



Universidad
Nacional de
General
Sarmiento

Instituto de Industria

III^o JORNADAS DE ECONOMIA POLITICA

**CRECIMIENTO, TIPO DE CAMBIO Y POLÍTICA FISCAL
EN ARGENTINA**

FABIÁN AMICO

www.ungs.edu.ar/ecopol jornadaecopol@ungs.edu.ar

Tel. (5411) 4469-7552 o 4469-7500 int. 7255

Crecimiento, tipo de cambio y política fiscal en Argentina

Fabián Amico

(Grupo Luján, Universidad Nacional de Luján).

Famico02@yahoo.com.ar

famico@unlu.edu.ar

Abstrac: Una interpretación muy difundida define como una clave del proceso de crecimiento de 2003-2007 a la vigencia de un tipo de cambio real competitivo, el que habría actuado como factor “acelerador” del crecimiento. Luego, la erosión de esta variable clave (básicamente la reducción del tipo de cambio real debido a la aceleración de la inflación merced a las políticas excesivamente expansivas) explicaría la desaceleración posterior.

La erosión de la competitividad cambiaria se originaría en un excesivo impulso fiscal, que habría quitado a la política fiscal su rol de “ancla”, a fines de contener el “excesivo” crecimiento de la demanda agregada, adicionando un estímulo suplementario (y redundante) al inicialmente disparado por el TC competitivo. La sugerencia de política sería entonces reajustar el valor nominal del tipo de cambio (devaluar el peso) a efectos de restaurar su valor real en torno a niveles cercanos a los vigentes en 2002-2003, y devolver a la política fiscal su rol de “ancla” inflacionaria.

El artículo cuestiona esta interpretación. Primero, se critica el modelo en que se asienta esta visión del tipo de cambio y de la política fiscal. Luego se recupera un enfoque que hace plausible el rol del gasto público como variable clave del proceso de crecimiento liderado por la demanda en un contexto de restricción de divisas. Finalmente, se observan panorámicamente el rol de las políticas de desarrollo necesarias para superar el dilema básico de Argentina: su histórica heterogeneidad estructural.

1. Introducción

La etapa de alto crecimiento 2002-2008 pareció interrumpirse en los meses recientes y este hecho abrió un intenso debate sobre los “motores” del período expansivo y las medidas a adoptar a fines de propiciar un regreso a altas tasas de crecimiento. Dentro de los enfoques “heterodoxos” prima un cierto consenso acerca de que, además de la crisis desatada con la quiebra de las hipotecas subprime en Estados Unidos, existirían factores de naturaleza interna que explicarían la desaceleración del crecimiento, especialmente a partir del conflicto con el sector agropecuario. El consenso “heterodoxo” ofrece como explicación del exitoso proceso de 2003-2007 a un rasgo especial: la vigencia de un tipo de cambio real competitivo y estable (TCRCE), el que habría puesto el crecimiento para el despegue y acelerado la expansión. Luego, la erosión de esta variable clave (básicamente la reducción de su nivel real debido a la aceleración de la inflación merced a las políticas excesivamente expansivas) explicaría la desaceleración actual. La erosión de la competitividad cambiaria vendría de la mano de un excesivo impulso fiscal (presumiblemente con fines electoralistas), que habría quitado a la política fiscal su rol de “ancla”, a fines de *contener* el “excesivo” crecimiento de la demanda agregada, inicialmente disparado por el TC competitivo. La sugerencia de política sería reajustar el valor nominal del tipo de cambio (devaluar el peso) a efectos de restaurar su valor real en torno a los niveles vigentes en los años previos. El presente artículo cuestiona esta interpretación y esboza los

lineamientos de una interpretación alternativa, al tiempo que discute algunos ejes posibles de política económica con centro en la política fiscal.

2. El TCRCE como “acelerador” del crecimiento

La interpretación “heterodoxa” dominante ubica como causa del proceso de crecimiento de 2003-2007 a la fijación de un tipo de cambio real competitivo y estable (TCRCE) (Frenkel & Rapetti, 2008). Al mismo tiempo, la adopción de tal régimen encerraría potenciales riesgos inflacionarios.¹ El TCRCE determinaría fuertes incentivos para la producción de bienes transables y al ampliar la gama de producciones potencialmente rentables, “se amplían las posibilidades de crecimiento de la producción y del empleo. Es una política de promoción generalizada de las actividades comerciables con respecto a las no comerciables...” (Frenkel, op.cit.). Obsérvese que en esta visión el crecimiento aparece como un proceso *profit-led* o *tirado* por ganancias.

Además, el TCRCE incentivaría la utilización más intensiva del trabajo tanto en el sector de transables como de no transables. Este “canal de intensidad laboral” fijaría un poderoso estímulo al aumento del empleo, adicional al resultante de la expansión de la producción (vía rentabilidad). Finalmente, el TCRCE jugaría un papel preventivo de las crisis externas merced a la acumulación de reservas internacionales, reduciendo la vulnerabilidad de la economía frente a shocks externos, etc. El régimen de TCRCE puede resumirse en un modelo sencillo (Frenkel, 2008, 197).² En este modelo la tasa de crecimiento de la economía (y) está dada por la ecuación:

$$y = y^* + a_1 ER + a_2(i - p) + a_3 f^3 \quad (1)$$

Donde ER es el logaritmo del tipo de cambio real, y^* es el producto potencial y f representa el impulso fiscal. Así, $ER > 0$ implica un tipo de cambio competitivo que estimula el crecimiento, en tanto $f > 0$ implica un impulso fiscal expansivo y $f < 0$ un impulso contractivo. La tasa de inflación p es:

$$p = b_1 p_{t-1} + b_2(e + p^*) + b_3(y - y^*) \quad (2)$$

Siendo p^* la tasa de inflación internacional.⁴ Así, si el producto efectivo (y) no supera al producto potencial o “natural” (y^*), la tasa de inflación resultará un promedio de la inflación pasada y la tasa de cambio del precio de los bienes transables. Si además el tipo de cambio real es estable ($e = p - p^*$), entonces: $p = p_{t-1}$, la tasa de inflación permanece estable.

El problema para la interpretación “heterodoxa” era cómo argumentar que el régimen de TCRCE no necesariamente debía implicar una pérdida de “autonomía monetaria”, restringiendo

¹ “.. la política cambiaria mantiene encendido *un poderoso motor de expansión* de la demanda agregada y del empleo (...) Por la misma razón, la componente de política cambiaria del régimen puede establecer *un elemento permanente de presión inflacionaria* inexistente en otros regímenes cambiarios” (énfasis agregado) (Frenkel, 2008).

² Este modelo ha sido empleado principalmente para evaluar las posibilidades de la política monetaria como instrumento de control de la demanda agregada (y por ende de la inflación) (véase Frenkel, 2008, 197) en línea con una variante del régimen de *inflation targeting*, pero será útil a los fines de discutir las tesis principales de esta interpretación y sus supuestos básicos.

³ Con $a_1 > 0$; $a_2 < 0$; $a_3 > 0$.

⁴ Con b_1 y $b_2 > 0$, tal que $b_1 + b_2 = 1$; b_3 es positivo

la posibilidad de usar contractivamente la política monetaria (subir las tasas de interés) a fines de combatir la inflación de demanda (es decir, cuando $(y - y^*) > 0$).⁵

Luego de explicar largamente la “condición de sostenibilidad de la política de esterilización”, Frenkel llegó a la conclusión de que dado que la capacidad de hacer *inflation targeting* depende de la elasticidad de la demanda agregada ante cambios de la tasa de interés (a_2 en la ecuación 1), y puesto que la evidencia empírica en las economías latinoamericanas muestra que la elasticidad-interés de la demanda agregada es pequeña, surge que la política monetaria para controlar la inflación podría resultar incompatible con la política de “esterilización” (ya que requeriría una tasa de interés demasiado alta)⁶. Así, el rol que no puede cumplir la política monetaria para controlar la demanda agregada quedaría en manos del impulso fiscal.⁷

En base al modelo descrito, la explicación de la inflación y la desaceleración económica surgen solas: el gobierno fomentó el aumento “desmedido” del gasto público, adicionando un impulso extra al que surgiría de la política cambiaria, generando inflación, erosionando el valor real del tipo de cambio y por ende socavando el proceso de crecimiento. Discutiremos ahora los supuestos en que se basa esta interpretación y veremos que es factible una explicación alternativa.

3. Algunas observaciones críticas

Se realizarán cuatro observaciones críticas sobre los supuestos del modelo descrito en la sección anterior. Todos estos supuestos se condensan y desembocan en uno solo: el producto potencial está dado por fuerzas del lado de la oferta y no responde a las variaciones en el producto efectivo y la demanda agregada. El supuesto de que $ER > 0$ implica un tipo de cambio competitivo “que estimula el crecimiento” tiene el mismo trasfondo y será discutido en la sección siguiente. El segundo supuesto implica que el exceso de oferta monetaria no “esterilizado” genera inflación. Aparece la idea, no siempre abiertamente explicitada, de que el crecimiento de los agregados monetarios genera inflación (Frenkel & Rapetti 2007) y que esto conduce a la apreciación del tipo de cambio. De allí el énfasis puesto en el objetivo de esterilizar el impacto de la acumulación de reservas sobre la oferta monetaria. De hecho, Frenkel ha escrito diversos *papers* y artículos discutiendo la “sostenibilidad” de la política de esterilización (ver Frenkel, 2007).

El abordaje del problema, tal como ha sido tratado en los enfoques heterodoxos locales, se parece mucho al modo en que los economistas del FMI analizan los efectos de la ayuda externa (entrada de capitales) en los países subdesarrollados. Rajan y Subramanian (2005), por ejemplo, entienden que el principal problema de tales ingresos de capitales es que pueden llevar a la

⁵ Es paradójico que Frenkel hable de “autonomía monetaria” para referirse a las posibilidades de *subir* las tasas de interés con el fin de *frenar el crecimiento de la demanda agregada* cuando todo el mundo refiere dicha “autonomía” al caso opuesto, a saber: a las posibilidades de *reducir* la tasa de interés con el fin de *estimular* la demanda agregada. Podría llamarse a esto la “primera inversión” del keynesianismo que hace Frenkel.

⁶ En verdad, la suba de tasas como remedio antinflacionario (y por ende, como herramienta para evitar la apreciación del tipo de cambio) terminaría induciendo retraso cambiario por la atracción que ejercería sobre los flujos especulativos externos.

