

INTRODUCCIÓN A LA MACROECONOMÍA

Los dilemas de las economías
periféricas a la luz de las
principales corrientes del
pensamiento

Andrés Asiain y Estanislao Malic



Asiain, Andres

Introducción a la macroeconomía : los dilemas de las economías periféricas a la luz de las principales corrientes del pensamiento / Andres Asiain ; Estanislao Malic. - 1a ed - Avellaneda : Undav Ediciones, 2022.

Libro digital, PDF - (Observatorio de Políticas Públicas. Economía ;6)

Archivo Digital: descarga
ISBN 978-987-3896-95-8

1. Economía. 2. Macroeconomía. I. Malic, Estanislao II. Título
CDD 339

Colección Cuadernos Académicos
Departamento de Ciencias Sociales
Materia: Macroeconomía I

Diseño de Colección: Julia Aibar
Diseño y arte de tapa: Julia Aibar
Interiores: Hernán Díaz
Cuidado de la edición: Carlos Zeta

© 2023, UNDAV Ediciones
(54 11) 5436-7500
undavediciones@undav.edu.ar – ediciones.undav.edu.ar



Todo el contenido de este libro se distribuye bajo una licencia Creative Commons Atribución – No Comercial – Sin obras derivadas.
<http://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/deed.es>

El contenido puede ser copiado, distribuido, exhibido y ejecutado bajo la condición de reconocer autoría, no utilizar el libro o sus partes con fines comerciales, y no alterar, transformar o crear sobre esta obra.

Índice

| | |
|---|----|
| Prólogo | 6 |
| Parte 1. Conceptos introductorios | 9 |
| Sección A. La economía real | 9 |
| 1.A.1. El Producto Bruto Interno (PBI) | 9 |
| 1.A.2. Los agregados macroeconómicos..... | 16 |
| 1.A.3. El nivel de empleo..... | 24 |
| 1.A.4. El nivel de precios..... | 27 |
| 1.A.5. La desigualdad | 28 |
| 1.A.6. La pobreza..... | 32 |
| 1.A.7. El desarrollo económico | 35 |
| 1.A.8. Los modelos económicos | 35 |
| 1.A. Preguntas de repaso y ejercicios..... | 37 |
| 1.A. Fuentes de consulta..... | 39 |
| Sección B. La economía financiera | 40 |
| 1.B.1. El dinero | 40 |
| 1.B.2. El interés..... | 41 |
| 1.B.3. Los bancos | 44 |
| 1.B.4. El Banco Central | 46 |
| 1.B. Preguntas de repaso y ejercicios | 53 |
| 1.B. Fuentes de consulta | 53 |
| Parte 2. La visión ofertista neo (nueva) clásica | 55 |
| 2.1. Un esquema sintético..... | 56 |
| 2.2. Los Mercados de Factores | 61 |
| 2.3. La oferta agregada, la demanda agregada y el nivel de precios | 72 |

| | |
|--|------------|
| 2.4. Política Monetaria y Fiscal | 77 |
| 2.5. Los Nuevos Keynesianos: el Corto y el Largo Plazo..... | 83 |
| 2.6. Inflación, Expectativas y el Costo de la Estabilidad | 85 |
| 2.7. Políticas de Oferta..... | 89 |
| 2.8. La Distribución del Ingreso | 91 |
| 2.9. La Tecnología..... | 94 |
| 2. Resumen | 95 |
| 2. Preguntas y Problemas | 96 |
| 2. Lecturas complementarias | 98 |
| Parte 3. La demanda efectiva kaleckiana-(post) keynesiana | 99 |
| 3.1. La Visión Kaleckiana (post) Keynesiana..... | 100 |
| 3.2. Política Monetaria y Fiscal | 108 |
| 3.3. El Mercado de Trabajo | 117 |
| 3.4. Inversión, Ahorro y Financiamiento..... | 123 |
| 3.5. La inflación..... | 140 |
| 3.6. La distribución del ingreso | 150 |
| 3.7. La Tecnología..... | 153 |
| 3. Resumen | 155 |
| 3. Preguntas y problemas | 157 |
| 3. Lecturas complementarias | 160 |
| Parte 4. Economías Abiertas. Conceptos Introdutorios | 161 |
| 4.1. La apertura del mercado de bienes..... | 162 |
| 4.2. Los tipos de cambio | 163 |
| 4.3. El mercado de divisas y la determinación del tipo de cambio..... | 166 |
| 4.4. Regímenes cambiarios..... | 167 |
| 4.5. Las reservas internacionales | 168 |
| 4.6. La balanza de pagos..... | 169 |
| 4. Preguntas de repaso y ejercicios..... | 170 |
| 4. Fuentes de consulta..... | 171 |
| Parte 5. El enfoque ortodoxo de la absorción | 172 |
| 5.1. El enfoque monetario del balance de pagos | 176 |
| 5.2. El efecto de los movimientos financieros internacionales | 185 |
| 5.3. El tipo de cambio real flexible y el financiamiento..... | 194 |
| 5. Resumen | 201 |
| 5. Preguntas y problemas | 203 |
| 5. Lecturas complementarias | 203 |

| | |
|--|-----|
| Parte 6. Enfoque Heterodoxo de las Elasticidades y el Multiplicador | 205 |
| 6.1. El multiplicador de las importaciones..... | 207 |
| 6.2. El enfoque de las elasticidades | 211 |
| 6.3. Síntesis del multiplicador y las elasticidades | 213 |
| 6.4. La devaluación expansiva..... | 215 |
| 6.5. El trilema del subdesarrollo | 219 |
| 6.6. Los efectos contractivos de la devaluación..... | 225 |
| 6.7. Los ciclos de freno y arranque..... | 231 |
| 6. Resumen | 237 |
| 6. Preguntas y problemas | 239 |
| 6. Lecturas complementarias | 241 |
| | |
| Parte 7. Deuda, Fuga y Restricción Externa | 243 |
| 7.1. Ciclos financieros..... | 249 |
| 7.2. Hiperinflación | 258 |
| 7. Resumen | 265 |
| 7. Preguntas y problemas | 266 |
| 7. Bibliografía | 266 |

Prólogo

Se suele pensar que los asuntos de las economías nacionales no difieren de los de la economía familiar. Sin embargo y tal como sostenía John Kenneth Galbraith, un economista heterodoxo norteamericano del siglo pasado, “que algo tan masivo, diverso, complejo, amplio, como el gobierno de los Estados Unidos (o cualquier gobierno nacional), esté sujeto a las mismas reglas y constreñimientos que el hogar de un asalariado es algo que, como mínimo, tiene que probarse” [El dinero, 1975].

Un empresario puede mejorar la rentabilidad de su empresa reduciendo el salario de sus trabajadores. Sin embargo, si todos los empresarios reducen el salario de sus trabajadores, entonces el consumo probablemente disminuya y muchos empresarios encuentren que su rentabilidad mermó a causa de la baja en el volumen de ventas.

Una familia puede capitalizarse si reduce el consumo y ahorra una porción mayor de sus ingresos. Sin embargo, si todas las familias deciden reducir su consumo, es probable que la baja en las ventas lleve a muchos a empresarios a reducir la producción y despedir trabajadores, dejando sin ingresos ni ahorros a muchas familias.

Justamente, la enorme diferencia entre la economía de una familia o de una empresa con la de una Nación, es la que da origen a la macroeconomía.

¿Qué es la macroeconomía?

La macroeconomía estudia los asuntos de las economías nacionales, regionales o globales. Así, que una persona no consiga empleo no es un problema macroeconómico, pero que un porcentaje relevante de la población busque ocupación y no la encuentre, sí lo es. Que una empresa decida posponer un plan de inversión no es un asunto macroeconómico, pero que la inversión de la mayor parte de las empresas de una economía se reduzca, sí lo es.

En algunos casos, saber cuándo nos enfrentamos a un problema macroeconómico es más complejo. La suba generalizada de los precios es un problema macro. La suba puntual de un precio, no lo es. Sin embargo, existen precios que por su rol clave en la economía nacional constituyen de por sí un problema macroeconómico. Es el caso, por ejemplo, del precio de la divisa (el dólar) o los combustibles, que afectan los costos de las empresas, los ingresos de las familias, la situación patrimonial del Estado y las empresas, y tienen repercusiones sobre el nivel general de actividad, de empleo y de precios.

¿Qué estudia la macroeconomía?

Los principales problemas que aborda la macroeconomía se vinculan con la determinación del nivel global de producción, de empleo y de precios de una economía. ¿Por qué la actividad se expande o se contrae? ¿Por qué hay desempleo? ¿Por qué hay inflación? Son algunas de las preguntas a las que busca responder la macroeconomía. Pero, como en tantas otras cosas en la vida, la respuesta a esos problemas no es unívoca y cada corriente de pensamiento económico la aborda en forma diferente

¿Cuáles son las principales corrientes de pensamiento macroeconómico?

Si bien existen gran variedad de corrientes, a los fines sencillos de este manual, serán divididas en dos grandes vertientes: ortodoxa y heterodoxa. La divisoria de aguas entre ambos equipos de economistas es su mirada sobre los determinantes del volumen de producción. Como veremos más adelante, la producción está determinada desde la oferta bajo la visión ortodoxa. En cambio, para los heterodoxos son las condiciones de la demanda las que determinan el nivel del producto. Como todo en la vida, estas posiciones antagónicas están llenas de matices, donde los impulsos de la demanda chocan con restricciones de la oferta y viceversa. Justamente, la interacción entre restricciones de oferta y de demanda es fundamental para comprender el funcionamiento de las economías periféricas.

¿Qué son las economías periféricas?

Muchas veces las discusiones que se dan en los principales polos de pensamiento económico, no concuerdan con las necesidades o realidades de los países periféricos. La tesis de la dinámica económica global divide entre “centro y periferia” de Raúl Prebisch (1901-86) heredada del concepto de países “astros y satélites” de su maestro Alejandro Bunge (1880-1943), señala que las economías de los países más relegados productivamente (periféricos) son dependientes de la dinámica económica de las potencias (centros).

La dependencia de la periferia se manifiesta en períodos de relativa abundancia o escases en el acceso al financiamiento internacional, de acuerdo con el ritmo que imponen las economías centrales sobre las exportaciones o los flujos de capital de las economías periféricas.

En este manual, daremos especial atención al problema macroeconómico que genera la restricción financiera externa que enfrentan las economías periféricas como las latinoamericanas.

Parte 1. Conceptos introductorios

Sección A. La economía real

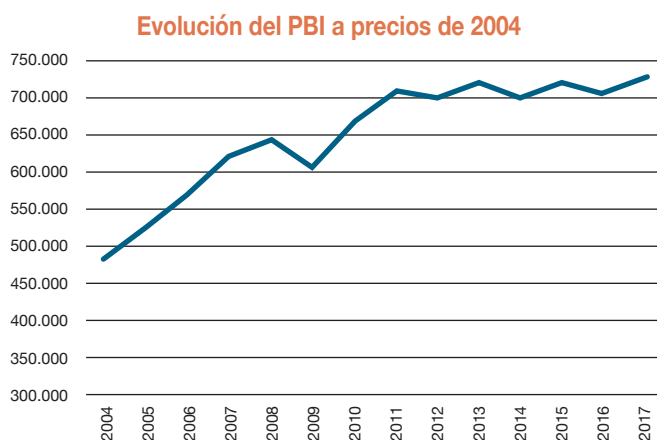
1.A.1. El Producto Bruto Interno (PBI)

El PBI es un indicador que intenta captar el valor de la producción agregada de una economía en un período dado. El PBI de un país suele tener etapas de crecimiento, etapas de estancamiento y etapas de contracción (llamadas “recesión” o “depresión”, según la duración e importancia de las mismas). Cuando el PBI crece llamamos a este fenómeno “crecimiento económico”. Cuando el crecimiento es muy bajo (menor al 1%, por ejemplo), se entiende que la economía se encuentra “estancada”. Si la economía no crece durante dos trimestres (o incluso decrece), al fenómeno se le llama “recesión”. Y si la recesión es prolongada se ingresa en períodos de “depresión”.

Las etapas de crecimiento suelen coincidir con un aumento del bienestar de la población, crece la facturación de las empresas, el empleo, las ganancias y, usualmente, los salarios. Contrariamente, los períodos de recesión (o peor aún, depresión) conllevan un creciente malestar para los ciudadanos: caen las ventas, las empresas poseen capacidad instalada ociosa, aumenta el desempleo y probablemente caigan los salarios. Nuestras trayectorias económicas personales se encuentran profundamente influenciadas por el contexto. Es por ello, que períodos

de recesión implican malestar generalizado y pueden devenir en crisis políticas. Los gobiernos usualmente observan con gran preocupación la trayectoria del PBI, y usualmente buscan caminos para mantener el crecimiento o incrementarlo.

En el gráfico a continuación pueden observarse claramente los ciclos de crecimiento, estancamiento, recesión y depresión de la economía argentina reciente.



Fuente: elaboración propia en base a datos del INDEC.

¿Cómo se mide el PBI?

El PBI puede medirse, o entenderse, de tres formas distintas:

1. Llamamos PBI al *valor de la totalidad de bienes y servicios finales producidos en una economía en un período dado.*

Hablamos de bienes y servicios finales, a fin de no duplicar en la contabilidad la producción de bienes intermedios (los cuales funcionan como insumos de otros bienes).

Hagamos un ejemplo con una panadería y un molino que

produce harina. Supongamos que las siguientes son sus estructuras de costos e ingresos:

| Molino | | Panadería | |
|---------------------|---------------|-------------------|---------------|
| Ingresos | | Ingresos | |
| Ventas a familias | \$ 100 | Ventas a familias | \$ 600 |
| Ventas a panaderías | \$ 300 | | |
| <hr/> | | <hr/> | |
| Costos | | Costos | |
| Trigo | \$ 80 | Harina | \$ 300 |
| Mano de obra | \$ 120 | Mano de obra | \$ 100 |
| <hr/> | | <hr/> | |
| Ganancia | \$ 200 | Ganancia | \$ 200 |
| <hr/> | | <hr/> | |

Si contamos lo producido por el molino más lo producido por la panadería, el producto total sería de \$1.000 (el molino vendió \$400 y la panadería \$600). Sin embargo, eso sería errado ya que, al vender pan, la panadería incluye dentro de su producción la realizada por el molino. Por lo tanto, la forma correcta de medir la totalidad del PBI de esta economía sería considerando las ventas de bienes finales, o sea, la harina para familias (\$100) más la venta de pan a familias (\$600). El PBI de esta economía será entonces de \$700.

La harina, que es utilizada como bien intermedio, se contabiliza solo en el caso de que sea utilizada como bien final (las familias, que no comercializan el producto realizado con la harina).

2. El PBI, también es *la suma de del valor agregado en una economía en un período dado*.

Otra forma de contabilizar el PBI, es sumar el valor agregado generado en cada escalón de la cadena productiva. En el ejemplo anterior:

- El molino aporta \$320 de valor agregado, ya que tiene ingresos por \$400 y sus insumos (trigo) valen \$80.
- La panadería aporta \$300, ya que vende por \$600 y compra insumos por \$300 (harina).

- Finalmente, no debemos olvidar al productor de trigo, que aporta \$80 de valor agregado, suponiendo que no tiene insumo alguno.

Si sumamos todo el valor agregado generado por los diferentes sectores: $\$320 + \$300 + \$80 = \700 . El mismo PBI que habíamos contabilizado como bienes finales.

3. Finalmente podemos decir que el PBI *es el total de ingreso en un período dado*.

La última forma de contabilizar el PBI es observando cómo se distribuye el ingreso monetario generado por el proceso productivo. El mismo se distribuye en forma de salarios, ganancias, rentas e impuestos. En nuestro caso no contamos con impuestos y podemos asumir que el ingreso por venta de trigo se destina enteramente al pago de renta¹.

Si sumamos todos los ingresos:

$$\$ 220 \text{ (salarios)} + \$400 \text{ (ganancia)} + \$80 \text{ (renta)} = \$700$$

De esta forma pudimos observar cómo es posible concebir el PBI desde diferentes ángulos, o formas de contabilización. Obviamente, las tres formas siempre deben coincidir ya que se trata de tres momentos que atraviesa un mismo proceso económico: el de su utilización final (ventas finales), el de su producción (valor agregado) y el nexo entre ambos (los ingresos percibidos por participar en la producción que se utilizan para demandar lo producido).

PBI Nominal

Es el PBI medido a los precios corrientes en determinado período. El problema de este tipo de medición es que el nivel

1. La “renta” es lo que comúnmente denominamos “alquiler” de los recursos naturales, en este caso, la tierra.

general de precios puede aumentar debido a fenómenos inflacionarios, lo cual no implica que la producción haya crecido, sino simplemente que se modificó el tamaño de la unidad de medida (la unidad monetaria, la cual en un momento posterior representaría menos valor). Producir 1.000 pesos en 1994 no representa el mismo valor que hacerlo de 2018². Por lo tanto, los economistas no solemos utilizar el PBI nominal como indicador de la evolución de la producción de una economía.

PBI Real

La medición del llamado PBI real, intenta quitar la influencia de la inflación en la medición de la producción agregada de una economía. Para ello, se utiliza la estructura general de precios de un año determinado (año base) y se intenta quitar el efecto de las variaciones del nivel general de precios. Uno podría preguntarse ¿Por qué no contabilizar cantidades? La respuesta es simple: las cantidades pueden compararse cuando se trata de evaluar la producción de un mismo bien, pero no cuando nuestro objetivo es evaluar la producción de múltiples bienes. Sabemos que cuando aumenta un 10% la producción de chocolates y un 20% la producción de autos el PBI aumentó, pero ¿cuánto impacta cada sector en la totalidad de la producción? Pues bien, depende de la relación de precios que exista entre los chocolates y los autos. Es por ello por lo que el sistema de precios, y las complicaciones que él conlleva (como la inflación), son la única manera encontrada para medir la producción agregada.

El PBI real es el indicador que utilizamos los economistas para saber si la producción de una economía está creciendo, o no.

2. Ello no solo sucede en países de alta inflación, como Argentina, sino que también es un fenómeno a considerar en los países céntricos con estabilidad de precios. Aunque el aumento de precios es menor, a medida que pasa el tiempo el efecto es de lo más abultado.

PBI per cápita

Sabemos que los países con mayores PBIs tiene mayor poderío económico, sin embargo, debemos considerar la cantidad de habitantes para poder utilizar al mismo como una medida de aproximación al bienestar de su población. Para ello, simplemente dividimos el PBI por la cantidad de habitantes, y así obtenemos el llamado PBI per cápita.

Debemos destacar que altos niveles de PBI pc no implican necesariamente buenos niveles de vida para la población local, resulta clave considerar cómo se distribuyen los frutos de esa producción para acercarnos a una medida que nos permita captar mejor la calidad de vida de los ciudadanos.

