesto), no se entiende por qué la FED no puede comprar dichos papeles. Si el dólar es mundialmente aceptada no existe ningún motivo para dicha operación pueda efectuarse con total normalidad.

En síntesis, la conclusión principal es que la deuda estatal denominada en moneda local es diferente a la deuda privada, y esto implica que las autoridades están en condiciones de regular la estructura de tasas de una economía. Por lo tanto un Estado endeudado en su propia moneda jamás puede constituir una unidad “ponzi”. Esto no significa que el tamaño de la deuda pública pueda crecer sin límites, que bajo ciertas circunstancias los propios gobiernos “se aten de manos” (mediante restricciones legales y arreglos cambiarios, limitando la composición y el tamaño de su hoja de balance), o que existan importantes efectos sobre la macroeconomía (como el grado de presión inflacionaria) que deban ser considerados a la hora de decidir el estado de las finanzas públicas. Tampoco implica que muchos Estados a menudo deben/pueden tomar deuda en moneda extranjera y/o recurrir a regímenes cambiarios que limitan muy seriamente su soberanía monetaria. Por el contrario, lo que pretendemos afirmar es que la naturaleza de las restricciones existentes es diferente a las del sector privado, aún para el caso de Estados periféricos. En la siguiente sección analizaremos con más detalle de qué formas se plasma poder financiero de los distintos Estados.

#### **4.- Fragilidad financiera aquí y allá**

¿Qué tiene que ver todo lo que argumentamos hasta aquí con el Estructuralismo? El concepto clásico de centro y prefería suele anteponer la homogeneidad contra la heterogeneidad estructural que caracteriza a una y otra región. Cuando los estructuralistas usan concepto de heterogeneidad estructural, aluden principalmente a dos dimensiones, que son la de la “estructura productiva” y la “estructura social”. Brillan por su ausencia los factores vinculados a la moneda y las finanzas, que en el mejor de los casos reaparecen cubiertos de conceptos de la teoría ortodoxa a la hora de discutir los desequilibrios de las cuentas externas o del sector público<sup>26</sup>. Por lo tanto una adecuada consideración de las disparidades entre las distintas economías del globo, como la que los estructuralistas pretendían formular, debe reconsiderar el rol del dinero. Como subraya Vernengo (2004), las ausencias y confusiones en materia monetaria son fueron significativas que llevaron a pensadores del estructuralismo a ver únicamente en

---

<sup>26</sup> Para ser justos, existen un importante y creciente número de trabajos que han analizado las crisis financieras de la periferia desde la teoría Minsky (Ekinci y Erturk, 2004; Arestis y Glickman, 2002; Arza y Español, 2008; Cruz, Aman y Walter, 2005; Kregel, 1998a y 1998b; Palma 1998 y 2000; y Schroeder, 2002). Sin embargo, ninguno de estos trabajos aclarar su posición con respecto a la teoría estructuralista, ni explicita las razones por las cuales la crisis no se producen en los países centrales, o se producen mediante un patrón diferente.

el atraso tecnológico y en la segmentación del mercado de trabajo las barreras más importantes para sortear el subdesarrollo.

Nuestro argumento no implica que las disparidades en términos de su estructura productiva no tengan importancia, si no que la diferencia más significativa entre los países centrales y los países periféricos es la capacidad de los primeros de eludir con relativa facilidad la restricción externa, facilitándoles la aplicación de políticas macroeconómicas estabilizadores. Durante los episodios de crisis, los agentes buscan evitar las colocaciones financieras de mayor riesgo, exhiben una mayor preferencia por la liquidez y tienden a colocar una parte de sus excedentes financieras en activos seguros. La mayoría de las veces el centro está en condiciones de lidiar con este tipo de episodios, pues los activos seguros y la liquidez suelen ser aquellos cuya oferta el gobierno, mediante la tesorería y el banco central, puede controlar. Por lo tanto la capacidad de gastar y regular la tasa de interés no se ven atemperadas por el humor de los mercados financieros. El caso más resonante en la actualidad es de los Estados Unidos, donde la restricción externa y fiscal prácticamente no existe, ya que los déficits de ambos tipos se financian utilizando su propia moneda.

La periferia rara vez puede darse este tipo de lujos, pues ante iguales circunstancias, no está condiciones de ofertar activos seguros, a menos que haya acumulado un colchón de guerra para hacer frente a las épocas de vacas flacas. Esta posibilidad de ser keynesianos en los momentos críticos les permite a los países centrales sostener el crecimiento. Si la periferia contará con dicha posibilidades, las chances de implementar exitosamente políticas tecnológicas y productivas serían mucho mayores. Sin este tipo de barreras “financieras”, parece mucho más factible superar el subdesarrollo y el atraso.

La dualidad entre regiones del globo cuya moneda supera las fronteras territoriales y aquellas en las cuales la moneda apenas pueden sobrepasar las fronteras nacionales da lugar a que el concepto de fragilidad financiera se desdoble. Así como existe una diferencia entre una expansión puramente liderada por la acumulación de deuda privada y una expansión en la acumulación de deuda estatal opera para compensar los ciclos de la deuda privada en los países centrales, el contraste entre expansiones lideradas por el endeudamiento nacional (sea privado o público) y las expansiones lideradas por el “endeudamiento del sector externo” son cruciales a la hora de entender los procesos de crecimiento en la prefería del sistema. Mientras que en el centro los déficits fiscales permiten al resto de los sectores institucionales transformarse en unidades del tipo “hedge”, en la periferia el déficit fiscal, cuando está acompañado por la necesidad de obtener divisas, suele venir denominado en moneda extranjera, y se convierte fácilmente en un factor desestabilizador. Los grados de autonomía de la política monetaria y fiscal son bastante más reducidos cuando existen importantes problemas en el sector externo, debido a que estas políticas suelen subordinarse al objetivo de obtener divisas, y no al de estabilizar el producto o el nivel de precios.

