



asociación de economía para
el desarrollo de la argentina

IV CONGRESO ANUAL

**“El desafío del desarrollo para la Argentina en un
contexto mundial incierto”**

15, 16 y 17 de agosto 2012

Trabajo: Finanzas funcionales, bancos centrales e inflación en
Argentina

Autores: Fabián Amico (investigador del Cefid-Ar)



asociación de economía para
el desarrollo de la argentina

Finanzas funcionales, bancos centrales e inflación en Argentina

Fabián Amico¹

"Los argumentos (de Lerner) son impecables, pero dios ayude a quien sea que trate de explicarlos al hombre común en esta etapa de la evolución de nuestras ideas" (carta de Keynes a Meade, 1 de Abril de 1943).

"La impresión de dinero no es un instrumento de política. Es sólo un *siervo* de estas políticas, al igual que la papelería utilizada en las distintas oficinas del gobierno" (Lerner, 1944, 312-14).

1. Introducción

Recientemente, el gobierno argentino ha cambiado radicalmente el mandato del banco central (BC). Además de la (exclusiva) meta de inflación, el BC tiene ahora un objetivo explícito de empleo y desarrollo. La reforma también amplía significativamente las posibilidades de financiamiento del BC al gobierno. Muchos economistas advirtieron que la reforma de la carta orgánica del BC, al permitir una mayor "monetización" del déficit fiscal, podía generar un

¹ Investigador del Cefid-Ar.



asociación de economía para
el desarrollo de la argentina

agravamiento del proceso inflacionario. El argumento de estos economistas es que el canal de la monetización de los déficits presupuestarios llevó al país a la hiperinflación 1989-1990.

Con base en el enfoque de las finanzas funcionales, este trabajo discute críticamente el papel de BC y del déficit presupuestario en la hiperinflación de la Argentina hacia fines de los años 80. También argumenta sobre el papel clave de la restricción de balanza de pagos y del conflicto distributivo en la inflación de la Argentina, tanto para explicar la hiperinflación de los 80, como la baja inflación del modelo de convertibilidad y el resurgimiento de la inflación en los años 2000.

El trabajo argumenta que la “monetización del déficit” en un país en desarrollo (como Argentina) no puede producir aceleración de la inflación, a menos que el déficit presupuestario y la política fiscal induzcan un fuerte proceso de crecimiento que derive en una crisis de balanza de pagos y una gran devaluación. O, incluso antes de la crisis externa, que la reducción del desempleo conduzca a una espiral de precios y salarios, y a la aceleración aguda de la inflación.

No obstante, el trabajo sostiene que el BC puede desempeñar un papel importante en el control de la inflación en el largo plazo. Si la causa principal de la inflación han sido las crisis de balanza de pagos, entonces la estabilidad de precios requiere una solución estructural para las crisis externas. Esto plantea un requisito adicional al enfoque de las finanzas funcionales, tal como fuera formulado originalmente por Abba Lerner en los años cuarenta. Tal enfoque rechazaba la política de “finanzas sanas”, que pregona la necesidad del equilibrio presupuestario como principio, a favor de un planteo que se focaliza en el modo en que la política fiscal (sea deficitaria o no) funciona en términos del conjunto de la economía y de su nivel de empleo. El planteo se concentra en el nivel de demanda global y en el objetivo del “pleno empleo”, a través del manejo del nivel de impuestos y gastos del gobierno.

En países en desarrollo, como fuertes desequilibrios estructurales, no basta con este principio básico de las finanzas funcionales: no sólo se debe buscar la reducción del desempleo mediante el manejo de la política fiscal, sino que deben generarse las condiciones para que esa reducción del desempleo sea factible en el largo plazo desde el punto de vista de la restricción externa. En suma, la aplicación del enfoque de finanzas funcionales al caso de una



asociación de economía para
el desarrollo de la argentina

economía en desarrollo requiere de la complementación con instrumentos adicionales.

En el contexto argentino, el BC puede convertirse en el agente financiero del gobierno, cooperando en la difícil tarea de inducir los cambios estructurales (sustitución de importaciones, inversión en infraestructura, diversificación de las exportaciones, etc). Con la remoción de la restricción externa al crecimiento, el BC tendrá el poder para fijar el nivel del tipo de cambio y controlar el mercado cambiario, poniendo en caja uno de los principales factores inflacionarios de las últimas décadas en Argentina (lo que Diamand llamó “inflación cambiaria”). Este enfoque, junto con las políticas de ingreso destinadas a administrar el conflicto entre precios y salarios, debería sustituir a la política antiinflacionaria tradicional, basada en políticas monetarias y fiscales contractivas y de aumento del desempleo. En estas condiciones específicas, distintas de las postuladas originalmente por Abba Lerner (y por algunos de sus seguidores actuales), la política fiscal no tiene necesidad de retornar al criterio de las “finanzas sanas”, puesto que este enfoque es fundamentalmente incorrecto tanto en el “centro” como en la “periferia”.

El trabajo está organizado como sigue. La sección 2 discute críticamente el papel de BC y del déficit presupuestario en inflación argentina y argumenta sobre el papel clave de la restricción de balanza de pagos y del conflicto distributivo. La sección 3 describe los rasgos principales del enfoque de las finanzas funcionales tal como fue concebido por Abba Lerner (1943), donde se sugiere que el gobierno puede lograr el objetivo del pleno empleo con tasas de inflación bajas, simplemente mediante políticas monetarias expansivas o fiscales, incluyendo un régimen de tipo de cambio flexible o flotante.

La sección 4 discute algunos aspectos problemáticos del enfoque de la Modern Monetary Theory (MMT), también denominado neochartalista, defendido por algunos seguidores actuales del enfoque de Abba Lerner, como Randall Wray (1998). Pese a los aportes significativos que esta corriente hizo en el terreno de las finanzas funcionales, se señalan críticamente algunos problemas específicos de este enfoque, particularmente respecto de la inflación y de la restricción externa. La sección 5 discute las dos dudas fundamentales que emergen en países como Argentina cuando se considera el enfoque de las finanzas funcionales, a saber: ¿funciona este enfoque en contextos donde la restricción externa es el obstáculo central del proceso de crecimiento? Y



asociación de economía para
el desarrollo de la argentina

también: ¿se condice este enfoque con la experiencia de países donde los agentes tienen una alta “preferencia por la liquidez” en moneda extranjera? El trabajo responde afirmativamente ambas cuestiones a condición de que el enfoque de finanzas funcionales sea complementado con instrumentos adicionales. La sección 6 concluye con unos pocos comentarios finales.

2. Dinero, déficit fiscal e inflación

Tras la reforma de la Carta Orgánica del BCRA el fantasma de la hiperinflación de 1989-90 volvió a sobrevolar el debate. Para muchos, el retorno de la “discrecionalidad” y de la temida “monetización” del déficit estarían sentando la posibilidad de una mayor aceleración de la inflación y una profundización del “impuesto inflacionario” (Fanelli, 2012).

Como ocurrió en la hiperinflación alemana de los años 20, en la explosión de precios de 1989 hubo dos interpretaciones². La visión convencional culpó a la mala política monetaria y fiscal. El gasto deficitario fue la principal causa de la inflación alemana (corresponde a lo que hoy se llamaría monetarismo). El enfoque fue formalizado más tarde por Cagan (1971).

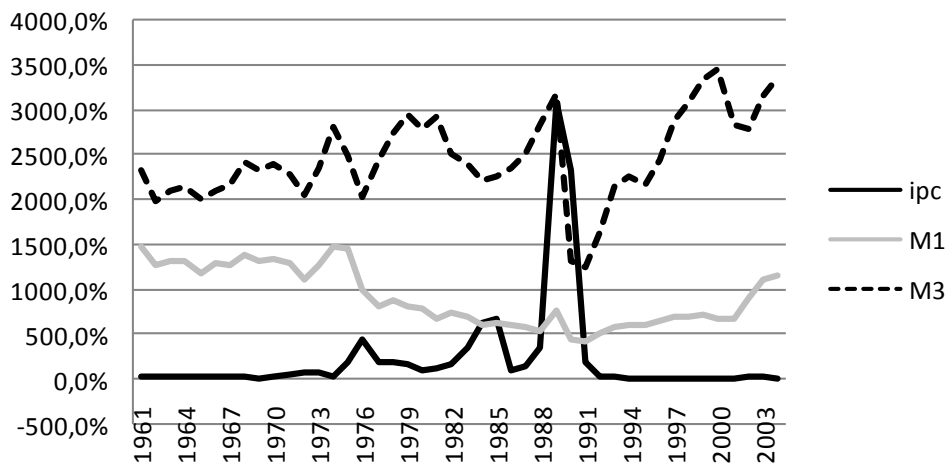
La carga impuesta por la deuda interna de la guerra (pago de pensiones a veteranos de guerra, viudas y huérfanos, reconstrucción de regiones devastadas, etc) era demasiado para el Estado alemán. Ante la incapacidad de elevar la recaudación tributaria, el aumento del gasto fiscal tuvo que ser financiado por el Reichsbank. En este enfoque, el aumento de la oferta monetaria precede a la suba de precios. Luego, el aumento de precios precede y causa la devaluación. La cadena causal va de la oferta de dinero al nivel de precios, y de éstos al tipo de cambio (Vernengo, 2005). El diagnóstico subyacente es que el país intenta vivir por encima de sus medios, y que el “exceso de demanda” resultante (mucho gasto público) se traduce en aceleración inflacionaria y suba de las importaciones, causando tanto la crisis inflacionaria como el desequilibrio externo. La solución es simplemente reducir el déficit fiscal.

En esta visión, existe una relación bastante directa que va desde los déficits presupuestarios a los déficits comerciales –la denominada hipótesis de

² Sobre este punto ver Cámara & Vernengo (2001).

los “déficit gemelos”-. De allí la insistencia del enfoque establecido en que es imprescindible reducir los déficits fiscales. De acuerdo con la lógica, eso permite reducir las tasas de interés (que son empujadas por el déficit fiscal), bajar la inflación y disminuir la presión sobre la balanza de pagos y el tipo de cambio (Mitchell, 2010). Usualmente, este enfoque fue sostenido mediante los modelos de financiación del “impuesto inflacionario”.