PBI paridad del poder de compra

Las dificultades con la medición de la producción aún no terminan. Si quisiéramos comparar el PBI de un país (o el PBI pc) con el de otros países, ¿cómo podríamos hacerlo? La medición de cada economía se hace con una moneda diferente, por lo que necesitamos una unidad de medida que nos permita comparar, por ejemplo, reales (moneda brasileña) con pesos argentinos. La forma de hacerlo es a través del tipo de cambio, o sea, el precio de una moneda en función de otra. Específicamente, todas las monedas se comparan (tienen un tipo de cambio) respecto al dólar estadounidense, y es a partir de esa unidad común que podemos comparar todas las economías.

Sin embargo, este tipo de medición sigue teniendo problemas graves: ¿qué sucedería si un país varía significativamente su tipo de cambio con el USD? ¿Eso implica que su PBI varió también de la misma forma? Evidentemente no, el país en cuestión seguirá produciendo lo mismo que antes, solo que al variar el tipo de cambio alteramos la unidad de medida y la misma ya no nos sirve para realizar comparaciones internacionales. Entonces, ¿cómo podemos contar con una unidad de medida que sirva para comparar los niveles de producción entre los diferentes países y no se vea deformada por las variaciones del tipo de

cambio? Utilizaremos los dólares estadounidenses con paridad del poder de compra.

Esta unidad de medida se realiza valuando una canasta de bienes y servicios (homogénea) al interior de cada país, y recreando, en base a ella, un tipo de cambio estable, que al variar el nivel de precios o el tipo de cambio nominal no le impacte.

Las dificultades en este caso se presen tan al momento de seleccionar la canasta, ya que en cada país los bienes y servicios pueden ser sumamente diferentes, y los precios relativos de los mismos más aún.

Los problemas del PBI

A pesar de que el PBI es el indicador más difundido a la hora de analizar y realizar políticas económicas, no está de más destacar los problemas que tiene el mismo, sobre todo para medir el bienestar de una sociedad:

- La forma de captar la realidad es a través del sistema de precios.
 - Los precios surgen del sistema de mercado y de las regulaciones del Estado, no tienen una relación unívoca con el producto referido.
 - Puede ser mucho más valiosa para una sociedad una vacuna comparada con un auto de alta gama, sin embargo, este último, al ser más caro, pondera más en el PBI.
 - Un ejemplo de estos problemas sucede cuando un precio varía sustancialmente: un aumento del precio (ej: petróleo), ¿supone que un país productor del mismo aumentó su PBI? ¿A pesar de que se trate de las mismas cantidades?
- Se presentan serias dificultades al incluir dentro de una misma medición los bienes y servicios comercializados por privados (a precio de mercado) y los bienes otorgados por el Estado (a precio de costo). Por ejemplo: la salud privada es sumamente costosa, el mismo servicio provisto por el estado lo es mucho menos. Por lo que sistemas de salud privados agrega-

- rán más al PBI que sistemas de salud públicos por motivos meramente contables.
- No considera los stocks, por lo que el acervo de capital o de infraestructura de una economía no está contemplado. Un ejemplo de ello puede ser un cataclismo natural: frente a un terremoto que destruya múltiples edificios, su reconstrucción aumentará el PBI, aunque se hay perdido más de lo que se está recuperando.
 - Tampoco tiene en cuenta la distribución del ingreso ni los niveles de pobreza.
 - No contabiliza externalidades (ej: contaminación, conocimiento, etc.).
 - A pesar de que paulatinamente se ha intentado incorporar actividades que se encontraban por fuera del sistema oficial de producción (mercado y estado), ignora aún parte de la producción de bienes y servicios (ej: amas de casa, cuidado de niños, etc.).
 - No implica uso eficiente de los recursos, ya que el crecimiento económico puede coexistir con altos nivel de desempleo.
 - Es sumamente compleja la comparación intertemporal y regional, ya que los bienes y servicios son heterogéneos, las valuaciones se realizan en monedas nacionales, y los precios relativos varían sensiblemente a lo largo del tiempo, al igual que la tecnología que modifica sensiblemente el tipo de productos.

1.A.2. Los agregados macroeconómicos

La medición moderna de los agregados macroeconómicos es sumamente reciente en la historia de la humanidad. Recién después de la segunda guerra mundial, en gran parte debido al estímulo de las Naciones Unidas, la contabilidad de los agregados macroeconómicos se difunde a nivel mundial. El sistema promovido por ONU y su organización se conoce como Sistema de Contabilidad Nacional, y permite seguir trimestralmente la evolución de la actividad económica. Veremos a continuación las

categorías más utilizadas y las relaciones que podemos encontrar entre ellas.

Los componentes del PBI

Al analizar las formas en que se mide el PBI, vimos que la producción, la distribución y el uso final de los bienes son tres etapas de un mismo proceso económico. Esas tres etapas que atraviesa el proceso económico se encuentran separadas en las economías de mercado y mediadas por el dinero. Quienes participan en la producción reciben un ingreso que luego utilizan para comprar los bienes producidos. De esa manera, se pueden abordar el estudio de los componentes del PBI desde el lado de la producción, la distribución y el uso final. En la macroeconomía los llamamos como oferta agregada (OA), ingresos (Y) y demanda agregada (DA) respectivamente. Asimismo, sabemos que los tres deben coincidir, dando lugar a la identidad contable que es base de la reflexión macroeconómica:

$$OA = Y = DA$$

Los componentes de la demanda agregada (DA)

Podemos dividir los tipos de productos según el destino de los mismos, de esta forma confeccionamos los siguientes agregados que componen la demanda agregada. El consumo privado (C), el consumo o gasto público (G), la inversión pública o privada (I) y las exportaciones (X):

$$DA = C + G + I + X$$

1) *El consumo (C)*

Se trata de los bienes y servicios comprados por las familias (los consumidores), y cuyo destino es ser utilizados para satisfacer necesidades de estos compradores.

2) *El gasto público (G)*

El gasto público (G) que conforma la demanda agregada se trata de los bienes y servicios comprados por el Estado para su funcionamiento operativo.

No debe confundirse con el gasto público que conforma el presupuesto del Estado, que incluye, además, las transferencias de dinero (TR) que realiza el gobierno (jubilaciones, asignaciones familiares, pensiones, pagos de intereses), las cuales ocupan gran parte del presupuesto nacional. También el Estado tiene gastos corrientes destinados a cubrir el pago de intereses por deudas acumuladas (iD).

Estos últimos no integran el gasto público que aparece en la demanda agregada, ya que los intereses y transferencias son alteraciones de los ingresos del sector privado que afectarán sus decisiones de consumo e inversión y su impacto macroeconómico será captado a través de esas variables. Otra forma de pensarlo es que no se trata ni de bienes ni servicios comprados ni provistos por el Estado, por lo que no implican ningún tipo de producción. De esa manera, el gasto público que se considera en el presupuesto de un gobierno, es mayor que el usualmente considerado entre los componentes de la demanda agregada para el análisis macroeconómico, ya que incluye este último más las transferencias, pagos de intereses, etc.

Claves

EL DÉFICIT FISCAL

Los gobiernos, tanto nacionales, provinciales como municipales, por un lado, realizan una serie de gastos y transferencias. Por otro, los gobiernos recaudan fondos a través, principalmente, de impuestos. El resultado de restar los gastos y transferencias a los ingresos tributarios es llamado “resultado fiscal primario”. Si consideramos el resultado primario junto al pago neto de intereses de la deuda, obtendremos el “resultado fiscal financiero”. El mismo puede ser superavitario o deficitario. De ser deficitario, la diferencia puede cubrirse a través de emisión de moneda o emi-

tiendo bonos de deuda pública, la cual posteriormente deberá pagarse junto a los intereses.

A pesar de la aparente simpleza del concepto, las aguas se encuentran divididas respecto a cómo deben administrarse las cuentas públicas. ¿El Estado debe tener ganancias? ¿O debe tener pérdidas? ¿Es ineficiente un Estado que gasta más de lo que recauda? ¿Necesita el Estado recaudar y pedir prestado para gastar? ¿O necesita gastar para recaudar? ¿Puede el Estado considerarse similar una empresa? ¿Es lo mismo tomar deuda en pesos que deuda en dólares? ¿Es deseable financiar el gasto con emisión de dinero o con deuda? ¿Es lo mismo emitir deuda en moneda nacional o en divisa, es relevante quien es el acreedor? ¿El gobierno puede controlar el déficit fiscal? A lo largo del manual iremos descubriendo las diferentes posturas al respecto.

Asimismo, esta es una gran oportunidad para observar en detalle hacia dónde va dirigido el gasto público del gobierno nacional (el total, que incluye el gasto público en bienes y servicios que compone la demanda agregada, más las transferencias y pagos de intereses). A continuación, se encuentra el detalle del presupuesto nacional argentino en 2019, tanto en millones de pesos como en porcentaje sobre el total. Las más importantes de ellas son las jubilaciones y pensiones, observables dentro del ítem de *Seguridad Social*, el de mayor participación en el presupuesto.

| TOTAL GASTOS CORRIENTES Y DE CAPITAL | \$ 4.172.312 | 100% |
|---|---------------------|-------------|
| ADMINISTRACIÓN GUBERNAMENTAL | \$ 167.936 | 4% |
| Legislativa | \$ 20.091 | 0% |
| Judicial | \$ 66.942 | 2% |
| Dirección Superior Ejecutiva | \$ 14.393 | 0% |
| Relaciones Exteriores | \$ 25.273 | 1% |
| Relaciones Interiores | \$ 32.724 | 1% |
| Administración Fiscal | \$ 2.902 | 0% |
| Control de la Gestión Pública | \$ 3.593 | 0% |
| Información y Estadísticas Básicas | \$ 2.017 | 0% |
| SERVICIOS DE DEFENSA Y SEGURIDAD | \$ 187.771 | 5% |
| Defensa | \$ 71.042 | 2% |
| Seguridad interior | \$ 91.454 | 2% |
| Sistema Penal | \$ 17.671 | 0% |
| Inteligencia | \$ 7.603 | 0% |
| SERVICIOS SOCIALES | \$ 2.642.080 | 63% |
| Salud | \$ 149.697 | 4% |
| Promoción y Asistencia Social | \$ 66.342 | 2% |
| Seguridad Social | \$ 2.086.513 | 50% |
| Educación y Cultura | \$ 229.304 | 5% |
| Ciencia y Técnica | \$ 46.259 | 1% |
| Trabajo | \$ 10.735 | 0% |
| Vivienda y Urbanismo | \$ 28.801 | 1% |
| Agua Potable y Alcantarillado | \$ 24.429 | 1% |
| SERVICIOS ECONÓMICOS | \$ 428.135 | 10% |
| Energía, Combustibles y Minería | \$ 222.895 | 5% |
| Comunicaciones | \$ 12.263 | 0% |
| Transporte | \$ 158.888 | 4% |
| Ecología y Medio Ambiente | \$ 8.482 | 0% |
| Agricultura | \$ 10.967 | 0% |
| Industria | \$ 8.886 | 0% |
| Comercio, Turismo y Otros Servicios | \$ 4.466 | 0% |
| Seguros y Finanzas | \$ 1.288 | 0% |
| DEUDA PÚBLICA | \$ 746.389 | 18% |

Fuente: elaboración propia en base a datos del Ministerio de Economía.

3) *La inversión (I)*

Se trata de los bienes y servicios comprados por las empresas y/o el Estado (agentes productivos), con el fin de aumentar la capacidad de producir otros bienes (de consumo o inversión). O sea, es el incremento en los medios de producción (maquinas, herramientas, establecimientos, etc.) de una economía.

Algunos economistas suelen denominar a los medios de producción como bienes de “capital”, que no hay que confundir el capital financiero que invierte un empresario. Éste último puede utilizarse para comprar insumos, pagar alquileres o salarios y, por lo tanto, no necesariamente conforman la inversión en el sentido macroeconómico del término (no incrementan los medios de producción).

A modo de ejemplo, un empresario que decide invertir en un quiosco tiene una serie de gastos: alquiler de local, estantería, máquina registradora, impuesto, sueldo de empleados, productos para revender. Todos esos gastos son una inversión para el empresario, sin embargo, para la macroeconomía sólo lo son aquellos que conforman la estantería y la máquina registradora, ya que se trata de los bienes y servicios comprados por las empresas (agentes productivos), con el fin de aumentar la capacidad de producir otros bienes y servicios, en este caso, el de comercialización minorista. Los impuestos y los salarios son ingresos de otras personas e instituciones que, cuando los gasten, conformarán el consumo, la inversión, o el gasto público. De esa manera, si se los contabilizara como inversión, se estaría inflando artificialmente la demanda agregada, con operaciones que aparecerían doblemente registradas. Algo similar sucede con los insumos, cuyo valor aparecerá como parte de las ventas finales del quiosco que conformará el consumo de sus clientes.

Por otra parte, hay bienes que pueden ser de consumo o inversión según para qué sean utilizados: un automóvil es un bien de consumo si lo compra una familia para su uso particular, pero es un bien de inversión si lo compra un taxista para trabajar. También es importante saber que los gastos de inversión no necesariamente amplían la capacidad productiva de la eco-

nomía, sino que sirven para cubrir el desgaste de los equipos que sucede a lo largo del proceso productivo. Así, si el quiosco sufre la rotura de la estantería y el empresario compra otra, esa inversión no amplía la capacidad productiva, sino que cubre el desgaste que había sufrido el capital del empresario.

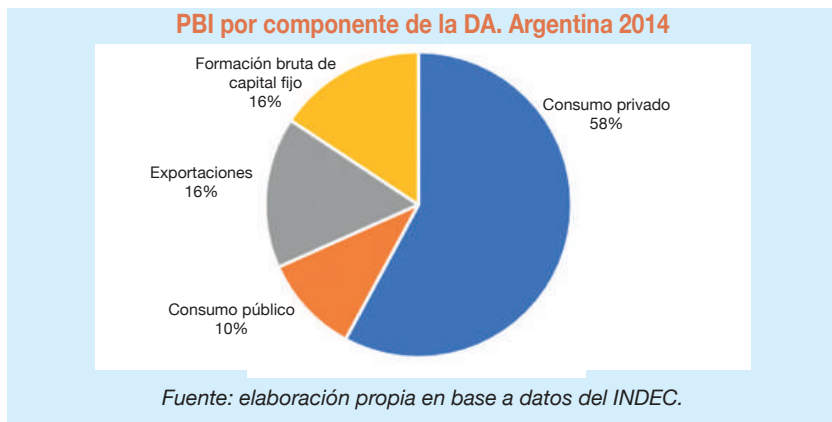
Cuando a la inversión realizada no se le deduce el desgaste de los equipos, maquinarias y edificaciones, se habla de inversión bruta. En cambio, cuando se le descuenta la parte que cubrió el desgaste de los bienes de capital, se llama inversión neta. Usualmente los economistas trabajamos con la inversión bruta, ya que contabilizar el desgaste del stock de capital es un procedimiento sumamente complejo, sino imposible.

El análisis de la inversión nos permite introducir la diferencia entre variables “flujo” y variables “stock”. Si, al año siguiente, el empresario de nuestro ejemplo decide comprar una nueva estantería y máquina registradora, estaría invirtiendo lo mismo que el año anterior. La variable flujo inversión, tendría el mismo valor real. Sin embargo, la situación sería diferente, ya que ahora su quiosco contaría con dos máquinas registradoras y dos estanterías, es decir, habría duplicado su stock de capital. La variable stock de capital es el resultado de la acumulación en el tiempo de la variable flujo inversión, menos el desgaste que van sufriendo.

Claves

COMPONENTES DE LA DEMANDA EN ARGENTINA

En Argentina (como en prácticamente todas las economías medianas y grandes del mundo) el principal destino de la producción es el consumo privado de la población. El consumo público nos dará una aproximación al tamaño del estado en la economía analizada, las exportaciones el nivel de interrelación con el mundo, y la inversión la capacidad de crecimiento a futuro.



A continuación, así como analizamos los componentes de la demanda, profundizaremos en los de la oferta. Quedará para la cuarta parte de este manual, dedicado al sector externo y a la ampliación de la definición de demanda agregada, analizar el comportamiento y la relevancia de las exportaciones.

Los componentes de la oferta agregada

La oferta agregada (OA) de una economía está integrada por el valor agregado contenido en los bienes y servicios que se producen en un país (VA) más los que se importan desde otros países (M):

$$OA = VA + M$$

Una forma de acercarnos al perfil productivo de una economía es agrupar el valor agregado generado por la misma según el sector económico que lo produjo. Al analizar la economía argentina, en 2017, encontramos que el sector que más valor agregado aportó es el de la industria manufacturera. También se destacan el comercio y las actividades inmobiliarias

Valor Agregado por Sector de la Economía Argentina (2017) *

| Valor Agregado Bruto a Precios Básicos | 606.537 | 100% |
|--|---------|------|
| Agricultura, Ganadería, Caza y Silvicultura | 52.244 | 9% |
| Pesca | 2.556 | 0% |
| Explotación de Minas y Canteras | 21.112 | 3% |
| Industria Manufacturera | 122.348 | 20% |
| Electricidad, Gas y Agua | 12.500 | 2% |
| Construcción | 22.084 | 4% |
| Comercio Mayorista, Minorista y Reparaciones | 94.718 | 16% |
| Hoteles y Restaurantes | 11.397 | 2% |
| Transporte y Comunicaciones | 59.248 | 10% |
| Intermediación Financiera | 27.687 | 5% |
| Actividades Inmobiliarias, Empresariales y de Alquiler | 74.400 | 12% |
| Administración Pública y Defensa; Planes de Seguridad Social | | |
| de Afiliación Obligatoria | 33.178 | 5% |
| Enseñanza | 26.922 | 4% |
| Otras Actividades de Servicios Comunitarios, Sociales y Personales | 18.452 | 3% |
| Hogares Privados con Servicio Doméstico | 4.199 | 1% |

Fuente: elaboración propia en base a datos del INDEC. * A precios de 2014.

1.A.3. El nivel de empleo

En muchas de las sociedades actuales, el derecho que tiene un individuo a acceder a bienes y servicios producidos en sociedad es a través del dinero derivado de su propiedad privada de medios de producción (ganancia), propiedad privada de recursos naturales (renta) y venta de la fuerza de trabajo (salario). La mayoría de la población, al no ser propietarios, usualmente depende de la venta de su fuerza de trabajo para acceder a un determinado ingreso que le garantice una capacidad de compra³ mínima para su supervivencia. Es por ello, que los niveles

3. A pesar de la naturalización de este mecanismo, hay sociedades donde gran parte del acceso de los ciudadanos al consumo de bienes y servicios está garantizado por el estado. Es el ejemplo de la salud y la educación en la Argentina, el

de empleo resultan claves para determinar el bienestar de una población. Economías con altos niveles de desempleo por tiempo sostenido, pueden generar gran malestar en la ciudadanía, aumentar los niveles de pobreza e indigencia, desigualdad, estimular la criminalidad, el conflicto social, etc.