⁷ Dice Frenkel al respecto: “La visión keynesiana reconoce la posibilidad de que la demanda agregada sea poco elástica a la tasa de interés, lo que hace débil la política monetaria y destaca el rol de la política fiscal. Pero parece conveniente *actualizar* y poner de relieve este tema, dada la primacía que han adquirido las políticas de metas de inflación en América Latina y muchos países desarrollados” (énfasis agregado). Otra vez, resulta paradójico que Frenkel se refiera a la política fiscal como herramienta de *contracción de la demanda*, en lugar de adjudicarle un rol *expansivo* como efectivamente lo tiene en las concepciones keynesianas. De allí la “actualización”. En línea con la nota 5, podríamos llamar a esto la “segunda inversión” del keynesianismo que realiza Frenkel.

apreciación de la moneda doméstica. Los flujos externos aumentarían la oferta interna de divisas, las que se cambiarían por moneda doméstica aumentando la demanda por moneda local y conduciendo a la apreciación cambiaria, con una reducción de la competitividad. El funcionamiento es análogo en el caso del saldo positivo de la balanza comercial y en presencia de una decisión política de acumular reservas (mantener el tipo de cambio real). En este caso, análogamente a ciertos enfoques heterodoxos, el enfoque convencional sugiere también esterilizar los efectos de los ingresos de capitales (“ayuda externa”) sobre la oferta monetaria. La política monetaria contractiva debería en este caso emplearse para reducir los efectos indeseados sobre el tipo de cambio, para controlar el crecimiento del consumo y acumular reservas con fines precautorios (Prati & Tressel, 2006).

En todos estos enfoques, sin embargo, sean de raíz ortodoxa o heterodoxa, persiste como un elemento central la noción de una restricción de oferta rígidamente fija. En cualquier caso, sea por “ayuda externa” o por un creciente valor en moneda doméstica del balance comercial, los mayores flujos de divisas son gastados en bienes y servicios producidos internamente mientras la oferta permanecería fija. De este modo, con el supuesto implícito de que no existe capacidad excedente en la economía, el gasto doméstico extra rebalsa la oferta existente. Autores como Prati y Tressel (2006) sugieren, como algunos economistas heterodoxos locales, el uso de la política fiscal como medio de “esterilizar” el efecto expansivo del mayor flujo de divisas.⁸ Como se verá más adelante, este supuesto de una restricción de oferta casi rígida *no puede sostenerse ni lógicamente ni empíricamente*. Basta con señalar aquí esta extraña confluencia entre ortodoxos (tanto Rajan y Subramanian, como Prati y Tressel, son economistas del FMI) y heterodoxos (Frenkel como caso emblemático en el debate argentino) respecto a la necesidad de esterilizar el impacto monetario de la acumulación de reservas con el supuesto implícito de una oferta rígidamente determinada.

Otro supuesto básico es que el TCRCE *incentivaría la utilización intensiva del trabajo*. Este supuesto se traduce en lo que Frenkel llama “canal de la intensidad laboral” y apunta a señalar la influencia del TCR en la generación de empleo dada una cierta tasa de crecimiento del producto. Como explica Frenkel:

“Por ejemplo, el TCR es un factor importante en la determinación del precio relativo trabajo/bienes de capital en los países en desarrollo, debido a que estos últimos tienen una significativa componente importada. También es la principal variable determinante de los precios relativos entre insumos importados y trabajo (...) De este modo, cambios significativos en estos precios relativos, causados por cambios en el TCR, deberán afectar el ratio empleo/producto” (Frenkel, 2004).

Así, un TCR más depreciado fomentaría el empleo ya que el precio relativo del trabajo (medido en moneda internacional) habría caído. En dirección opuesta, un TCR más apreciado reduce el nivel de protección en actividades transables. La producción de algunos bienes puede tornarse no rentable. Esto incentiva a las firmas sobrevivientes a preservar la competitividad mediante la reducción del factor trabajo, cuyo precio relativo habría ahora aumentado (Frenkel, 2004). Sin embargo, no puede sostenerse este “canal de intensidad laboral” sin recurrir al principio neoclásico de sustitución factorial, según el cual los cambios en los precios relativos de los factores inducen *endógenamente* variaciones correspondientes en los métodos de producción

⁸ “The possibility of using fiscal balances to sterilize the monetary impact of a surge in aid inflows raises the question of whether fiscal policy could not take responsibility for modifying aggregate demand and redistributing the effects of aid over time, leaving other goals to monetary policy. In principle, fiscal policy could be just as effective as monetary policy in managing aid inflows, especially if taxes and transfers are lump-sum. In practice, this is the case only when foreign aid is delivered in the form of budgetary support and recipient governments can delay spending the aid disbursed by donors, thereby raising the fiscal balance and sterilizing the impact of foreign aid on aggregate demand” (Prati & Tressel, 2006, p.11).

(sea directa o indirectamente). Así, las demandas de factores aparecen inversamente relacionadas con sus precios. No solo estos mecanismos de sustitución han sido severamente cuestionados en la teoría económica⁹, sino que además suponen que la economía es impulsada por las fuerzas de la oferta y tiende al pleno empleo. Esta enfoque estaría postulando que la flexibilidad salarial sería una condición del pleno empleo, solo que ahora a través del mecanismo de la devaluación real.

El cuarto y último supuesto a discutir es absolutamente crucial para el conjunto de la interpretación. Frenkel trata a la evolución del producto potencial o “natural” (y^*) como *independiente* del producto efectivo (y) (ecuación 2). El enfoque subyacente considera al producto potencial como una variable *dada* que evoluciona lentamente con prescindencia de lo “shocks de demanda”; por ende, el producto potencial se explica por fuerzas del lado de la oferta. Luego, una brecha nula de producto supone una tasa de crecimiento “que no induce la aceleración o desaceleración de la inflación” (Frenkel, op.cit.).

Sin embargo este supuesto es enteramente cuestionable. Existe considerable evidencia empírica acumulada a favor de una *histéresis* fuerte o plena sobre el *output* desde los trabajos de Nelson & Plosser (1982). Esto significa que la tendencia de largo plazo del producto potencial es, en realidad, plenamente determinada por las fuerzas que mueven al producto efectivo.¹⁰ Incluso Blinder (2004), un referente principal del nuevo consenso, reconoce que la opinión convencional se basa en varios supuestos “que son al menos discutibles”. Uno de ellos implica que:

“The macroeconomy is not subject to hysteresis. In a system with a unit root, any shock to aggregate demand—whether it be from fiscal policy or anything else— will leave a permanent impact on output (...). Unfortunately, that question is difficult to answer statistically. In a well-known and provocative paper written nearly two decades ago, Campbell and Mankiw (1987) argued that it does. But more recent work has emphasized how hard it is to discriminate between a model with a unit root and a trend stationery model with a root close to but below unity—especially with relatively short time series” (Blinder, 2004).

Así, dice Blinder, “los creyentes en la reversión a la media se han consolado con este punto. Pero esto también significa que no es fácil descartar la histéresis”. Sin discutir ni mencionar esta evidencia de histéresis fuerte en el producto, Frenkel, por ejemplo, incurre en afirmaciones de muy dudosa validez. Dice:

“...la tasa de crecimiento tiene límites, impuestos por el ritmo posible de aumento de la productividad y por la disponibilidad de trabajo (...) En cada momento hay cierta tasa máxima posible de crecimiento de la oferta agregada de bienes y servicios, que pone un techo al ritmo de expansión que una economía puede efectivamente alcanzar.” (Frenkel, op. cit.).

En primer término, es un error asumir que el trabajo pueda ser un límite al crecimiento. Más bien, la oferta de trabajo tiende a ajustarse a las necesidades de la acumulación de capital a través de una serie de canales, como la modificación del tamaño del sector informal y de los niveles de desempleo (abierto y oculto), cambios en las tasas de participación de los diversos grupos sociales, migraciones internas e internacionales, etc. Dado que existen mecanismos

⁹ Hace décadas, a partir de la obra de Sraffa (1960), los mecanismos de sustitución factorial fueron seriamente cuestionados y con ellos, los pilares de la teoría marginalista. El desarrollo de esta vertiente crítica reveló que no necesariamente los mecanismos de sustitución factorial operan en la dirección predicha por la teoría neoclásica.

¹⁰ Serrano (2006) señala que este resultado de histéresis fuerte en las series de output se ha usado como evidencia a favor de los “ciclos económicos reales”, en los cuales “el elemento común conductor de la tendencia y el ciclo son la oferta de factores y su productividad”. Esto supone algo muy irrealista: la idea de un ciclo de corto plazo que es conducido enteramente por las fuerzas de oferta.

endógenos que tornan abundante la oferta de trabajo, el producto potencial es limitado en realidad por el stock de capital acumulado y pasa a depender enteramente de la evolución de la inversión. Así, si bien la tasa de crecimiento potencial de la economía depende del crecimiento de la capacidad física y de la productividad, la evidencia antes mencionada es plenamente compatible con la alternativa de que cada uno de estos factores –y con ello la tasa potencial de crecimiento misma– resulte afectada por la tasa efectiva de crecimiento determinada por la demanda (Setterfield, 2007, Serrano, 1996).

Por caso, si la expansión de la demanda acarrea un creciente gasto en inversión, esto tendrá efecto directo sobre la capacidad y sobre la productividad. Por otro lado, cualquier expansión de la demanda y el producto hoy, influirá en los planes de inversión de las firmas y en su capacidad para ejecutar esos planes. Y por ende en la disponibilidad y productividad de la capacidad mañana. El impacto de la inversión planeada se produce a través del efecto acelerador y mediante la influencia positiva del rápido crecimiento del producto y de la demanda sobre el estado de las expectativas. Un índice de la ambigüedad de Frenkel en este punto se encuentra en el hecho de que nunca define claramente *qué cosa determina el producto potencial* y mucho menos da una pauta de su *magnitud*, a pesar de resultar una variable crucial para estimar la brecha de producto ($y - y^*$). Por ejemplo, dice:

“Esa tasa máxima posible de crecimiento no es una constante. Es un parámetro variable e incierto (...) La experiencia internacional de países de crecimiento rápido sugiere que la tasa máxima posible está en el orden de magnitud de la que mostró la economía argentina desde 2003 (...) Seguramente el dato *era mayor* en el comienzo de la expansión, porque veníamos de una recesión profunda. Seguramente *tendió a reducirse con el paso del tiempo*, a medida que se alcanzaban techos en la disponibilidad de ciertos recursos. Lamentablemente, no podemos saber la magnitud del dato en la actualidad (...) la experiencia sugiere que lo mejor a lo que podríamos aspirar es a sostener una tasa de crecimiento similar a la de los últimos años” (énfasis agregado).¹¹