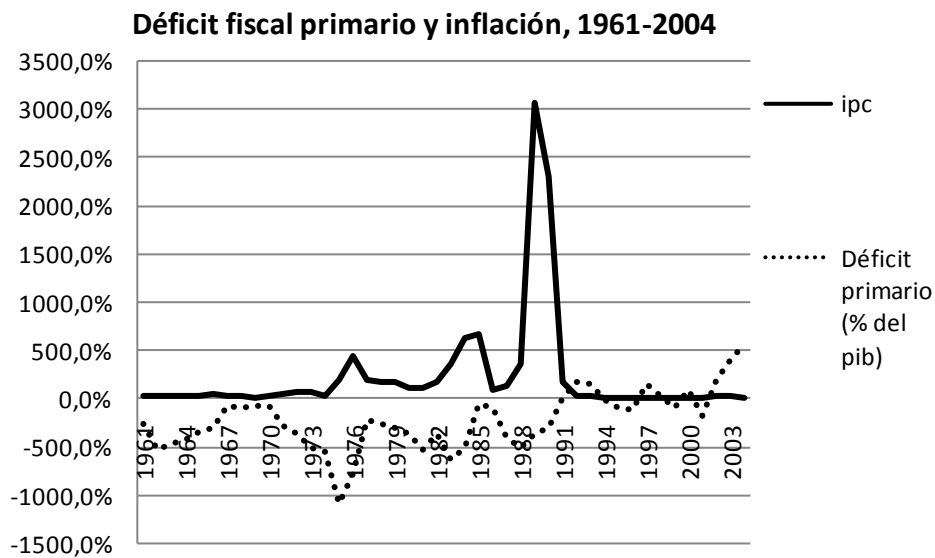
Agregados monetarios e inflación, 1961-2004
(% del pib y var%)



Fuente: Elaborado en base a Ferreres (2005).

En la hiperinflación argentina de 1989-1990 el diagnóstico establecido fue similar: el creciente déficit fiscal financiado con emisión llevó a la hiperinflación. Por un lado, los grandes déficits de las empresas públicas eran “inmanejables”, al igual que los déficit de la Tesorería, los cuales se retroalimentaban con el enorme déficit cuasi fiscal del BC (el famoso “festival de bonos”). Para estabilizar las variables, se convalidaron aumentos iniciales de precios para un mes después congelar todos los valores. Se aplicó un aumento de tarifas de 30%, para luego congelarlas, al tiempo que se mantuvieron las paritarias sin topes (los salarios públicos subieron 25%). Se redujo la alícuota del IVA de 18% a 15% y se permitió desgravar el tributo para la importación de máquinas. Se cancelaron aportes del Tesoro para obras públicas.

El déficit cuasi fiscal seguía creciendo a raíz de que la emisión monetaria, necesaria para financiar el gasto público era luego absorbida por el BCRA mediante la colocación compulsiva de bonos y encajes a los bancos con fines de esterilización para evitar la fuga hacia el dólar.



Fuente: Elaborado en base a Ferreres (2005).

Pero el problema de fondo era la acuciante situación externa. A comienzos de los años 80, Argentina había perdido sus fuentes externas de financiamiento, los términos de intercambio se deterioraban, subía la tasa de interés internacional y caía la demanda externa por la recesión mundial, generando una severa crisis de balanza de pagos. Con aspiraciones salariales reprimidas por la dictadura, el movimiento obrero esperaba satisfacerlas en democracia.³

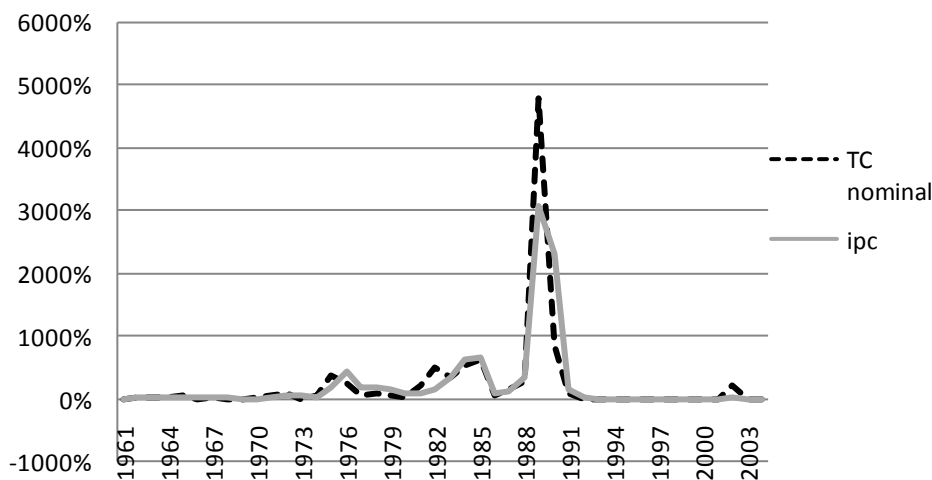
El cóctel conformado por las fuertes aspiraciones salariales post-dictadura, los bajos precios de commodities, alto endeudamiento externo y altas tasas de interés (tras el shock de Paul Volcker), determinaban un contexto de restricción externa aguda. La respuesta del gobierno fue el control recesivo

³ Canitrot (1983) llamó la atención prematuramente sobre este contexto problemático en el caso específico de Argentina. “La severidad de los compromisos emergentes del pago de los intereses y amortizaciones de la deuda del país con el exterior ha hecho resurgir, después de años de haber recibido una atención secundaria, el tema de la restricción externa”, explicó.

de las importaciones y el aliento a las exportaciones mediante salvajes devaluaciones. La política logró alguna mejora de las exportaciones al costo de acelerar la inflación y dañar el crecimiento. Fue una década (perdida) de estancamiento “liderado-por-exportaciones”.

El gobierno no podía expandir la demanda interna por la operación práctica de la restricción externa. Entonces el crecimiento solo podía descansar en la mejora del saldo comercial, ya que las exportaciones tenían el doble carácter de ser una fuente de demanda y de divisas. Esta mejora se buscaba mediante la devaluación, pero ésta medida supone caída del salario real. Si hay resistencia de los trabajadores, se puede producir (y así fue) una fuerte espiral tipo de cambio-precios–salarios hasta llegar a la hiperinflación. Diamand llamaba a esto “inflación cambiaria” (Diamand, 1985).

Tipo de cambio nominal e inflación (var% anual)



Fuente: Elaborado en base a Ferreres (2005).

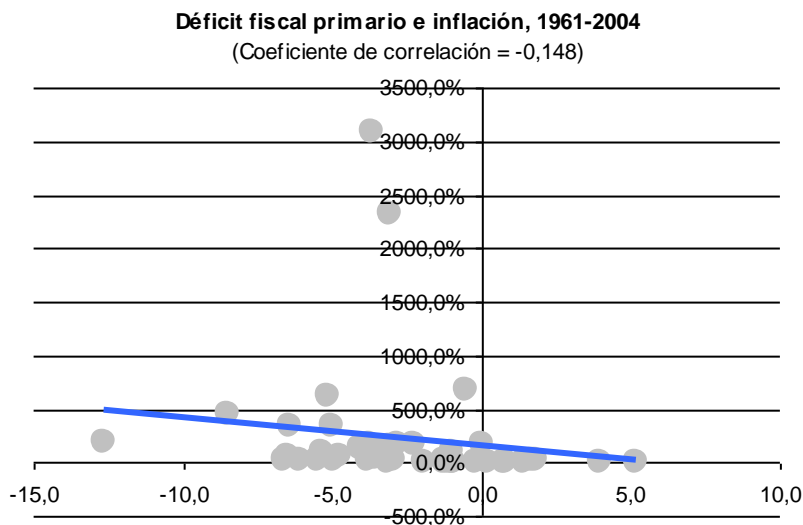
De modo que no es posible estabilizar la economía sin estabilizar el tipo de cambio. Contrariamente a la visión monetarista, no fue la inflación sino la devaluación el comienzo causal, la que a su vez genera el aumento de precios y luego crea la emisión monetaria endógenamente.

De todos modos, la relación empírica entre déficit fiscal e inflación dista mucho de estar sólidamente establecida. Por ejemplo, en el caso argentino,



asociación de economía para
el desarrollo de la argentina

entre 1961 y 2004 se registraron 35 años con déficit fiscal primario y solo 9 años con superávit primario (6 en la convertibilidad y 3 después del 2002). La correlación entre déficit fiscal e inflación, sin embargo, es prácticamente inexistente.



Fuente: Elaborado en base a Ferreres (2005).

Por cierto, en los años 80 el gobierno de entonces luchó en vano por reducir el déficit fiscal. Pero la recesión derrumbaba los ingresos y generaba déficit fiscal endógenamente. Peor si se considera el “efecto Olivera-Tanzi”, por el cual los gastos corrientes del Estado aumentan junto con la inflación, pero la recaudación (al demorarse su cobro) pierde parte de su valor real. Por ende, la crisis fiscal no es causa sino *consecuencia* de la crisis externa y de la inflación.

En este contexto analítico, el éxito alcanzado por el régimen de convertibilidad en términos de reducción de la tasa de inflación fue explicado en términos convencionales y por ende la prescripciones de política ortodoxas se revelaron como correctas. La desinflación fue el resultado de la independencia del banco central y el triunfo de las reglas por sobre la discrecionalidad (fiscal). Pero esto es incorrecto.

Pese a su sesgo regresivo en términos distributivos, su tendencia contractiva y sus efectos destructivos sobre la dinámica industrial, en la práctica el plan de convertibilidad logró contener la inflación recurriendo a los canales y los mecanismos de transmisión señalados en los enfoques



asociación de economía para
el desarrollo de la argentina

heterodoxos, aunque esa práctica quedara oculta tras una retórica fiscalista y *market-friendly*. No quiere decir esto que quienes conducían la política económica consumaran este *quid pro quo* de manera deliberada y conciente. Los principales economistas de la corriente principal creen que es así. Pero muchos de ellos, ciertamente, tienen el cuidado de tomar algunos recaudos e incluir, junto con sus prescripciones doctrinarias (reducción del déficit fiscal, “credibilidad”, etc.) algunas medidas con las cuales se puede afectar *realmente* la tasa de inflación (subir el desempleo lo suficiente, controlar los salarios nominales, fijar el tipo de cambio, controlar precios mediante la apertura importadora, etc.). Como dijo Voltaire, se puede matar a un rebaño de ovejas con fórmulas mágicas, si después uno agrega un poco de arsénico.