Las políticas macroeconómicas, especialmente las diseñadas bajo paradigmas heterodoxos, muchas veces consideran un objetivo vital mantener altos niveles de empleo (o bajos niveles de desempleo). Veremos exactamente a qué nos referimos:

La tasa de actividad y la población económicamente activa (PEA)

Antes de profundizar en la medición del desempleo, debemos entender de qué se trata la PEA. Cuando hablamos de población “económicamente activa” nos referimos a todos los ciudadanos (mayores de 10 años) que están empleados, o buscan empleo activamente, pero se encuentran desempleados:

$$\text{PEA} = \text{ocupados} + \text{desocupados}$$

Y nos referimos a tasa de actividad, cuando dividimos la misma por la población total:

$$\text{Tasa de actividad} = \frac{\text{PEA}}{\text{Población total}}$$

La tasa de empleo

Mide la cantidad de gente ocupada (que trabajó al menos una hora a la última semana del relevamiento) en relación a la PEA:

$$\text{Tasa de empleo} = \frac{\text{ocupados}}{\text{PEA}}$$

sistema sanitario universal de Gran Bretaña, los servicios básicos en los países nórdicos de Europa, etc.

La tasa de desempleo

La tasa de desempleo consiste en medir la cantidad de personas que están buscando trabajo activamente pero no consiguen (ni siquiera una hora a la semana) en relación a la PEA

$$\text{Tasa de desempleo} = \frac{\text{desempleados}}{\text{PEA}}$$

La tasa de subempleo

Este indicador usualmente no es tan utilizado como la tasa de desempleo, sin embargo, tiene una enorme relevancia al considerar el bienestar de una población. Se considera a una persona subempleada, cuando tiene disponibilidad, busca activamente trabajar más horas a la semana, y teniendo en cuenta la totalidad de sus actividades laborales no alcanza las 35 hs semanales de trabajo remunerado:

$$\text{Tasa de subempleo} = \frac{\text{subempleados}}{\text{PEA}}$$

Claves

LA ENCUESTA PERMANENTE DE HOGARES (EPH)

Este programa nacional, tiene como propósito el relevamiento sistemático y permanente de datos referidos a características socioeconómicas y demográficas de la población. Provee gran cantidad de datos sobre el mercado laboral y los ingresos de las familias, por lo cual resulta esencial para calcular la distribución del ingreso, la pobreza y el desempleo. La realiza el INDEC de forma trimestral y sus resultados son públicos. Es una base esencial de trabajo para los investigadores de las ciencias sociales.

1.A.4. El nivel de precios

Los precios de los productos varían permanentemente, dado que las relaciones de intercambio de bienes y servicios entre sí no poseen una proporción fija, así como los precios de los factores y las técnicas utilizadas para producir. Estas variaciones son llamadas de “precios relativos”, ya que indican cuánto debo entregar de un bien para obtener otro en el mercado. Sin embargo, hay un fenómeno en el cual aumentan todos los precios de la economía y en forma sostenida, tal fenómeno es llamado inflación (deflación en el extraño caso de que los precios bajen).

El impacto de la inflación en la economía (nivel de actividad, empleo, ganancias, inversión, etc.) ha sido muy discutido entre los economistas. Usualmente las escuelas más afines a la ortodoxia (liberalismo, neoclásica, monetarismo) plantean un rechazo total hacia este fenómeno siendo, en muchas ocasiones, la reducción o control de éste, el principal objetivo de la política económica. En el caso de la amplia heterodoxia, las posiciones son mixtas, pero tienden a aceptar ciertos niveles de inflación como inherentes a la dinámica económica, y consideran que las implicancias de niveles de aumentos de precios moderados son poco relevantes priorizando el cuidado del nivel de empleo.

La medición de la inflación

Medir la variación general de precios es un procedimiento imposible, ya que no solo requeriría relevar la totalidad de los precios de la economía de forma periódica, sino que también habría que asignarle un peso a cada producto en el promedio. Por ejemplo: si un alto horno siderúrgico aumenta un 10% de precio y un alfajor el 5%. ¿La inflación sería de 7,5%? ¿O debe ponderar más el alto horno por su precio? ¿O los alfajores porque son más consumidos? ¿Qué sucede con los bienes que son discontinuados? ¿Y los nuevos? ¿Las ofertas? Las dificultades son enormes.

Es por ello que los economistas utilizamos varios indicadores que intentan aproximarse al fenómeno inflacionario desde diferentes ángulos.

IPC

El más divulgado es el “índice de precios al consumidor” (IPC). Este indicador mide la variación de precios de una canasta de bienes y servicios en diversos puntos de venta. La canasta se realiza en base a una encuesta realizada en un año base, la cual determina los productos consumidos por una familia media de la economía en cuestión. Serán esos bienes, los cuáles mantendrán su ponderación sobre el gasto familiar, los relevados para medir la inflación.

IPM

El “índice de precios mayoristas” (IPM) brinda información acerca de la evolución de los precios en una etapa previa a la del consumo en la cadena de comercialización. En Argentina, el INDEC provee tres índices al respecto: el índice de precios internos al por mayor (IPIM), el índice de precios básicos al por mayor (IPIM) y el índice de precios básicos al productor (IPP).

IPI

El índice de precios implícitos es el resultado del coeficiente entre el PBI medido en precios corrientes y el PBI medido a precios constantes.

Costo de la construcción

Como su nombre lo indica, este índice mide la evolución de los precios de los insumos destinados a la construcción.

1.A.5. La desigualdad

Ya hemos comentado anteriormente que la desigualdad económica (tanto de ingreso, como de acceso a bienes y servicios) es

un aspecto de la sociedad no contemplado por la medición del PBI. Sin embargo, es de suma importancia ya que niveles homogéneos de distribución del ingreso reducen las probabilidades de pobreza, permiten sociedades más justas, equilibradas, menos violentas, etc.

La primera forma de observar la distribución del ingreso en Argentina es a través de los cuadros de ingresos por decil publicados por el INDEC. En los mismos podemos encontrar los hogares o individuos, ordenados de menor a mayor ingreso y fragmentados por decil. Ello permite observar las diferencias que existen dentro de la población en un determinado momento.

Si queremos comparar la evolución de la desigualdad a lo largo del tiempo o entre diferentes países, el ingreso por deciles la dificulta, por lo que suelen utilizarse otros indicadores. Existen tres sumamente difundidos que permiten acercarnos al nivel de desigualdad:

La brecha de ingresos

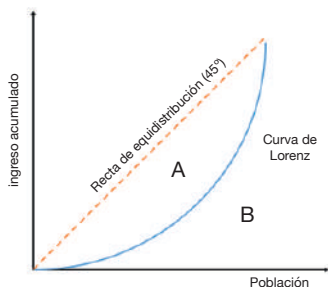
La brecha de ingresos es el coeficiente entre los ingresos que percibe el 10% más rico de la sociedad, sobre el 10% más pobre.

Este indicador también nos puede servir para medir la desigualdad económica en función de una determinada característica. Un ejemplo muy relevante es la brecha de ingresos de trabajadoras mujeres frente a la de trabajadores hombres.

El coeficiente de Gini

Para entender el coeficiente de Gini primero debemos conocer la herramienta estadística llamada “Curva de Lorenz”. La misma consiste en ordenar gráficamente a la población por deciles de ingreso en el eje x, mientras en el eje y se dispone el nivel de ingresos acumulado. Siendo una recta de 45° el resultado de una distribución perfecta (llamada “equidistribución”, donde el 10% de la población se lleva el 10% del ingreso, el 20% de la población se lleva el 20%, etc.). Mientras más lejos se encuentre

la curva de Lorenz de la recta de equidistribución, más desigualdad existirá en la economía analizada.

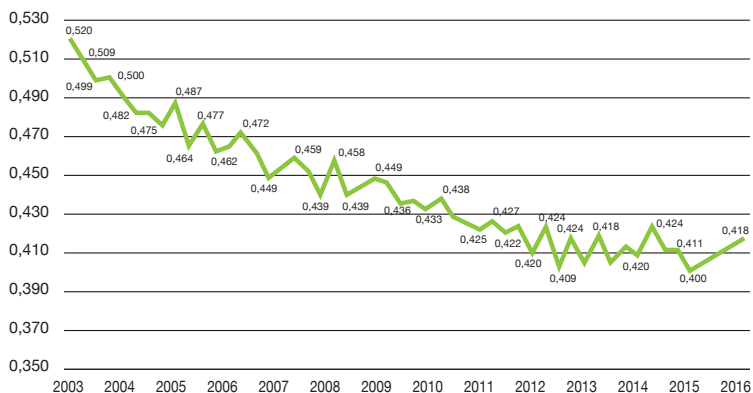


El coeficiente de Gini mide esa distancia realizando un coeficiente considerando las siguientes superficies:

$$\text{Coef. Gini} = \frac{A}{A + B}$$

Mientras mayor sea la distancia entre la distribución medida respecto a la recta de equidistribución, mayor será el coeficiente de Gini. Un coeficiente de 1 equivale a una absoluta desigualdad, mientras que un coeficiente de 0 equivale a una igualdad total.

ÍNDICE DE GINI (INGRESOS PER CAPITA FAMILIARES). ARGENTINA. 2003-16



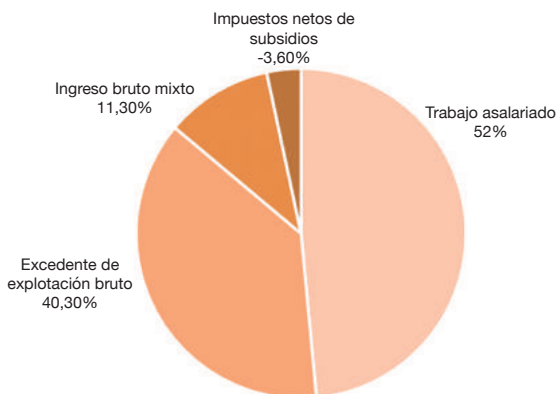
Fuente: Centro de Estudios Económicos y Sociales Scalabrini Ortiz.

La distribución funcional del ingreso

En este caso el análisis se realiza en base a la participación en el proceso de producción. La distribución funcional es la proporción del ingreso que reciben los trabajadores en forma de salarios.

En el caso argentino, en 2016 la participación de los trabajadores en el ingreso alcanzaba el 52%, la porción que se llevan los propietarios y financistas (superávit bruto de explotación) era del 40,3%, y un 11,3% era obtenido por cuentapropistas, emprendimientos familiares y otras formas mixtas de producción. La suma no totaliza 100% debido a que es necesario restar los impuestos netos de subsidios.

Distribución Funcional del Ingreso en Argentina (2016)



Fuente: Centro de Estudios Económicos y Sociales Scalabrini Ortiz.

1.A.6. La pobreza

La pobreza es uno de los grandes males que aqueja al mundo y, particularmente, al continente Latinoamericano. A pesar de que el concepto tiene muchas acepciones e implicancias, a fin de acercarnos a su posibilidad de medición la pensaremos en sus términos materiales, entendiendo la misma como la “privación de medios materiales de los individuos para desempeñar una vida digna”. Al ser tan amplia la definición, es necesario utilizar varios indicadores a fin de ver la profundidad del fenómeno en una sociedad.

Línea de Pobreza

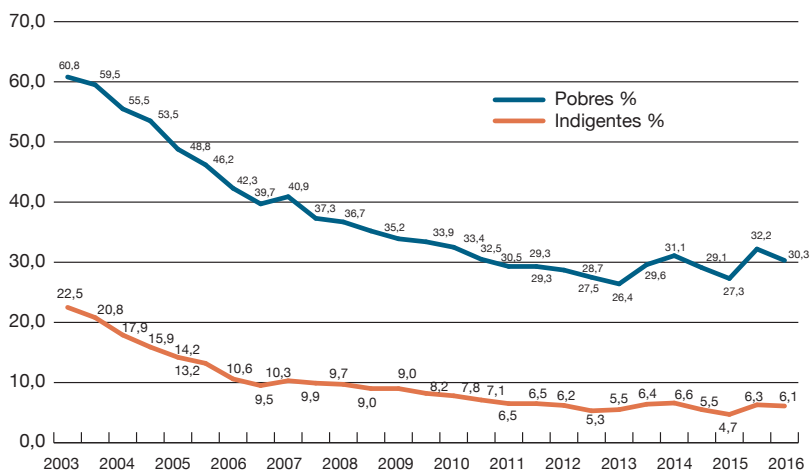
La línea de pobreza es el método de medición más básico. En el mismo se elabora una canasta de bienes y servicios a los que se considera que tiene que acceder una familia tipo de una sociedad para vivir dignamente, y luego se la valúa monetariamente. Se considera “pobre” toda familia que no acceda a un ingreso suficiente para cubrir la canasta.

Las dificultades que presenta este método, es que no siempre toma en cuenta el acceso a una vivienda digna, a la educación, a sistemas de sanidad, etc. Suponiendo dos familias con el mismo ingreso, teniendo una de ellas acceso a educación y salud pública, cloacas, asfaltado y alumbrado, seguridad, vivienda de material, etc., y otra privada de todo ello, ambas serán consideradas en el mismo escalafón de ingresos (o sea, pobre, o no).

Línea de Indigencia

La línea de indigencia funciona de forma similar a la de pobreza, pero la canasta confeccionada consta simplemente de alimentos. Una familia que no alcance el ingreso suficiente para alimentarse mínimamente, será considerada “indigente”.

POBLACIÓN BAJO LA LÍNEA DE POBREZA E INDIGENCIA EN ARGENTINA, 2003-2016



Fuente: Centro de Estudios Económicos y Sociales Scalabrini Ortiz.

Índice de Desarrollo Humano (IDH)

Este indicador fue creado por las Naciones Unidas, a fin de profundizar en las condiciones de vida de los ciudadanos, más allá de su nivel de ingresos. El mismo tiene en cuenta tres variables:

1. La esperanza de vida al nacer
2. El nivel de alfabetización y nivel de estudios alcanzado.
3. El PBI per cápita.

El índice califica entre 0 y 1, siendo 0 la calificación más baja.

Necesidades Básicas Insatisfechas (NBI)

Este método va aún más lejos que el anterior, si de análisis de las condiciones de vida se trata. Es un índice recomendado por CEPAL (Comisión Económica para América Latina y el Caribe, institución de la ONU), teniendo en cuenta los siguientes aspectos:

- 1) Acceso a la vivienda
 - a. Calidad de la vivienda
 - b. Hacinamiento
- 2) Acceso a Servicios Sanitarios
 - a. Disponibilidad de Agua Potable
 - b. Tipo de sistema de eliminación de excretas
- 3) Acceso a educación
 - a. Asistencia de los niños en edad escolar a un establecimiento educativo
- 4) Capacidad económica
 - a. Probabilidad de insuficiencia de ingresos en el hogar

1.A.7. El desarrollo económico

El PBI, el PBI pc y el crecimiento económico de un país, han demostrado no ser condición suficiente para encontrar poblaciones con altos niveles de bienestar generalizados. Es por ello, que la teoría económica ha intentado captar ese bienestar y definirlo. El concepto de desarrollo resulta tan vago como el de bienestar, por lo tanto, las definiciones acerca del mismo abundan en la literatura. A fin de simplificar, elegiremos una que consideramos la más adecuada, probablemente por su generalidad:

“Aunque ordinariamente se utilizan de modo indistinto las expresiones “crecimiento”, “desarrollo”, “progreso” y “evolución económica”, tratase en realidad de fenómenos diferentes, que deben deslindarse con la mayor precisión posible. Proponemos, con tal objeto, el siguiente criterio de distinción: 1) crecimiento económico es la expansión del producto social como función del tiempo; 2) desarrollo económico, el aumento de la razón del producto social actual al producto social potencial, ambos como función del tiempo; a su vez el producto social potencial, puede definirse de varias maneras; 3) progreso económico, el aumento en el grado de satisfacción de las necesidades sociales; 4) evolución económica, el proceso de cambio cualitativo en la organización económica de la sociedad. Un país puede crecer sin desarrollarse, crecer y desarrollarse sin progresar; crecer, desarrollarse y progresar sin experimentar cambios de estructura, es decir evolución.”

Julio Olivera

1.A.8. Los modelos económicos

Finalmente, antes de adentrarnos en el pensamiento de las distintas escuelas de pensamiento económico, conviene introducir al alumno en el concepto de “modelo económico”. Las variables económicas a estudiar son vastas, y se encuentran interrelacionadas entre sí de múltiples formas. El objeto de estudio (relaciones sociales) es prácticamente inabarcable. A fin

de simplificar la discusión acerca de relaciones y causalidades, transmitir conocimiento y elaborar estructuras de pensamiento lógico, los economistas se ayudan por los llamados “modelos”. Usualmente expresados matemáticamente (a fin de facilitar y asegurar cierta consistencia lógica en el razonamiento) estas herramientas intelectuales, se basan en la enumeración de las principales variables a analizar, sus interrelaciones, concatenaciones temporales y supuestos de comportamiento de la economía a estudiar. A pesar de muchas veces ser tildados de excesivamente simplificadores, los modelos son hoy en día la principal herramienta de transmisión de teoría económica en la academia. A lo largo del manual el alumno podrá encontrar diferentes modelos, acompañados de una prosa que facilitará su entendimiento y ayudará al acercamiento inicial a este tipo de herramienta.

Los modelos macroeconómicos tienen la forma matemática de sistemas de ecuaciones. Las ecuaciones que conforman los modelos macroeconómicos se dividen en condiciones de equilibrio que, por lo general, son tomadas de identidades de la contabilidad nacional. Por ejemplo, la igualdad entre oferta y demanda agregada: $OA = DA$. O bien, la igualdad entre el producto y los ingresos: $PBI = Y$. Otras ecuaciones representan hipótesis de comportamiento de las variables, como ser la idea de que los ingresos son determinados a partir de una función de producción: $Y = F(K; L)$; o bien, que el consumo es una proporción del nivel de ingresos: $C = c Y$.

Las ecuaciones están compuestas de variables endógenas, exógenas y parámetros. Las variables representan hechos económicos que, como su nombre lo indica, pueden variar de valor en forma habitual. Ello las diferencia de los parámetros, que son hechos económicos estables, al menos para el periodo de tiempo que considera el análisis macroeconómico. Las variables económicas pueden ser endógenas o exógenas. Las variables endógenas se explican dentro del modelo económico a partir de sus relaciones con los parámetros y las demás variables. Las variables exógenas son pre-determinadas, es decir, su valor no se explica dentro del modelo.