Volviendo a la idea central de nuestro trabajo, compartimos la idea de Peter Dooley, Michael Garber y Folkerts-Landau, según la cual el esquema actual es sostenible. Además agregamos que bajo ciertas condiciones que analizaremos más adelante (básicamente, un Big Governmente y un Big Bank en los países del centro), los proceso de crecimiento ganarían en sustentabilidad, y por lo tanto la incorporación de países como la Argentina al papel de periferia mediante políticas industriales y macroeconómicas prodesarrollo es la mejor estrategia a seguir dado el contexto. Para entender mejor este punto, conviene que nos explayemos sobre las diferencias entre el centro y la periferia, a la luz de la teoría de Minsky.

#### *4.1.- La Fragilidad financiera periférica: del stop-and-go a los ciclos Frenkel-Neftci*

Durante los años dorados de Bretton Woods, la autarquía financiera solía caracterizar al sistema internacional. Los flujos de capitales eran escasos y predominaba el financiamiento otorgado por organismos multilaterales y gobiernos. En este marco, la dinámica cíclica de la periferia está marcada por la evolución del saldo de su cuenta corriente. La insuficiente capacidad exportadora, producto de los rasgos estructurales de estas economías, implicaba que al nivel de ingresos compatible con algún concepto de plena ocupación existía un desequilibrio en la cuenta corriente que era necesario cubrir con financiamiento externo o desacumulación de reservas.

Los ciclos clásicos de stop-and-go marcaban una evolución con ciertas regularidades en los ingresos, los salarios reales, el nivel general de precios, el tipo de cambio y las exportaciones netas. Cuando la economía crecía, las exportaciones respondían poco y nada, y por lo general se reducían debido a que parte se absorbía internamente. Las importaciones se disparaban como un cohete debido a que las políticas sustitutivas tendían a reforzar la natural ligazón entre el nivel de actividad interna y las compras externas. Los salarios y los precios comenzaban a subir, frutos de la revitalización de la puja distributiva y los cuellos de botella en industrias productoras de insumos clave. Debido a estos aumentos, el tipo de cambio solía atrasarse y las exportaciones descendían aún más. Tarde o temprano aparecía el déficit por cuenta corriente, las reservas se reducían y el escaso financiamiento externo (o los dólares del colchón) forzaban a las autoridades a devaluar.

Las bajas elasticidades precio del comercio exterior provocaban que las subas del tipo de cambio de nominal fueran contractivas, ya que comúnmente reducían el salario real y la absorción interna (Díaz Alejandro, 1963). Además la devaluación redistribuía ingresos de forma regresiva, y para colmo tendía a alimentar las presiones inflacionarias (Diamand, 1979). Si los sindicatos se mostraban incapaces de ofrecer “resistencia salarial”, la contracción cobraba suficiente fuerza, se liberaban saldos exportables y caían las importaciones. El déficit corriente desaparecía y el ciclo se reiniciaba.

En cuanto a los aspectos monetarios, cabe destacar que los ciclos clásicos de stop-and-go se desenvuelven en un marco caracterizado por sistemas financieros reprimidos, en los que predominan controles sobre los flujos de capitales, tasas de interés administradas y todo tipo de regulaciones sobre las transacciones financieras tanto internas como externas. Aunque es imposible eliminar completamente los problemas financieros, el poco desarrollo de las finanzas (tanto nacionales como internacionales) limitaba seriamente la posibilidad de obtener crédito, incrementando naturalmente el peso de los fondos propios en el financiamiento total. Esto tendía lógicamente a acotar el grado de fragilidad financiera, pues implicaba una mayor proporción de agentes con posiciones “hedge”. Por otra parte, la mayor presencia del Estado a la hora de decidir el destino del crédito, permitía reestructurar las condiciones de repago con relativa facilidad, aunque al costo de generar problemas de solvencia para las instituciones financieras oficiales, incrementos en la deuda pública y el riesgo de una pobre asignación de los recursos oficiales.

El stop-and-go implicaba un bajo grado de exposición al riesgo financiero: represión con bajo grado de intermediación. Las crisis eran principalmente crisis del balance comercial. Con la apertura y desregulación el funcionamiento del sistema se modifica notablemente, y los cambios en las finanzas internacionales expandieron el financiamiento privado. En el plano teórico, cobró fuerza la tesis de McKinnon (1973) y Shaw (1973), según la cual un sistema financiero desregulado asigna más eficientemente los recursos, eleva el ahorro y la inversión y promueve el crecimiento y

el desarrollo. Dicha tesis estuvo lejos de verificarse en la práctica (Gemetch y Struthers, 2003), presumiblemente porque la liberalización incremento el grado de fragilidad financiera y elevo el costo del crédito, reduciendo los ingresos y por ende el ahorro y la inversión. En los casos típicos, como lo fueron las experiencias del Cono sur de los años 70s (Argentina, Uruguay y Chile), las reformas estructurales de los años 90s y las crisis del Sudeste de Asia, donde se aplicó la receta de la liberalización, el resultado fue una mayor volatilidad, que es propia de los mercados financieros. Se produjo una fuerte suba en el grado de fragilidad financiera que tendió a elevar el costo del crédito induciendo, además de una mayor procíclicidad que la verificada durante los ciclos de stop-and-go, un sesgo deflacionista de carácter permanente.