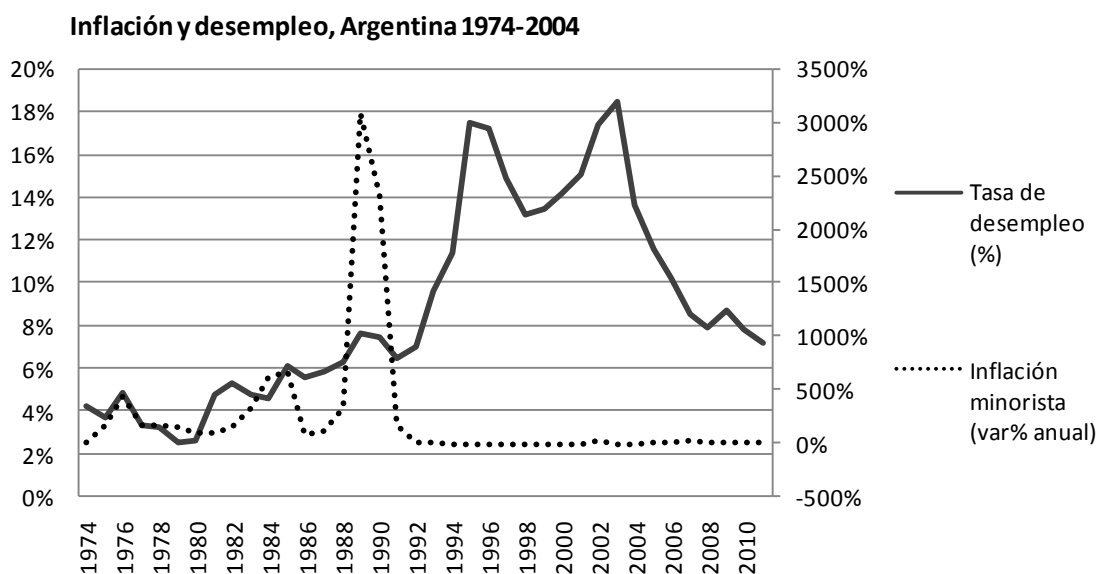
Por ejemplo, la interpretación de la crisis que llevó al Plan de Convertibilidad seguía la sabiduría convencional de la época, según la cual el exceso de emisión monetaria resultante de una excesiva laxitud fiscal fueron la raíz de la inflación proceso (Caldentey & Vernengo, 2007). Así, Cavallo sostenía en 1996:

After 1945 the combination of industrial protectionism, redistribution of income based on increased wages, and growing state intervention in the economy touched off the inflationary process (...) After so many years of inflation, there is a general consensus among economists about the mechanics of this process. A persistent fiscal deficit, increasingly financed by monetary emission, caused more and more frequent devaluations of the local currency. The acceleration of inflation resulted from the demonetization of the economy as the public tried to avoid the inflation tax (Cavallo & Cavallo, 1996).

Pero al tiempo que sostenía el enfoque del “impuesto inflacionario”, la política económica utilizaba pragmáticamente el tipo de cambio como ancla nominal, que es una variable que afecta los costos de la economía y la distribución, aunque su relación con el déficit fiscal y la emisión monetaria es más incierta y compleja. Algo análogo ocurría con la prohibición de la indexación salarial y la flexibilización laboral que produjo un marcado debilitamiento del poder de negociación de los trabajadores. Finalmente, Cavallo también puso en práctica la prohibición de toda corrección monetaria o cláusula de indexación en los contratos, un elemento importante para la eliminación de toda forma de inercia inflacionaria.

En una economía real (con una NAIRU “dependiente del tiempo”) el aumento de la demanda agregada llevará a una suba de la producción y el empleo, y la posterior alza de salarios y precios (en la medida en que de lugar a un conflicto por la distribución) podría conducir a la aceleración de la inflación. Una respuesta posible es que el gobierno reprima la demanda. El aumento del desempleo resultante “acomoda” las expectativas de ingresos reales de trabajadores y empresarios en línea con la renta disponible real y estabiliza la inflación.

Los neochartalistas denominan a este método como el de la “NAIRU-buffer stock”. En analogía con los sistemas de estabilización de precios de commodities, donde se emplean reservas de productos para amortiguar la volatilidad de precios (buffer-stocks), estas reservas de estabilización en los mercados de trabajo son actualmente el método preferido de estabilización de precios en general. Es en este contexto –el del uso generalizado del desempleo como un “buffer-stock”- que se utiliza el término de “NAIRU-buffer stock”. Incluso algunos economistas se refieren a la etapa de desmantelamiento de las políticas keynesianas de pleno empleo como la era del la “NAIRU-buffer stock”. Con sus particularidades, este método se puso en práctica en Argentina desde comienzos de los años 90 hasta la crisis de 2002-2002, y de ahí en adelante comenzó un proceso de drástica reversión de la tendencia.



Fuente: Elaborado en base a Ferreres (2005) y Cenda.



asociación de economía para
el desarrollo de la argentina

A comienzos de los '90, el mayor flujo financiero y la reestructuración de la deuda habían permitido estabilizar el mercado cambiario y, con éste, los precios. La apertura condujo a una fuerte apreciación cambiaria, mayor dependencia del financiamiento externo y una gran vulnerabilidad financiera. El mayor financiamiento y el bajo crecimiento del mercado internacional de commodities permitieron políticas antiinflacionarias basadas en anclas cambiarias. La eficacia del tipo de cambio fijo en el control de la inflación fue reforzada por la existencia de precios internacionales nominales bajos y declinantes. Este fue el secreto del éxito antiinflacionario de la convertibilidad y no la “independencia” del BCRA o el fin de la “discrecionalidad” fiscal.

La contracara de estos movimientos positivos en términos de inflación doméstica fueron el bajo crecimiento de las exportaciones primarias y la desindustrialización, lo que contribuyó a profundizar la crisis externa y el desempleo. El contexto internacional (y no la política del BCRA) explica en medida sustancial tanto el éxito inicial del ancla cambiaria como también su suerte posterior. A nivel interno, el punto clave fue la declinación de la resistencia salarial por la flexibilización laboral y el alto desempleo.

A principios de los 2000, Argentina aprovechó el rápido crecimiento del comercio mundial para reducir su vulnerabilidad externa, con superávit en cuenta corriente y acumulación de reservas. Pero, aunque los altos precios de las commodities alivian la restricción externa y permiten mayores tasas de crecimiento, generan condiciones más adversas para el control de la inflación, en un contexto marcado por un tipo de cambio competitivo y una mayor resistencia salarial.

Si uno debe aprender de la historia, entonces el BCRA puede tener un rol importante en el control de la inflación en el largo plazo. Dado que la principal causa de la inflación han sido las crisis de la balanza de pagos, que además cambiaron regresivamente la distribución del ingreso, la estabilización requiere una solución estructural para las crisis externas.

3. Finanzas funcionales: el enfoque original

El objetivo de esta sección es describir los rasgos principales del enfoque de las finanzas funcionales tal como fue concebido por Abba Lerner



asociación de economía para
el desarrollo de la argentina

(1943). La teoría de las finanzas funcionales sugiere que el gobierno puede lograr el objetivo del pleno empleo con tasas de inflación bajas, simplemente mediante políticas monetarias expansivas o fiscales, incluyendo un régimen de tipo de cambio flexible o flotante.

En la discusión de las políticas de empleo de la posguerra y consistentemente con su énfasis en la inversión pública contracíclica, Keynes estableció una clara distinción entre el gasto presupuestario corriente y el gasto de capital (Camara y Vernengo, 2004). El primero, de acuerdo con Keynes, estaba relacionado con el consumo del gobierno y debía estar en equilibrio en promedio o incluso con superávit para financiar el gasto de capital. El presupuesto de capital, en cambio, se relacionaba directamente con la inversión pública y debía ser utilizado con fines claramente anti-cíclicos.

Aunque después de la Segunda Guerra Mundial el keynesianismo llegó a ser considerado como sinónimo de activismo fiscal y la política de gasto público se convirtió en una forma de gestión de la demanda en varios países, en verdad en el pensamiento de Keynes la política fiscal no ocupaba una posición central como luego resultaría en los modelos convencionales keynesianos y en la formulación de políticas en los años 50 y 60. De hecho la prescripción de Keynes es mucho menos clara que el concepto lerneriano de "finanzas funcionales" que llegó a ser dominante en la política fiscal a principios de la posguerra (Vera, 2008).

El propósito declarado de Lerner era mostrar que el impacto de la política fiscal sería beneficioso en el nivel de producción y empleo de la economía, independientemente de si aumenta o disminuye la deuda pública. Este énfasis no era casual. Una de las preocupaciones iniciales de la tradición keynesiana era cómo aumentar el gasto público en la recesión si la recaudación (correlacionada en general muy cercanamente con el nivel de producto) se derrumbaba con la contracción de la economía y el superávit fiscal –si existía- tendía a esfumarse.

Abba Lerner, en los años 40, fue quien resolvió este dilema y produjo una profundización de la denominada "revolución keynesiana". Lerner buscó, sobre todo, demostrar que no había ningún impedimento (fiscal, contable, o de endeudamiento público) que pudiera neutralizar el intento del Estado de promover la reducción del desempleo y llamó a esta teoría "finanzas funcionales". Lerner sostuvo que la teoría convencional de las "finanzas sanas"



asociación de economía para
el desarrollo de la argentina

sólo sería una política funcional, si los supuestos ortodoxos fueran válidos, en particular, la tendencia rápida y automática al pleno empleo. Si el desempleo crónico es la norma, las finanzas sanas se vuelven irracionales.

Según Lerner (1951: 126), el gobierno tiene tres pares de instrumentos para ajustar el nivel de gasto agregado: 1) la compra y venta de bienes; 2) Pagar transferencias y cobrar impuestos; 3) prestar y pedir prestado. Las finanzas funcionales proponen el uso de alguna combinación de estos instrumentos para alcanzar el nivel de gasto agregado necesario para que la economía se mantenga cerca del pleno empleo sin afectar la tasa de inflación. Esta es la esencia de la propuesta de Lerner. Varios son los fundamentos del enfoque de las finanzas funcionales.⁴ Solo se enumerarán brevemente algunos de ellas.