Por ejemplo, consideremos la ecuación que define el consumo (C) como un consumo autónomo (C_0), el cual no depende del nivel de ingresos, más una proporción (c) de los ingresos (Y):

$$C = C_0 + cY$$

Suele estar integrada por dos variables endógenas a definir en el modelo (Y ; C), una variable exógena (C_0) la cual es considerada un dato dado y por lo tanto no será explicada, y un parámetro (c).

Como señala la teoría de los sistemas de ecuaciones, los mismos tendrán una única solución si el número de ecuaciones linealmente independientes que lo conforman es igual al número de variables endógenas a determinar (sistema compatible determinado). Si el número de variables endógenas a determinar es superior a la cantidad de ecuaciones independientes que se presentan, el sistema es indeterminado y admite muchos valores de las variables como solución (muchas veces, la solución es una relación entre las variables endógenas). Pero, si el número de variables endógenas es menor a la cantidad de ecuaciones linealmente independientes, el sistema es incompatible, es decir, contradictorio y está marcando un error lógico en su formulación.

Es de destacar que gran parte de las discusiones entre los economistas radican en la direccionalidad de las relaciones económicas. Por ejemplo, no hay duda de que la $OA = DA$, pero ¿cuál determina a la otra? Es clave recordar que las ecuaciones representan relaciones sociales y, por lo tanto, deben ser explicadas y fundamentadas teóricamente.

1.A. Preguntas de repaso y ejercicios

1. Indique las formas que existen para medir el PBI. ¿Todas deben dar el mismo resultado?
2. ¿Es el PBI un indicador del bienestar de los individuos que viven en una economía dada?

3. ¿Es el PBI per cápita un indicador de la importancia de una economía en el mundo? ¿Sirve para afirmar que sus ciudadanos tienen altos estándares de vida?
4. ¿Qué problemas metodológicos presenta la medición del PBI?
5. Busque el ranking de países por PBI medidos en paridad de poder de compra en internet. ¿Cuáles son los diez países de mayor PBI? ¿En qué posición se encuentra Argentina? ¿Y los otros países latinoamericanos?
6. Busque el ranking de países por PBI per cápita medidos en paridad de poder de compra en internet. ¿Cuáles son los diez países de mayor PBI? ¿En qué posición se encuentra Argentina? ¿Y los otros países latinoamericanos?
7. Imagine un aumento de las ventas de departamentos usados: ¿se trata de un aumento de la demanda agregada?
8. El gobierno decide aumentar las jubilaciones, ¿implica ello un aumento del gasto público considerado en la demanda agregada?
9. ¿Qué indicadores pueden utilizarse para tratar de captar estadísticamente el bienestar de una población?
10. ¿Es la pobreza comparable entre países? ¿Por qué?
11. Ingrese en internet, y en base a fuente de consulta confiables observe la evolución de las variables estudiadas en Argentina a lo largo de las últimas décadas y en comparación al resto del mundo. Argentina:
 - a. ¿Está atravesando una etapa de crecimiento, recesión o depresión?
 - b. ¿Es una economía relativamente grande respecto al resto del mundo? ¿Y de Latinoamérica?
 - c. Y en cuanto a su nivel de desarrollo: ¿los niveles de desigualdad son altos con respecto a otros países? ¿Y el índice de desarrollo humano?
12. Busque el cuadro de distribución del ingreso en la página web del INDEC, tanto por individuos como por hogares. Observe la dispersión entre deciles y dentro de cada decil. ¿Cuál tiene mayor dispersión interna? ¿En qué decil ubicaría a la llamada “clase media”?

13. ¿Considera que la línea de pobreza es comparable entre diferentes economías? ¿Por qué?
14. Busque en internet el ranking de desarrollo humano para los diferentes países. ¿En qué posición se encuentra Argentina? ¿Y otros países Latinoamericanos? Compara los países más desarrollados con el ranking de PBI y de PBI pc. ¿Coinciden?

1.A. Fuentes de consulta

INDEC: <http://www.indec.gob.ar/>

Banco Mundial: <http://www.bancomundial.org/>

Fondo Monetario Internacional: <http://www.imf.org/>

Ministerio de Economía: <https://www.argentina.gob.ar/economia>

Reportes de Desarrollo Humano del Banco Mundial: <http://www.hdr.undp.org/>

Sección B. La economía financiera

Antes de continuar con los conceptos macroeconómicos, proponemos tomarnos un breve interregno teórico a fin de introducir ciertos conceptos clave vinculados al funcionamiento de las economías modernas. Nos estamos refiriendo al sistema financiero. Entenderlo resulta determinante si queremos profundizar en los conceptos más básicos de la teoría económica. Como no podía ser de otra forma, existen grandes controversias acerca de la naturaleza y el funcionamiento del mismo, algunas de las cuales iremos recorriendo a lo largo de este manual.

Inicialmente, profundizaremos en los conceptos de dinero e interés, para luego estudiar el funcionamiento del sistema bancario. Lamentablemente, la totalidad del sistema financiero (bonos, acciones, derivados, futuros, etc.) queda fuera del alcance del presente libro, aunque no hay duda de que resultan determinantes para entender los ciclos macroeconómicos globales actuales.

1.B.1. El dinero

Podríamos afirmar, sin temor a equivocarnos, que el dinero es la piedra angular de cualquier sistema económico basado en el mercado. Al representar el poder social de compra, el dinero permite adquirir todo lo que este en venta, siempre que tengamos la suficiente cantidad. Tan es así, que quienes tienen mucho dinero tienen, por lo tanto, poder para comprar casi todo, hecho que da origen al poder económico.

Las preguntas acerca del dinero son múltiples y de suma complejidad: ¿Qué es? ¿A qué se debe su valor? ¿El dinero es físico o simbólico? ¿Es una institución? ¿Cómo y quién lo crea y distribuye? ¿Influye en la actividad económica? ¿Es un velo que esconde las verdaderas relaciones económicas?

Las respuestas de algunas teorías a estas preguntas las iremos respondiendo a lo largo del presente manual. Sin embargo, para poder avanzar en los conceptos macroeconómicos intro-

ductorios, nos alcanzará con definir las principales funciones que cumple el dinero en la actualidad:

1. Unidad de cuenta: permite el sistema de precios, medir el valor de las mercancías entre sí.
2. Medio de cambio: evita el trueque, permitiendo un sistema general de intercambio (una economía de trueque es impensable, dadas las enormes dificultades que presentaría). Para ello el dinero debe ser fácilmente divisible y comúnmente aceptado a cambio de otros bienes.
3. Depósito de valor: permite conservar el poder de compra a lo largo de un determinado tiempo, siendo un instrumento de ahorro.

Sabemos que la misma definición de dinero está puesta en tela de juicio. Sin embargo, podemos afirmar que la entidad que cumpla las tres funciones enumeradas se le parecerá bastante. Los medios dinerarios más divulgados son los billetes emitidos por el Banco Central y los depósitos en los bancos (en Argentina un depósito en una caja de ahorro o cuenta corriente permite casi las mismas operaciones que un billete en la mano).

1.B.2. El interés

Al igual que el dinero, el concepto de interés tiene múltiples interpretaciones: algunos afirman que es el precio del dinero, otros que es la remuneración al capital, algunos consideran que es el valor del tiempo, mientras que otros lo asocian al riesgo. Lo cierto es que en todo contrato que implique préstamos de dinero, el acreedor cobra un porcentaje de este mientras que deudor lo paga. Las relaciones de deuda conllevan el pago de un interés.

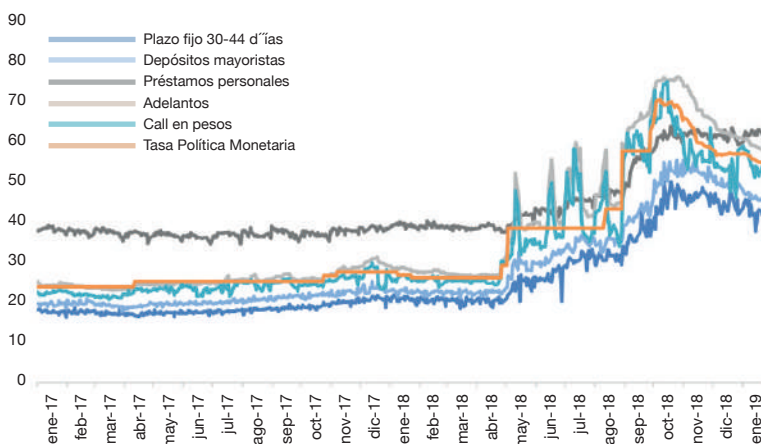
Esta variable es fundamental en la macroeconomía, ya que puede estimular el endeudamiento para inversión o consumo, genera redistribución del ingreso, influye en los balances y estructuras de costos de las empresas, e incluso estimula el ahorro en determinados activos financieros.

Las tasas de interés que podemos encontrar en una economía son múltiples: tasas por depósitos a plazo fijo, tasas por préstamos personales, tasas en pesos, tasas en dólares, tasas de los bonos del gobierno, tasas a un mes y tasas a un año, la variedad es formidable. En las economías modernas la institución que regula e influye los mercados donde se determinan las tasas de interés es el Banco Central.

Recordemos que las tasas de interés pueden ser nominales o reales. Las primeras son las que se establecen en los contratos, mientras que las segundas son las nominales descontando el efecto de la inflación. Ello implica que, mientras las tasas nominales son positivas, las reales fácilmente pueden volverse negativas (en el caso de que la inflación supere a las tasas nominales).

Finalmente debemos remarcar la diferencia entre tasas pasivas y activas: las tasas pasivas son las que los depositantes cobran de los bancos (ej: tasas de plazo fijo), mientras que las tasas activas son las que cobran los bancos por los préstamos que otorgan.

Evolución de las tasas en Argentina



Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA.

Los bonos

Los bonos son títulos de deuda que pueden emitir tanto los gobierno como las empresas privadas. Suelen ser el mecanismo por el cual los gobiernos se endeudan en la actualidad, y en los países periféricos son los activos financieros que tienen mayor predominancia en los mercados.

A través de su cotización, los Bancos Centrales pueden influir en las tasas de interés de la economía. Realizando compras y ventas de bonos, el Banco influye en su precio y, por ende, en el interés. Veamos este fenómeno de forma más detallada.

Supongamos un bono extremadamente simple, una promesa de pago a un determinado periodo “t”. Estos bonos son llamados *Bullet Zero Coupon*. Imaginemos que un bono determinado paga simplemente \$100 dentro de un año. Este bono, en el presente, no puede valer más de \$100, ya que eso implicaría perder dinero y nadie lo compraría. El precio siempre será inferior a \$100 y, de esa forma, generará un interés.

Imaginemos que el bono vale \$91 el día de hoy y pagará \$100 dentro de un año. Podemos afirmar que el rendimiento de ese bono es de 9,81% en un año. ¿Por qué? Pues porque invirtiendo \$91, dentro de un año obtendré \$100.

$$\frac{\$ 100 - \$ 91}{\$ 91} = 9,81\%$$

O sea:

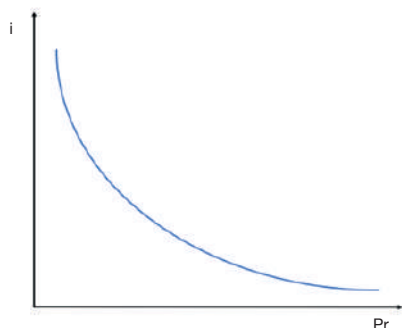
$$\frac{\text{Pago} - \text{Precio}}{\text{Precio}} = \text{Tasa interés}$$

Ahora supongamos que el precio del bono sube a \$99. Pues entonces el rendimiento de la inversión será menor:

$$\frac{\$ 100 - \$ 99}{\$ 99} = 1,01\%$$

A mayor precio menor tasa de interés, y viceversa. Precio y tasa son dos caras de una misma moneda.

Relación entre tasa de interés y precio de un bono



De aquí en adelante, esta relación inversa entre precio de los bonos y tasa será lo único que precisemos conocer.

1.B.3. Los bancos

Los bancos son instituciones determinantes al analizar los aspectos financieros de una economía. No solo influyen en las tasas de interés, sino que tienen la capacidad de direccionar el crédito, orientar el ahorro, la inversión y el consumo. Incluso, como veremos más adelante, tienen la posibilidad de crear dinero. Sin embargo, por ahora nos ahorraremos esa complejidad y nos concentraremos en el funcionamiento básico de un banco comercial.

Los bancos esencialmente son instituciones que captan depósitos (pasivos) y otorgan préstamos (activos). El dinero depositado en los bancos no se mantiene allí, sino que se presta. Por lo que, al consultar la disponibilidad de recursos en nuestra cuenta bancaria, realmente lo que estamos verificando es la deuda que el banco posee con nosotros.

La dificultad de administrar los activos y pasivos bancarios reside en lo que llamamos “descalce”. Los montos, plazos y tasas

(fijas o variables), usualmente difieren entre los pasivos y los activos, siendo necesaria una eficiente gestión de los mismos.

Los bancos no solo se encargan de gestionar descualces, sino que son también analistas de riesgo crediticio. Las instituciones bancarias son las encargadas de determinar quién puede recibir un crédito y hacia dónde debe destinarlo.

Finalmente, y no menos importante, debemos resaltar el rol compensatorio del sistema bancario (también llamado *clearing*). Probablemente se trate del avance tecnológico, en términos sociales, más formidable que ha aportado el sistema bancario. Se trata de la capacidad que tiene de organizar gran parte del sistema de deudas y transferencias monetarias en las economías modernas. Los bancos netean los ingresos y egresos financieros de millones de agentes diariamente (no es otra cosa que registros contables), permitiendo incluso contar con disponibilidad dineraria en cualquier lugar del mundo. La portación y transporte de dinero se han vuelto necesarios tan solo para las operaciones diarias (y en parte del mundo ni eso), y nuestra riqueza y deudas, así como la de los países y empresas, ha pasado a depender enteramente de la contabilidad organizada por el sistema bancario mundial.

El balance de los bancos comerciales

Un aspecto vital de los bancos es que su mercadería es, esencialmente, dinero (aunque también provee servicios). Ello hace a este sector significativamente diferente a cualquier otro de la economía. Observaremos un balance sintético de un banco a fin de entender la naturaleza de los mismos:

- a) *El activo*
 - i) Préstamos
 - ii) Bonos: pueden ser del gobierno como del Banco Central o de empresas privadas.
 - iii) Encajes en el Banco Central
 - iv) Pases pasivos en el Banco Central
 - v) Pases con otro banco privado

b) *El pasivo*

- i) Depósitos (cajas de ahorro, cuentas corrientes y plazos fijos)
- ii) Obligaciones negociables (bonos propios)
- iii) Redescuentos del Banco Central
- iv) Pases activos del Banco Central
- v) Pases con otro banco privado

En esta lista encontramos dos ítems destacables: los pases, que son mecanismos para realizar préstamos en el mercado interbancario, y las operaciones vinculadas al Banco Central, que estudiaremos en el próximo apartado. Los bancos comerciales pueden ser tanto públicos como privados, siendo vital diferenciarlos de la institución conocida como el Banco Central.

1.B.4. El Banco Central

Los objetivos originales de los bancos centrales

Los Bancos Centrales surgieron como respuesta de los estados modernos a las crisis bancarias. Como comentamos anteriormente, los bancos comerciales no “guardan” el dinero que sus clientes depositan, sino que lo prestan. Si todos los depositantes quisieran retirar su dinero de forma simultánea (“corrida bancaria”), los bancos no tendrían forma de abastecer tal demanda. Lo llamativo de tal fenómeno, es que el mismo puede darse en casos de bancos en perfecto funcionamiento. Si se corre el rumor (aunque sea infundado) de que un banco está en problemas, la misma corrida de depósitos resultante generará la crisis que nunca hubiera existido si no fuera por las habladurías. El sistema bancario era un sistema basado enteramente en la confianza.

La inestabilidad de tal esquema dio lugar a la aparición de los llamados Bancos Centrales, los cuales tienen diferentes estructuras y nombres a nivel mundial (Banco de Inglaterra, Banco Federal, Reserva Federal, etc.) pero esencialmente tienen como prioridad velar por la solvencia del sistema bancario. A fin de

garantizar que cualquier banco comercial pudiera afrontar una corrida bancaria, los bancos centrales comenzaron como fondos de garantía de depósitos: todos los bancos comerciales depositaban una parte de sus depósitos (a tal porción se le llama encaje) conformando un fondo de liquidez a ser utilizable en caso de corrida sobre un banco. Si todos los ahorristas decidían retirar los depósitos de una institución de forma simultánea, el Banco Central echaba mano a los encajes y se los prestaba al banco amenazado a fin de paliar el pánico, una vez controlada la situación, los depósitos retornaban al banco el cual podría devolver los encajes prestados. Sin embargo, tal mecanismo solo serviría en caso de corridas bancarias aisladas, si la desconfianza reinara sobre todo el sistema, los encajes nunca serían suficientes para abastecer a todos los bancos y el sistema colapsaría.

Desde los inicios de los Bancos Centrales la situación ha cambiado sustancialmente, ya que los sistemas monetarios nacionales funcionan con moneda emitida por el propio Banco Central, por lo que, ante cualquier corrida bancaria, los fondos disponibles son ilimitados (se emite lo que sea necesario). La única excepción a tales sistemas se da en los países sin moneda nacional (dolarización) o con sistemas bimonetarios (depósitos bancarios en dólares), en tales casos, las crisis bancarias pueden llegar a ser terminales ya que el banco central de un país no puede emitir moneda extranjera⁴.

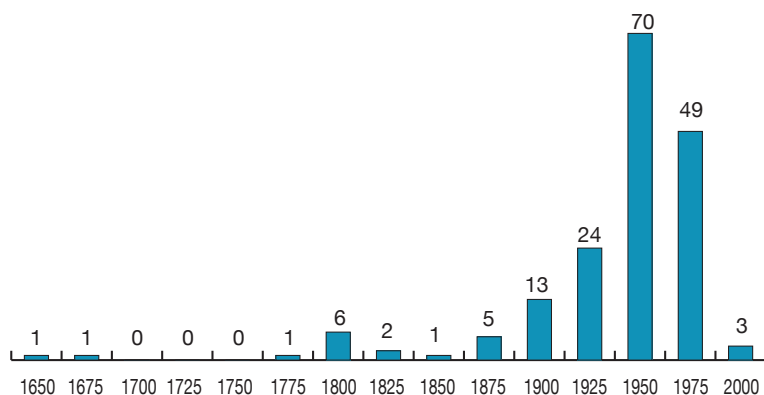
Las funciones actuales de los Bancos Centrales

Hoy en día las funciones de los Bancos Centrales son mucho más complejas y diversas, desde velar por el buen funcionamiento del sistema bancario, hasta estimular la actividad económica o estabilizar el nivel de precios. Cada Banco Central tiene sus propios objetivos y herramientas, según la economía en que se haya inserto y las condiciones institucionales de su fundación.