Otros experimentos obtuvieron resultados ambiguos, dependiendo del mix de políticas y las condiciones particulares de cada país. Por ejemplo México y Brasil inicialmente no liberalizaron completamente su sistema financiero, aunque acumularon muchísima deuda y sucumbieron ante el shock de tasas implementado por Volcker. Colombia y Chile lograron estabilizar el bote en medio de la tormenta y crecer a ritmos razonables, gracias a los controles de capitales. Finalmente, países como China e India han aplicado estrategias de liberalización gradual que les permitió obtener tasas de crecimiento elevadas.

Si bien los episodios de crisis no responden a una taxonomía única, de la misma forma en los ciclos clásicos del stop and go tampoco eran 100% fieles a todas las experiencias, una excelente tipificación de la dinámica de las economías liberalizadas fue ofrecida por Frenkel y Nefcti. Un “ciclo Frenkel-Nefcti” opera de la siguiente forma (Taylor, 1998). Una vez que se han abierto la cuenta capital y se ha liberalizado el sistema financiero, la tasa de ganancia financiera (y la real) de un país comienza a tornarlo atractivo para los flujos internacionales de capital. Por otra parte estas políticas se aplicaron, en general, dentro de un gran paquete de reforma estructural, los que usualmente han pretendido de forma explícita ganar la confianza y garantizar los derechos de propiedad para los inversores, y atraer así capitales extranjeros. Los llamados factores de empuje (una baja en la tasa internacional) originados en los países centrales hacen el resto. Como el tipo de cambio solía estar inicialmente fijo<sup>27</sup> para reducir la inflación, los vestigios de inflación inercial más algunas presiones inflacionarias generados los ingresos de “fondos calientes” producen una apreciación del tipo de cambio real, que junto con la apertura comercial y los pagos de interés, tienden a deteriorar el saldo de la cuenta corriente. Con el tiempo la deuda externa comienza a acumularse<sup>28</sup>, y aunque las reservas del Banco Central pueden haberse incrementando, el grado de fragilidad financiera de la economía la torna altamente inestable. Tarde o temprano un *shock* internacional (una caída en los términos del intercambio, una suba de tasas, etc.) o la propia dinámica interna generar una fuga masiva de los activos locales que fuerzan una brusca suba de tasas y una devaluación, destruyendo la economía real.

En resumidas cuentas, el problema de la periferia fue, es y será es su incapacidad de resolver los cuellos de botella del sector externo, problema que inhibe la aplicación de políticas macroeconómicas pro-desarrollo. Es significativo que aquellos países que han logrado contener el grado de fragilidad fingiera enfrentaron menores dificultades en el

---

<sup>27</sup> Con un tipo de cambio semi-fijo o flexible, los masivos flujos de capitales fuertes presiones a la apreciación real que si no se combaten generan problemas de todas formas. El caso de Brasil (1994-1999) evidencia que la esterilización de los inlfujos no basta (Palma, 2000). La experiencia de Colombia y Chile muestra, por el contrario, que los controles de capitales son la mejor herramienta para hacerle frente al “dinero caliente” (Ocampo, 2005), aunque su aplicación van en contra de las hipótesis iniciales de las que parten Frenkel y Nefcti.

<sup>28</sup> Por lo general, dicha deuda estaba denominada en moneda extranjera, lo que la literatura ortodoxa denomina como “pecado original” (Eicheengreen y Hausmann, op. cit.).

frente externo, y por lo tanto una *performance* en términos de crecimiento e inflación bastante más satisfactoria que aquellos que no.

### 3.2.- *La Fragilidad financiera en el centro*

A diferencia de lo que ocurre en la periferia del sistema, las restricciones financieras de los países del centro son más bien laxas. Si bien la dinámica de la deuda del sector privado puede dar origen a las dinámicas analizadas por Minsky, lo mismo no puede afirmarse de los Estados. Como en general los países centrales pueden emitir deuda externa en su propia moneda, su sector externo es mucho más robusto. Esta diferencia implica que pueden enfrentarse a los procesos de deflación de deuda con más y mejores armas que los países periféricos. Una buena muestra de las asimetrías existentes se expresan en las recomendaciones clásicas del Fondo Monetario Internacional: ajuste fiscal y suba de tasas para la periferia, expansión fiscal y reducción de tasas para el centro.

Aunque parezca extraño, esta asimetría rara vez es explorada. En lugar de un juicio balanceado sobre las razones por las cuales algunas regiones del globo tienen la capacidad de practicar el keynesianismo, una buena parte de la teoría económica se limita a observar que los países centrales son más “confiables” y/o tienen “mayor credibilidad”.

En el caso de Estados Unidos, podemos afirmar que las restricciones de su Estado para aplicar políticas contracíclicas, en comparación con los restantes, son prácticamente inexistentes; en todo caso, estas restricciones existen pero son de carácter interno. La respuesta de los Estados Unidos ante una recesión es elocuente: un rápido recorte de tasas acompañado por una suba del gasto público. Lo que es más “sorprendente” es la reacción de los mercados, que en lugar de apostar contra la moneda norteamericana suelen demandar activos en dólares a mansalva.