Lerner consideraba que las políticas deben ser juzgadas únicamente por su capacidad para lograr los objetivos planteados y no en base a cualquier noción de lo que se supone es “sano” o si cumple con los dogmas de la economía tradicional. Es decir, deben juzgarse en base a cómo tal política “funciona” en la economía en su conjunto, más allá de cuál sea el resultado fiscal.

En segundo lugar, las finanzas funcionales son posibles por el hecho de que “el dinero es una criatura del Estado” (Lerner, 1947). El estado tiene el poder de fijar los impuestos y decir en qué moneda aceptará su pago. De este modo, el sector público genera la demanda para el dinero fiduciario que emite. En este contexto, la fijación de tributos no es una operación estrictamente de “financiamiento” del gasto, (ya que el dinero es “una criatura del Estado”), sino que es un modo de retirar poder de compra, y así manejar el nivel de liquidez global de la economía. En el mismo sentido, la emisión de bonos de deuda del gobierno no constituye una operación de financiamiento. En rigor, el propósito básico de la venta de bonos públicos es regular la tasa de interés básica.⁵

La emisión o impresión de dinero en sí misma no tiene ningún impacto en la economía. Para Lerner, como se explicó, existen tres pares de instrumentos fiscales: impuestos (gastos), compra (venta), y prestar (o tomar

⁴ Para una visión general, véase Forstater (1999).

⁵ Con la venta de bonos, el gobierno puede drenar el sistema bancario de reservas excedentes creados por su propio gasto deficitario, y así evitar que la tasa de interés que se derrumbe. Este proceso apoya claramente la opinión de que, lejos de la venta de bonos con el fin de financiar los gastos, las ventas de bonos siguen lógicamente los gastos del gobierno.



asociación de economía para
el desarrollo de la argentina

prestado). La “emisión” de dinero no constituye una operación *independiente* de esos instrumentos. Sólo cuando el dinero impreso se gasta en bienes y servicios, o es prestado a través de la emisión de bonos, habrá un impacto económico. Pero estos impactos ya están cubiertos a través de la consideración de los instrumentos fiscales antes considerados. Como escribió Lerner:

"La impresión de dinero no es un instrumento de política. Es sólo un siervo de estas políticas, al igual que la papelería utilizada en las distintas oficinas del gobierno" (Lerner, 1944, 312-14).

Este es, muy esquemáticamente descripto, el núcleo del enfoque original de las finanzas funcionales⁶. El esfuerzo del análisis estaba orientado a proponer que el gobierno debía mantener, en todo momento, un nivel de demanda razonable. Si hay poca demanda -y consecuente alto nivel de desempleo- el gobierno debe o bien reducir los impuestos o bien aumentar sus gastos. Si hay “demasiada” demanda, el gobierno debería hacer lo opuesto. A diferencia de los *pump-primers*, es decir, quienes aconsejaban “cebar la bomba” en tiempos de recesión para luego volver al equilibrio fiscal, Lerner dirá que si la función de la política es el “pleno empleo”, entonces no hay razón para suponer que la política fiscal que alcanza ese objetivo debería llevar al equilibrio presupuestario.

En la ausencia de pleno empleo, un país debe preocuparse por el aumento del desempleo derivado de un aumento en el valor de las importaciones sobre el valor de las exportaciones. Por lo tanto, un exceso de importaciones sobre las exportaciones se considera una "balanza comercial desfavorable" y lo contrario se considera una "balanza comercial favorable". Pero Lerner mira el comercio exterior como "el medio por el cual obtenemos por nuestros propios bienes aquellos bienes que son fabricados en el extranjero":

The input of the foreign-trade industry consists of the effort involved in the manufacture of our exports...The output of the foreign-trade industry consists of the imports which it yields to us for our use. (Lerner, 1951, p. 321).

⁶ Ver Forstater (1999).



asociación de economía para
el desarrollo de la argentina

En otras palabras, las exportaciones son un costo y las importaciones son un beneficio. Así, dado el compromiso real de la política con el pleno empleo, un aumento de las importaciones en relación a las exportaciones de un país es un aumento de sus beneficios. Sólo en el caso en el cual se *carece* de una política de pleno empleo, tales beneficios serían reducidos, ya que ello tendría un impacto negativo sobre la demanda agregada, la producción y el empleo. Por ende, los países tratan de aumentar el empleo mediante el fomento de las exportaciones y la restricción de las importaciones, es decir, mediante la promoción de los costos y la restricción de los beneficios.

La idea de que un país puede curar el desempleo sólo por el desarrollo de un excedente de exportaciones será considerada por Lerner como totalmente infundada, a menos de que la sociedad hubiera desarrollado un tabú en contra de cualquier otro modo de aumentar el nivel de gasto... Las finanzas funcionales disuelven cualquier "desempleo importado" (Lerner, 1951, pp 327, 332).

Para Lerner, los intentos de aplacar las preocupaciones sobre el déficit presupuestario del gobierno y la deuda nacional, realmente hacen daño a su propia posición como "defensores de una prosperidad organizada" (Lerner, 1951, pág. 15.):

A kind of timidity makes them shrink from saying anything that might shock the respectable upholders of traditional doctrine and tempts them to disguise the new doctrine so that it might be easily mistaken for the old. This does not help much, for they are soon found out, and it hinders them because, in endeavoring to make the new doctrine appear harmless in the eyes of the upholders of tradition, they often damage their case. Thus instead of saying that the size of the national debt is of no great concern...(and)...that the budget may have to be unbalanced and that this is insignificant when compared with the attainment of prosperity, it is proposed to disguise an unbalanced budget (and therefore the size of the national debt) by having an elaborate system of annual, cyclical, capital, and other special budgets.(Lerner, 1951, p. 15).

Lerner considera aún peor el caso de aquellos que dicen estar de acuerdo con los principios de las finanzas funcionales, pero se excusan en su apoyo porque creen que el público no va a entender, o aquellos que afirman que las finanzas funcionales parecen algo razonable, pero creen "debe haber algo mal que ellos son incapaces de ver" (Lerner, 1951, p. 16). Los primeros



asociación de economía para
el desarrollo de la argentina

tienden a ser 'intelectuales' que subestiman la capacidad del público para comprender, mientras que los segundos tienden a ser los miembros del público que tienen a los partidarios intelectuales de las finanzas sanas en una alta (e injustificada) estima. Lerner compara la situación con la fábula del emperador sin ropa, en la cual las personas son demasiada tímidas o temerosas para hablar francamente.

A su vez, Lerner alertó acerca de ciertos prejuicios. Por ejemplo, la idea errónea de que el enfoque de las finanzas funcionales se equipara con cierta política, como por ejemplo grandes déficits fiscales. Las finanzas funcionales son más bien un enfoque *general* dentro del cual se pueden conducir una serie de políticas. El fundamento del enfoque es, ante todo, que la política económica debe basarse en la comprensión del sistema monetario y financiero en el cual *realmente vivimos*, y no en una visión idealizada de algún otro sistema, o de algún sistema que podría haber existido en el pasado.⁷ Especialmente en este último sentido, el trabajo de Lerner contiene lecciones extremadamente relevantes para el presente, tanto como lo fueron hace más de cinco décadas.

4. Lerner hoy: algunos problemas del neochartalismo (o MMT)

El objeto de esta sección es discutir algunos aspectos problemáticos del enfoque de la Modern Monetary Theory (MMT), también denominado neochartalista, defendido por algunos seguidores actuales del enfoque de Abba Lerner (Wray, Mosler, Bell, Mitchell). No es posible hacer aquí una reseña de los logros y aportes significativos que esta corriente hizo en el terreno de las finanzas funcionales (que son muchos y muy variados) y por ende la sección apuntará muy esquemáticamente a señalar algunos problemas específicos de este enfoque, particularmente respecto de la inflación y de la restricción externa.

Probablemente, Lerner se dio cuenta antes que nadie de la importancia del tema de la inflación para la propuesta de las finanzas funcionales. En su clásico “Economía del Empleo” (1951), agregó al enfoque de las Finanzas funcionales una teoría interesante sobre la inflación. Lerner utilizó el término

⁷ “Usted no puede, ni debe manejar un sistema de moneda fiduciaria siguiendo la lógica de un sistema de patrón metálico” (Lerner).



asociación de economía para
el desarrollo de la argentina

“bajo pleno empleo” para relacionar el dilema entre desempleo e inflación⁸. Llevar y mantener a la economía en ese punto de “bajo pleno empleo” se convirtió entonces en el objetivo de las finanzas funcionales.⁹

Lerner dejó en claro que sus propuestas podrían verse restringidas en el caso de un régimen con tipo de cambio fijo. No obstante, tras la adopción de tipos de cambio flotantes, se dio cuenta de que, en general, esto no sería una solución a las deficiencias de crecimiento de los países. Parte de las limitaciones encontradas en la teoría de las finanzas funcionales son consecuencia de que Lerner no considera la importancia de la relación entre los tipos de cambio y la inflación. Esto conduce a la dificultad para percibir: i) las limitaciones de los tipos de cambio flotantes para remover la restricción externa; (ii) la necesidad de utilizar el tipo de cambio como instrumento de combate a la inflación.¹⁰

Por otra parte, el punto de “bajo pleno empleo” no es un punto tan rígido como parecía creer Lerner, debido a que ese nivel no es un punto estable o independiente de las instituciones y circunstancias políticas, las cuales cambian de etapa en etapa dependiendo de factores tales como el poder de negociación y las expectativas los trabajadores.¹¹

La forma e que Lerner entiende la inflación no deja dudas de que para él la “inflación de demanda” es imposible bajo las condiciones conocidas en tiempos de paz. El razonamiento es que para comprar más de un 100% de lo que la fuerza laboral es capaz de producir, la economía debe estar más allá del nivel de “alto pleno empleo”. Sin embargo, Lerner (1951) considera que el marco institucional existente en el mercado laboral impide que el “alto nivel de pleno empleo” sea alcanzado, porque, antes de llegar a ese nivel de empleo, la inflación sería muy alta y se aceleraría rápidamente, y llevaría a una “desorganización de la producción” y una “reducción de los incentivos para

⁸ El concepto de “bajo pleno empleo” es muy similar al de Nairu máxima. Para Lerner, el “bajo pleno empleo” es aquella situación donde la inflación comienza a acelerarse.

⁹ Es una anticipación de los dilemas de la primera curva de Phillips, es decir, pre-Friedman.