4. El respaldo a los depósitos en dólares, en economías bimonetarias como la argentina, son, en última instancia, las reservas internacionales que posee el Banco Central.

Los Bancos Centrales de los países céntricos, por ejemplo, suelen focalizar su política en el estímulo a la actividad económica y la estabilidad del nivel de precios. Mientras tanto, en los países periféricos, las funciones son más diversas y complejas. La incapacidad de emitir moneda aceptada a nivel mundial (divisas) hace estos sistemas monetarios sumamente inestables, y los Bancos Centrales juegan un rol clave al momento de estabilizar los mercados cambiarios y los flujos de divisas.

Fundación de Bancos Centrales



Fuente: Mareso, Pablo. "El BCRA como agente del desarrollo a través de la orientación del crédito".

Debemos destacar que, también, varios Bancos Centrales han sido creados a fin de fortalecer al Estado y a la economía nacional a través de la generación de dinero propio. Así también, varios Bancos Centrales han sido vitales para motorizar las fuerzas productivas de las naciones en experiencias de desarrollo liderado por el Estado (Alemania o Corea del Sur, por ejemplo) o al momento de llevar adelante situaciones bélicas.

El balance del Banco Central

A pesar de que su nombre nos hace pensar que la principal institución monetaria de un país tiene una estructura similar a

la de un banco comercial encontraremos que, francamente, no tienen prácticamente ninguna similitud entre sí.

El balance del Banco Central difiere drásticamente del de uno comercial, e incluso la interpretación del mismo dista de los estados contables de cualquier empresa existente.

a) *El activo*

En el activo de un Banco Central encontraremos, fundamentalmente, los siguientes agregados:

- i) *Títulos Públicos del Gobierno Nacional*: son bonos emitidos por el gobierno, comprados por el Banco Central en el mercado primario o secundario⁵.
- ii) *Adelantos Transitorios*: es una promesa de pago recibida a cambio de financiamiento al Gobierno Nacional.
- iii) *Pases Activos*: se trata de asistencia financiera a entidades bancarias comerciales.
- iv) *Redescuentos*: también se dirige a los bancos comerciales, pero son a mayor plazo y el destino de los fondos puede ser regulado por el Banco Central.
- v) *Reservas Internacionales*: se trata recursos nominados en divisas, de gran estabilidad y liquidez internacional (mayormente bonos del Tesoro estadounidense). Es el principal activo en el caso de los países periféricos, ya que debe garantizar la estabilidad cambiaria, la capacidad importadora y de re pago de deuda nacionales nominadas en divisas.

b) *El Pasivo*

- i) *Base Monetaria*: aquí encontramos la particularidad más destacable del balance de un Banco Central. El dinero

5. El mercado primario hace referencia a que el Banco Central compra los bonos al momento de la emisión directamente al Gobierno. Si lo hiciese en el llamado mercado secundario, debería comprarles los bonos a otros agentes tenedores de los mismos y que pretenden desprenderse de ellos.

circulante y los encajes de los bancos comerciales (suma considerada “base monetaria”), son considerados una deuda. Es notable, ya que se trata de una deuda que nunca será saldada ni puede ser impaga. Tan extraño criterio es herencia de los esquemas monetarios donde la moneda doméstica era respaldada en oro: cada billete emitido por el Banco Central era una deuda a cambio de determinada cantidad de metal. A pesar de que hoy en día las monedas nacionales no se encuentran respaldadas por ningún activo, el sistema contable mantiene la tradición y registra la base monetaria como pasivo.

- ii) *Títulos del Banco Central*: al igual que un gobierno, el Banco Central tiene la capacidad de emitir títulos de deuda (bonos). Es de sumo interés tal fenómeno, ya que, a diferencia de los gobiernos o las empresas privadas, los Bancos Centrales no tienen gastos y tienen capacidad de emitir todo el dinero que consideren necesarias. ¿Para qué emiten deuda? Pues para regular las cantidades de dinero o la tasa de interés, fenómenos que describiremos más adelante.
- iii) *Pases Pasivos*: se trata de depósitos de corto plazo realizados por entidades financieras, los cuales permiten gestionar excesos de liquidez temporarios.

c) *El Patrimonio Neto*

Los resultados de un Banco Central (que engrosan o deterioran el patrimonio neto) no tienen el mismo significado económico que el de cualquier empresa, y no pueden ser analizados a la ligera. Ganancias del Banco Central pueden implicar situaciones catastróficas para la macroeconomía de un país. Imaginemos una devaluación donde se duplique el tipo de cambio, la misma implicará pingües ganancias para el Banco (originadas en la revaluación de las reservas internacionales) pero un fuerte deterioro de la calidad de vida de los ciudadanos. Ello nos lleva a indicar que los resultados del Banco Central no indican nada en sí mismos, sino que requieren un análisis de las políticas

llevadas adelante y de su impacto macroeconómico para poder determinar sus consecuencias.

Las herramientas de política monetaria

Los Bancos Centrales pueden utilizar diversas herramientas para lograr sus objetivos, haremos un repaso por las principales de ellas.

1) *Influir en las cantidades de dinero*

El monopolio de la emisión de dinero físico es una de las características fundamentales de los Bancos Centrales, y la capacidad de dominar la emisión de este (así como la de dinero bancario) ha sido una de las grandes obsesiones de los estudiosos de la economía durante siglos. Posteriormente analizaremos las diferentes visiones al respecto, sin embargo, en este apartado detallaremos los mecanismos que tiene el Banco Central a fin de influir en las cantidades de dinero circulante en la economía. Cuando la institución impulsa las cantidades de dinero en la economía, tal política es llamada “monetaria expansiva”. Si, al contrario, busca reducirlas, hablamos de una política “monetaria contractiva”.

El Banco Central puede influir en las cantidades de dinero de diversas formas:

- a) Comprando / vendiendo Títulos del Tesoro: el Banco Central puede inyectar dinero en la economía operando títulos públicos. Al comprar títulos inyecta dinero (los paga en pesos) y al venderlos lo retira (cobra pesos).
- b) Comprando / vendiendo dólares: el Banco Central puede inyectar dinero en la economía operando divisas. Al comprar dólares inyecta dinero (los paga en pesos) y al venderlos lo retira (cobra pesos).
- c) Otorgando adelantos transitorios al gobierno.
- d) Otorgando redescuentos a los bancos comerciales

- e) Aumentando o disminuyendo los encajes, lo cual, según la teoría económica elegida, tendrá diferentes efectos.
- f) Ampliando / reduciendo el stock de pases. Aquí resulta difícil afirmar que se trata de una decisión del Banco Central, sino que son los bancos comerciales quienes deciden cuánto dinero dejarán en pases pasivos y cuánto tomarán en pases activos

2) *Influir en las tasas de interés*

Hoy en día, la tasa de interés es una de las principales herramientas de los bancos centrales, particularmente en los países centrales. Cuando la institución reduce las tasas de interés, tal política es llamada “monetaria expansiva”. Si, al contrario, busca aumentarlas, hablamos de una política “monetaria contractiva”. A fin de influir en la estructura de tasas de interés del mercado el Banco Central puede realizar varias prácticas:

- a) Comprar / vender bonos públicos o propios: de esta forma influye en su precio y, por ende, en su tasa
- b) Fijar la tasa de pases activos y pasivos.
- c) Establecer regulaciones sobre la fijación de tasas, estableciendo máximos y mínimos.

3) *Influir sobre el tipo de cambio*

El precio de las divisas (siendo el dólar estadounidense la más representativa de ellas) es una de las variables clave de las economías periféricas, sino la de mayor importancia, y es en este mercado donde el Banco Central tiene más injerencia en la realidad de todos los argentinos. Las herramientas que posee el Banco Central para influir en la cotización de la moneda internacional son las siguientes:

- a) Comprar / vender moneda extranjera
- b) Establecer regulaciones vinculadas a su compra y venta

- c) Establecer regulaciones referidas a los préstamos y depósitos en moneda extranjera.

A lo largo del manual, iremos estudiando el rol que tienen los Bancos Centrales para cada escuela económica y cuáles son las implicancias de la política monetaria.

1.B. Preguntas de repaso y ejercicios

- 1) Averigüe de que se trató el *Quantitative Easing* que llevó adelante la Reserva Federal estadounidense durante la crisis *subprime*. ¿Qué tipo de política monetaria fue?
- 2) Busque en internet el archivo *serie.xls* del Banco Central de la República Argentina.
 - a. Grafique la evolución de las reservas internacionales en los últimos 5 años.
 - b. Intente determinar a qué se debieron los ciclos de expansión y contracción monetaria utilizando los datos de la so-lapa llamada “BASE MONETARIA”.
 - c. Estudie cómo están compuestos los depósitos y los préstamos en Argentina. ¿De dónde obtienen fondos los bancos? ¿A quién le prestan?
 - d. Grafique la evolución de las tasas e intente encontrar cau-salidades. ¿El Banco Central está haciendo política mone-taria contractiva o expansiva?
 - e. Profundice en la hoja *Instrumentos del BCRA*. ¿Qué cam-bios observa en los últimos años?
- 3) Busque la serie de tipo de cambio 3.500 del Banco Central, de del real brasileño, la del peso uruguayo y la del euro. Grafi-que los últimos 10 años. ¿Cuál tuvo mayor volatilidad? ¿Cuál fue más estable?

1.B. Fuentes de consulta

Banco Central de la República Argentina: <http://www.bcra.gov.ar>
Comisión Nacional de Valores: <http://www.cnv.gov.ar>

Secretaría de Finanzas: <https://www.argentina.gob.ar/economia/finanzas>

Instituto Argentino de Mercado de Capitales: <http://www.iamc.com.ar>

Bank of International Settlements: <http://www.bis.org/>

Parte 2: La visión ofertista neo (nueva) clásica

En el presente capítulo presentaremos de forma breve y esquemática, las principales ideas de la visión *ofertista* de la economía. La misma se conoce también como escuela *neoclásica*, o su versión más moderna, escuela de los *nuevos clásicos*. También solemos encontrar referencias a ella como *ortodoxia*. Hoy en día esta escuela es la más difundida en los principales centros de pensamiento económico mundial, por lo que también se la conoce como *mainstream*.

Las ideas planteadas por estos pensadores se caracterizan por su plena confianza en los mecanismos de mercado, y por un enorme escepticismo respecto al accionar de los gobiernos en la economía. Es por ello que los economistas pertenecientes a esta escuela suelen impulsar medidas de corte liberal.

A lo largo del capítulo el alumno podrá observar que gran parte de los supuestos y conclusiones de esta teoría coinciden con la teoría microeconómica. Recordemos que las ideas de tal teoría encuentran su piedra fundamental en la escuela llamada “marginalista”¹, y en la adaptación de sus aportes por parte de Alfred Marshall (todos eventos sucedidos a fines del siglo XIX). Es por

1. Tal nombre se debe a la aplicación del cálculo diferencial (incrementos marginales) al estudio de la economía. Son considerados como fundadores de tal doctrina los economistas Jevons, Menger y Walras.

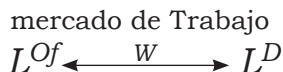
ello, que el principal objetivo de los pensadores de dicha escuela en las últimas décadas ha consistido en dismantelar las ideas propias del keynesianismo (escuela surgida a mediados del siglo XX), construyendo los llamados fundamentos microeconómicos de la teoría macroeconómica.

Dado que se trata de un curso introductorio de macroeconomía, no es nuestro objetivo profundizar en las múltiples vertientes de esta escuela, sino tan solo delimitar los ejes troncales de su paradigma.

2.1. Un esquema sintético

En los modelos macroeconómicos ortodoxos (neoclásicos y nuevos clásicos), el nivel de producción es determinado desde la oferta. Ello significa que se considera desde una determinada dotación de factores productivos dada, los cuales se agrupan en trabajo (L^0) y capital (K^0). Por un lado, el trabajo consiste en toda la fuerza laboral de una economía, considerando las distintas capacidades de las personas. Por otro, el capital hace referencia a todos los bienes que permiten producir más bienes o servicios. Hablamos por lo tanto de capital físico, no de “capital financiero”², ni del más reciente concepto de “capital humano”.

De esta forma encontraremos determinadas cantidades de factores potencialmente utilizables, los cuales se asignarán a través de sus respectivos mercados. Los propietarios de capital (capitalistas) y los propietarios de trabajo (trabajadores) jugarán el papel de la oferta, mientras que las empresas serán las demandantes. De esta forma:



2. Como estudiaremos más adelante, esta distinción genera ciertos problemas en la teoría ortodoxa, la cual suele agrupar en un solo concepto al capital físico y al capital financiero.

$$\text{mercado de Capital} \\ K^{Of} \xleftrightarrow{P_k} K^D$$

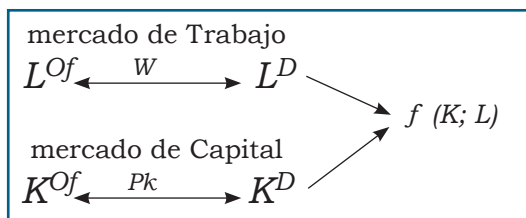
Siendo W la remuneración al trabajo (salario) y P_k el precio de los bienes de capital.

¿Cuánto se utilizará de cada factor y a qué precio? Eso depende de la flexibilidad de cada mercado (ver apéndice: los mercados de factores) y de los requerimientos que posean las empresas a fin de producir bienes y servicios. La demanda de factores, entonces, estará determinada por una función de producción $[f(K; L)]$ que impone qué factor se debe utilizar y si el mismo es reemplazable por el otro (sustitución factorial).

Entonces, en una economía compuesta por su oferta de trabajo (L^O) y capital (K^O), los mercados de factores, dependiendo del nivel de flexibilidad en los salarios (W) y precio del capital (P^k) y las posibilidades de sustitución factorial, generan un determinado nivel de empleo (L^D) y de utilización de la capacidad productiva de los medios de producción (K^D).

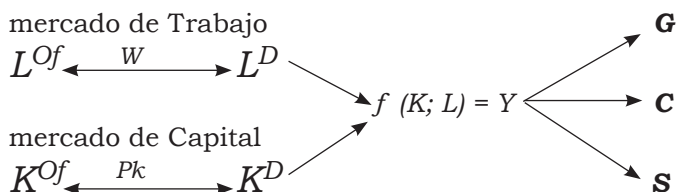
De esa manera, el nivel de producción pasa a estar determinado exclusivamente desde la oferta, según el nivel de utilización de los factores productivos disponibles (dada por la flexibilidad de sus mercados y las posibilidades de su sustitución técnica) y sus respectivas productividades dependientes del estado de la tecnología, la cual se determina la función de producción $[f(K; L)]$.

Oferta Agregada (OA)



Ese volumen de producción se condice con el ingreso que tendrán las unidades productivas (Y)⁸ determinado desde la oferta,

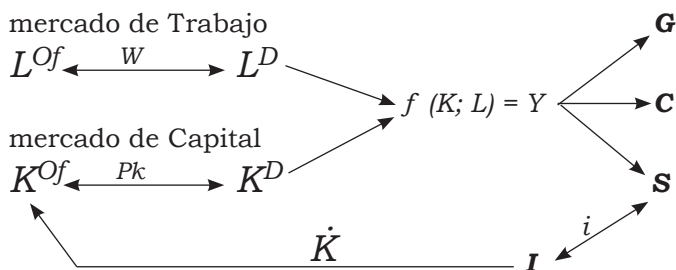
luego se reparte entre los distintos componentes de la demanda según sus usos. Este ingreso puede destinarse al consumo público (G), al consumo privado (C) o al ahorro (S).



Aquí encontramos un problema, y es que el ahorro no es un componente de la demanda agregada (el ahorro no implica producción de ningún tipo). Si este ahorro no se canalizara a la demanda, no podría colocarse en el mercado la totalidad de la producción, lo que redundaría en una caída del ingreso por lo tanto en otra caída de la demanda. Se trataría de una crisis de sobreabastecimiento (o crisis de demanda agregada).

La solución que plantean los neoclásicos es muy simple, aunque es uno de los supuestos más cruciales de esta teoría: el ahorro se convierte en inversión a través del mercado financiero. No solo se convierte, sino que el ahorro es necesario para que exista la inversión. La precede. Al igual que un hogar o una empresa, la economía agregada requiere que se haya ahorrado para poder gastar. El ejemplo más difundido al respecto es el del solitario Robinson Crusoe, quien en su isla posee cocos, pudiendo decidir si consumirlos o ahorrarlos. Todo coco ahorrado, irá a parar a la tierra generando futuros cocoteros. Como dijimos, el ahorro se transforma en inversión. Este mecanismo que genera que toda oferta genere su propia demanda es llamado "ley de Say" y lo estudiaremos en un apartado particular

Es de destacar que la inversión es el único componente de la demanda que amplía los medios de producción (I), teniendo efectivamente un doble rol: es parte de la demanda y a la vez de la oferta. La inversión es fundamental para generar crecimiento es una economía.



Para finalizar este apartado debemos destacar que, al estar la producción determinada desde la oferta agregada (OA), los componentes de la demanda agregada compiten entre sí para determinar el tipo de producción que se llevará adelante: si aumenta el consumo público debe reducirse el privado o la inversión, a este fenómeno se le llama “efecto desplazamiento”. Al estar determinada la cantidad de recursos y, dada la función de producción, la cantidad de bienes y servicios disponibles, la economía se transforma en el mero estudio de la distribución es un entorno de escasez. Lo que toma uno se lo quita a otro.

Un poco de Historia

Marshall y el origen de la teoría neoclásica

La economía neo clásica comienza a constituirse como escuela a partir de las ideas de los llamados “primeros marginalistas”. William S. Jevons, Carl Menger y Leon Walras, a fines del siglo XIX comenzaron a aplicar el cálculo diferencial para explicar los fenómenos económicos. Su teoría del valor no estaría basada en los costos de producción ni en el trabajo, sino en la combinación de escasez y de utilidad que otorgan los bienes al consumidor. Asimismo, adoptan el individualismo metodológico como novedad: las sociedades se comportarían como una mera agregación de optimizaciones individuales, entendiéndose al individuo se podría entender el funcionamiento de una economía. En 1890, Alfred Marshall, combinando ideas de la economía clásica y de los primeros marginalistas, publicó la obra que constituiría la piedra angular de la teoría neoclásica: “Principios de Economía”. A partir de ella se despojará a esta ciencia social del adje-

tivo “Política”, y se presentará como “Economía” a secas. Probablemente ello se deba, en parte, a que el conflicto distributivo desaparece como espacio de análisis, y la remuneración a los factores se vuelve endógena: cada cual obtiene lo que aporta al proceso de producción. Allí, entre otras herramientas conocidas, podemos encontrar el origen de los famosos gráficos de mercados con forma de cruz (oferta y demanda). Para hacerse una idea más acabada, podemos recurrir a los manuales actuales de microeconomía, ya que no distan mucho de las ideas fundamentales de este pensador.