Nada de esto sería comprensible si obviamos el rol que ocupa el dólar en las finanzas internacionales. Desde que Estados Unidos rompió con el acuerdo de Bretton Woods, el lugar central de su moneda dentro del sistema financiero internacional se ha visto reforzado, y ya no quedan dudas de que su moneda es hoy por hoy el dinero mundial. El dólar opera actualmente como unidad de cuenta, medio de compra y pago, y reserva de valor, sin necesidad de ningún tipo de anclaje “real”; precisamente por este motivo, la Reserva Federal cuenta con el poder de regular las tasas de interés y el Estado norteamericano está en condiciones de financiar sus déficits sin solicitar la opinión de los mercados internacionales.

Los hechos hablan por sí mismos: a pesar de que la FED sigue bajando la tasa ante el colapso financiero, la economía real se encuentra empantanada en una recesión y los déficits corrientes y fiscales se mantienen elevados, el dólar sigue reforzándose.

El punto es, nuevamente, que la restricción presupuestaria del gobierno norteamericano se cumple *ex-post*, ya que todo déficit queda cubierto siempre o con deuda, o con impuestos o con emisión, pero la forma que adquiere dicha cobertura no depende directamente de quien administra la política fiscal, sino que es una decisión de portafolio del sector privado. El Tesoro norteamericano, por más intereses que tenga que pagar y por menos impuestos que tenga que cobrar o deuda que emitir, nunca puede quebrar. Algo similar puede afirmarse cuando observamos las finanzas de la nación como un todo: debido a las prerrogativas con las que cuentan sus instituciones de gobierno, siempre existe la posibilidad de velar por la solvencia de las instituciones privadas. Por lo tanto, las categorías *minskyanas* no se le pueden aplicar de forma directa.

En términos prácticos el gobierno de los Estados Unidos mantiene cuentas para realizar y recibir pagos en los Bancos de las Reservas Estatales, denominadas TGA (Treasury General Account). Un movimiento de fondos hacia (desde) dichas cuentas implica que las reservas bancarias han disminuido (aumentando). En general los movimientos de estas cuentas son los más volátiles y los más difíciles de predecir, dificultando la operatoria de la FED. Por este motivo, el Tesoro mantiene cuentas en bancos privados, denominadas TT&L (Treasury Tax and Loan), hacia las que moviliza fondos desde sus cuentas en los Bancos de Reserva, para evitar la volatilidad en las tasas de corto (Fullwiler, 2006). Cuando el Estado norteamericano gasta, la liquidez del sistema financiero aumenta, pues se transfieren fondos desde las cuentas en los Bancos de Reserva hacia los portafolios de los bancos privados. Dada una determinada tasa objetivo, o bien los propios bancos salen a cancelar deuda (por ejemplo, redescuentos) o demanda activos remunerados que la autoridad monetaria o el Tesoro (mediante sus TT&L) deberá ofrecer. Consecuentemente, en qué proporciones el déficit es financiado con deuda o con emisión es una decisión de portafolio del sector privado, regulada indirectamente por la tasa de corto fijada por la FED.

Consideremos la cuestión externa, pues parte del gasto se filtra al exterior bajo la forma de mayores importaciones. Hacia como el déficit fiscal no debe ser “previamente financiado”, la existencia del déficit por cuenta corriente norteamericano tampoco requiere de ningún “financiamiento”, en la medida en que los exportadores acepten los dólares o los ofertan en sus respectivas plazas locales y son los Bancos Centrales del resto mundo los que última instancia se encargan de adquirirlos. En ambos caso nadie le extiende préstamos; los agentes norteamericanos gastan primero y el ahorro surge como resultado de estas decisiones de consumo e inversión. La posterior compra de títulos de deuda del gobierno norteamericano de mayores plazos, un fenómeno bastante común entre los bancos centrales asiáticos y que forma parte del reciclaje de los dólares, implica un mero canje de activos; la no existencia de estas compras no “cuestionaría” la aceptación del dólar a nivel internacional.

Estados Unidos puede impulsar políticas keynesianas tradicionales atendiendo objetivos internos casi sin reparar en el nivel del déficit fiscal y por cuenta corriente. La profundidad de su sistema financiero a lo largo y ancho del globo hacen que toda creación de dólares, que se produce cuando el Estado gasta (y se destruyen cuando se cobran impuestos), ocurra sin la necesidad de preguntar a sus tenedores si desean o no más moneda norteamericana en sus portafolios. Por el contrario, cuando los dólares se filtran hacia el extranjero, Bancos Centrales de todo el mundo intervienen desesperadamente para sostener la cotización de la moneda norteamericana. El proceso de financiamiento de los déficits norteamericanos difícilmente pueda ser descrito como aquel en el cual el resto del mundo financia con su propio ahorro el gasto de los Estados Unidos. La decisión de ahorrar es simplemente una decisión de abstenerse de gastar que no puede materializarse de no existir un correspondiente gasto en inversión. En este caso, los ahorros mundiales se plasman en activos financieros norteamericanos, por lo que es más natural sostener que es el gasto de los Estados Unidos el que genera el ahorro, creando al mismo tiempo el vehículo financiero por el cual estos se canalizan. Contraída la demanda privada por la explosión de la burbuja inmobiliaria, un gobierno norteamericano “grande” a lo Minsky es una buena forma de estabilizar la demanda global y proveer la liquidez a un sistema financiero basado en el dólar.