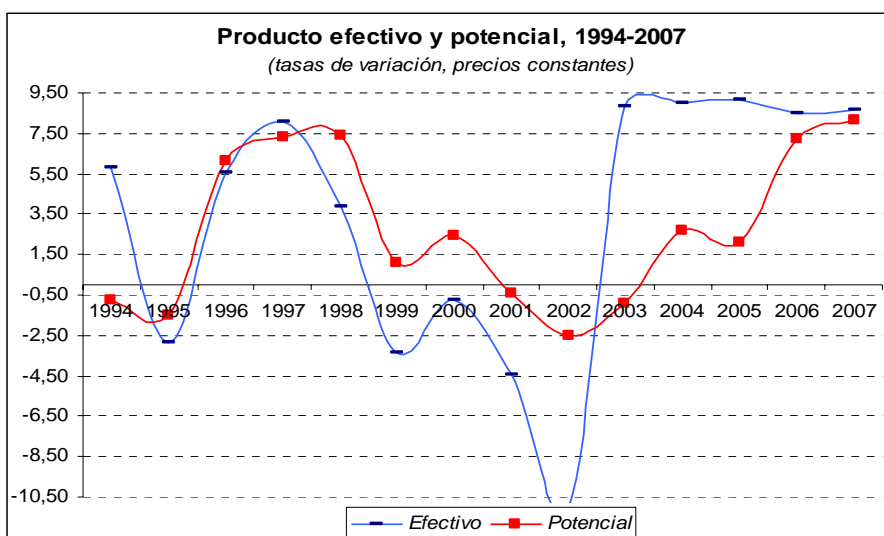
¿Cuál es esa “experiencia histórica” de crecimiento que fijaría los límites para el caso argentino? Dado lo difuso del planteo, llama la atención la severidad de la conclusión (como máximo “podríamos aspirar a sostener una tasa de crecimiento similar a la de los últimos años, etc”). Obviamente, crecer *siempre* al 8% no es desdeñable. La cuestión es que un lectura errónea del funcionamiento macroeconómico y el temor a la inflación conduzcan adoptar políticas que frenen *deliberadamente* la expansión. Por otro lado, ¿por qué no observar el nivel de utilización de la capacidad instalada como un *proxi* de la evolución del producto potencial? Más aún, si asumimos que $u = \frac{Y}{Y^*}$ es el grado de utilización, donde Y es el producto efectivo y Y^* es el potencial, luego:

$$Y^* = \frac{Y}{u} \quad (3)$$

Lo que brinda una idea de la evolución del producto potencial (ver Serrano, 2009). Estimando la expresión (3) para la etapa reciente de Argentina resulta la evolución que describe el gráfico siguiente.

¹¹ Roberto Frenkel, “Enfriar o no enfriar la economía”, La Nación, 4 de mayo de 2008.

Cuadro 1



Fuente: Fiorito, 2008.

Así, al observar las tasas de variación, resulta claro que bastante rápidamente el sendero del producto potencial tiende a “seguir” al producto efectivo, confirmando lo antes expuesto. Es curioso que las posibilidades que ofrece la medición de la utilización de la capacidad instalada (UCI), como índice de la evolución del producto potencial, sean sistemáticamente rechazadas por los economistas que ubican la inflación como resultado de un “excesivo ritmo de aumento de la demanda agregada”¹². Se aducen razones varias: la inexactitud de la medición o bien su complejidad, etc. Pero si tales datos no son confiables y supuestamente carecemos de información al respecto, ¿cómo se puede entonces afirmar que la inflación sea el resultado de una “brecha de producto positiva” cuando tal brecha no se puede medir o estimar? Evidentemente el único modo es convenciéndose de que toda inflación es, siempre y en cualquier circunstancia, resultado (e índice) de un “excesivo ritmo de aumento de la demanda agregada” y de una brecha de producto positiva.

Pero aquí aparece otro problema, porque es evidente que tal afirmación general es falsa: en la experiencia internacional y especialmente en Argentina han existido periodos más o menos prolongados caracterizados por alta inflación con caída del producto (“estanflación”), un contrasentido en términos de “inflación de demanda”. En fases de crecimiento rápido, bien podría ocurrir que el aumento del empleo debilite la amenaza de despido y fortalezca la posición negociadora de los trabajadores para arrancar mayores salarios nominales. Luego, estos aumentos impactan en los costos y se trasladan a los precios, agudizando el conflicto distributivo. No obstante, los datos presentados muestran una conclusión distinta a la que arriba Frenkel cuando afirma:

“Seguramente el dato (del producto potencial) era mayor en el comienzo de la expansión, porque veníamos de una recesión profunda. Seguramente tendió a reducirse con el paso del tiempo, a medida que se alcanzaban techos en la disponibilidad de ciertos recursos”.

¹² Según Indec, el indicador de la Utilización de la Capacidad Instalada en la Industria mide la proporción utilizada de la Capacidad Instalada del sector industrial. Para su cálculo se tiene en cuenta cuál es efectivamente la producción máxima que cada sector puede obtener con la capacidad instalada actual. Se consideran criterios técnicos, como el aprovechamiento potencial de las plantas productivas empleando el máximo de turnos posibles y las paradas necesarias para el mantenimiento apropiado de dicha capacidad.

Como se aprecia en el gráfico 1, esto es incorrecto. En verdad, el producto potencial ajustó con un rezago a la trayectoria del producto efectivo, de modo que *era menor en 2002 de lo que es actualmente*, resultado del proceso de inversión que se registró entre 2002 y 2007. Como se verá luego, si se adopta un modelo del tipo supermultiplicador, surge que las brechas de producto (sean positivas o negativas) son en general *autocorregidas*, incluso sin necesidad de intervención especial de la política macroeconómica. Cualquier baja (alza) persistente en el grado de utilización de la capacidad productiva tiene a estimular una reducción (elevación) en la inversión bruta mediante un acelerador flexible, puesto que las empresas buscan adaptar el tamaño de la capacidad productiva a la tendencia de la demanda. Obviamente, la inflación crónica pasa a ser resultado del “choque de costos” y, particularmente, del conflicto distributivo.

Este tipo de modelos es, a su vez, plenamente compatible con la evidencia de histéresis plena en las series de producto y parece explicar mejor el caso particular de Argentina, donde la inversión sigue la tendencia del producto efectivo, instigado por la demanda, y así el producto efectivo determina finalmente el sendero del producto potencial. En suma, a medida que la producción se expande, estimulada por la demanda, la “frontera de posibilidades” de producción se mueve hacia delante, haciendo lugar a tales estímulos (y viceversa en el caso de *contracción* del PIB efectivo).

Lo expuesto cuestiona la visión dominante respecto a la tendencia del producto, de la capacidad productiva y de la inflación. En tal contexto, se suelen agregar explicaciones de tenor más “heterodoxo”, como que las causas de la inflación devienen por la aparición de “cuellos de botella”, etc. Pero, como observa Barbosa:

“...growth is never a balanced process. During an expansion the economy is bound to experience some bottlenecks. Localized demand pressures are normal and necessary for sustainable growth. Changes in relative prices and in capacity utilization are the main channels through which firms identify profitable opportunities for investment, which in its turn generates another round of effective and potential output growth necessary to sustain the expansion. Because it takes some time for investment to increase potential output, any sustainable growth process is likely to experience high capacity-utilization rates in its first years. In fact, if we interpret potential-output growth as a long-run average, the economy *must be above it during some time*. When macroeconomic policy is managed to reduce growth at the first sign of high capacity utilization (...) the result is *a reduction of both effective and potential output*. Precisely when high capacity utilization should lead to an increase in investment, macroeconomic policy enters the stage to slow down the conomy. If the government does not allow potential output to grow, the fear of inflation becomes self-fulfilling and the economy tends to experiences a series of short cycles” (énfasis agregado, Barbosa, 2004, 63).

La evidencia empírica revela que el crecimiento se relaciona con un proceso acumulativo, donde aumentos de la demanda agregada inducen aumentos de la inversión, la que a su vez incrementa los salarios y las ganancias. Y esto genera nuevas rondas de expansión. Esto no implica despreocuparse de la inflación, sino que quizás las razones de la aceleración de precios deben buscarse en otra parte que el “exceso de demanda” y que la política macroeconómica debe guiarse por plazos mayores que el corto plazo. En cualquier caso, no se puede frenar la expansión por un miedo infundado a la aceleración de la inflación.¹³

¹³ “La inflación debe reducirse y no es posible hacerlo sin desacelerar el ritmo de crecimiento de la demanda agregada. Para sostener esto no es necesario creer que la aceleración de la inflación haya sido causada por el crecimiento de la demanda. La afirmación es válida *cualquiera que haya sido la causa* atribuida a la aceleración de la inflación” (énfasis agregado, Frenkel, R. “Enfriar o no enfriar la economía”, La Nación, 4 de mayo de 2008).

4. La devaluación como respuesta a la contracción del producto y el empleo

Un supuesto adicional y clave en la interpretación del crecimiento liderado por el TCRCE, es que $ER > 0$ implica un tipo de cambio competitivo “que estimula el crecimiento”, (ecuación 1). Respecto de este punto no queda muy claro por qué canales el TCRCE estimula el crecimiento. Se admite que el impulso expansivo del TC sobre la demanda agregada “es difícil de precisar y cuantificar” aunque se identifica como uno de esos mecanismos al cambio de los precios relativos. Pero también se admite que “es inherentemente difícil estimar los complejos efectos de los precios relativos sobre la demanda agregada”, debido a que es difícil separar los efectos derivados del TC de los aumentos de los precios de exportación.

Frenkel, por caso, se basa en alguna literatura que recoge evidencia a favor de una asociación positiva entre tipo de cambio real y crecimiento, pero admite cierta imprecisión al respecto.¹⁴ Ciertamente, es difícil predecir el efecto sobre la rentabilidad que surge del TCRCE y su relación con la dinámica de los sectores transables y no transables. Dicho rápidamente: $ER > 0$ puede significar un aumento de la rentabilidad en el sector de transables *al mismo tiempo* que reduce la rentabilidad en el no transable. No hay evidencia de que en el agregado haya un resultado unívoco.

Sin embargo, conviene sí precisar que, para el enfoque en cuestión, el crecimiento aparece como un proceso *profit-led* o *tirado* por ganancias. La mayor rentabilidad, inducida por el TCRCE, estimularía el proceso de acumulación. Debe decirse que, aún suponiendo que el efecto agregado sobre la rentabilidad fuera positivo, no existe consenso en torno al rol de las ganancias como “factor de crecimiento”. La condición de la ganancia como “motor” de la actividad productiva en las economías capitalistas refiere al hecho fundamental de que la producción se realiza con el fin último de obtener un beneficio. Este “motor” entonces es una condición necesaria para toda *nueva* inversión, pero no necesariamente constituye *per sé* una explicación de la inversión. En realidad, como se verá luego, la inversión que crea capacidad productiva (y que por ende impulsa el crecimiento) es inducida, vía un acelerador flexible, por la demanda y no por la ganancia. Ese proceso sobreviene por cambios persistentes en el grado de utilización de la capacidad que conducen a niveles de utilización por encima de los “normales” o “planeados”.

No existe evidencia empírica que permita afirmar el vínculo proclamado entre rentabilidad y crecimiento, y para suponer que $ER > 0$ pueda impulsar la acumulación de capital *con prescindencia* de lo que ocurra con la demanda.¹⁵ Por supuesto, un tipo de cambio real competitivo tiene un rol central a la hora de facilitar la superación de la heterogeneidad estructural que fija la restricción externa como la restricción dominante al crecimiento de la demanda agregada y, por ende, a la expansión de la economía argentina (véase Diamand, 1972).