Claves

EL DINERO EN LA TEORÍA NEO CLÁSICA

A fines introductorios, y para entender el marco en que se desarrolla esta escuela de pensamiento, debemos destacar que las relaciones económicas de producción, distribución, precios relativos y demanda, son definidas asumiendo la neutralidad del dinero. O sea, que se piensa el mundo desde los componentes físicos de la producción, siendo el dinero tan solo un velo que cubre sus relaciones. Más adelante profundizaremos acerca del fenómeno del dinero y del nivel de precios, pero es fundamental tener en mente este supuesto para poder entender el enfoque neoclásico.

La concepción de la economía ortodoxa supone una economía dominada por el intercambio de bienes y servicios, o sea, una economía de trueque. El dinero surgiría como emanación natural a fin de facilitar el proceso de mercado, siendo elegido como el mismo el bien más adecuado para cumplir este rol (uno que no pierda el valor, que sea divisible, transportable, escaso y aceptado por todos). Bajo este paradigma, el Estado funcionaría como un agente más de la economía, el cual debe poder conseguir medios de pago a fin de gastar (al igual que una familia o una empresa). Sucede que en la actualidad la emisión de dinero es patrimonio de los Estados, por lo que las recomendaciones de la ortodoxia se suelen limitar a la regulación de la escasez del circulante. El dinero debería funcionar como el oro, y el Banco Central como una mina con una capacidad productiva determinada.

Por todo ello podemos decir que para esta escuela la esencia del dinero se encuentra en su capacidad transaccional, en funcionar como lubricante del sistema. La producción y los precios relativos se determinan

independientemente del sistema monetario, siendo el valor del dinero determinado como el de cualquier otro bien, dada su utilidad y su escasez.

2.2. Los Mercados de Factores

Los neo (nuevos) clásicos sostienen que el determinante del nivel de producción depende del nivel de utilización de los factores productivos. A su vez, el nivel de utilización de los factores productivos está dado por la posibilidad de que los mercados de factores actúen libremente, dejando que la interacción entre la oferta y la demanda de cada factor fije su precio de equilibrio. El precio de equilibrio es aquel que garantiza que todos los vendedores que quieren colocar la mercancía (a ese precio) lo puedan hacer, y que todos los compradores que desean tal producto a ese precio lo puedan adquirir. Mercados de factores libres garantizan el pleno empleo de los recursos, por lo que cualquier situación de desempleo de los mismos estaría asociado a problemas en los respectivos mercados.

A. El Mercado de Trabajo

La teoría ortodoxa afirma que el nivel de empleo y del salario (el precio del trabajo) se determinan en un mercado similar al de cualquier bien o servicio. Sin embargo, las curvas de oferta y demanda no deben su pendiente a los mismos motivos que los observados en un producto de consumo. Profundicemos:

A.1. La oferta de trabajo

En el caso del mercado de trabajo, la teoría neo (nuevo) clásica, supone que las familias están dispuestas a resignar tiempo de descanso y destinarlo a trabajar, siempre que ello les permita acceder a un mayor consumo de bienes y servicios. La forma en que el trabajo permite acceder al consumo de bienes y servicios, es por la paga que recibe el trabajador por su tarea. Ese pago

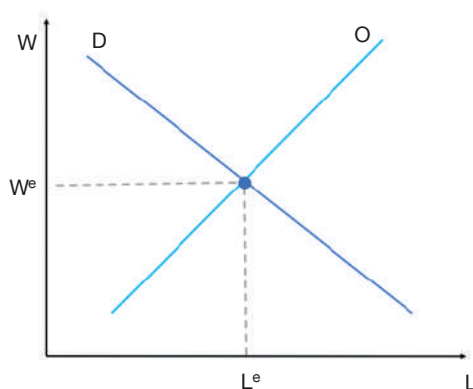
por el trabajo se llama salario, que es el ingreso de las familias trabajadoras. De esa manera, se supone que las familias están dispuestas a ofertar más trabajo a medida que aumenta el salario real que reciben a cambio.

Los economistas ortodoxos expanden el comportamiento individual de una familia trabajadora al comportamiento agregado de una economía. Así, asumen que la oferta agregada de trabajo aumenta a medida que crece el salario real. Gráficamente, la oferta agregada de empleo (O) tiene pendiente positiva respecto al nivel de salario real (W).

A.2. La demanda de trabajo

Por el lado de la demanda, la teoría supone que un empresario está dispuesto a contratar más trabajadores si el costo de hacerlo es menor. Este comportamiento probable de un empresario individual es luego extendido a la demanda de trabajo de toda una economía. La demanda agregada de trabajo (D) disminuye a medida que aumenta el salario real medio (W) de una economía.

Mercado de trabajo bajo la óptica ortodoxa



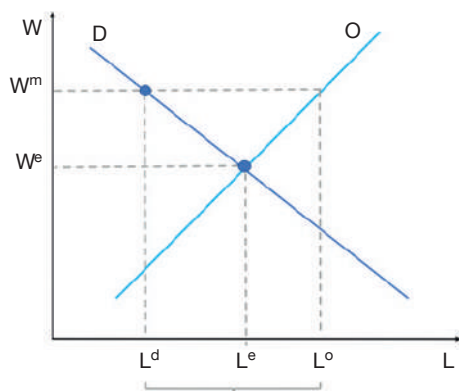
De esa manera, el mercado de trabajo agregado bajo la visión ortodoxa está conformado por una demanda de empleo (D) con

pendiente negativa respecto al salario real (W) y una oferta de empleo (O) con pendiente positiva. El punto donde ambas rectas se cruzan determina el nivel de salario real (W^E) que equilibra la oferta y demanda de empleo, evitando la existencia de desempleo ($L^E = L^D = L^O$). Todo el que quiere trabajar al precio de equilibrio obtiene un empleo.

A.3. Políticas contra el desempleo

Bajo la mirada ortodoxa, la existencia de “rigideces” en los mercados de factores es la principal causa de su subutilización, o sea, del desempleo. Así, por ejemplo, la existencia de una ley de salario mínimo o de un salario determinado por medio de una negociación paritaria entre sindicatos, empresarios y el Estado que determine un salario real por encima de su valor de equilibrio, genera que el nivel de empleo sea menor al que resultaría de dejar negociar individualmente a cada trabajador con la patronal.

Rigideces en el mercado de trabajo



Desde una óptica ortodoxa, la imposición de un salario real (W^M) por encima del salario real de equilibrio (W^E) que iguala la demanda (D) y la oferta de trabajo (O), genera que la demanda de

trabajo resultante (L^D) sea menor que la oferta (L^O) provocando el desempleo (U) de parte de los trabajadores y un nivel de empleo menor que el de equilibrio (L^E).

De ahí que las propuestas de política económica que se derivan del análisis neo (nuevo) clásico, son reformas laborales que “flexibilicen” el mercado de trabajo, restando poder de negociación a los sindicatos y regulaciones al Estado. Bajo esta mirada, ese tipo de reformas, si bien generan una baja en el salario real de los ocupados, permite una disminución del desempleo y un incremento en la producción general.

CLAVES

LA REFORMA LABORAL EN BRASIL

En el 2017 entró en Brasil una reforma laboral de corte neo (nuevo) clásico, la cual impulsa una profunda liberalización de las relaciones del trabajo. A continuación, podemos observar los principales lineamientos de la misma:

Contratos privados por sobre convenios colectivos



Reduce el poder de negociación del trabajador

Nuevas condiciones sobre juicios laborales



Si pierde, el trabajador debe correr con los costos

Jornada laboral hasta 12 hs.



Reduce el pago de horas extra

Se amplía la posibilidad de tercerización



Contrataciones más precarias y con menos derechos



CLAVES DE LA MICRO A LA MACRO, UN ABISMO (I)

La visión ortodoxa extiende los planteos microeconómicos al plano de la macroeconomía. Así, por ejemplo, asume que los empresarios están dispuestos a contratar más trabajadores cuando el salario real de una economía disminuye, porque un empresario individual estaría dispuesto a hacerlo en su empresa. Sin embargo, el salto de la micro a la macro implica que algunas variables que se asumen exógenas en el análisis microeconómico pasan a ser endógenas cuando se pasa al plano macroeconómico.

Por ejemplo, cuando se plantea que un empresario está dispuesto a contratar más trabajadores si su salario es menor, se asume que el nivel de ventas y producción de su empresa es exógeno, es decir, independiente del salario que pague a sus trabajadores. Pero ese supuesto, que es realista para el análisis microeconómico de una empresa particular, no lo es cuando se extiende el análisis al plano macroeconómico, ya que la

demanda de todas las empresas tomadas en conjunto depende de las compras que hagan las familias trabajadoras, y estas del nivel de salario real que les paguen.

De esa manera, una baja generalizada del salario real de los trabajadores puede generar una brusca caída de las ventas y la producción de las empresas y, de esa manera, una menor demanda de empleo de los empresarios. Así, la demanda de empleo a nivel macroeconómico puede presentar una pendiente positiva respecto al nivel general de los salarios, ya que debe considerarse endógeno el nivel de producción.

A.4. La tasa natural de desempleo o NAIRU³

La teoría neo (nueva) clásica, postula que los mercados alcanzan el pleno empleo de los factores de forma automática. Sin embargo, en las últimas décadas se ha observado a nivel global una tendencia creciente al desempleo. A raíz de ello, la teoría neo (nueva) clásica ha desarrollado el concepto de “tasa natural de desempleo”. La misma funciona conceptualmente al igual que el pleno empleo, pero aceptando la imposibilidad práctica de alcanzarlo, lo redefine como la mínima tasa de desempleo que puede alcanzar una economía sin acelerar la inflación (la cual estudiaremos en otro apartado).

Para simplificar, podemos asumir que, en el corto plazo, a un determinado nivel de producción le corresponde un determinado nivel de empleo y, por diferencia, de desempleo. De esa manera, la tasa natural de desempleo o NAIRU (u_N) es el nivel de desempleo que se corresponde con el llamado “producto potencial” o “natural” (Y_N): $Y_N \leftrightarrow u_N$.

3. NAIRU: Non Accelerating Inflation Rate of Unemployment (tasa de desempleo no aceleradora de la inflación). La NAIRU es la tasa de desempleo mínima alcanzable sin acelerar la inflación dadas las rigideces del mercado laboral. La tasa natural de desempleo es la tasa mínima de desempleo que no acelera la inflación de una economía perfectamente competitiva. A pesar de que la tasa natural de desempleo y la NAIRU no son exactamente los mismos conceptos, ambos tienen implicancias prácticas y teóricas muy similares. En el presente capítulo, con fines didácticos, los trataremos como equivalentes.

B. El Mercado de Capital: el Ahorro y la Inversión

El concepto de “capital” suele ser asociado en la teoría económica a los medios de producción, como máquinas o herramientas. Bajo la visión neo (nuevo) clásica, la cantidad de capital de una economía depende de su nivel de producto natural, de cuanto del mismo se ahorre y se destine a la inversión, en lugar de al gasto o al consumo. Esa inversión acumulada a lo largo de una serie de años da como resultado un determinado stock de capital disponible. Recordemos la metáfora de Robinson Crusoe: tiene una determinada cantidad de cocos por período (el producto natural), del cual parte consume y parte vuelve a plantar (ahorro e inversión), la cantidad de palmeras que tenga en el futuro (el stock de capital) dependerá de estas circunstancias.

De esa manera, la oferta de capital de una economía depende en gran medida del incentivo a que las familias ahorren en lugar de consumir. Notemos que el capital, en esta situación, consta de dinero, el cual a través del mercado de capitales permite reasignar parte del producto natural hacia la producción de bienes de capital. O sea, bajo la óptica ortodoxa, ese producto no consumido (ahorro) se traduce en inversión, incrementando la cantidad de capital. El incentivo de las familias a ahorrar viene dado por la posibilidad de acceder a un mayor consumo en el futuro. Ese premio al ahorro se llama tasa de interés, que es el mayor ingreso que reciben las familias por no consumir una parte de sus ingresos.

El ahorro ofertado por las familias es demandado por las empresas para invertir ampliando su capital productivo. Las empresas demandan el ahorro siempre que el rendimiento productivo del mismo (la productividad marginal del capital) supere el interés que tienen que pagar a las familias. De esa manera, la tasa de interés se constituye en el precio que permite coordinar las decisiones de ahorro de las familias con la inversión de las empresas.

Nuevamente, la teoría neo (nuevo) clásica se basa en un mercado con forma de cruz. En este caso en particular, la oferta es el ahorro y la demanda es la inversión, mientras que el precio no

es otra cosa que la tasa de interés. A continuación, analizaremos cada curva.

B.1. La oferta de ahorro (S)

Las familias están dispuestas a ahorrar más, cuanto mayor sea el premio (tasa de interés) que reciben por ello. Ese análisis microeconómico es extendido a la macroeconomía por la visión ortodoxa, señalando que la oferta de ahorro agregado (O) tiene pendiente positiva respecto a la tasa de interés real (i_R).

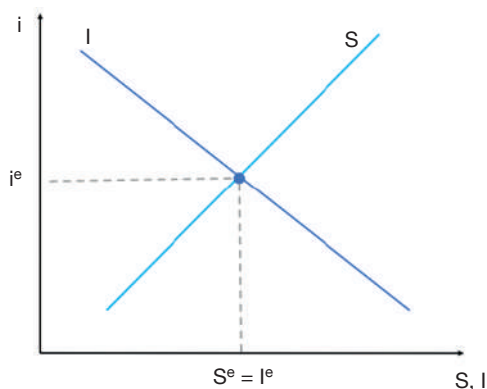
B.2. La demanda de ahorro (S) para la inversión (I)

La curva de demanda de ahorro para la inversión tiene pendiente negativa respecto a la tasa de interés. El supuesto detrás de esa pendiente es que a medida que la tasa de interés es más baja, más proyectos productivos pasan a ser rentables y ello incrementa la demanda de ahorro de parte de los empresarios para invertir.

B.3. El equilibrio de mercado

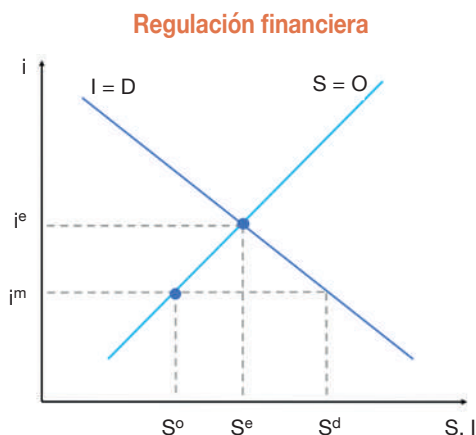
De esa manera, el mercado de ahorro agregado bajo la visión ortodoxa está conformado por una demanda de ahorro (D) con pendiente negativa respecto a la tasa de interés real (i) y una oferta de ahorro (O) con pendiente positiva. El punto donde ambas rectas se cruzan determina el nivel de tasa de interés real (i_R^E) que equilibra la oferta y demanda de ahorro (S^E) y fija el nivel de inversión (I^E).

Mercado de ahorro bajo la óptica ortodoxa



Asimismo, cualquier intento de realizar políticas de fijación de tasas de interés por debajo del nivel de equilibrio de libre mercado, solamente logrará reducir los niveles de inversión. Supongamos que el banco central decide regular la tasa de interés por niveles inferiores a los de equilibrio. En ese caso, el estímulo al ahorro se verá disminuido, y, por ende, existirá un exceso de demanda de inversión. La misma, sin embargo, nunca será llevada a cabo ya que las familias no estarán dispuestas a prestar los fondos necesarios.

Al igual que en el mercado de trabajo, a fin de utilizar toda la capacidad productiva disponible (dada por el stock del factor), la recomendación de esta teoría sería liberalizar el mercado y evitar intromisiones estatales que limiten el estímulo al ahorro de las familias.



Desde una óptica ortodoxa, la imposición de una tasa de interés real (i_R^M) por debajo de la tasa de interés real de equilibrio (i_R^E) que iguala la demanda (D) y la oferta de ahorro (O), genera que la demanda de ahorro de las empresas para la inversión (S^D) exceda la oferta de ahorro de las familias (S^O) provocando que el nivel de inversión resultante (I) sea menor que sin intervención.

Claves

DE LA MICRO A LA MACRO, UN ABISMO (II)

La visión ortodoxa extiende los planteos microeconómicos al plano de la macroeconomía. Así, por ejemplo, asume que las familias tomadas en su conjunto incrementarán el ahorro agregado de una economía cuanto mayor es la tasa de interés, porque así lo haría una familia particular. Pero, al igual que sucedía con el análisis de la demanda de trabajo, el salto de la micro a la macro implica que algunas variables que se asumen exógenas en el análisis microeconómico, pasan a ser endógenas cuando se pasa al plano macroeconómico.

Por ejemplo, cuando se plantea que una familia está dispuesta a ahorrar más si se incrementa la tasa de interés, se asume que el nivel de ingresos de esa familia es exógeno, es decir, independiente del nivel de la tasa de

interés. Pero ese supuesto que es realista para el análisis microeconómico de una familia particular, no lo es cuando se extiende el análisis al plano macroeconómico ya que el ingreso de todas las familias tomadas en conjunto depende del volumen de producción de la economía y su distribución que, a su vez, depende del nivel de la tasa de interés.

De esa manera, si un incremento de la tasa de interés conduce a una baja en los planes de producción de las firmas y ello reduce el ingreso disponible de las familias, puede resultar que el ahorro agregado de la economía disminuya. Así, la oferta de ahorro a nivel macroeconómico puede presentar una pendiente negativa respecto a la tasa de interés real, ya que debe considerarse endógeno el nivel de ingresos de las familias.

En palabras de los economistas 3

“Hay que desterrar de nuestro léxico el concepto de crédito subsidiado”

Por **Federico Sturzenegger** / www.lanacion.com, 29 de agosto de 2017

Es posible que los días de la línea de financiamiento productiva, de préstamos a tasa subsidiada para pymes y grandes empresas, estén contados. Al menos, así lo dejó trascender el presidente del Banco Central (BCRA), Federico Sturzenegger, quien durante un encuentro organizado por la Asociación Empresaria Argentina (AEA) hizo una dura crítica del concepto de crédito subsidiado. “Entre los muchos cambios culturales por hacer, necesitamos desterrar de nuestro léxico de política económica este concepto de crédito subsidiado, cuyo único logro es mantener al sistema financiero en la postración”, dijo Sturzenegger ante empresarios y ejecutivos de multinacionales.