### 3.3.- De Bancos Centrales periféricos poderosos

Si bien en la práctica todo Banco Central dispone de su capacidad para determinar las tasas que rigen en una economía, el grueso de los países periféricos que han liberalizado por completo su sistema financiero y su cuenta capital testean permanentemente la viabilidad de sus políticas internas ante el inestable humor de los mercados. En la práctica esto reduce los márgenes de maniobra para emplear la política fiscal, pues el monto de deuda “tolerado” por los mercados financieros tiene cotas que es mejor no explorar y el nivel de las tasas debe ser suficiente como para compensar a los inversores por las “molestias” de invertir en activos que usualmente son más riesgosos.

Aunque en comparación con la FED y el Tesoro Norteamericano, las instituciones de la periferia son débiles, ya que aún en un contexto de libre movilidad de capitales los especuladores son incapaces de sabotear las políticas norteamericanas, bajo ciertas circunstancias los Estados atrasados tienen mayores grados de autonomía. Existe un importante paralelismo entre la reciente experiencia de los países superavitarios con diversas políticas “heterodoxas”, como el tipo de cambio alto, la acumulación de reservas y la aplicación de controles de capitales, que nos permite entender el poder de la FED y el fisco norteamericano. En aquellas experiencias que evitaron las políticas de liberalización y apertura se observa que el grado de fragilidad financiera suele ser mucho menor. Consecuentemente la economía está menos expuesta a shocks y existe un mayor margen para realizar políticas contracíclicas. Tanto en algunas experiencias con controles de capitales pero sin superávit por cuenta corriente (Colombia, Chile e India) como en aquellos en donde el signo de este componente del balance de pagos es positivo, suele existir una sobreabundancia de moneda extranjera, cuyo correlato es un exceso de demanda por activos emitidos en la plaza local, que en su mayoría están denominados en moneda nacional. Como ha quedado bien demostrado, estas circunstancias permiten convertir a un desprestigiado Banco Central en una “mini-FED” con capacidad de atender simultáneamente el nivel de las tasas de interés y el tipo de cambio (Frenkel y Taylor, 2006).

Un punto muy importante es que la capacidad de un Banco Central de regular las tasas de interés en un contexto de libre movilidad de capitales no se ve reducida por el hecho de perseguir objetivos cambiarios. En base al trilemma de la imposibilidad se ha argumentado que dicha regulación es imposible. Sin embargo, existe una importante fuente de confusión, que brota de no distinguir entre libre movilidad de capital y perfecta sustituibilidad entre activos financieros. En la práctica quienes sostienen la validez del trilemma razonan como si la oferta de capitales extranjeros fuese perfectamente elástica, asumiendo simultáneamente la inexistencia de controles de capitales y la perfecta sustituibilidad bruta entre activos externos e internos. Pero si los activos son imperfectos sustitutos, existirá un diferencial entre la tasa doméstica y la internacional, que dependerá (entre otras cosas) del nivel de endeudamiento local. Toda vez que los inversores movilen sus fondos hacia o desde una economía en donde el Banco Central altere la tasa, la existencia de riesgos inhibirá la toma de deudas con el fin de continuar la especulación contra o a favor de la moneda local.

Es decir, que en la medida en que las políticas de preservación del superávit corriente y la acumulación de reservas se sostengan, las posibilidades del Banco Central de regular la tasa de interés se mantendrá elevadas, permitiendo la colocación de deuda pública en condiciones crediticias favorables.

En estos contextos es posible mantener reducido el grado de fragilidad financiera de la economía, y aplicar políticas para compensar el ciclo de la deuda del sector privado. El origen del poder de los Bancos Centrales en estos contextos tiene un correlato directo



con el de la Reserva Federal, y proviene del alejamiento de la restricción externa; aunque la principal diferencia es que como Estados Unidos imprime el dinero mundial, es como si dicha restricción nunca existiera. Aquellas políticas tendientes a evitar el excesivo endeudamiento en moneda extranjera y a plazos breves, así como aquellas que tienden a preservar la capacidad de regular las tasas eludiendo la opinión de los mercados, hacen a los Bancos Centrales periféricos lo más parecido posible a la FED.

## **5.- Conclusiones. El sistema necesita más déficits norteamericanos**

En el presente trabajo argumentamos que la teoría de Minsky puede complementar el esquema prebischiano centro-periferia, incorporando los aspectos financieros del problema. Incorporando el enfoque de las finanzas funcionales y la teoría Cartalista del dinero, sugerimos que la deuda de los Estados se encuentra en la pirámide del sistema monetario, y que por lo tanto su naturaleza es diferente a la de la deuda privada y debe ser empleada para estabilizar un inherentemente inestable sistema económico.

El gobierno norteamericano goza de dicho privilegio estabilizador a escala planetaria: el dólar es la pirámide sobre la que se erigen las obligaciones financieras en el mundo entero, pues existe también una jerarquía entre las deudas de los distintos Estados. En consecuencia, Estados Unidos no enfrenta problemas en el frente externo, regula la tasa de interés global y es prácticamente el único país que se encuentra en condiciones de liderar un proceso expansivo sobre la base del endeudamiento estatal, sin incrementar el grado de fragilidad financiera. Puede por lo tanto, hacer frente a las burbujas financieras del sector privado interviniendo de forma activa en la regulación de los mercados financieros, permitiendo que la Reserva Federal opere como prestamista de última instancia y aplicando políticas fiscales expansivas.