En línea con el modelo expuesto en la sección 2.1, y frente al amesetamiento de la actividad económica, se ha propuesto consecuentemente una nueva devaluación, a fines de retomar el sendero de crecimiento de los últimos años, puesto en duda por las supuestas debilidades del gobierno. Las causas serían varias. En primer lugar, el tipo de cambio real

¹⁴ Dice: “no sabemos si esta relación (tipo de cambio-crecimiento) es no-lineal, si tiene umbrales, o cómo difiere entre países y varía a lo largo del tiempo”.

¹⁵ Por ejemplo, un estudio reciente (Onaran & Stockhammer 2005) testea una versión extendida del modelo de Bhaduri y Marglin (1990). Los autores estiman un modelo econométrico para Estados Unidos, Inglaterra y Francia (representando a los mayores países desarrollados) y para Turquía y Corea (como países subdesarrollados). Lo interesante es que estos últimos son elegidos porque precisamente representan dos experiencias diversas de crecimiento orientado por exportaciones. Los estudios mencionados reconocen que “no fueron hallados efectos estadísticamente significativos de la participación de las ganancias sobre la inversión y el crecimiento tanto en el caso de los países desarrollados como en los subdesarrollados”.

multilateral se apreció un 20% desde comienzos de 2007 (por ende, $ER < 0$). Además, la situación fiscal “no es holgada” (es decir: $f > 0$) y tampoco la disponibilidad de moneda internacional para los compromisos financieros. Se argumenta que un aumento del tipo de cambio real contribuiría a aliviar estas restricciones, aumentando la protección del empleo y de las industrias que compiten con importaciones, y mejorando la situación del sector agropecuario, al tiempo que permitiría suavizar el conflicto con el gobierno.¹⁶ En resumen, en este enfoque la devaluación tendría los siguientes efectos positivos:

(i) aumentaría el superávit fiscal ($f < 0$), porque aumentaría las exportaciones y con ello incrementaría la recaudación de impuestos sobre el comercio exterior (retenciones). El argumento supone implícitamente que los impuestos sobre las importaciones caen menos y, por ende, hay un efecto neto fiscal positivo.

(ii) la devaluación aumentaría la disponibilidad de divisas para hacer frente a los vencimientos de la deuda. Este es un efecto derivado por la misma vía anterior: el ajuste cambiario tendría un resultado positivo sobre el balance comercial.

(iii) la devaluación contribuiría a aumentar el margen de protección efectivo de aquellas industrias potencialmente afectadas por competencia importada y por ende permitiría proteger los niveles de empleo.

(iv) la devaluación permitiría mejorar la situación del sector agropecuario, vía las mejora de las exportaciones del sector, recomponiendo la rentabilidad de las actividades hoy afectadas por la crisis internacional (caída de demanda y de precios). Asimismo, ese mayor margen de rentabilidad permitiría distender el conflicto en torno a las retenciones.

Vamos a discutir cada una de estas afirmaciones haciendo uso de un modelo muy simple, que incluye *dos hipótesis de comportamiento*: el nivel de ingreso (Y) depende de la evolución de la demanda agregada (que es la variable independiente) y la principal restricción al crecimiento del ingreso proviene del sector externo (disponibilidad de divisas). En términos usuales:

$$Y = C_0 + cY + G + I + X - M \quad (4)$$

Examinemos ahora el efecto de la devaluación, en los términos planteados por Frenkel, tanto desde el punto de vista del nivel de actividad como de sus efectos fiscales (seguimos de cerca aquí el enfoque de Assous, M. & López Gallardo, J, 2009, Cap. VI). El punto (i) sostenido por Frenkel supone que la devaluación mejora X y reduce o deja inalteradas las M , con lo cual mejoran el saldo comercial y la recaudación de impuestos sobre el comercio exterior, aunque no altera la evolución de ninguno de los otros componentes de la demanda agregada (C_0 , cY , G , I). Es decir, la devaluación mejora el saldo comercial y *agrega* demanda, produciendo un efecto *expansivo*. De (1), podemos escribir:

$$Y = \frac{1}{1-c} [C_0 + I + G + X - M] \quad (5)$$

Donde $1-c$ es la propensión a ahorrar. El incremento de X (con C_0 , cY , G e I constantes) lleva a un aumento del nivel de actividad y del empleo en las industrias que exportan. Luego, a ese efecto expansivo inicial de aumento del empleo se agregaría un efecto expansivo *adicional*, asociado con el alza del consumo salarial o *inducido*, puesto que aumenta el empleo con un salario real *constante*, llevando a un incremento del multiplicador $1/(1-c)$.¹⁷ En otros términos, el

¹⁶ ¡Dígame el lector si no hay buenas razones para esperar un aumento del tipo de cambio real!”, concluye Frenkel (op.cit.).

¹⁷ López Gallardo & Assous, Chapter VI, Kalecki’s Open Economy Macroeconomics.

país absorbe poder de compra del exterior y además aumenta su propio poder de compra doméstico (por el alza de la masa salarial).¹⁸

Pero esta es solo una parte de la historia. Como todo el mundo sabe, existe una relación *inversa* entre tipo de cambio real y salario real (Carciofi, 1986; Canitrot, 1975). De este modo, tras la devaluación el salario real debe caer y el multiplicador $1/(1-c)$ resultará menor, con lo que el efecto *neto* del ajuste del tipo de cambio puede bien ser *contractivo*.¹⁹ Además, en modo alguno resulta evidente a priori que el saldo comercial vaya a mejorar tras la devaluación. Aún cuando tras una devaluación haya un aumento de las exportaciones y una baja de importaciones en cantidades físicas, eso no garantiza que se registre una mejora significativa en el saldo comercial. En términos técnicos, la condición Marshall–Lerner podría no cumplirse.²⁰ Incluso en el caso de que tal condición fuera satisfecha, si la suma de la elasticidad-precio de las importaciones más la elasticidad-precio de las exportaciones excede la unidad *aunque solo ligeramente*, se requeriría una *gran* devaluación para observar mejoras significativas en el balance comercial²¹.

De este modo, tampoco resulta evidente que la recaudación fiscal vaya a crecer tras la devaluación. Tal resultado dependerá del efecto neto de la caída del consumo (inducida por la baja del salario real) versus el aumento del balance comercial (X-M) y la incidencia de los impuestos que gravan el ingreso doméstico (IVA, ganancias) versus la incidencia de los impuestos al comercio exterior. En suma, al afirmar que la devaluación será expansiva y mejorará la posición fiscal, se está suponiendo:

1. que se cumple la condición Marshall–Lerner y mejora la balanza comercial;
2. que la mejora del balance comercial *agrega* demanda para más que compensar la caída del consumo doméstico inducida por la devaluación al reducir el salario real;
3. finalmente, que la recaudación de impuestos al comercio exterior *más que compensará* la pérdida de recaudación que sufrirán los impuestos relacionados con el consumo y las ganancias domésticas. Por ende, esta cadena de supuestos lleva a concluir, sin mayores fundamentos, que la devaluación aumentará el superávit fiscal.

Veamos el punto (ii) sostenido como una segunda “bondad” del ajuste cambiario, merced a la cual el país obtendría más divisas (aumentaría las reservas) a fines de enfrentar los

¹⁸ Si se asume que la inversión responde más o menos elásticamente y aún con rezagos a las variaciones en el grado de utilización de la capacidad, habrá un efecto *acelerador* y se reforzará el inicial efecto expansivo.

¹⁹ Diamand sostenía que “los programas recesivos empiezan siempre con una brusca devaluación. De acuerdo con la teoría económica vigente, dicha devaluación debería estimular las exportaciones, desalentar las importaciones y restablecer el equilibrio externo”. Pero, alertaba, “en Argentina y en otras estructuras productivas desequilibradas, las importaciones y exportaciones son poco elásticas al precio, especialmente en el corto plazo”. De allí que el equilibrio resultante se logra mediante ajustes sobre el ingreso: “Caen los salarios reales y se produce una transferencia de ingresos a favor de los productores agropecuarios y de los exportadores tradicionales. Debido a las diferencias en la propensión al consumo, esta transferencia de por sí trae una significativa disminución de la demanda global” (Diamand, 1985).

²⁰ La condición de Marshall-Lerner supone que para que una devaluación tenga un impacto positivo en la balanza comercial, la suma de las elasticidades de precios de las importaciones y las exportaciones tiene que ser, en valor absoluto, superior a 1. En Argentina usualmente la devaluación mejora el balance comercial aunque con fuertes costos en términos de demanda agregada.

²¹ Un ejemplo será útil para aclarar la cuestión. Supongamos una devaluación del peso. Esto significa un encarecimiento de las importaciones y una reducción de su volumen físico. Sin embargo, esto no garantiza que el país gaste una menor parte de sus dólares en bienes importados. Por ejemplo, supongamos que a un precio de 700 pesos los argentinos importan 1.100 aparatos de TV por semana, por ende gastan 770 mil pesos. Luego de la devaluación, supongamos que el precio de las TV importadas aumenta a 800 pesos. A tal precio, la cantidad de TV importadas se reduce, digamos, a 1000. En este ejemplo hipotético, sin embargo, el gasto total en TV importadas aumentó de 770 mil a 800 mil pesos, aún cuando la cantidad importada haya disminuido (a la inversa, para las exportaciones). El ejemplo es análogo al de Davidson (2006) para EE.UU.

vencimientos de deuda externa. Una vez más, se supone el cumplimiento de la condición Marshall-Lerner. Pero, además, aún cuando la devaluación produzca alguna mejora en el balance comercial, también tiene efectos sobre la carga de la deuda pública en moneda doméstica. La relación entre tipo de cambio y deuda pública es mediada por dos mecanismos (Schonerwald da Silva & Vernengo, 2007). Por un lado, una devaluación implica pagos más elevados en moneda local sobre la deuda denominada en moneda extranjera (lo inverso en caso de apreciación cambiaria). Por otro lado, un aumento en la deuda pública puede aumentar la percepción acerca de la probabilidad de un default (sin importar si esta percepción es correcta o no). Esto puede conducir a un significativa salida de divisas, resultando en una devaluación. Al mismo tiempo, la relación entre tipo de cambio y deuda pública tiene implicancias directas sobre la política monetaria. Por caso, un aumento de la tasa de interés afecta la carga financiera de la deuda y por ende aumenta el déficit nominal y la deuda doméstica. Pero una tasa de interés alta funciona como atractor de capitales externos de corto plazo, lo que introduce presiones hacia la apreciación cambiaria y reduce la carga de la deuda en moneda extranjera.

“The net effect will depend on the relative forces of the two effects. If the devaluation of the exchange rate leads to a reduction of the burden of the debt higher than the increase caused by the interest rate, thus the initial monetary policy will result in a positive net effect, so the public debt is going to be lower” (Schonerwald da Silva & Vernengo, 2007)..