“Tasas reales positivas provocarán un giro virtuoso hacia la inversión, lo que hará el proceso de desarrollo más sustentable y duradero”, dijo Sturzenegger. “De esta forma -acotó- saldrá de escena el crédito subsidiado, extremadamente dañino para nuestro sistema financiero, porque lo único que lograba la idea del crédito subsidiado era que nunca se le pudiera retribuir al depositante lo que este quería para intermediar su dinero en el sistema financiero local. Y si no se le retribuía, no ahorraba, y si no ahorraba no había con qué dar crédito. Con lo cual todo se tornaba una lucha cada vez más estéril para ver quién se aprovechaba de una torta cada vez más chicas”.

2.3. La oferta agregada, la demanda agregada y el nivel de precios

a. La oferta agregada

Para la visión ortodoxa, la oferta agregada (OA) de bienes y servicios de una economía en términos reales, está dada por la dotación de factores, la flexibilidad de sus mercados y el estado de la tecnología, en forma independiente del nivel general de precios (P). De esta forma, la oferta agregada es presentada como una línea vertical al eje donde se representa P , cortando al eje del nivel de producción (Y) en el llamado producto natural o potencial (Y_N).

En términos técnicos, se dice que la oferta agregada es totalmente inelástica a los precios, ya que no varían las cantidades ofertadas ante ninguna variación del nivel general de precios (vale aclarar que no se trata del precio de un mercado determinado).

Este razonamiento puede resultar contra intuitivo, pero recordemos que estamos hablando del nivel general de precios. La teoría ortodoxa considera que la liberalización de los mercados determina la cantidad de bienes a producir según la disponibilidad de los factores, y los precios relativos entre los productos. El nivel general de precios (como estudiaremos más adelante) se determina según la cantidad de dinero disponible, pero no afecta las cantidades producidas ni viceversa.

Hay que considerar que, para ciertas variantes de la ortodoxia, las rigideces de precios pueden permitir que la oferta agregada responda a los cambios en los precios en el corto plazo [ver recuadro *Precios rígidos y oferta agregada*].

b. La demanda agregada

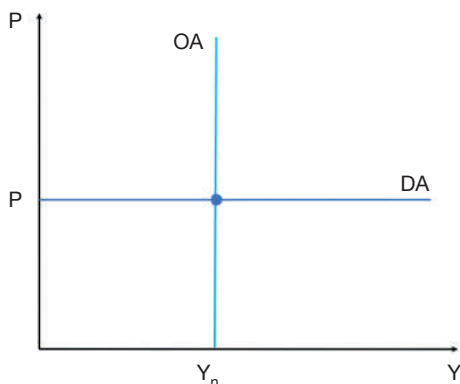
Por otro lado, la demanda agregada (DA) de bienes y servicios en términos reales, está dada por las decisiones de ahorro (= inversión) y consumo de los individuos y del Estado, a partir de una renta real determinada por la oferta agregada. Las empresas producen bienes y servicios (OA) y remuneran a los factores

según sus respectivas productividades. Esas remuneraciones serán el ingreso que se destinará a la demanda agregada.

El nivel general de precios sólo afecta la expresión monetaria de los componentes de la demanda agregada, pero no alterará las decisiones de ahorro-consumo de los agentes económicos basadas en su renta real (a ello le llaman que no existe “ilusión monetaria”). El nivel general de precios también afecta la expresión monetaria de los salarios y las ganancias, pero no su valor real dado por sus respectivas productividades. Por ello, la DA es representada como una recta horizontal respecto de un determinado nivel general de precios P , dado que el incremento de la renta en términos reales va acompañado de un incremento proporcional de DA.

Se asume que las necesidades de dinero para realizar las transacciones que requiere el consumo y la inversión, a medida que aumenta la renta real dado un nivel de los precios, son provistas por el banco central (ver recuadro *Teoría cuantitativa del dinero y demanda agregada*).

Oferta y demanda agregadas bajo la visión neo (nuevo) clásica



De esta manera, el nivel de producción está unívocamente determinado desde la oferta. Por ello, se dice que la escuela neo (nueva) clásica tiene una visión ofertista sobre la determinación

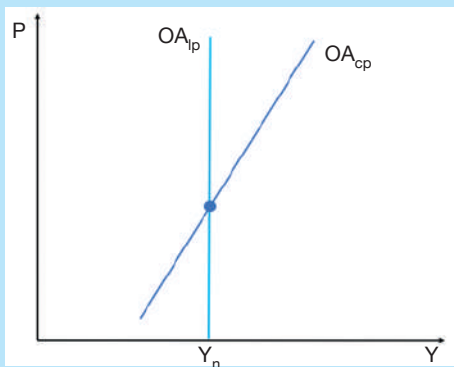
del producto de una economía. Ese nivel de producción determinado desde la oferta suele denominarse como “natural” o “potencial” (Y_N) y es independiente de las políticas monetarias o de demanda.

Claves

PRECIOS RÍGIDOS Y OFERTA AGREGADA

Los denominados Nuevos Keynesianos coinciden con el análisis ortodoxo de funcionamiento de la economía, pero introducen matices al considerar que los precios presentan demoras para modificarse (precios rígidos en el corto plazo). Esas demoras permiten que, en el corto plazo, la oferta agregada pueda diferir del producto natural o potencial.

Para comprender ese razonamiento, supongamos que los salarios están fijados por contratos que sufren modificaciones cada dos años. En el medio de ese plazo, un incremento en la cantidad de dinero en circulación estimuló la demanda generando exceso de demanda y subas en los precios. Como los salarios nominales tardan en ajustar a los nuevos precios, momentáneamente, el valor de los salarios reales cae por debajo de su productividad marginal. Ello estimula a los empresarios a contratar más trabajadores y permite incrementar momentáneamente la oferta agregada. De esa manera, la oferta agregada de corto plazo (OA_{cp}) presenta una pendiente positiva respecto a los precios. Es decir, ante subas en los precios, las cantidades ofertadas por los empresarios van a aumentar.



En el largo plazo, la caída de los salarios reales genera una reducción de la oferta de trabajo que fuerza a los empresarios a subir los salarios nominales de acuerdo al nuevo nivel de precios hasta que el salario real iguale su productividad marginal. De esa manera, el nivel de empleo vuelve a su nivel anterior y la oferta agregada al nivel del producto natural o potencial. Así, la oferta agregada de largo plazo (OAlp) continúa siendo una recta vertical paralela al eje de los precios que corta el eje de la producción en su nivel natural (YN).

Claves **TEORÍA CUANTITATIVA DEL DINERO Y DEMANDA AGREGADA**

Como anticipamos al inicio del capítulo, para la visión neo (nueva) clásica, el dinero funciona como un velo, tras el cual se encuentran las relaciones económicas fundamentales. Esta idea se ilustra a través de la llamada “teoría cuantitativa del dinero”, basada en la ecuación cuantitativa. La misma indica que, para una determinada cantidad de transacciones (T) vinculadas a un nivel de producción de bienes y servicios para comprar y vender, necesitamos cierta cantidad de dinero en circulación (M) para realizarlas. No debe olvidarse que esas transacciones se realizan a un determinado nivel general de precios (P), que implicará una mayor necesidad de dinero a medida que crezca. También resulta clave considerar que el dinero no es estático al momento de realizar transacciones, sino que circula de mano en mano durante un determinado período de tiempo, fenómeno ilustrado a través de la velocidad de circulación (V)⁴. De esta forma se concluye que existe la siguiente igualdad:

$$M * V = P * T$$

Esta ecuación es llamada “ecuación cuantitativa”, y es una descripción obvia de la relación de tales variables en una economía monetaria donde las cosas se compran con dinero. Las dificultades aparecen al momento de especificar las relaciones de causalidad entre ellas.

Para la teoría cuantitativa (asociada a la ortodoxia) la velocidad de circulación es estable en el tiempo (V), al igual que las transacciones, que

4. Nótese que el dinero encuentra su rol fundamental en ser medio de cambio.

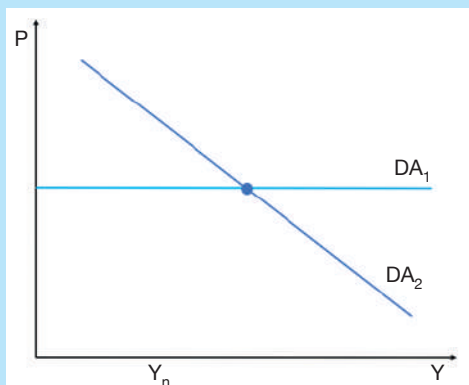
siempre se encuentran vinculadas al nivel de pleno empleo de la economía (Y_n), por ende, pueden considerarse fijas (T). Finalmente afirman que la relación entre las únicas variables que no están fijas, está determinada por las cantidades de dinero: un incremento en la oferta de dinero genera un aumento proporcional en los precios. Esta relación se conoce como teoría cuantitativa de la moneda y se resume en la siguiente fórmula:

$$\uparrow M * \bar{V} = \uparrow P * \bar{T}$$

donde $\uparrow M = \uparrow P$

La idea detrás de la fórmula es que la mayor oferta de dinero en circulación choca con una oferta rígida de bienes y servicios y, por lo tanto, genera un exceso general de demanda que se traduce en aumentos de los precios.

Tomando ello en cuenta, un mayor nivel de ingreso real (Y) implica la necesidad de realizar una mayor cantidad de transacciones (T). De ahí que, si no cambia la velocidad de circulación del dinero (V), un incremento en el nivel de ingreso real requiere un aumento proporcional en la cantidad de moneda en circulación, para que se mantenga el nivel general de precios (P). Esa política monetaria, está implícita en nuestra representación de la demanda agregada como una recta horizontal respecto al nivel general de los precios (DA_1). Las mayores transacciones que requiere el incremento real del consumo y la inversión a medida que aumenta la renta real, se realizan manteniendo el nivel general de precios hecho que requiere una expansión del dinero en circulación. Esa política monetaria es la que aplican habitualmente los bancos centrales del mundo.

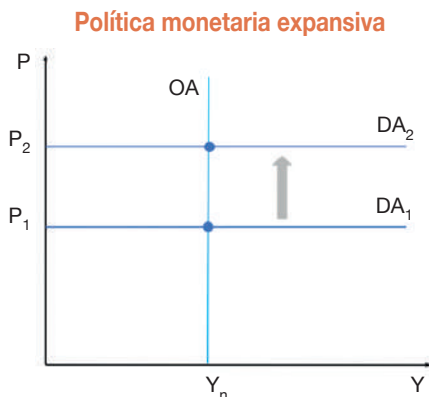


Si por alguna razón, el banco central no incrementa la oferta de dinero a medida que aumenta su demanda para transacciones, la demanda agregada tendría una relación negativa respecto a los precios (DA2). Es decir, el nivel general de precios debería descender a medida que aumenta la renta real para que, con la misma cantidad de dinero en circulación, se puedan concretar las mayores transacciones.

2.4. Política Monetaria y Fiscal

Para la visión ortodoxa neo(nueva)clásica, los intentos de estimular la actividad económica incrementando las cantidades de dinero (política monetaria expansiva) o el gasto público (política fiscal expansiva), no tienen efectos sobre la producción real, impactando sólo en los niveles de precios o generando reducciones en otros componentes de la demanda como la inversión o el consumo (llamados “efecto desplazamiento”).

El intento de incrementar el producto mediante una expansión del dinero en circulación (M), sólo se traduce en un exceso general de demanda agregada de bienes y servicios respecto a la oferta agregada, lo cual tan solo hace incrementar los precios. Los salarios, las ganancias, los impuestos, los gastos, el consumo y la inversión aumentan nominalmente en la misma proporción de los precios manteniéndose fijos en términos reales. De esta manera, nada cambia realmente, sino tan sólo en su expresión nominal monetaria. Es por ello, que los ortodoxos dicen que el dinero es “neutral”, ya que la política monetaria no tiene efectos sobre la economía real.



Explicar política monetaria expansiva

En el caso de aumento del gasto público ($\uparrow G$), el mismo se puede financiar de tres formas con diferentes tipos de impacto macroeconómico:

- Si el mismo se financia con emisión monetaria ($\uparrow M$), los mayores bienes y servicios utilizados por el Estado generan un incremento en el nivel general de precios, lo cual disminuye los ingresos reales del sector privado, reduciendo los bienes y servicios disponibles para la inversión y el consumo privado (efecto desplazamiento). El efecto sobre la demanda agregada total es neutral, porque reemplaza inversión (I) y consumo (C), por gasto público (G). Se trata simplemente de un cambio de composición de la demanda agregada. Se desplaza DA_1 a DA_2 .
- Similarmente, si el mayor gasto público se financia con más impuestos ($\uparrow T$), también merma los ingresos del sector privado reduciendo su consumo y/o inversión (efecto desplazamiento). El efecto es similar al caso anterior, aunque sin producir alzas en el nivel general de precios. La DA no se desplaza.
- Finalmente, podemos pensar que el mayor gasto público (G) se puede financiar con endeudamiento (préstamos de los privados), en este caso el gobierno capta recursos del sector fi-

nanciero que podrían ir destinados a financiar inversión (I) o consumo (C), por lo que nuevamente el aumento del gasto reduce el consumo y/o inversión. La DA no se desplaza.

Es decir, dado que el producto real está fijo en su nivel natural, el incremento real de uno de los componentes de la demanda agregada (en este caso el gasto público) sólo puede producirse a costa de los demás componentes de la demanda agregada. Por ello, los economistas ortodoxos sostienen que el Estado y el sector privado compiten por los bienes y servicios producidos en una economía, y el incremento del tamaño del Estado disminuye el tamaño del sector privado.

Claves

EL MULTIPLICADOS BANCARIO Y LA OFERTA DE DINERO EXÓGENA

La visión ortodoxa acerca de la creación de dinero suele suponer que las cantidades de dinero son dominables por parte del Banco Central, señalando que la oferta de dinero (M_s) se trata de una variable exógena determinada por la política monetaria.

Tal visión, sostiene que el Banco Central emite dinero denominado base monetaria (BM) cuando da un crédito al gobierno, a los bancos privados o cuando compra divisas para acumular reservas internacionales. Sin embargo, ese dinero tiene la capacidad de reproducirse por el accionar del sistema bancario.

El gobierno, los bancos privados o el vendedor de divisas gasta o presta esos pesos. Quién recibe ese dinero, se queda con parte de él en billetes (p) y la otra parte en depósitos bancarios. Incluso si los gasta, estamos seguros de que otro agente los recibirá y, por ende, los depositará o mantendrá el efectivo.

Del total de depósitos que quedan en el sistema bancario, los bancos deben retener una parte de esos depósitos como encajes (e) y depositarlos en el Banco Central, mientras que el resto de los depósitos los puede prestar. Quienes toman esos préstamos los gastan y quienes reciben ese dinero mantienen parte en forma de billetes y depositan otra parte en los bancos, que pueden volver a prestarlos tras cubrir los encajes. Nuevamente, aquellos que toman esos nuevos préstamos vuelven a gastarlo y

quienes reciben el dinero vuelven a mantener parte en billetes y parte en los bancos, volviendo a incrementar la capacidad prestable, etc. De esa manera, se dice que los bancos multiplican con sus préstamos el dinero creado por el banco central. La fórmula del multiplicador monetario es:

$$M = BM * m \quad \text{con} \quad m = \frac{1 + p}{e + p}$$

BM = Base Monetaria m = multiplicador bancario

$$p = \frac{\text{efectivo en manos del público}}{\text{depósitos bancarios}}; \quad e = \text{coeficiente de encaje}$$

Por ejemplo, imaginemos una economía inicialmente sin dinero donde el coeficiente de efectivo sobre depósitos (p) es del 10% y los requerimientos de encaje son del 10%. El valor del multiplicador bancario es de:

$$m = \frac{1 + 0,1}{0,1 + 0,1} = 5,5$$

de manera tal que por cada peso creado por el Banco Central, los bancos privados crean 4,5 pesos más.

Simulemos el mecanismo de la multiplicación monetaria suponiendo que el Banco Central emite base monetaria por \$10.000 y lo presta a los bancos (redescuento) para que otorguen créditos. Por la teoría del multiplicador bancario sabemos que la oferta final de dinero (Ms) compuesta de billetes (b) y depósitos (D) alcanzará los \$55.000, pero veamos paso a paso como se llega a ese resultado.

En un primer momento, los bancos que reciben la línea de redescuento del Banco Central otorgan préstamos por \$10.000 a los empresarios, quienes retiran \$909 en billetes y los \$9.091 restantes lo utilizan operando con transferencias entre bancos (es decir, se mantiene como depósitos en el sistema). Téngase en cuenta que la relación entre billetes y depósitos respeta nuestra supuesta preferencia por efectivo:

$$p = \frac{909}{9.091} \cong 10\%$$

Los bancos cubren encajes por el 10% de los depósitos (\$909) y vuelven a prestar los \$8.182 restantes a los empresarios. Los mismos retiran billetes de acuerdo a su preferencia de efectivo (\$744) y mantienen como depósitos los \$7.438. Tras cubrir encajes por el 10% (\$743), vuelven a ser

prestados los fondos restantes, y así sucesivamente. A continuación, se presenta el resultado sobre los balances del banco central, los bancos particulares y los empresarios de las sucesivas multiplicaciones:

| Banco Central | | Bancos | | Agentes | |
|----------------------|-----------------|------------------|---------------------|------------------|------------------|
| Activo | Pasivo | Activo | Pasivo | Activo | Pasivo |
| <i>Redescuentos</i> | <i>Encajes</i> | <i>Préstamos</i> | <i>Depósitos</i> | <i>Depósitos</i> | <i>Préstamos</i> |
| \$ 10.000 | \$ 909 | \$ 10.000 | \$ 9.091 | \$ 9.091 | \$ 10.000 |
| | \$ 744 | \$ 8.182 | \$ 7.438 | \$ 7.438 | \$ 8.182 |
| | \$ 609 | \$ 6.694 | \$ 6.086 | \$ 6.086 | \$ 6.694 |
| | \$ 498 | \$ 5.477 | \$ 4.979 | \$ 4.979 | \$ 5.477 |
| | \$ 407 | \$ 4.481 | \$ 4.074 | \$ 4.074 | \$ 4.481 |
| | \$ 333 | \$ 3.666 | \$ 3.333 | \$ 3.333 | \$ 3.666 |
| | \$ 273 | \$ 3.000 | \$ 2.727 | \$ 2.727 | \$ 3.000 |
| | \$ 223 | \$ 2.454 | \$ 2.231 | \$ 2.231 | \$ 2.454 |
| | \$ 183 | \$ 2.008 | \$ 1.826 | \$ 1.826 | \$ 2.008 |
| | \$ 149 | \$ 1.643 | \$ 1.494 | \$ 1.494 | \$ 1.643 |
| | ''' | ''' | ''' | ''' | ''' |
| | \$ 5.000 | \$ 55.000 | \$ 50.000 | \$ 50.000 | \$ 55.000 |
| | <i>Billetes</i> | <i>Encajes</i> | <i>Redescuentos</i> | <i>Billetes</i> | |
| | \$ 909 | \$ 909 | \$ 10000 | \$ 909 | |
| | \$ 744 | \$ 744 | | \$ 744 | |
| | \$ 609 | \$ 609 | | \$ 609 | |
| | \$ 498 | \$ 498 | | \$ 498 | |
| | \$ 407 | \$ 407 | | \$ 407 | |
| | \$ 333 | \$ 333 | | \$ 333 | |
| | \$ 273 | \$ 273 | | \$ 273 | |
| | \$ 223 | \$ 223 | | \$ 223 | |
| | \$ 183 | \$ 183 | | \$ 183 | |
| | \$ 149 | \$ 149 | | \$ 149 | |
| | ''' | ''' | | ''' | |
| | \$ 5.000 | \$ 5.000 | | \$ 5.000 | |
| \$ 10.000 | \$ 10.000 | \$ 60.000 | \$ 60.000 | \$ 55.000 | \$ 55.000 |

Finalmente, el dinero en circulación será de \$55.000, tal como predijo la fórmula del multiplicador y estará compuesto de depósitos por \$50.000 y billetes por \$5.000. Al crédito inicial de \$10.000 financiado por el Banco Central se le agregaron créditos por \$45.000 generados por los bancos a partir de los depósitos.