Los países de la periferia, por su parte, deben conformarse por generar dinámicas en donde el endeudamiento externo y estatal se mantiene controlado. En este marco no sólo es indispensable promover los superávits por cuenta corriente mediante políticas industriales y macroeconómicas pro-exportadores y sustituidoras de importaciones, si no que es indispensable regular los flujos de capitales mediante controles.

Si bien pueden existir potenciales soluciones coordinadas que superen el resultado de la aplicación de políticas nacionales de forma unilateral, lo cierto es que en el actual contexto existe cierta sinergia entre la capacidad del centro de reinflar la economía y las necesidades periféricas de sostener posiciones financieramente robustas. Por otra parte no existen salidas evidentes que impliquen “reemplazar” al dólar, pues no existe actualmente ni el “cómo” ni el “con qué” reemplazarlo.

## Bibliografía

- Arestis, P. y Glickman, M. (2002): “Financial crisis in Southeast Asia: dispelling the illusion the Minskyan way”, *Cambridge Journal of Economics*, Vol. 26, pp. 237-260.
- Arza, V. y Español, P. (2008): “*Les Liassons dangereuses*: a Minskyan approach to the relation of credit and investment in Argentina during 1990s”, *Cambridge Journal of Economics*, 32, pp. 739-759, April.
- Bernanke, B., Gertler, M. y Gilchrist, S. (1998): “The Financial Accelerator in a Quantitive Business Cycle Framework”, NBER Working Paper 6455, Mar.
- Blinder, A. (1997): *El Banco Central: Teoría y en la Práctica*, Antoni Bosch Editor.
- Bloomfield, A. (1959): *Monetary policy under the international gold standart, 1880-1914*. NY: Federal Reserve Bank of New York
- Brender, A. y Pisani, F. (2009): *Globalised finance and its collapse*, Dexia.
- Chinn, M. (2005): “Still doomed to deficits: an update on US trade elasticities”, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA, May 28, accessed at [www.uofaweb.ualberta.ca/economics/pdfs/Econ422B1 & 522B1-W07-Smith C-Chinn-Still-doomed-2005.pdf](http://www.uofaweb.ualberta.ca/economics/pdfs/Econ422B1 & 522B1-W07-Smith C-Chinn-Still-doomed-2005.pdf).
- Congressional Budget Office (2005): “Long-Term Economic Effects of Chronically Large Federal Deficits”, *CBO Economic and Budget Issue Brief*, October.
- Cruz, M., Amman, E. y Walters, B. (2005): “Expectations, the business cycle and the Mexican peso crisis”, *Cambridge Journal of Economics*, Vol. 30, pp. 701-722, Dec.
- Diamand, M. (1988): “La estructura productiva desequilibrada y la doble brecha”, Instituto Torcuato Di Tella, Centro de Investigaciones Económicas, Octubre.
- Díaz Alejandro, C. (1963): “A note on the impact of a devaluation and the redistributive effect”, *Journal of Political Economy*, No. 71, Vol. 6, pp. 577-580.
- Dooley, M., Folkerts-Landau, D. y Garber, P. (2003): “An Essay on the Revived Bretton Woods System”, NBER Working Paper N° 9971, September.
- Dooley, M., Folkerts-Landau, D. y Garber, P. (2004a): “The Revived Bretton Woods System: the Effects of Periphery Intervention and Reserve Management on Interest Rates and Exchange Rates in Center Countries”, NBER Working Paper N° 10332, March.
- Dooley, M., Folkerts-Landau, D. y Garber, P. (2004b): “The US Current Account Deficit and Economic Development: Collateral for a Total Return Swap”, NBER Working Paper N° 10727, August.
- Dooley, M., Folkerts-Landau, D. y Garber, P. (2009): “Bretton Woods II Still Defines the International Monetary System”, Deutsche Bank Special Report, February.
- Eichengreen, B. (1996): *La Globalización del Capital. Historia del Sistema Monetario Internacional*, Antoni Bosch Editor.
- Eichengreen, B. (1998): “The Euro as a Reserve Currency”, *The Journal of Japanese and International Economics*, December.
- Eichengreen, B. (2004): “Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods”, NBER Working Paper N° 10497
- Eichengreen, B. y Flandreau, M. (2008): “The Rise and Fall of the Dollar, or When did the Dollar Replace Sterling as the Leading Reserve Currency?”, paper prepared for the conference in honor of Peter Temin, Cambridge, May 9<sup>th</sup>.
- Eichengreen, B. y Hausmann, R. (1999): “Exchange Rates and Financial Fragility”, NBER Working Paper 7418.
- Eichengreen, B. y Mathienson, D. (2000): “The Currency Composition of Foreign Exchange Reserves: Retrospect and Prospect”, paper prepared for the UNU/WIDER Conference on the Future of the International Monetary and Financial System, Helsinki, 11-12 November 1999.
- Ekinci, N. y Erturk, K. (2004): “Turkish Currency of 2000-1 Crisis, Revisited”, CEPA Working Paper 2004-01, January.