Claro que este *set* de políticas (apreciación cambiaria y altas tasas de interés) lleva a una tasa de crecimiento del producto muy baja y por ende puede tornar insostenible la propia carga de la deuda (el ejemplo es la convertibilidad). Es extraño que usualmente los defensores del TCRCE como “acelerador” del crecimiento no discutan estas complicaciones.

Por lo expuesto, resulta paradójico que, en un contexto de desaceleración del nivel de actividad, se proponga devaluar el peso *sin compensaciones de ninguna clase*, como método para restaurar la competitividad por la vía implícita de la “licuación” salarial y con esto estimular la producción y el empleo. La hipótesis de que una devaluación puede estabilizar (o estimular) la demanda efectiva es análoga a la vieja afirmación de que la flexibilidad descendente de los salarios nominales (y reales) puede asegurar el pleno empleo o reducir el desempleo (López & Perrotini, 2006). La idea detrás de esta hipótesis es sencilla. Como hay una fuerte reducción de la demanda mundial, caen las exportaciones argentinas. Si aumenta el tipo de cambio (se deprecia el peso) el alza de la competitividad produciría una mejora del balance comercial. Si las ventas externas y las importaciones se comportan como predice el modelo, el producto y el empleo no se reducirían e incluso podrían expandirse. Habría así un mecanismo *endógeno* para alcanzar el pleno empleo, similar al de los economistas tradicionales: el aumento del empleo por la mejora de la rentabilidad y de las exportaciones, se daría por una vía similar a la que proponía el viejo Pigou.²² En suma, la devaluación puede ser *contractiva* en lugar de expansiva y el mecanismo de “flexibilidad salarial” implícito puede no funcionar. Como explicaba Thirlwall,

“...a once-for-all depreciation of the currency ($ET > 0$) cannot raise the balance of payments equilibrium growth rate permanently. After the initial depreciation, $ET = 0$, the growth rate would revert to its former level. To raise the balance of payments equilibrium growth rate permanently would require continual depreciations, that is, $ET > 0$ in successive periods” (McCombie & Thirlwall, 2004).

No debe entenderse que Thirlwall postula la existencia de un tipo de cambio “de equilibrio de largo plazo”, basado en algún *fundamental*, y que por ende había así una futilidad

²² En plena crisis del 30, Keynes dirigió su *Teoría General* contra los economistas tradicionales representados por Arthur Pigou, quienes sostenían que si los salarios bajaban lo suficiente, eso llevaría a una reducción del nivel de costos y de precios, aumentaría el poder de compra del dinero, incrementaría el gasto y la demanda, y con ello reactivaría la producción.

de la política cambiaria. Más bien debe entenderse en el sentido de que a cada depreciación real de la moneda sigue un proceso más o menos lento de ajuste salarial, a menos que se asuma el supuesto poco realista de que no existe ninguna “resistencia salarial”.

Ciertamente, el proceso de rápido crecimiento iniciado en 2002 coincide *temporalmente* con la gran devaluación de ese año. Esto condujo al espejismo de que fue el ajuste cambiario *per sé* el que desató la recuperación. Sin embargo, como se verá, fueron más que nada *un conjunto de políticas expansivas*, compensadoras de la caída salarial, y una serie de circunstancias particulares, las que hicieron que, a partir de la devaluación, la economía comenzara a crecer. Pero eso no transforma a la devaluación cambiaria en un instrumento expansivo y tiene la dificultad de dejar en las sombras las políticas realmente expansivas que sí se aplicaron con un criterio de emergencia: aumento del gasto público financiado con deuda y con retenciones a las exportaciones (por ejemplo, un gran programa de subsidios al desempleo), política monetaria expansiva, congelamiento de tarifas públicas, etc. Por caso, Keynes mismo puntualizó que “en el mundo moderno, donde los salarios tienden a estar cercanamente vinculados al costo de vida, la eficacia de la devaluación cambiaria puede ser considerablemente reducida”. Argentina se enfrenta al aprendizaje de esa dura lección tras la devaluación de 2002.

5. Política fiscal y restricción externa

5.1. El modelo

El modelo bosquejado en la sección 2 es una variante simplificada del esquema más general conocido como “nueva síntesis neoclásica” o “nuevo consenso” (Serrano, 2006; Kriesler & Lavoie 2005). En dicho modelo, el rol activo de la política fiscal es sumamente restringido, sino nulo. De hecho, frente a los ribetes dramáticos de la crisis internacional y la incapacidad de la economía convencional para prevenirla y abordarla, el modelo del “nuevo consenso” ha recibido innumerables críticas, en particular por la ausencia en su estructura de ningún rol esencial para el gobierno y la política fiscal (Fontana, 2009). A pesar de las prescripciones del modelo, convertido hoy en la ortodoxia dominante, los países desarrollados han debido recurrir a (o discuten cómo hacer) políticas fiscales expansivas, inyectando liquidez por distintos canales.²³

Para esbozar una interpretación alternativa se hará uso de un modelo de crecimiento que integre el efecto acelerador y multiplicador con liderazgo de los gastos autónomos y distribución exógena (Serrano & Willcox, 2000). Por la condición de equilibrio en el mercado de bienes tenemos:

$$M + Y = I + C + G + X \quad (6)$$

Las hipótesis de comportamiento son tres: i) las importaciones (M) son inducidas por el producto (Y); ii) la inversión (I) es inducida por el producto²⁴; iii) el crecimiento es liderado por

²³ “As recently as two years ago there was a widespread consensus among economists that fiscal policy is not useful as a countercyclical instrument. Now governments in Washington and around the world are developing massive fiscal stimulus packages, supported by a wide range of economists in universities, governments, and businesses” (Feldstein, 2009). Sin embargo, entre los fundadores del “nuevo consenso” continúa la visión pesimista del activismo fiscal y hay quienes todavía no encuentran razones que justifiquen un revival de políticas fiscales discrecionales contracíclicas (Taylor, 2009).

²⁴ Un trabajo reciente (Fiorito, 2009) demuestra que en Argentina la inversión es “acelerada” (inducida) por el crecimiento del ingreso. Dicho trabajo muestra una causalidad que avala el principio del acelerador flexible y que deja sin fundamento a las condiciones subjetivas, tan prolíficamente mencionadas, como las

el sendero seguido por la demanda autónoma (consumo no asalariado, exportaciones y gasto público). En economía abierta, una parte de la demanda doméstica se “desviarán” hacia el exterior. Por ende:

$$M = m_k I + m_c Y \quad (7)$$

donde m_k es la proporción importaciones inducida por las decisiones de inversión y m_c es la proporción de importaciones inducida por las decisiones de producir. Reemplazando (7) en (6), desdoblado el consumo en una parte inducida cY y otra autónoma (C_0), y resolviendo para Y tenemos:

$$Y = \frac{1}{(1 + m_c - c)} [C_0 + G + I(1 - m_k)] \quad (8)$$

A su vez, el nivel de inversión de largo plazo dependerá del crecimiento esperado de la demanda efectiva (g^e_{t+1}) y de la relación capital-producto (v):

$$I = v g^e_{t+1} Y \quad (9)$$

Reemplazando (9) en (8), tenemos el nivel de demanda efectiva y producto de largo plazo:

$$Y = \frac{Z + G + X + (1 - m_k) \cdot v g^e_{t+1} Y}{1 - w + m_c} \quad (10)$$

Así, la tasa de crecimiento esperada de la demanda efectiva en el largo plazo (g^e_{t+1}) es gradualmente revisada a partir del grado efectivo de utilización de la capacidad que se observó en el pasado. Si se adopta esta regla de ajuste para g^e_{t+1} y suponiendo que los gastos autónomos (Z, G, X) crecen a una tasa z , la tendencia de crecimiento de la economía *oscilará* en torno a:

$$Y^* \rightarrow Y = \frac{Z + G + X}{(1 - w + m_c) - (1 - m_k) v z} \quad (11)$$

Lo que da la expresión del supermultiplicador, donde la tasa de crecimiento esperada es igual a la realizada (el producto potencial Y^* tiende al efectivo Y), la que a su vez es determinada por el ritmo de crecimiento de los gastos autónomos que no crean capacidad (Z, G, X). De este modo, la capacidad productiva se ajusta a la tendencia de la demanda efectiva a través el tiempo, como ya habíamos visto empíricamente para el caso argentino.²⁵ No obstante, lo normal es que la restricción de divisas opere *antes* que la restricción de ahorro²⁶. Para analizar la restricción de divisas se puede partir de la identidad que describe el balance de pagos:

(intratables) “expectativas”, que serían la caprichosa guía que los inversores. La evidencia empírica revela que el comportamiento de la inversión no resulta tan “caprichoso”.

²⁵ Para el análisis teórico de los límites dentro de los cuales el crecimiento de la capacidad productiva responde a los estímulos de la demanda, véase Serrano y Freitas (2008) y Serrano (2009). Para un análisis aplicado al caso argentino véase Fiorito (2008).

²⁶ Al respecto de la “brecha de ahorro”, conviene observar: “En una economía capitalista no planeada, la única cosa que la brecha de ahorro podría medir, en el caso de que fuera estimada correctamente, sería el

$$BP = X - M - R + F \quad (12)$$

donde BP es el saldo del balance de pagos, R es la renta neta enviada al exterior, y F representa los ingresos netos de capital. Reemplazando (7) en (12):

$$BP = X - m_k I - m_c Y - R - F \quad (13)$$

Reemplazando (9) en (13):

$$BP = X - m_k v z_e Y - m_c Y - R - F \quad (14)$$

Por ende:

$$Y = \frac{X - R - F - BP}{(m_k v z_e + m_c)} \quad (15)$$

Dado que la tasa de crecimiento de la demanda determina la tendencia de crecimiento de la capacidad productiva, la única forma en que el balance de pagos puede restringir el crecimiento es imponiendo límites al aumento de los distintos componentes de la demanda efectiva. En presencia de un desequilibrio externo, la demanda agregada tendrá que ajustarse de modo de reducir las importaciones. Como las compras externas son una función del nivel y de la tasa de crecimiento de la demanda, son las reducciones en la demanda efectiva el mecanismo por el cual la economía se ajusta a la disponibilidad de divisas. Así, es la política macroeconómica (fiscal, monetaria, cambiaria y de ingresos) la que opera sobre la tasa de aumento de la demanda agregada.