¹⁰ Lerner (1951) también hace caso omiso de los márgenes de beneficios dependen de la tasa de interés real y por lo tanto, dependiendo del comportamiento del banco central, pueden “acomodar” los aumentos de costos.

¹¹ En la “Edad de oro” del capitalismo, hubo una gran resistencia a la pérdida de salarios reales, como era esperado por Lerner. Sin embargo, la historia posterior demostró que los trabajadores en ciertas condiciones puede aceptar importantes pérdidas salariales. Por otro lado, las políticas que alteran las condiciones de la demanda y la indexación de los salarios, como las políticas de ingresos, también puede cambiar el punto de “bajo pleno empleo”.



asociación de economía para
el desarrollo de la argentina

producir” debido a las compras especulativas de bienes y –podría agregarse- a la compras de activos externos (Dos Santos, 2005).

Respecto de la restricción externa, parecería que Lerner no muestra gran preocupación por el tema cuando escribe sobre finanzas funcionales. Sin embargo, algunos economistas sugieren que Lerner era consciente de los problemas potenciales de la restricción externa (Dos Santos, 2005). Lerner dice que la analogía con la deuda individual o familiar no tiene sentido para entender la deuda pública cuando esta es denominada en moneda doméstica, pero sí cuando se refiere a la deuda pública *externa*. Mientras la deuda pública en moneda doméstica no cumple el rol de “financiar” al gobierno, en cambio la deuda externa es una forma de financiación externa del país y por ende la posibilidad de restricción externa es evidente en este punto.

Lerner admite la posibilidad de escasez de divisas, pero piensa que esta escasez puede ser resuelta mediante una devaluación de la moneda, sin modificar los objetivos de las finanzas funcionales. Tras la devaluación, habría un aumento de la competitividad de las exportaciones y un encarecimiento de importaciones. En consecuencia, el superávit comercial aumentaría. Sostiene que la devaluación continuará hasta que desaparezca el déficit comercial y por ende no habría ningún factor externo que pudiera impedir a la economía sostener su objetivo de pleno empleo. Sin embargo, Lerner no toma en cuenta debidamente las consecuencias inflacionarias de la devaluación, lo que Diamand llamó “inflación cambiaria”.

De hecho, es muy posible que la devaluación no sea capaz de reducir significativamente la demanda neta de dólares y por ende mantener la inflación baja en el nivel de pleno empleo. Esta afirmación es tanto más válida cuanto mayor sea la elasticidad-ingreso de las importaciones y más baja fuera la elasticidad de la balanza comercial al tipo de cambio y mayor la indexación de los precios al tipo de cambio y de los salarios a los precios. Por ende, el tipo de cambio flotante o flexible puede no ser una herramienta capaz de generar el pleno empleo con estabilidad. En este caso, el enfoque de las finanzas funcionales, tal como fue originalmente formulado, no puede considerarse suficiente en general en cuanto a las herramientas involucradas para concretar los objetivos proclamados.

Estos problemas reaparecen de un modo u otro en el enfoque hoy conocido como Moderna Teoría Monetaria (Modern Monetary Theory o MMT) o



asociación de economía para
el desarrollo de la argentina

neochartalismo, representado por Randall Wray, Bill Mitchell, Warren Mosler y Stephanie Bell, entre otros. Por ejemplo, Wray sostiene que mientras un país conserva una moneda soberana, es decir que conserva el privilegio de hacer pagos mediante la emisión de su propia moneda y no se compromete a amortizar deuda a cualquier tipo de cambio fijo o peor en una moneda extranjera, entonces ese país no puede incurrir en default y la nacionalidad de los tenedores de la deuda es irrelevante:

"Creemos que con la "deuda soberana" emitida por un país que adopta un tipo de cambio flotante, no convertible (sin promesa de convertir al metal o divisas a un tipo de cambio fijo) la moneda no enfrenta el riesgo de default. Una vez más, llamamos a esto una moneda soberana, emitida por un gobierno soberano. ... Un gobierno soberano sirve su deuda -sea esta sostenida por extranjeros o por residentes en el país- exactamente de una manera: mediante una acreditación en las cuentas bancarias. ... [Es en verdad] irrelevante para el tema de la solvencia o de las tasas de interés si existen compradores para los bonos del gobierno y si los bonos son propiedad de ciudadanos nacionales o extranjeros" (Nersisyan y Wray 2010).

Un tipo de cambio fijo puede conducir a un déficit de cuenta corriente y así un país puede estar está expuesto a "interrupciones súbitas" ("sudden stops") en los flujos de capital, y la mayor tasa de interés necesaria para evitar las fugas de capitales y mantener la estabilidad cambiaria empeorará los desequilibrios externos e internos. Pero para Wray los desequilibrios de cuenta corriente parecen irrelevantes:

"Un país puede incurrir en un déficit por cuenta corriente siempre que el resto del mundo quiera acumular sus IOUs (documentos informales de reconocimiento de deudas). El superávit de la cuenta de capital del país 'equilibra' su déficit por cuenta corriente.... Incluso podemos ver el déficit en cuenta corriente como resultado de un deseo del resto de mundo de acumular un ahorro neto en forma de créditos en el país".

Esto implicaría que cualquier país con una moneda plenamente soberana y ninguna promesa de convertibilidad a un tipo de cambio fijo podría acceder a un crédito externo ilimitado. Pero de hecho es mediante la promesa de una convertibilidad que los países de la periferia pueden financiar de una manera barata sus déficits en cuenta corriente. Por supuesto, esto puede resultar muy caro a largo plazo, pero sin duda un tipo de cambio flotante desalentaría los préstamos externos baratos. Por otra parte, a contramano de



asociación de economía para
el desarrollo de la argentina

lo expuesto hasta aquí, la MMT considera que el manejo del tipo de cambio prácticamente *elimina* el problema de la restricción externa. Por ejemplo Mitchell, escribe:

“Para una nación soberana –es decir, un “régimen monetario moderno”- que incluye un tipo de cambio flexible, el gobierno tiene más espacio para la política interna de lo que el *mainstream* considera. El gobierno puede hacer uso de este espacio para buscar el crecimiento económico y el aumento de los niveles de vida, *aunque esta expansión implique un déficit en cuenta corriente y la depreciación de la moneda*. Si bien *no hay tal cosa como una restricción de balanza de pagos al crecimiento en una economía de tipo de cambio flexible*, en la misma forma que existe en un mundo de tipo de cambio fijo, la balanza de pagos todavía tiene implicaciones para las tenencias de reservas extranjeras a través del nivel de la deuda externa en poder del sector público y privado” (Mitchell, 2009, énfasis agregado).

Reaparece aquí un exagerado optimismo en las elasticidades del comercio exterior respecto del tipo de cambio al tiempo que la relación entre tipo de cambio, distribución y precios domésticos es juzgada como poco relevante. Mitchell observa con razón que la disciplina fiscal no ayudó a los países en desarrollo a tratar con las crisis financieras, el desempleo o la pobreza, pero deduce de esta tesis correcta otra que no es necesariamente cierta: que la expansión fiscal *no puede* generar crisis externas ni desencadenar presiones inflacionarias en ningún caso. Respecto de la restricción externa, la misma idea se reafirma en otro trabajo, esta vez referido a Australia:

“Economic growth in Australia has long been constrained by the so-called balance of payments constraint. Under a fixed exchange rate, the current account influenced the reserves of the central bank and made domestic expansion dependent on the needs to defend the external parity. This constraint does not apply under a floating exchange rate regime and domestic policy can thus pursue full employment targets with the exchange rate taking the adjustment” (Mitchell & Mosler, 2001).

En síntesis, estas limitaciones conducen a una incomprensión respecto de las limitaciones de los tipos de cambio flotantes para remover la restricción externa y de los vínculos estrechos entre tipo de cambio, puja distributiva e inflación. Estas limitaciones impiden que la teoría de las finanzas funcionales puede resultar aplicable a fines de alcanzar el objetivo de altos niveles de



asociación de economía para
el desarrollo de la argentina

empleo con estabilidad de precios en los países en desarrollo tal como fue formulada originalmente.

5. Finanzas funcionales, restricción externa y desarrollo

A la luz de la experiencia de los países en desarrollo, dos dudas emergen de inmediato: 1) ¿Funciona este enfoque en contextos donde la restricción externa es el obstáculo central del proceso de crecimiento?; 2) ¿Se condice este enfoque con la experiencia de países donde los agentes tienen una alta “preferencia por la liquidez”... en moneda extranjera? En general, la respuesta que se ha dado a estas dos preguntas ha sido negativa.

De hecho, Lerner postulaba que la deuda pública (en moneda doméstica) puede crecer indefinidamente “si el público acepta prestarle al gobierno”. ¿Qué ocurre si el público no acepta prestar? Lerner planteaba dos posibilidades: 1) la gente atesora el dinero en lugar de bonos, y el gobierno emite el dinero; 2) la gente aumenta su tasa de gasto por lo cual el gobierno no debe endeudarse para gastar. Por supuesto, en una economía abierta y pequeña –como Argentina- la gente podría tener una tercera opción: comprar dólares.

Respecto de la primera pregunta Lerner mismo ofrece un comienzo de respuesta. Dice que aunque ningún país puede quebrar en una deuda denominada en su propia moneda, en el caso del endeudamiento externo (en divisas) esa país funcionará como el ama de casa de una economía hogareña. Ciertamente, en países en desarrollo cualquier economista con los mínimos antecedentes del problema diría que el enfoque tiene límites evidentes, puesto que el empuje a la demanda doméstica –sin más- puede terminar generando situaciones de crisis de balanza de pagos por las razones estructurales antes explicadas.

Lerner consideraba que las políticas deben ser juzgadas únicamente por su capacidad para lograr los objetivos planteados y no en base a cualquier noción de lo que se supone es “sano” o si cumple con los dogmas de la economía tradicional. Es decir, deben juzgarse en base a cómo tal política “funciona” en la economía en su conjunto, más allá de cuál sea el resultado fiscal. En este trabajo, aún cuando solo podemos esbozar esquemáticamente



asociación de economía para
el desarrollo de la argentina

una serie provisional de proposiciones, vamos a defender este principio general aún en el contexto de una economía “pequeña y abierta”.