- Forstater, M. (1999): “Functional Finance and Full Employment: Lessons from Lerner Today?”, The Jerome Levy Economics Institute, Working Paper N° 272.
- Forstater, M. (2004): “Tax-Driven Money: Additional Evidence from the History of Economic Thought, Economic History, and Economic Policy”, CFEPS Working Paper No 35, August.
- Frenkel, R. y Taylor, L. (2006): “Real Exchange Rate, Monetary Policy, and Employment”, DESA Working Paper No 19, United Nations, New York, February.
- Frenkel, R. (2007): “La sostenibilidad de la política de esterilización monetaria”, *Revista de la CEPAL*, No. 93, Diciembre.
- Fullwiler, M. (2006): “Interest Rates and Fiscal Sustainability”, Center for Full-Employment and Price Stability, Working Paper No. 53, July.
- Gale, W. y Orszag, P. (2004): “Budget Deficits, National Saving, and Interest Rates.” *Brookings Papers on Economic Activity* 2: 101-211.
- Gemech, F., y Struthers, J. (2003): “The Mckinnon-Shaw Hypothesis: Thirty Tears on: A review of Recent Developments in Financial Liberalization Theory”, University of Paisley, Paper presented at Development Studies Association (DSA) Annual Conference on “Globalization and Development”, Glasgow, Scotland, September.
- Goodhart, C. (1998): “The two concepts of money: implications for the analysis of optimal currency areas”, *European Journal of Political Economy*, Vol. 14, pp. 407-432.
- Helleiner, R. (1995): “Explaining the Globalization of Financial Markets: bringing States back in”, *Review of International Political Economy*, Vol. 2, No. 2, pp. 315-341, Spring.
- Hicks, J. (1974): *The Crisis in Keynesian Economics*, Basic Books.
- Houthakker, H., y Magee, P. (1969): “Income and price elasticities in world trade”, *Review of Economics and Statistics*, Vol. 51, pp. 111–23.
- Ihrig, J., Marazzi, M. y Rothenberger, A. (2006): “Exchange-Rate-Pass-Through in G-7 Countries”, International Finance Discussion Papers Number 851, Board of Governors of the Federal Reserve System, January.
- Iley, R. y Lewis, M. (2007): *Untangling the US Trade Deficit: Evaluating Causes, Cures and Global Imbalances*, MPG Books.
- Kaldor, N. (1955-56): “Alternative Theories of Distribution”, *The Review of Economic Studies*, Vol. 23, No. 2, pp. 83-100,
- Kaldor, N. (1982): *The Scourge of Monetarism. The Radcliffe Lectures*, Oxford University Press.
- Kalecki, M. (1937): “The Principle of Increasing Risk”, *Economica*, Vol. 4, No. 16, pp. 440-447, Nov.
- Kalecki, M. (1942): “A Theory of Profits”, *The Economic Journal*, Vol. 52, pp. 258-267, Jun-Sep.
- Kalecki, M. (1977): *Ensayos Escogidos sobre Dinámica de la Economía Capitalistas*, Fondo de Cultura Económica.
- Keynes, J. (1930): *A Treatise on Money*, II. Tomos, Macmillan, London.
- Kindelberger, C. (1973): *The World in Depression 1929-1939*, Berkeley, University of California Press.
- Knapp, G. (1905): *The State Theory of Money*, London, Macmillan, 1924 (translation of the 4<sup>th</sup> German ed.).
- Kregel, I. (1998a): “Yes, “It” Did Happen Again”- A Minsky Crisis Happened in Asia”, The Jerome Levy Economic Institute Working Paper No. 234, April.
- Kregel, I. (1998b): East Asia is not Mexico: The Difference between Balance of Payment Crises and Debt Deflations”, The Jerome Levy Economic Institute Working Paper No. 235, May.
- Kregel, J. (1996): “Riscos e Implicações da Globalização Financeira para a Autonomia das Políticas Nacionais”em *Economia e Sociedade*, 7, dez.