5.2. El caso argentino actual: la significación de la política fiscal

La economía doméstica presenta mejores condiciones que en otras etapas para lidiar con el problema estructural de *restricción de divisas*. Los términos de intercambio siguen siendo muy favorables. A su vez, respecto del endeudamiento externo (un factor “autónomo” que opera sobre la restricción externa) la trayectoria de los últimos años permitió una reducción significativa en los perfiles de la deuda pública, especialmente con la compra de deuda por el BCRA y otras agencias. Así, la deuda en el mercado (neta de acreencias intra-sector público y organismos internacionales) se reduciría a 26% del PIB mientras que los vencimientos del próximo año alcanzarían, entre intereses y amortizaciones, a sólo 2,6 p.p. del PIB.²⁷

El impacto contractivo de la crisis internacional se manifestó de dos formas básicas: mediante una reducción de la demanda externa (con caídas del valor exportado en todos los sectores) y a través de una fuerte contracción monetaria inducida por la fuga de divisas. Asimismo, en relación a la política cambiaria, tras una etapa de franca apreciación de peso, el BCRA logró al menos sostener la paridad real del tipo de cambio a través de minidevaluaciones sucesivas. En términos comparativos respecto de los principales socios comerciales, Argentina habría mejorado su competitividad cambiaria en el último año. Producto de estas situaciones, y a

nivel de inversión a partir del cual tendríamos inflación de demanda, pero el monto de ahorro agregado nunca es en sí mismo una restricción efectiva al nivel de inversión” (Serrano & Willcox, 2000, 46).

²⁷ Ver Informe Bein:

<http://www.estudiobein.com.ar/data/upload/Informes/Informe%20N%2038%20pagina%20resumen.pdf>

pesar de la fuerte salida de capitales observada en los últimos dos años, las reservas totales del BCRA rondaban a fines de setiembre de 2009 los 45 mil millones de dólares, alejando la restricción de divisas al menos en el corto plazo.

El principal problema en danza es entonces el nivel de actividad. Hay que decir que mientras la inducción de la inversión por el crecimiento del producto en una fase de alza tiene algún rezago, este *lag* es mucho menor en el ajuste descendente (la adaptación de la inversión a la tendencia de la demanda es más rápida en el ciclo recesivo). Así, tras el shock externo y la desaceleración de la tasa de crecimiento del PIB, la cuestión del crecimiento vuelve al primer plano. Se puede analizar el caso argentino a la luz del modelo presentado en la sección anterior, particularmente haciendo uso de las expresiones (11) y (15).

$$(11) \quad Y = \frac{Z + G + X}{(1 - w + m_c) - (1 - m_k)vz} \qquad (15) \quad Y = \frac{X - R - F - BP}{(m_k vz_e + m_c)}$$

Dado que X y Z son datos (11), y la inversión es inducida por el producto, el gasto público se torna una herramienta de control de directo que incide sobre el crecimiento. Más aún en una fase recesiva, donde la opción al recurso de la política fiscal sería esperar a que la economía se “recupere sola”. Pero esta elección supone que el sistema cuenta con mecanismos *endógenos* que lo regresarían a un sendero de crecimiento. Sabemos que no es así y que la economía puede permanecer indefinidamente en la recesión. Eventualmente un impulso externo lo suficientemente fuerte (ΔX) podría ponerla nuevamente en movimiento. Pero este es un factor que escapa al control de la política económica y tampoco resulta evidente que cierta recuperación de las ventas externas baste, por sí sola, para reencauzar la economía en un sendero de crecimiento. Podría pensarse en estimular la demanda por la vía del aumento de salarios. Una vez más, este es un factor sobre el cual la política económica no tiene control *directo*,²⁸ menos aún cuando el contexto recesivo tiende a deteriorar el poder de negociación de los asalariados.

De allí la relevancia de la opción del gasto público. Sin embargo, existe un rechazo más o menos abierto y mayoritario a usar la política fiscal con fines expansivos. Antes de la crisis ocurrida a fines de 2008, algunos economistas de sesgo “heterodoxo” sostenían incluso que la aceleración de la inflación se debía a que el gobierno había aumentado “irresponsablemente” la tasa de crecimiento del gasto público y por ende había “sobrecalentado” la demanda agregada.²⁹ Estos economistas señalaron así a dos ítem como responsables de la “sobreexpansión” del gasto estatal: los subsidios al sector privado y los gastos vinculados al régimen previsional.

Sin embargo, como se argumentó en la primera parte de este trabajo, en relación a la evolución del producto potencial claramente no hubo ningún crecimiento “excesivo” de la

²⁸ Al ser el nivel del salario real un resultado que depende en gran medida de fuerzas políticas e institucionales, el gobierno puede influir *indirectamente* sobre el salario actuando sobre los factores que definen la capacidad de negociación de los asalariados (incidiendo en los modos institucionales de negociación de salarios, alterando las condiciones de contratación del trabajo, etc). Obviamente, incidirá sobre esa capacidad de negociación con su política macroeconómica (y en especial, con la política fiscal), puesto que esta tendrá efectos sobre la tasa de crecimiento del producto y por ende incidirá sobre el “ejército de reserva” de desocupados.

²⁹ “En 2005 la economía estaba creciendo a una tasa algo mayor al 9% y venía manteniendo un ritmo de crecimiento similar por tres años consecutivos. Por otro lado, la tasa de inflación venía acelerándose sistemáticamente y alcanzó un 12,3% a fin de ese año. Había presiones inflacionarias evidentes operando en la economía argentina. Pocas dudas caben que la situación requería la aplicación de algún freno al ritmo de expansión de la demanda agregada. Por la debilidad de los mecanismos de transmisión de la política monetaria ya mencionada, el principal instrumento de freno disponible era la política fiscal. Pero el gobierno tomó el camino inverso, agregando impulso fiscal expansivo al rápido aumento del gasto privado” (Damill & Frenkel 2009. Las políticas macroeconómicas en la evolución reciente de la economía argentina, p.24).

demanda agregada. Incluso, la economía argentina mostraba márgenes para crecer a tasas aún más altas de las que mostró en el período 2003-2008. No obstante, no deja de ser paradójica la afirmación respecto a que los subsidios al sector privado hayan adicionado un *impulso extra* al crecimiento de la demanda y, por esta vía, hayan contribuido a acelerar la tasa de inflación, cuando tales subsidios fueron empleados con el propósito de limitar los ajustes de precios y por ende contribuyen a *contener* la tasa de inflación.

Tampoco se entiende de qué manera pueden constituir un impacto *adicional* al crecimiento de la demanda, cuando tales transferencias *no son* en sí mismas *fuentes adicionales* de demanda final, puesto que se utilizan para financiar gastos corrientes y/o de capital con el objeto de mantener fijo el precio de determinados bienes y servicios. En verdad, son una manera de evitar la contracción de la demanda agregada, ya que al contener la tasa de inflación impiden un mayor deterioro del salario real, y preservan el valor del multiplicador $(1-w)$ en la expresión (12). No resulta evidente entonces que estos subsidios (que en el caso de las empresas de servicios públicos alcanzaron un crecimiento promedio en el lapso 2006-2008 del 110% anual) hayan tenido precisamente impacto inflacionario, sino más bien lo contrario.³⁰ Respecto al sistema de seguridad social, resulta difícil afirmar que el llamado “plan de inclusión previsional”, instrumentado durante el primer semestre de 2007, haya sido una fuente de presión inflacionaria. Este plan, que permitió el acceso de aproximadamente 1,4 millones de personas que no cumplían los requisitos necesarios para percibir una prestación, es claramente una fuente de demanda. Sin embargo, como ya se explicó, la economía argentina tenía margen para seguir creciendo.³¹

Con este sesgo, es casi natural que la propuesta de estimular la economía por medio del gasto público deficitario no goce de consenso. Se argumenta incluso que no habría recursos para afrontar un mayor gasto. Pero esta afirmación encierra una confusión sobre la naturaleza del gasto público y los impuestos. Nunca el gasto público es sostenido con impuestos; siempre es financiado mediante la emisión monetaria. En verdad, los déficit permanentes consolidados son la norma teórica y práctica en las economías modernas (Wray, 2006, p.190). En la historia reciente de los países industrializados y también de los subdesarrollados ya es un hecho estilizado el que los gastos excedan claramente a los impuestos (Iqbal, 2004). El enfoque correcto, por ende, es evaluar el gasto (déficit) público por su impacto en el conjunto de la economía, al margen de si dicho gasto está “equilibrado” o no respecto de los impuestos.

Conviene en este punto retomar algunas viejas ideas “sumergidas y olvidadas” (para usar una expresión de Sraffa), sobre teoría del dinero y determinación del ingreso y su articulación con las finanzas públicas y la política monetaria. En el contexto de un enfoque en el cual el PIB efectivo está impulsado por la demanda agregada (o sea, no hay tendencia al pleno empleo y no se cumple la Ley de Say), surge una medida adecuada del déficit público de plena capacidad: dicho déficit debe alcanzar para compensar la suma del déficit externo en cuenta corriente (juzgado como sustentable) con el superávit del sector privado (o sea, la diferencia entre ahorro privado e inversión privada), cuando la economía opera cerca de la plena capacidad. Un déficit

³⁰ Los subsidios al sector energético, por ejemplo, se han empleado mayoritariamente para financiar compras de fueloil principalmente a Venezuela, en tanto en las empresas concesionarias de trenes y subtes se han empleado para gastos corrientes (salarios), manteniendo fijas las tarifas.

³¹ No estamos desconociendo que exista un nivel de inflación significativa ni que esto no sea preocupante. Es particularmente grave por sus efectos sobre el salario real y la distribución del ingreso. La discusión apunta a otra cuestión. En verdad, la noción de que la inflación se origina en un “crecimiento excesivo de la demanda agregada” es errónea en general, tanto desde el punto de vista teórico como empírico. La principal razón de la inflación -y Argentina no es una excepción- es por “empuje” de costos y por el conflicto distributivo. Sistemáticamente autores como Damill, Frenkel y otros confunden este tipo de inflación con la “inflación de demanda”, que es un caso raro y muy excepcional, y que cuando se produce tiene efectos *transitorios*, sin llegar a explicar nunca la inflación *crónica* que afectó y afecta a países como Argentina y que se explica por las razones antes mencionadas (ver Amico, 2008).

mayor será inflacionario y cualquier déficit menor será recesivo porque implicará que la economía no está generando demanda suficiente para operar a plena capacidad, una vez satisfecha la restricción externa. En este contexto, resulta obvio que los ingresos fiscales resultan fuertemente procíclicos y que, por ende, el déficit público es endógeno. Se puede resumir como sigue:

$$G - T = S (Y_f) - I (Y_f) + M (Y_f) - X (W_y) \quad (16)$$

Donde G (gasto público), T (impuestos), S e I ahorro e inversión, M importaciones y X exportaciones. Donde Y_f es el nivel de ingreso meta (puede ser un equivalente cercano de mínima tasa de desempleo o simplemente el máximo producto potencial). W_y es el ingreso mundial, que es un dato (ver Arestis & Sawyer 2004, cap. IV).