Por caso, López-Gallardo (2000) desarrolla una línea de crítica sobre la propuesta de la MMT del “Estado como empleador de última instancia” (ELR) focalizada en dos puntos: 1) las políticas expansivas pueden alentar el conflicto distributivo y desatar presiones inflacionarias bien antes del “pleno empleo” (algo que la propuesta de ELR descarta); 2) las políticas expansivas pueden conducir a déficits en cuenta corriente y esto puede ocasionar presiones inflacionarias y efectos disruptivos (algo que la MMT considera irrelevante si hay un tipo de cambio flexible).

López-Gallardo discute la visión de Wray, para quien el programa de ELR puede conducir a mejoras en la productividad y la eficiencia, y con esto desactivar la presión del conflicto distributivo sobre el excedente. Algo análogo se plantea respecto de la balanza de pagos: un país puede implementar una estrategia industrial para aumentar la incidencia de los bienes de cuya demanda tienen una alta elasticidad-ingreso, y alcanzar una mayor tasa de crecimiento de sus exportaciones para una tasa *dada* de crecimiento de las exportaciones mundiales. López-Gallardo afirma que estas estrategias pueden efectivamente tener el efecto indicado, pero que tales políticas “toman tiempo”.

Sin embargo, es interesante observar que el “tiempo” aquí es una referencia que sitúa el problema más allá del corto plazo. Por supuesto, si la política se redujera a desplegar políticas expansivas de demanda *dentro* de una cierta estructura económica con problemas latentes de restricción externa y con los rasgos estructurales de un país como Argentina (con alta elasticidad-ingreso de las importaciones), la propuesta no iría muy lejos. Implícitamente, esa es la propuesta del ELR que López-Gallardo critica acertadamente.

Pero es posible aquí invertir el razonamiento: no hay otra opción que *tomarse el tiempo necesario* y diseñar políticas que contemplen los problemas estructurales y su verdadera dimensión temporal para darles una solución adecuada. En verdad, una política “prudente” de contracción moderada de la tasa de crecimiento no resuelve ningún problema importante, deja intactos los escollos estructurales y hasta puede agravarlos.

En otras palabras, el enfoque de finanzas funcionales, originalmente pensado para perseguir, a través del manejo expansivo de la demanda y de la política fiscal los objetivos de un alto crecimiento y del “pleno empleo”, en las



asociación de economía para
el desarrollo de la argentina

condiciones particulares de una economía pequeña y abierta *requiere generar previamente las condiciones de posibilidad* para ese “manejo expansivo de la demanda”. Básicamente, eso implica reorientar los objetivos de la política fiscal (el gasto y la inversión públicos) a fin de *desplazar la restricción externa* al crecimiento.

Nuevamente, en este contexto –como en el planteo original de Lerner- la política fiscal deberá evaluarse exclusivamente por sus *efectos* sobre el sistema económico, en particular, sobre el alivio de la restricción de divisas *al mismo tiempo* que se genera la expansión de la demanda. Y, una vez más, la obtención de estos objetivos no implican necesariamente que el gobierno deba mantener el equilibrio fiscal en la medida en que *efectivamente* la restricción externa sea desplazada.

Este análisis revela que la noción de los “superávits gemelos” como indicadores de “robustez” no es más que la contrapartida fallida de la hipótesis (absolutamente neoclásica) de los “déficits gemelos”. No obstante, al ser la sustentabilidad externa el único indicador fundamental de toda robustez, los efectos de tal visión pueden ser perniciosos en términos de las propias posibilidades de desplazar la restricción externa en el largo plazo.

Veamos un ejemplo sencillo de cómo *reorientar* el enfoque de las finanzas funcionales en un país con restricción externa. Según Lerner, el gobierno tiene tres pares de instrumentos para desarrollar la propuesta de las finanzas funcionales: 1) la compra y venta de bienes; 2) pago de transferencias y cobro de impuestos; 3) préstamos y deudas. El primer instrumento, la capacidad de compra del Estado debería ser, en este caso, *reorientado*, o mejor aún, *puesto en correspondencia* con los dos objetivos antes mencionados: la remoción de la restricción externa y el aumento del empleo. Quizás uno de los principales instrumentos de política industrial es precisamente la utilización del poder de compra del Estado para inducir ciertos resultados, en particular respecto de la política de sustitución de importaciones y de la promoción de ciertas exportaciones.

El uso de las compras estatales como instrumento del desarrollo industrial y tecnológico no es es una idea novedosa. Fue una parte importante de todas las experiencias de desarrollo exitosas, tanto en el sudeste asiático como en otras regiones. Cayó en desuso junto con la deslegitimación de la acción del Estado en el proceso de desarrollo que produjo el advenimiento de



asociación de economía para
el desarrollo de la argentina

las ideas favorables a la libertad de mercado y la hipótesis de los mercados eficientes. Sin embargo, las compras del Estado pueden tener importantes y positivos efectos. Por ejemplo, se puede inducir una expansión de los mercados en actividades nacionales de producción, ingeniería, ciencia y tecnología, estimular el desarrollo de proveedores, y alentar valiosos procesos de aprendizaje de largo plazo. Una política de estas características –aplicada tanto a las compras corrientes como a las inversiones- a cambio de algunos costos adicionales de corto plazo, produciría significativos beneficios en el largo plazo debido a las “externalidades” que genera sobre el desarrollo económico, científico y tecnológico.

El otro aspecto frecuentemente señalado es cómo adecuar este enfoque en el caso de países donde los agentes tienen una alta “preferencia por la liquidez”... en moneda extranjera. Para pensar este punto, recurrimos a la siguiente identidad:

$$G + iB = \Delta MD + T + \Delta B \quad (1)$$

Donde G es el gasto del gobierno (inyección de *outside money*)¹², iB son los intereses de los bonos de la deuda pública, ΔMD son las variaciones de las tenencias de dinero del público, T (impuestos) y ΔB la variación del stock de bonos en manos del público. Aquí, la prescripción de Lerner es sencilla. Mientras el público está dispuesto a seguir prestándole al gobierno, no hay dificultad, y “no importa cuántos ceros se agreguen a la deuda nacional”. Si el público se resiste a seguir prestando al gobierno, o bien deberá atesorar el dinero o gastarlo. Si el público atesora, el gobierno puede imprimir el dinero para satisfacer sus intereses y otras obligaciones, y el único efecto es que el público tiene la moneda del gobierno en lugar de los bonos del gobierno, y el gobierno “se ahorra la molestia de hacer los pagos de intereses”. Si el público gasta, esto aumentará la tasa de gasto agregado, por lo que no será necesario que el gobierno tome prestado para ese fin, y si la tasa de gasto se vuelve demasiado grande, entonces será el momento de “subir los impuestos para evitar la inflación”. El excedente fiscal puede ser usado para pagar intereses y deuda pública. En todos los casos “las finanzas funcionales proporcionan una simple y casi automática respuesta” (Lerner, 1943, 302).

¹² Outside money o “dinero externo” es un término que se refiere al dinero que no es un pasivo para nadie más “dentro” de la economía.



asociación de economía para
el desarrollo de la argentina

Sin embargo, claramente Lerner está refiriéndose a una economía cerrada (o a las economías industriales de los años 50, con fuertes controles de capital). Para quienes piensan en una economía pequeña y subdesarrollada en los tiempos que corren, es casi automático regresar a la expresión (1) y modificarla para representar una economía “abierta”:

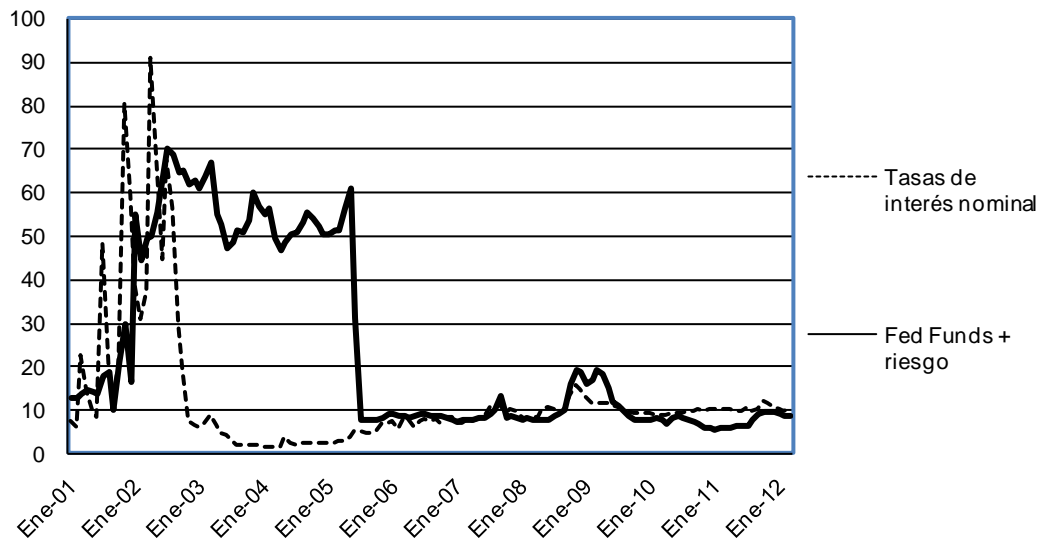
$$G + iB = \Delta MD + T + \Delta B + \Delta AF \quad (2)$$

Donde ΔAF son las compras netas de activos externos (divisas). En este contexto, cuando la gente “no quiere prestarle al gobierno”, además de las dos posibilidades señaladas por Lerner (atesorar el dinero o aumentar su gasto), ahora hay una tercera opción: comprar activos externos.

¿Cuál es la lógica de esta compra persistente de activos externos? En los últimos años Argentina ha tenido un superávit (exceso de dólares) en sus cuentas externas. El gobierno utilizó parte de ese exceso para pagar deudas y acumular reservas, mientras que otra parte financió la compra de activos externos del sector privado. El Estado puede intentar minimizar la formación de activos externos ofreciendo un retorno en moneda doméstica que induzca cambios de portfolio del sector privado. La impresión inmediata es que esta opción podría ser muy costosa por varios motivos. Primero, la tasa de interés (en verdad, el diferencial de intereses entre la tasa doméstica y la internacional más la prima de riesgo) debería ser demasiado alta para inducir ese cambio, y en algún punto puede producir una apreciación intolerable del tipo de cambio. Otra opción es afectar el retorno de esos activos externos (por ejemplo, mediante la fijación de impuestos) o directamente controlar las cantidades, o una combinación de ambas. En cualquier caso, esa formación de activos externos, aunque podría restringirse (incluso incurriendo en otros costos colaterales), no podría ser completamente eliminada.