- Kregel, I. (2008): “Financial Flows and International Imbalances—The Role of Catching up by Late Industrializing Developing Countries”, The Jerome Levy Working Paper N° 528, February.
- Krugman, P. (1979): “A model of balance-of-payments crises”, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 11, pp. 311-25.
- Lavoie, M. (1996): “Horizontalism, Structuralism, Liquidity Preference and the Principle of Increasing Risk”, *Scottish Journal of Political Economy*, Vol. 43, No. 3, pp. 275-300, August.
- Lavoie, M. (1997): “Loanable Funds, Endogenous Money and Minsky’s Financial Fragility Hypothesis”, en Cohen, A., Hagemann, H. y Smithin, J. (eds.) *Money, Financial Institutions and Macroeconomics*, Kluwer Academic Publisher.
- Lavoie, M. (2000): “The Reflux Mechanism in the Open Economy”, en Rochon, L. P. y Vernengo, M. (eds.), *Credit, Effective Demand and the Open Economy: Essays in the Horizontalist Tradition*, Edward Elgar.
- Lavoie, M. (2005): “Monetary Base Endogeneity and the New Procedures of the Asset-Based Canadian and American Monetary System”, *The Journal of Postkeynesian Economics*, Vol. 27, No 4, July.
- Lavoie, M. y Goodley, W. (2007): “A simple model of three economies with two currencies: the eurozone and the USA”, *Cambridge Journal of Economics*, Vol. 31, No. 1, pp. 1-23, June.
- Lerner, A. (1947): “Money as a Creature of the State”, *American Economic Review*, Vol 37, No 2, Papers and Proceedings of the Fifty-ninth Annual Meeting of the American Economic Association, May, pp. 312-317.
- Marazzi, M., Sheets, N., Vigfusson, R. (2005): “Exchange Rate Pass-Through to U.S. Import Prices: Some New Evidence”, International Finance Discussion Papers Number 833, Board of Governors of the Federal Reserve System, April.
- McKinnon, R (2009): U.S. Current Account Deficit and the Dollar Standard’s Sustainability: A Monetary Approach, en Helleiner, R. y Kirshner, J. (eds.), *The Future of the Dollar*, Cornell University Press.
- McKinnon, R. (1973): *Money and Capital in Economic Development*, Washington D.C. Brookings Institutions.
- McKinnon, R. (1993): “The Rules of the Game: International Money in Historical Perspective”, *The Journal of Economic Literature*, Vol. 31, No. 1, pp. 1-44, Mar.
- McKinnon, R. (2000): “The International Dollar Standard and Sustainability of the U.S. Current Account Deficit”, Brookings Panel on Economic Activity: Symposium on the U.S. Current Account, March 29 and 30, Falk Auditorium.
- McKinnon, R. y Schnabl, G. (2006): “The Impact of China’s Appreciating Exchange Rate on Interest Rate and Wages: Japan Déjà Vu?”, mimeo.
- Medeiros, C. y Serrano, F. (1999): “Padrões Monetários Internacionais e Crecimiento”, en Fiori, J. (ed.), *Estados e Moedas*, Ed. Vozes.
- Minsky, H. (1992): “The Financial Instability Hypothesis”, The Jerome Levy Economic Institute Working Paper N°74, May.
- Minsky, H. (2008): *John Maynard Keynes*, Mc Graw Hill.
- Minsky, H. y Ferri, P. (1991): “Market Processes and Thwarting Systems”, The Jerome Levy Economic Institute Working Paper N°64, Nov.
- Moore, B. (1988): *Horizontalist and Verticalist: The Macroeconomics of Credit Money*, Cambridge University Press.
- Mosler, W. y Forstater, M. (2004): “The Natural Rate of Interest is Zero”, Center for Full Employment and Price Stability, Working Paper N° 37, December.
- Nurkse, R. (1994): *International currency experience*. Geneva, League of the Nations.
- Obstfeld, M. (1982): “Can We Sterilize? Theory and Evidence”, *American Economic Review*, Vol. 72, No. 2, pp. 45-50, May.

- Obstfeld, M. and K. Rogoff (2004): “The Unsustainable US Current Account Revisited”, NBER Working Paper 10869.
- Ocampo, J. (2005): “A Broad View of Macroeconomic Stability”, DESA Working Paper No. 1, Oct.
- Palma, G. (1998): “Three and half cycles of “manias, panics and [asymmetric] crash”: East Asia and Latin America compared”, *Cambridge Journal of Economics*, No. 22, pp. 789-808.
- Palma, G. (2000): “The Three Routes to Financial Crisis: The Need for Capital Controls”, CEPA Working Paper Series III, Working Paper No. 18, November.
- Rodrik, D. (2006): “The Social Cost of Foreign Exchange Reserves”, *International Economic Journal*, No. 2, Vol. 3, pp. 253-266, Sep.
- Schroeder, S. (2002): “A Minskyan Analysis of Financial Crisis in Developing Countries”, CEPA Working Paper 2002-09, August.
- Serrano, F. (2003): “From Static Gold to the Floating Dollar”, *Contributions to Political Economy*, Vol. 22, pp. 87-102, November.
- Shaw, E. (1973): *Financial Deepening in Economic Development*, Oxford University Press, New York.
- Solomon, R. (1979): *O Sistema Monetario Internacional 1945-1976*, Zahar Editores.
- Taylor, L. (1998): “Lax Public Sector, Desestabilizing Private Sector: Origins of Capital Markets Crisis”, CEPA Working Paper Series III, Working Paper N° 6, July.
- Terzi, A. (2007): “Fiscal Deficits in the U.S. and Europe: Revisiting the Link with Interest Rates”, SCEPA Working Paper 2007-4.
- Triffin, R. (1960): *Gold and the Dollar Crisis*, Yale.
- Vernengo, M. (2004): “Technology, Finance and Dependency: Latin American Radical Political Economy in Retrospect”, University of Utah Working Paper No 6.
- Wicksell, K. (1907): “The Influence of the Interest Rate on Prices”, *The Economic Journal*, Vol. 27, No, pp. 213-220.
- Wicksell, K. (1936)[1898]: *Interest and Prices*, McMillan and Co, London.
- Woodford, M. (2000): “Monetary Policy in a World without Money”, NBER Working Papers No 7853, August.
- Wray, R. (2004): “When Interest Rates are Exogenous?”, CFEPs Working Paper No 30, January.
- Wray, R. (2005): “Flexible Exchange Rates, Fed Behavior, and Demand Constrained Growth in the USA”, CFEPs Working Paper No 48, September.
- Wray, R. (2006): “Extending Minsky’s Classifications of Fragility to Government and the Open Economy”, The Levy Economics Institute, Working Paper N° 450, May.
- Wray, R. (2007): “Fixed and Flexible Exchange Rates and Currency Sovereignty”, The Levy Economics Institute, Working Paper N° 489, January.