La tendencia del ahorro (ex ante) a quedar encima de la inversión (situación de desempleo persistente) condujo a la visión de que el déficit de presupuesto puede ser requerido como instrumento esencial del crecimiento, tanto en la literatura keynesiana como kaleckiana. Esta tendencia de la inversión a quedar por debajo del nivel de ahorro es la que crea la posibilidad (y necesidad) del gasto deficitario. El déficit presupuestario se ubica entonces en un contexto donde se verifica un “exceso” de ahorro (ex ante) sobre la inversión (ex ante).³²

En este contexto analítico, el alcance de la política fiscal va más allá de un mero rol “contra-cíclico”³³. En este último enfoque, el PIB potencial (o “natural”) es independiente del PIB efectivo, por ende, es impulsado por fuerzas de oferta. La macroeconomía y las políticas monetarias y fiscales se ocupan solo del ciclo, en tanto la tendencia está dada por el PIB “natural” y es independiente de las fluctuaciones de corto plazo. En tal contexto, cuando el PIB efectivo está por encima del “natural” (brecha de output positiva), se impone una política fiscal contractiva; en la fase de depresión (brecha de output negativa) hay que “expandir” la política fiscal. En este enfoque el PIB efectivo “gravita” en torno a un PIB natural dado *independientemente* de la demanda agregada. En cambio, si el PIB efectivo *incide* sobre la evolución del producto potencial, entonces hay histéresis, y el ciclo y la demanda agregada configuran la tendencia de crecimiento del producto potencial. Por ende, la política fiscal es una herramienta de construcción de la tendencia de crecimiento. La “brecha de producto” se “autocorrige” (el PIB potencial sigue al PIB efectivo y no al revés).³⁴

Obviamente, si la política fiscal es un factor en la construcción de la tendencia de crecimiento, tal política debe estar coordinada con otras medidas que alivien la tradicional restricción de divisas. Pero la restricción de divisas no impone ninguna limitación *particular* sobre la política fiscal *en sí*, sino que constituye un factor limitante *general* sobre el proceso de crecimiento en economías abiertas para cualquier país que no emita la moneda de reserva internacional, sea cual sea la fuente de demanda que lo impulse, y particularmente en Argentina por su histórica heterogeneidad estructural.

³² Si hubiera equilibrio *ex ante* entre ahorro e inversión, entonces habría pleno empleo y el enfoque de finanzas funcionales no tendría mayor sentido y no existiría ninguna necesidad de gasto deficitario o déficit de presupuesto.

³³ El ejemplo en la región de estas políticas contracíclicas sería Chile, que buscó obtener fuertes superávits fiscales en la fase alta del ciclo, pero que una vez desatada la crisis internacional enfrentó tantos o más problemas que sus vecinos. Sin embargo, la actitud “prudente” de generar excedentes fiscales en el auge, implicó que, mientras Argentina creció 63% en la fase de auge, Chile solo lo hizo en 32%.

³⁴ En este tipo de modelos, donde al crecimiento es explicado por la demanda efectiva tanto en el corto como en el largo plazo, se piensa en una insuficiencia de demanda permanente. En el caso de la política fiscal, esto plantea el problema de los déficit acumulativos y de la deuda pública creciente, así como también el tema de sustentabilidad (ver Ciccone, 2008).

5.3. Política fiscal expansiva y restricción de divisas

Así, el impulso del gasto público tiene como requisito que la expansión del producto que lleva asociada sea financiada en divisas. Si retornamos a la expresión (15), vemos que el aumento del gasto público aumenta el producto (Y). Luego, este aumento se traduce en un crecimiento de z que induce mayores importaciones de bienes de capital (m_k) e inmediatamente induce compras externas de bienes de consumo asociados al alza del producto, dado m_c .³⁵

En un contexto en el cual las exportaciones resultan *exógenas*, la reducción de los coeficientes m_k y m_c aparece como un factor significativo para el proceso de crecimiento por dos motivos interrelacionados.³⁶ Por un lado, la reducción de los coeficientes m_k y m_c , producen un ahorro de divisas para un mismo nivel de producto. Pero, además, la reducción de los coeficientes de importación no solo se impone por la necesidad de ahorrar divisas. En condiciones de economía abierta, las políticas expansivas tienen mayor impacto si las “filtraciones” de los efectos multiplicadores y aceleradores hacia el exterior son menores. Por tal razón, el complemento natural de las políticas expansivas es el control de capitales (Vernengo & Rochon, 2000).

Respecto de las exportaciones (ver expresión 15) forman parte de los componentes autónomos de la demanda, es decir, aquella parte que no puede ser explicada como resultado del mecanismo del acelerador o del multiplicador. La evolución de tales componentes autónomos depende de una variedad de fuerzas institucionales, económicas y tecnológicas que no puede reducirse a una relación formal simple y general (Serrano, 1995, cap.V, sección 13). Así, los niveles y tasas de crecimiento de estos gastos autónomos depende de múltiples factores, como la naturaleza del sistema financiero, la existencia de canales de crédito en el consumo, el camino del cambio técnico, la innovación y las estrategias de competencia entre firmas, la política fiscal del gobierno y la competitividad de las empresas domésticas, incluyendo la política cambiaria del gobierno.³⁷

Ciertamente, una política de promoción de exportaciones industriales sería una contribución al alivio de la restricción de divisas con el valioso agregado de que implicaría, al mismo tiempo, una paulatina diversificación de la canasta exportadora y, por ende, un aporte a la superación de la heterogeneidad estructural. Pero esto en modo alguno supone o implica forzosamente que el crecimiento deba ser orientado “hacia fuera”, liderado por las exportaciones. Menos en casos como Argentina, que a pesar del subdesarrollo tiene un mercado interno relativamente importante. Aquí es preciso distinguir dos aspectos de la importancia de las exportaciones. Uno, su aporte de divisas, que es vital y estratégico para aliviar la restricción

³⁵ Según estimaciones de Alejandro Fiorito, en Argentina m_k se ubica en promedio en torno a 0.22, en tanto m_c es de 0.12.

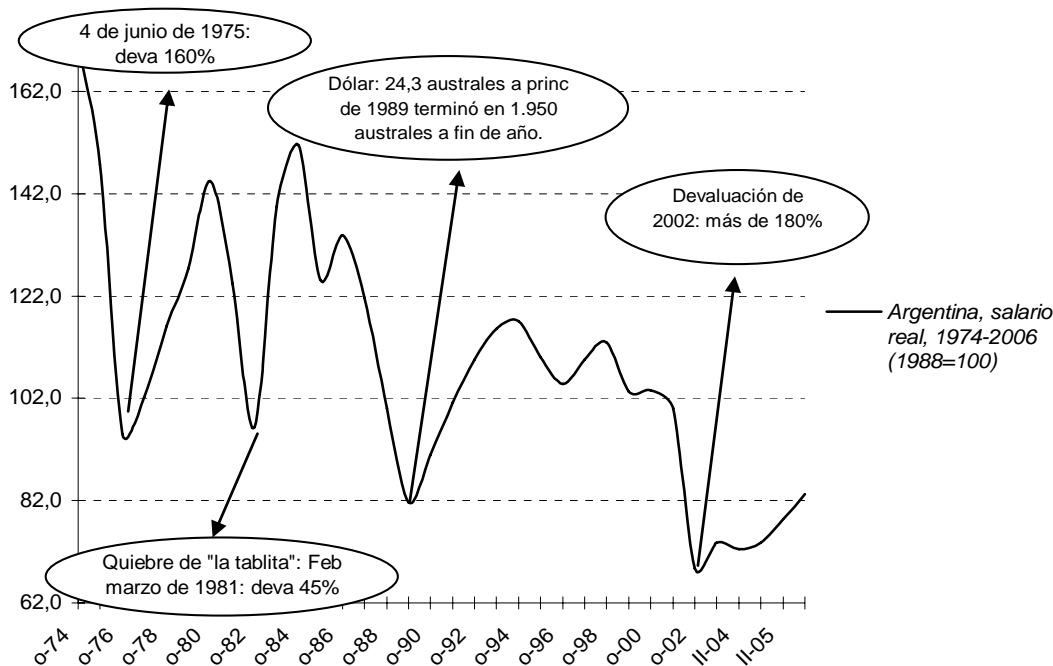
³⁶ En cierto modo, este es el camino por el cual comenzó la industrialización en la región: el marco de contracción internacional (o la imposibilidad de colocar exportaciones que competían con el centro) llevó a adoptar una estrategia sustitutiva.

³⁷ “The virtual impossibility of deriving formally a general 'endogenous' trend for the autonomous components of demand seems to have led the vast majority of multiplier-accelerator theorists to ignore the role of this component of aggregate demand in the explanation of the long-run trends of capital accumulation” (Serrano, 1995, p.46). Sin embargo, estos componentes autónomos de la demanda juegan un rol crucial en el crecimiento de largo plazo. Como explicó Kaldor: "... an increase in resources ... or in their efficiency...will not serve to increase actual production unless the exogenous component of demand is increased at the same time. In many cases the same factor may operate on both but this is not necessarily so, nor there is any presumption that the rate of growth of the one will be closely geared to the rate of growth of the other ... an increase in potential output will automatically induce a corresponding growth of actual output ... only ... if exogenous demand expands at the same time to the required degree; and ... this cannot be taken for granted" (citado por Serrano, 1995, p.47).

externa, lo que conduce a la necesidad de diversificar las ventas externas y superar la heterogeneidad estructural. El otro aspecto es su aporte como componente de la demanda agregada, que no es lo mismo.

Es factible que la economía crezca, sin restricción externa, y aún así las exportaciones vayan disminuyendo su peso dentro de la demanda agregada. Ciertamente entre algunos economistas heterodoxos de Argentina subyace una idea (poco heterodoxa) de que la política cambiaria podría hacer “endógenas” las exportaciones. Así, las devaluaciones serían expansivas y la economía crecería “hacia fuera”. Pero esto es erróneo: en 2002-2007 el país creció vía exportaciones gracias a los términos de intercambio positivos y la favorable demanda mundial. Luego, esto se “amplificó” con la vigencia de un tipo de cambio real competitivo y merced al hecho histórico de una baja “resistencia salarial”. Es decir, Argentina creció *a pesar* de la existencia de un salario real muy bajo en términos históricos, que según la expresión (11) implica un multiplicador menor. En los años 80, sin embargo, tanto los términos del intercambio como la “resistencia salarial” eran muy distintos y, en ese contexto, las devaluaciones solo condujeron a la hiperinflación.³⁸

Salarios reales y devaluación, 1974-2006



Fuente: Elaborado en base a datos del Cenda (base 1988=100).