Por caso, uno de los primeros rasgos que delimitan el fenómeno de la fuga de divisas es entonces la comparación de los rendimientos entre la moneda doméstica y los activos externos. Ciertamente, aquí emerge un primer factor explicativo: mientras otras economías de la región (por ejemplo, Brasil) ofrecen un gran diferencial de intereses entre las tasas locales y las internacionales (más la prima de riesgo país), en Argentina ese diferencial es prácticamente nulo.

Argentina: diferencial de las tasas de interés domésticas e internacionales, 2001-2010
(promedios mensuales, % nominal anual)

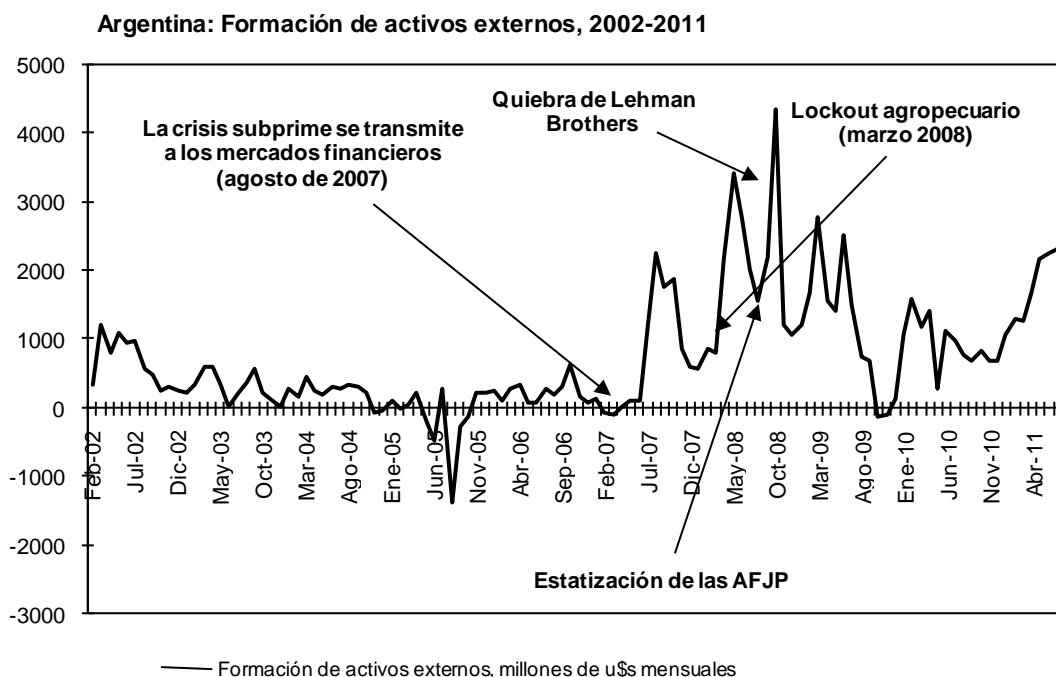


Fuente: Elaborado en base a Indec y CEI.

Ciertamente, esta es la contrapartida de una elección crucial de política económica: mientras la mayoría de los países de la región optaron por un sistema de *inflation targeting* (que tiene como componentes principales un diferencial positivo de intereses y un fuerte sesgo hacia la apreciación cambiaria), Argentina rechazó esa alternativa a favor de un esquema de tasa de interés real baja y tipo de cambio real relativamente más competitivo.

Pero la comparación de los rendimientos no es suficiente para explicar esta alta “preferencia” por activos externos. Si el análisis se focaliza en los acontecimientos específicos que acompañaron la evolución del mercado de activos externos en el período, surgen con más claridad algunos factores de significación. El primer gran impulso se observa durante el tercer trimestre de 2007, con el comienzo de la crisis financiera en Estados Unidos. Asimismo, tres episodios ocurridos durante 2008 contribuyeron a acentuar la salida de capitales. En marzo se inició el conflicto que enfrentó al sector agropecuario con el gobierno nacional. En septiembre se presentó el segundo episodio relevante, cuando el sistema financiero en Estados Unidos sufrió una gran crisis que resultó en la quiebra de Lehman Brothers y otros episodios relacionados.

Se desató, entonces, un episodio de extensión global de la crisis financiera. Los mercados mundiales entraron en pánico, lo que aceleró las salidas de capitales a nivel local como consecuencia de un generalizado fenómeno de “vuelo a la calidad” (centralmente, hacia el dólar y los bonos del Tesoro de los Estados Unidos).



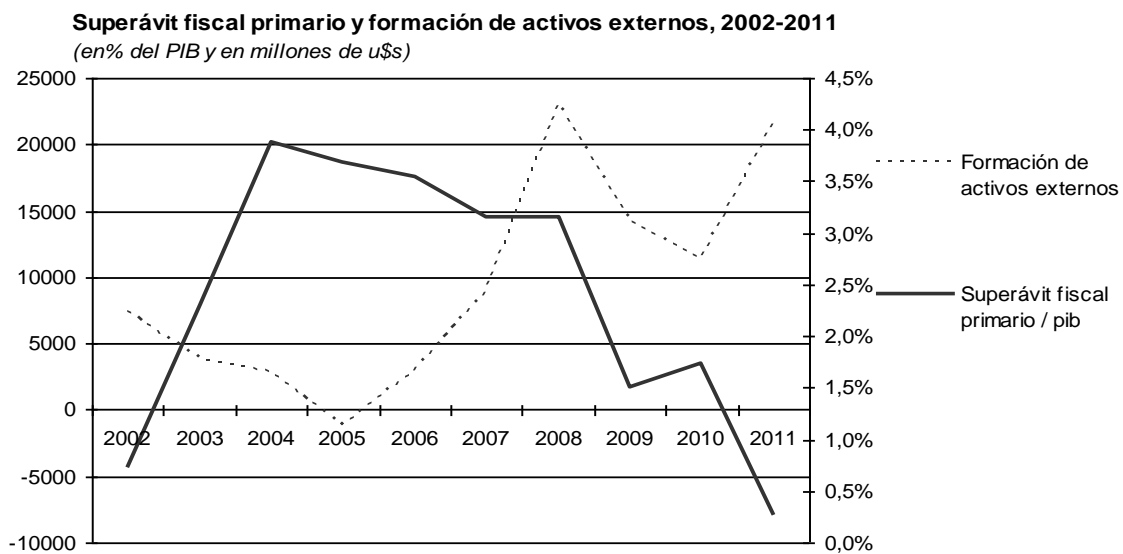
Fuente: Elaborado en base a Indec.

Así, el portafolio de los inversores tendió a dolarizarse a escala global. Por último, en octubre el gobierno argentino presentó un proyecto de ley disponiendo la unificación bajo el régimen estatal “de reparto” del Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones, eliminándose el régimen de las Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones hasta entonces vigente. La estatización de las AFJP no fue bien recibida por los agentes del mercado financiero y quizás profundizó la formación de activos externos.

Es probable que en las condiciones reales de la Argentina actual, el mejor antídoto de la fuga de divisas sea la construcción de una cuenta corriente robusta que desaliente las expectativas de devaluación (o, lo que es lo mismo,

las desplace persistentemente hacia delante), junto con algunas regulaciones que favorezcan la estabilidad y eliminen los factores de volatilidad cambiaria. Pero la eliminación total de la “fuga de divisas” en el contexto del actual modelo económico es una quimera.

El cambio significativo no consiste tanto en la supresión de esta tendencia a la formación de activos externos, sino en si tal fenómeno introduce o no una tendencia la fragilidad financiera y cómo se financia. Por ejemplo, la magnitud de la fuga de capitales de los últimos años solo es comparable a la observada en fases críticas como en la crisis de 2001. Sin embargo su efecto macroeconómico ha sido sustancialmente diferente y fueron estos años mucho menos nocivos que en el pasado. Mientras en los modelos anteriores (en 1976-1981, y en la convertibilidad) la salida de capitales produjo una drástica reducción de las reservas internacionales, las que eran alimentadas con endeudamiento externo y por ende generaban una situación externa insostenible, en los últimos años las ventas netas de divisas del banco central al sector privado fueron mínimas, mientras que el grueso de la fuga fue financiada con dólares “comerciales”. Pese a esta tormenta, la sociedad argentina pasó por el shock casi sin enterarse y el gobierno pudo evitar el ajuste contractivo y contar incluso con espacios para realizar políticas anticíclicas.



Fuente: Elaborado en base a Indec..



asociación de economía para
el desarrollo de la argentina

El gobierno argentino puso en práctica estos principios de finanzas funcionales en la crisis de 2009. En medio de una brutal caída de la demanda agregada –que produjo naturalmente una desaceleración de la recaudación y por ende una reducción del superávit fiscal- el gobierno dejó caer aún más el superávit fiscal primario. En ausencia de restricción externa, la economía creció rápidamente y la formación de activos externos no mostró ninguna correlación clara con el resultado fiscal.

En suma, la principal diferencia entre la actual etapa y las anteriores no es la existencia o no de una intensa formación de activos externos. De hecho, esta tendencia tiene razones de larga data. En un país periférico hay razones estructurales que nada tienen de “culturales”. Como afirma Patnaik (2002), existe una fragilidad *intrínseca* de las monedas “periféricas” como medio de mantener la riqueza, algo que siempre se confirma por la dirección final de los movimientos de la cuenta de capital. Así, en un mundo financiero desregulado, hay una tendencia crónica del capital a alejarse de estas monedas, y por ende, existe una tendencia latente a que tales monedas se deprecien.¹³

Asimismo, existen factores políticos que trascienden la mera comparación de retornos entre activos nominados en distintas monedas. Análogamente a la sentencia de Kalecki (1943), respecto a que la clase empresaria, “en algún punto, aprecia más la “disciplina” y la “estabilidad” que las ganancias mismas”, en términos de monedas la conformación de carteras no responde automáticamente a los retornos esperados de cada activo.¹⁴

En síntesis, la modificación del enfoque de las finanzas funcionales en las condiciones particulares de un país como Argentina requiere un fuerte intervención estatal, con el uso de instrumentos y herramientas adicionales, para desplazar persistentemente la restricción externa y, adicionalmente,

¹³ La desregulación de la cuenta de capital, un producto típico de la era de la globalización, se ha constituido así en un factor adicional para la declinación de los términos de intercambio de los países que producen productos primarios. Al punto que Patnaik (2002) sugiere que la desregulación de los regímenes cambiarios tiene un efecto independiente y poderoso sobre los términos de intercambio, y que este efecto tiene su origen en los mercados de divisas y no los mercados de bienes. Este efecto surgiría de la tendencia secular del valor real de las monedas “periféricas” a caer respecto de la moneda hegemónica en un contexto de desregulación financiera y apertura externa.

¹⁴ Como observa Epstein: “La fuga de capital es un fenómeno inherentemente político con problemas relacionados con el estado, clases sociales y conflicto. Esto se vuelve evidente cuando uno considera que la fuga de capital puede ser un arma política poderosa en contra de las políticas de gobierno que amenacen a la riqueza y las prerrogativas de los ricos” (Epstein, 2005, 6).



asociación de economía para
el desarrollo de la argentina

financiar de un modo consistente aquella parte de la formación de activos externos no puede ser erradicada ni regulada. Una política basada en el enfoque de las finanzas funcionales resultará posible y sostenible en la medida en que permita remover la restricción externa al crecimiento y financiar de manera consistente la fracción dolarizada del portfolio de los tenedores de riqueza.

Ciertamente, es probable que estos “tenedores de riqueza” no vean con buenos ojos la discrecionalidad fiscal del Estado y su injerencia en múltiples aspectos de la estructura económica. Seguramente, sus expectativas podrían tornarse “pesimistas”. Al respecto, Lerner escribió:

“Keynes hace demasiado de la naturaleza temperamental de sus hombres de negocio (sus “espíritus animales”). Pero nada puede curar tanto el optimismo como el hallazgo de un producto que no se vende, y nada puede ser tan buena medicina para el pesimismo como la constatación de que las ventas y las ganancias son altas” (Lerner, 1978, 119).

De algún modo, Marcelo Diamand anticipó hace décadas algunas de estas ideas cuando se interrogaba sobre cómo financiar las políticas industriales, por ejemplo en el caso específico de la promoción de exportaciones. Muchos economistas objetaban que estas medidas de estímulo no se podrían llevar a la práctica por “falta de recursos fiscales”. La respuesta de Diamand era precisa:

“La respuesta es que en algunos casos no la paga nadie, ya que los fondos se originan en el crecimiento que no se hubiese operado de no existir dicha promoción, y en otros el peso de la promoción queda repartido entre el crecimiento y algunas transferencias de ingresos convenientes para la economía” (Diamand, 1973).

Esto demuestra que las políticas industriales, cuando se toman en cuenta sus efectos dinámicos de largo plazo, pueden ni siquiera requerir siempre un gasto “deficitario” en términos netos.

6. Comentarios finales

En el contexto de los sistemas de inflation targeting, se afirma que los bancos centrales pueden desempeñar un papel importante en el control de la inflación en el largo plazo. Sin embargo, si la causa principal de la inflación han



asociación de economía para
el desarrollo de la argentina

sido las crisis de balanza de pagos, entonces la estabilidad de precios requiere una solución estructural para las crisis externas.

Como se mostró, esto plantea un requisito adicional al enfoque de las finanzas funcionales, tal como fuera formulado originalmente por Abba Lerner en los años cuarenta. Tal enfoque rechazaba la política de “finanzas sanas”, que pregona la necesidad del equilibrio presupuestario como principio, a favor de un planteo que se focaliza en el modo en que la política fiscal (sea deficitaria o no) funciona en términos del conjunto de la economía y de su nivel de empleo. El planteo se concentra en el nivel de demanda global y en el objetivo del “pleno empleo”, a través del manejo del nivel de impuestos y gastos del gobierno.

En países en desarrollo, como fuertes desequilibrios estructurales, no basta con este principio básico de las finanzas funcionales: no sólo se debe buscar la reducción del desempleo mediante el manejo de la política fiscal, sino que deben generarse las condiciones para que esa reducción del desempleo sea factible en el largo plazo desde el punto de vista de la restricción externa. En suma, la aplicación del enfoque de finanzas funcionales al caso de una economía en desarrollo requiere de su complementación con instrumentos adicionales.

Uno de tales instrumentos es la generación de condición es para manejar el tipo de cambio y eliminar o atenuar los impactos inflacionarios de las devaluaciones. Ciertamente, la estrategia de la “devaluación compensada” es una de las herramientas. Es decir, la creación de estas condiciones depende de la capacidad del gobierno para mantener controlada la presión cambiaria (o sea, el exceso de demanda de moneda extranjera). Al mismo tiempo, para que el crecimiento económico no conduzca al deterioro de los indicadores de solvencia, es necesario que el crecimiento de las exportaciones se mantenga por encima del crecimiento de las importaciones, a fin de obtener un saldo positivo en cuenta corriente. Los instrumentos aquí son varios (la política industrial, el crédito subsidiado y dirigido, un tipo de cambio competitivo, etc). Pero sobre todo, si se quiere mantener una alta tasa de crecimiento, es necesario que el gobierno invierta suficientes recursos en infraestructura para que el crecimiento no enfrente fuertes cuellos de botella. Asimismo, mientras el pleno empleo no sea alcanzable, el enfoque de finanzas funcionales requerirá una política social que ofrezca cierto patrón mínimo de vida que vaya creciendo



asociación de economía para
el desarrollo de la argentina

en el tiempo. Asimismo, se requerirán fuertes controles de capitales que permitan bajas tasa de interés de manera sostenible.

En este contexto, el banco central puede y debe convertirse en el agente financiero del gobierno, cooperando en la tarea de inducir los cambios estructurales necesarios, promoviendo y financiar las políticas de sustitución de importaciones, de inversión en modernización de la infraestructura y de diversificación de las exportaciones. En resumen, con la remoción de la restricción externa al crecimiento, el banco central tendrá la capacidad real y el poder para fijar el nivel del tipo de cambio y controlar el mercado cambiario, poniendo en caja uno de los principales factores inflacionarios de las últimas décadas en Argentina (lo que Diamand llamó acertadamente “inflación cambiaria”).

Este enfoque, junto con las políticas de ingreso destinadas a administrar el conflicto entre precios y salarios, debería sustituir a la política antiinflacionaria tradicional, basada en políticas monetarias y fiscales contractivas y de aumento del desempleo. En estas condiciones específicas, distintas de las postuladas originalmente por Abba Lerner (y por algunos de sus seguidores actuales), la política fiscal no tiene necesidad de retornar al criterio de las “finanzas sanas”. Por ende, este enfoque es fundamentalmente incorrecto, tanto en el “centro” como en la “periferia”. El enfoque de finanzas funcionales puede adquirir así un nuevo significado en las condiciones concretas de una país en desarrollo ante las imperiosas exigencias de alcanzar y sostener altas tasas de crecimiento y bajo desempleo.

Referencias:

Cagan, P. (1971). “Dinámica monetaria de la hiperinflación”, FMI; BID; Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, mayo 1971.

Caldentey, E. & Vernengo, M. (2007). “A Tale of Two Monetary Reforms: Argentinean Convertibility in Historical Perspective”, *Studi e Note di Economia*, Anno XII, n. 2-2007, pagg. 139-170.

Câmara, A. & Vernengo, M. (2001), “The German Balance of Payments School and the Latin American Neo-Structuralists”, in L-P. Rochon and M.



asociación de economía para
el desarrollo de la argentina

Vernengo (eds.), *Credit, Interest Rates and the Open Economy*. Cheltenham, Edward Elgar.

Canitrot, A. (1983). "El salario real y la restricción externa de la economía", *Desarrollo Económico*, Vol. 23, No. 91. pp. 423-427.

Cavallo, D. & Cavallo, S. (1996). "Lessons from the stabilization process in Argentina, 1990-1996", Jackson Hole, Wyoming, August 29th, 1996.

Diamand, M. (1973). "Doctrinas económicas, desarrollo e independencia", Editorial Paidós, Buenos Aires, 1973.

Diamand, M. (1985). "El péndulo argentino: ¿hasta cuándo?", *Revista Argentina de Política Económica y Social*, Buenos Aires, n° 4.

Dos Santos, G. (2005). "Uma releitura da teoria das finanças funcionais", UFRJ, Rio de Janeiro, 2005.

Fanelli, J. (2012). "Reforma de la Carta Orgánica e inflación: ¿Memoria corta o debilidad política?", 27/03/2012, (<http://colectivoeconomico.org>).

Ferreres, O. (2005). "Dos Siglos de Economía Argentina 1810-2004", Fundación Norte y Sur, Buenos Aires.

Forstater, M. (1999). "Functional Finance and Full Employment: Lessons from Lerner for Today", *Journal of Economic Issues*, Vol. 33, No. 2 (Jun., 1999), pp. 475-482.

Garegnani, P. (1998). "Magic Formulas and Arsenic Powder", september 1998, *International Journal of Political Economy*, Fall 1998, Vol.28, Issue.3, p97.

Lerner, A. (1943). "Functional Finance and the Federal Debt", *Social Research* 10 (February 1943): 38-51.

Lerner, A. (1951). "Economics of employment", New York : McGraw-Hill.

Lerner, A. (1978). "The Scramble for Keynes' Mantle", *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 1, No. 1 (Autumn, 1978), pp. 115-123.

Mitchell, W. & Mosler, W. (2001). "Fiscal Policy and the Job Guarantee", Centre for Economic Policy Research, Research School of Economics, Australian National University.



asociación de economía para
el desarrollo de la argentina

Mitchell, W. (2010). "Twin deficits. Another mainstream myth", 13 de setiembre (<http://bilbo.economicoutlook.net/blog/?p=11527>).

Nersisyan, Y. & Wray, R. (2010). "Does Excessive Sovereign Debt Really Hurt Growth? A Critique of This Time Is Different, by Reinhart and Rogoff", Working Paper No. 603, June 2010, The Levy Economics Institute.

Patnaik P. (2002). "Globalization of capital and Terms of Trade Movements", in Ramachandran and Swaminathan (2002).

Vera, L. (2008). "Fiscal Policy", in International Encyclopedia of Public Policy, edited by Phillip O'Hara, Oxford University Press, 2008.

Vernengo, M. (2005). "Money and Inflation: A Taxonomy", Working Paper No: 2005-14, University of Utah.

Wray, R. (1998). "Understanding Modern Money. The Key to Full Employment and Price Stability", Edward Elgar.