En el contexto de los modelos liderados por exportaciones (como en Frenkel 2008) la reducción de la demanda externa lleva a situaciones sin salida, porque en ese marco la política

³⁸ Esto no implica desconocer la importancia de un tipo de cambio competitivo, sino reconocer la complejidad que envuelve su instrumentación. Como puede tener claros efectos adversos sobre la distribución y sobre la demanda agregada, en un contexto histórico de continua deflación salarial, Marcelo Diamand planteó hace décadas una salida genuina mediante la propuesta de una “devaluación compensada” que anule (o minimice) los efectos inflacionarios y el deterioro de la distribución del ingreso y de la demanda interna causados por la depreciación de la moneda. El argumento admitía dos variantes: 1) una devaluación compensada con retenciones a las exportaciones de alimentos; 2) una devaluación compensada con menores impuestos netos a la población. Implicaba de hecho *un sistema de tipos de cambios múltiples*, en lugar del “tipo de cambio real alto” como *única* herramienta de promoción de las exportaciones industriales (véase López Gallardo & Pacheco, 2002).

fiscal es apenas una herramienta de control de la inflación. En buena medida, estos modelos orientados a crecer “hacia fuera”, constituyen una extensión de las políticas aplicadas en la periferia asiática. Eso se entronca con la interpretación de los “desbalances globales” conocida como “Bretton Woods 2” (véase Dooley, Folkerts-Landau & Garber, 2003), según la cual los países asiáticos comprarán toda la deuda pública de EE.UU. que resulte necesaria para sostener el dólar y con éste, mantener la competitividad (subvaluación) de sus propias monedas. El ejemplo saliente sería China, quien se lanzó a un rápido proceso de industrialización de modo de absorber cientos de millones de trabajadores rurales y lo haría a través de un modelo de desarrollo acelerado “liderado por exportaciones”. Así, el consenso vigente considera que los países asiáticos (y en general los subdesarrollados) no tienen hoy otra estrategia posible de desarrollo que fijar un tipo de cambio alto en un mundo en el cual, se argumenta, tiene menor tolerancia hacia las políticas activas, industriales o estratégicas, con liderazgo estatal. Así, las actuales políticas de desarrollo se reducirían apenas a una moneda doméstica barata.

Sin embargo, mientras en los países asiáticos los salarios mejoran aunque la desigualdad se acentúa, en países como Argentina la mera acumulación de reservas implica caída salarial. Como desde el punto de vista institucional hay diferencias manifiestas (países como Argentina tienen una cierta tradición de elecciones regulares, sindicatos, paritarias y todo un menú de factores muy poco “asiáticos”), esa política tiende a desatar pujas por el ingreso e inflación, crisis políticas, etc, que después son “tratadas” mediante políticas contractivas.

La alternativa poco explorada de subsidiar explícitamente exportaciones tiene la obvia ventaja de mejorar la rentabilidad y la competitividad de los bienes de producción doméstica sin subir sus precios internos. Tales subsidios están formalmente prohibidos en los convenios de comercio internacional. Sin embargo, se usaron en el pasado y se siguen usando aún hoy de manera encubierta. Por ejemplo, tales subsidios pueden tomar la forma de reducciones de algunos impuestos a la producción de las empresas, medidas que no están vetadas por la OMC y otros organismos análogos. Estos subsidios podrían eventualmente extenderse a algunos productos de venta en el mercado interno (con acuerdos con las empresas para rebajar su precio), en cuyo caso se estimularía la sustitución de importaciones. Muchos economistas ortodoxos (y algunos heterodoxos) afirman que estas medidas de estímulo no se podrían llevar a la práctica por “falta de recursos fiscales”. En este punto, Diamand tenía –quizás sin saberlo- una concepción cercana a las finanzas funcionales cuando se preguntaba quién paga la promoción de exportaciones. Contestaba (1973):

“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”.

Referencias:

Amico, F. (2008). “Inflação, salários e lucros: Outra vez esta velha maldição argentina”, Junho 5, 2008, Coletivo Crítica Econômica.

(disponible em: <http://criticaeconomica.wordpress.com/2008/06/05/inflacao-salarios-e-lucros-outra-vez-esta-velha-maldicao-argentina/>).

Arestis, P. & Sawyer, M. (2004). “Reexamining monetary and fiscal policy for de 21st century”, Edward Elgar Cheltenham, UK, Northampton, MA, USA.

Assous, M. y López Gallardo, J. (2009). “Michal Kalecki The economic theory of the capitalist economy”, Palgrave (Por publicarse), especialmente Chapter VI: Kalecki’s Open Economy Macroeconomics.

Barbosa-Filho, N. 2004. The Estimating potential output: a survey of the alternative methods and their applications to Brazil, ECLAC, Office in Brazil, September, 2004.

Blinder, A. (2004). “The Case Against the Case Against Discretionary Fiscal Policy”, Princeton University, CEPS Working Paper No. 100, June 2004.

Câmara Neto, A. & Vernengo, M. (2004). “Fiscal Policy and the Washington Consensus. A Post Keynesian Perspective”. *Journal of Post Keynesian Economics / Winter 2004–5*, Vol. 27, No. 2 333

Cicccone, R. (2008). “Deuda pública. demanda agregada, acumulación: Un punto de vista alternativo”, *Circus, Revista Argentina de Economía*, Año I, Nro 3, Primavera de 2008, p.97-126.

Davidson, P. (2006). “The declining dollar, global economic growth, and macro stability”, *Journal of Post Keynesian Economics / Spring 2006*, Vol. 28, No. 3473.

Diamand, M. (1985). “El péndulo argentino, ¿hasta cuando?”, *Centro de Estudios de la Realidad Económica*, Buenos Aires.

Dooley, M., Folkerts-Landau, D. & Garber, P. (2003). “An Essay on the Revived Bretton Woods System”, NBER Working Paper No. 9971, September 2003.

Feldstein, M.(2009). “Rethinking the role of fiscal policy”, Working Paper 14684, National Bureau of Economic Research, Enero de 2009.

Fiorito, A. (2009). “Crecimiento dirigido por la demanda y el Acelerador de la Inversión en la Argentina”, Aeda, 2009.

Fiorito, A.(2008). “Demanda efectiva a largo plazo, puja distributiva y restricción externa”, *Universidad Nacional de General Sarmiento*.

Fontana, G. (2009). “Whither New Consensus Macroeconomics? The Role of Government and Fiscal Policy in Modern Macroeconomics”, *The Levy Economics Institute*, Working Paper No. 563.

Frenkel, R. & Rapetti, M. (2007). *Política Cambiaria y Monetaria después del Colapso de la Convertibilidad*, BCRA, Ensayos Económicos 46, enero 2007.

Frenkel, R. & Rapetti, M. (2008).- *Five Years of Competitive and Stable Real Exchange Rate in Argentina, 2002-2007*; *International Review of Applied Economics*, v. 22, n. 2, p. 215-226, Mar. 2008.

Frenkel, R. (2004). “Tipo de cambio real y empleo en Argentina, Brasil, Chile y México”, Mimeo, Trabajo preparado para el G24.

Frenkel, R. (2007).- “La sostenibilidad de la política de esterilización”, Documento de Trabajo N° 17, agosto de 2007, Cefid-ar (disponible en www.cefid-ar.org.ar).

Frenkel, R. (2008). “Tipo de cambio real competitivo, inflación y política monetaria”, *Revista de la Cepal* 96, Dic, 2008.

Iqbal, Z. (2004). “Budget deficits & public debt. Lessons for economies in transition”, *University of South Australia*, mimeo.

Kriesler, P. & Lavoie, M. (2005). “The new view on monetary policy. The new consensus and its Post-Keynesian critique”, *Research On Banking International and National Systems Or Networks*, University of Ottawa, 200 Wilbrod Street, Ottawa, ON, K1N 6N5, Canada (disponible en <http://aix1.uottawa.ca/~robinson>).

Lerner, A. (1947). “Money as a Creature of the State”, *The American Economic Review*, Vol. 37, No. 2, *Papers and Proceedings of the Fifty-ninth Annual Meeting of the American Economic Association*. (May, 1947), pp. 312-317.

López Gallardo, J. & Pacheco, P. (2002). “Políticas de Empleo en Economías Semi-Industrializadas”, *Revista de Economía Política*, vol. 22, n° 2 (86), abril-junho/2002.

- López, J. & Perrotini, I. (2006). "On floating exchange rates, currency depreciation and effective demand", *BNL Quarterly Review*, vol. LIX, no. 238, September 2006, pp. 221-42.
- McCombie, J. & Thirlwall, A., (2004). "Essays on Balance of Payments Constrained Growth: Theory and Evidence", Routledge, 2004.
- Nelson, C. & Plosser, C. (1982) "Trends and Random Walks in Macro-economic Time Series: some evidence and implications", *Journal of Monetary Economics*, 10.
- Pérez Caldentey, E. & Vernengo, M. (2008). "Back to the Future Latin America's Current Development Strategy". The Ideas working paper series, Paper no. 07/2008.
- Prati, A. & Tressel, T. (2006). "What is the Most Effective Monetary Policy for Aid-Receiving Countries?", *DESA Working Paper No.12*, February 2006.
- Rajan, R. & Subramanian, A. (2005).- "What Undermines Aid's Impact on Growth?", *IMF Working Paper Research Department*, June 2005.
- Schonerwald da Silva, C. & Vernengo, M. (2007). "Foreign Exchange, Interest and the Dynamics of Public Debt in Latin America", *Working Paper No: 2007-02*, University of Utah.
- Serrano, F. & Freitas, F. (2007). "El supermultiplicador sraffiano y el papel de la demanda efectiva en los modelos de crecimiento", *Circus Nro1*, primavera de 2007.
- Serrano, F. & Willcox, L.D. (2000).- O modelo de dois hiatos e o supermultiplicador, *R. Econ. contemp.*, Rio de Janeiro, 4(2): 37-64, jul./dez. 2000.
- Serrano, F. (2006). "Mind the gap. Hysteresis, inflation dynamics and the sraffian supermultiplier", mimeo, IE-UFRJ, Brasil. Publicado por el Grupo Luján, Serie de seminarios sraffianos II, "Histéresis, Dinámica Inflacionaria y el Supermultiplicador Sraffiano", Buenos Aires, 2006.
- Serrano, F. (2009). "Estimating the Maximum rate of demand led growth of capacity output", june 2009, mimeo, IE-UFRJ, Brazil.
- Setterfield, M. (2007). "Oferta y demanda en la teoría del crecimiento de largo plazo: introducción a un simposio sobre crecimiento orientado por demanda", *Circus*, Primavera de 2007, año I, Nro.1.
- Taylor, J.B. (2008). "The Lack of an Empirical Rationale for a Revival of Discretionary Fiscal Policy", *Stanford University, Annual Meeting of the American Economic Association*, Session "The Revival of Fiscal Policy", January 4, 2008.
- Vernengo, M. & , Rochon, L.P. (2000). "Exchange Rate Regimes and Capital Controls", *Challenge*, Nov, 2000.
- Vickrey, W. (2000). "Fifteen Fatal Fallacies of Financial Fundamentalism. A Disquisition on Demand Side Economic", Forthcoming in Aaron Warner, Mathew Forstater and Sumner Rosen (eds.), 2000, *Commitment to Full Employment: The Macroeconomics and Public Policy of William S. Vickrey*, Armonk, NY.