Es de destacar que, bajo esta visión, si el Banco Central quiere hacer una política expansiva, tiene la posibilidad de aumentar BM o en su defecto reducir el coeficiente de encajes, aumentando así la potencia del multiplicador.

A pesar de que el multiplicador también puede aumentar producto de una reducción de la preferencia por el efectivo, la misma no es una variable dominable por las autoridades, por lo cual se considera que la misma está dada.

En palabras de los economistas

“La emisión causa inflación y eso no merece ninguna discusión técnica”

Por **Aldo Pignanelli**. Ex presidente del BCRA. www.clarin.com.
27 de diciembre de 2013

-Desde el Gobierno plantean que la emisión no genera inflación, ¿esto es así?

-La emisión causa inflación y eso no merece ninguna discusión técnica, máxime cuando no hay demanda de pesos para atesorar. Si el Banco Central emite moneda, aumenta la circulación y todo eso va al consumo o a ahorrar en una moneda fuerte.

-¿Tiene razón el Gobierno cuando argumenta que el mayor nivel de gasto sirve para generar empleo, más actividad económica?

-El mayor nivel también sirve para generar más desequilibrios, más endeudamiento, y para hacer bolsa la moneda local. Sirve para todo, menos para hacer las cosas bien. Si el gasto se financia con emisión, y no va para mejorar la inversión, la productividad, es un gasto ineficiente.

En palabras de los economistas

“Viven del Estado 11 millones de personas”

Por **Orlando Ferreres**. Especial para www.lanacion.com.
30 de marzo de 2010

A diciembre de 2008, las personas con ingresos dependientes del Estado Argentino eran 10.888.131, y ese número debe haber aumentado bastante hasta marzo de 2010. A diciembre de 2002, los que vivían del Estado era de 8.534.972, o sea que aumentó en 2.353.159 durante la gestión que se inició en 2003, es decir, aumentó en 28% entre esos años.

Teniendo en cuenta que nuestra población es de 40 millones de personas, significa que hay que mantener casi al 30% de la población (más de 50% si se incluyen las familias de los activos) con impuestos o equivalentes. La población activa que trabaja en el sector privado formal es casi

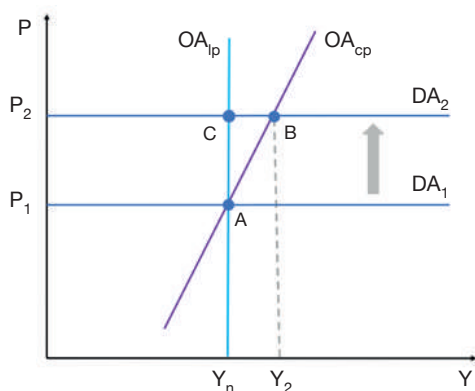
de 6 millones de personas, y otros 5,8 millones trabajan en negro o gris, o sea que cada persona que produce algo en el sector privado, tiene que mantener a una persona del sector público.

Este peso tan insoportable va “doblando el lomo” de los trabajadores del sector privado en la Argentina y también de los empresarios, y finalmente no tiene perspectivas de continuar así durante todo el tiempo, no tiene perspectivas de ser sustentable.

2.5. Los Nuevos Keynesianos: el Corto y el Largo Plazo

La visión ortodoxa neo (nueva) clásica, es considerada, por algunos economistas llamados nuevos keynesianos, como un resultado de largo plazo. La existencia de rigideces en los precios permitiría que, en el corto plazo, la oferta agregada pueda alejarse del nivel de producto potencial o natural [ver recuadro *Precios rígidos y oferta agregada*]. De esa manera, la política monetaria y fiscal, puede tener efectos reales sobre el nivel de producción. Sin embargo, esos efectos son considerados temporales ya que, en el largo plazo, la política económica vuelve a ser inefectiva para modificar el nivel de actividad.

Efectos de la política de demanda en el corto y largo plazo



En términos gráficos, la oferta agregada de corto plazo (OAcP) tiene una relación positiva con el nivel general de precios. Partiendo del punto A, una política fiscal o monetaria que incrementa la demanda agregada (desplazamiento de DA1 a DA2) genera un aumento de precios (de P1 a P2) que reduce el valor de los salarios reales, estimulando a los empresarios a aumentar la contratación de personal y la producción (de Yn a Y2). De esa manera, la economía se sitúa en el corto plazo en el punto B.

En el largo plazo, los contratos salariales comienzan a aumentar, acomodándose al nuevo nivel general de precios, de manera tal que los empresarios comienzan a reducir la contratación de personal y, por ende, la producción hasta el nivel original (de Y2 a YN). Sin embargo, los precios no vuelven a su nivel inicial manteniéndose en P2.

De esa manera, las políticas fiscales y monetarias expansivas permiten incrementar el producto sólo en el corto plazo y, en el largo plazo, su único impacto es un aumento en el nivel general de los precios. Para esta escuela de pensamiento las políticas expansivas sólo pueden servir para reducir los períodos recesivos, en los cuales, hipotéticamente, la economía se haya por fuera de su nivel natural.

Un poco de Historia

La contraofensiva liberal: los nuevos clásicos

Tras la Gran Depresión y la Segunda Guerra Mundial, la teoría económica neoclásica había absorbido ciertas ideas planteadas por J. M. Keynes, dando lugar a una escuela de pensamiento dominante llamada "nekeynesiana". El dominio de esta corriente a nivel mundial duró hasta la década del 70, cuando irrumpen los conceptos de la llamada Escuela de Chicago, fundada por Milton Friedman en la universidad de dicha ciudad. La misma retoma las ideas neoclásicas más puras en su tinte liberal, y proponen eliminar todo rastro keynesiano dentro de la escuela neoclásica. Sus principales referentes fueron: Milton Friedman, Robert Lucas, Ronald Coase, Gary Becker y Tom Sargent.

2.6. Inflación, Expectativas y el Costo de la Estabilidad

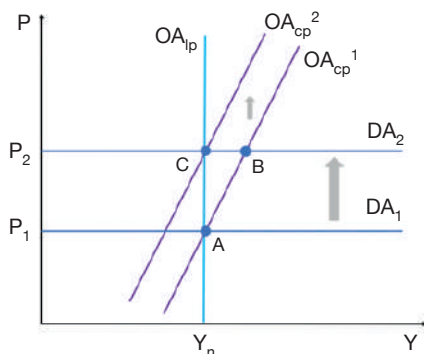
Hemos visto que para los nuevos keynesianos, la política fiscal y monetaria expansiva puede incrementar el nivel de producción en el corto plazo. La clave para ello es la rigidez de los salarios que tardan en acomodarse a los cambios de corto plazo en los precios. De ser así, un gobierno podría aplicar en forma sistemática políticas expansivas manteniendo la economía por encima de su producto natural o potencial, incluso en el largo plazo.

Sin embargo, si los contratos de precios y salarios comienzan a incorporar la inflación pasada como expectativa de inflación futura (expectativas adaptativas), anticiparán el impacto de largo plazo en los precios de la política fiscal y monetaria expansiva. De esa manera, se neutralizará el impacto de la política económica sobre la actividad real.

En términos gráficos, partiendo del punto A, una política fiscal o monetaria sistemática que incrementa la demanda agregada (desplazamiento de DA1 a DA2) generando un aumento de precios (de P1 a P2), es anticipada por los trabajadores que establecen aumentos de salarios previendo esa alza. Ese incremento nominal de los salarios desplaza hacia arriba la curva de oferta de corto plazo (desplazamiento de OA1 a OA2). El nivel de producción real no varía y la economía se ubica en el punto C en el corto plazo.

De esa manera, la única forma que tiene la política monetaria y fiscal expansiva de incrementar el producto en el corto plazo es sorprendiendo a los agentes. En cambio, si éstos anticipan la política expansiva, el resultado es un incremento de los precios sin impacto en la economía real.

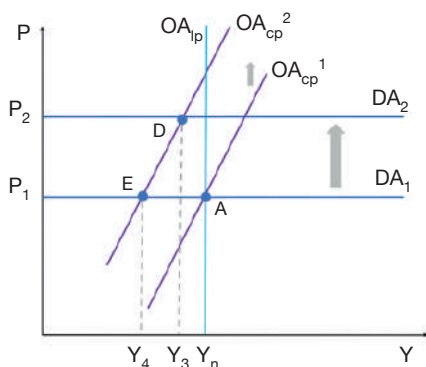
Expectativas y efecto de la política de demanda en el corto plazo



Los economistas ortodoxos asumen que los procesos de aceleración inflacionaria se explican por gobiernos que incrementan la intensidad de sus políticas expansivas, a medida que éstas van perdiendo efectividad por su anticipación de parte de los trabajadores. Dichas políticas terminan en incrementos de precios cada vez mayores que pueden provocar sobre-reacciones de los aumentos de salarios por parte de los trabajadores, derivando en procesos inflacionarios con caídas del producto por debajo de su nivel potencial.

En términos gráficos, partiendo del punto A, una política fiscal o monetaria sistemática que incrementa la demanda agregada (desplazamiento de DA_1 a DA_2) generando un aumento de precios (de P_1 a P_2), es anticipada en exceso por los trabajadores que establecen aumentos de salarios previendo esa alza por encima del incremento de los precios resultante (desplazamiento de OA_1 a OA_2). El resultado es un incremento de los salarios reales por encima de su productividad marginal que lleva a los empresarios a disminuir la contratación de personal y a reducir la producción por debajo de su nivel natural o potencial (Y_3), ubicando la economía en el punto D.

Expectativas y políticas de estabilización



La misma gráfica sirve para plantear las dificultades de una política de estabilización de precios en una economía que atraviesa un proceso de alta inflación. Si las expectativas son adaptativas y los agentes mantienen sus expectativas de aumentos de precios pese al anuncio de la implementación de un plan de estabilización de precios, la oferta de corto plazo se desplazará hacia arriba (de OA_1 a OA_2) aun cuando la implementación del programa de estabilización mantenga la demanda agregada en DA_1 . El resultado es que los precios se mantendrán estables (P_1), pero al costo de una brusca caída en el nivel de actividad (Y_4), ubicando la economía en el punto E .

Una opinión contraria es la de los economistas de las expectativas racionales, que señalan que, si el plan de estabilización es anunciado y creído por los agentes, éstos no incrementarán los salarios manteniendo la oferta en OA_1 . De esa manera, la economía se mantiene en el punto A con estabilidad de precios y su nivel natural o potencial de producción. Es decir, un plan de estabilización creíble puede lograr estabilizar los precios sin costos en materia de actividad económica.

Claves

LAS METAS DE INFLACIÓN

A pesar de las intenciones teóricas de esta escuela, las políticas monetarias de administración de los agregados monetarios han sido sumamente infructuosas al momento de llevarlas a la práctica. No solo los resultados no fueron los esperables, sino que tales variables han demostrado ser de muy difícil control. Las cantidades de dinero parecen comportarse de forma autónoma de las intenciones de las autoridades. La experiencia más renombrada fue la que llevó adelante Estados Unidos durante la presidencia de la Reserva Federal de Paul Volker.

Dadas las circunstancias, la ortodoxia migró hacia políticas monetarias más pragmáticas, particularmente administrando la tasa de interés de referencia del Banco Central. A pesar del cambio de política indicado, los mecanismos supuestos se mantienen casi intactos: la actividad económica se regula a través de las cantidades de dinero (que responden de forma endógena a la tasa) y determinan la demanda agregada. Cualquier intento de llevar la economía a niveles mayores a su equilibrio natural generarán presiones inflacionarias. Así como existe un nivel natural de actividad, existe una tasa de interés natural. El Banco Central debe intentar colocar la tasa de interés de referencia lo más cercano posible a la tasa de interés natural, a fin de evitar aceleraciones o desaceleraciones innecesarias en la actividad.

Actualmente, en dicha escuela se mantienen intensos debates acerca de los tiempos que requiere una política monetaria para ser efectiva (los llamados “lags”) y sobre los efectos que las expectativas de los agentes pueden generar en los resultados de política.

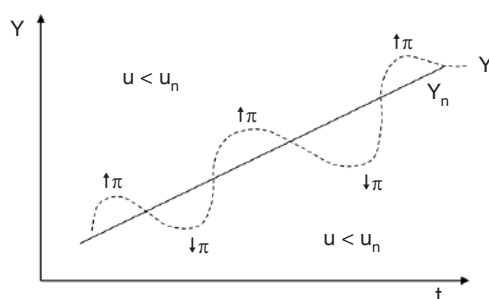
2.6.1. El rol de la política económica

Tanto los nuevos clásicos como los neokeynesianos sostienen que, en el largo plazo, la economía tiende por sí misma a su nivel de pleno empleo (Y_N) o desempleo natural-NAIRU (u_N). Sin embargo, difieren sobre el rol de la política macroeconómica en el corto plazo.

Para los nuevos keynesianos, el rol de la política económica es acompañar el sendero de crecimiento natural. Si la economía crece por encima de sus posibilidades ($Y > Y_N$), tendremos situa-

ciones de tensión en el mercado de trabajo ($u < u_N$) y aceleración inflacionaria ($\uparrow\pi$). Si, en su defecto, la economía crece por debajo de su potencial ($Y < Y_N$), entonces tendremos un escenario de desaceleración inflacionaria ($\downarrow\pi$) y desempleo ($u > u_N$). La tarea del gobierno es regular el nivel de demanda agregada, a fin de poder acomodar el nivel de actividad a su tasa natural ($Y = Y_N$).

Desvíos de corto plazo del producto respecto a su nivel natural



Desde la visión de los nuevos clásicos, a corto plazo la economía ajusta inmediatamente a cualquier intento del gobierno de modificar el nivel de actividad, por lo que el mismo nunca estará por debajo o encima de su tasa natural. Las expectativas racionales de los agentes harán que cualquier intento de incrementar la actividad por encima de su nivel natural, el mismo vaya a un aumento de precios. De esa manera, la política económica no tiene ningún papel que cumplir.

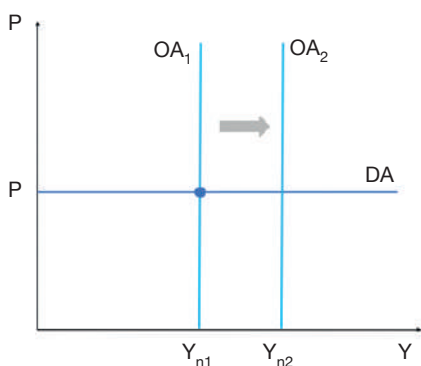
2.7. Políticas de Oferta

Los neo (nuevos) clásicos sostienen que el determinante del nivel de producción depende de la dotación de factores productivos, su nivel de utilización y el estado de la tecnología. De ahí que las políticas para incrementar el producto se basan en estimular el incremento de la dotación de factores, como mercados financieros desregulados que estimulen el ahorro de las familias. También buscan aumentar el nivel de utilización de los mismos,

con reformas laborales que flexibilicen esos mercados evitando el desempleo. O bien, el fomento al desarrollo tecnológico que permita incrementar su productividad (modificando la función de producción).

Todas esas políticas tienden a incrementar la oferta agregada de la economía, incrementando el producto natural o potencial (Y_N). Bajo la visión ortodoxa, esas políticas ofertistas son las únicas que pueden realmente incrementar la producción en el largo plazo.

Políticas para incrementar el producto



Claves

LA LEY DE SAY: “TODA OFERTA GENERA SU PROPIA DEMANDA”

En 1803 el economista francés Jean Baptiste Say postuló que el sistema económico no podría tener crisis de demanda agregada y que el mismo tiende a funcionar siempre con el pleno uso de sus recursos productivos. Todos los oferentes al decidir producir algo, demandan bienes y servicios, compensando la oferta agregada que irían a generar. A pesar de que a un productor individual puede resultarle imposible colocar la mercancía, eso no podría suceder a nivel agregado, ya que él mismo demandó bienes y servicios para producir esos bienes, con lo cual la demanda se canalizará hacia otro productor. Cuando los productores deciden las

cantidades que fabricarán, simultáneamente crean la demanda agregada para las mismas.

Una de las críticas que se le han hecho a tal teoría, se basa en la existencia del dinero como intermediario del intercambio, y la posibilidad de que parte de él se atesore en forma de ahorro, evitando que una porción del ingreso generado por la oferta vuelva como demanda.

La respuesta de los teóricos de la oferta a tal dificultad señala la existencia de mercados de capitales, los cuales funcionarían como intermediario entre las decisiones de ahorro y las de inversión, garantizando que todos los recursos monetarios retirados de circulación vuelvan como demanda agregada en forma de inversión.

Si una porción de los ahorros monetarios es conservada en efectivo, al no entrar al sistema bancario no puede ser prestado. Los ortodoxos argumentan que, en ese caso, la menor demanda generará una deflación de precios hasta que todos los bienes puedan transarse con el menor dinero en circulación. En términos de la teoría cuantitativa, el atesoramiento de los billetes implica una menor velocidad de circulación (V) que, dado M y T , debería inducir un menor nivel de los precios:

$$M * \downarrow V = \downarrow P * T \text{ donde } \downarrow V = \Rightarrow \downarrow P$$

Los críticos heterodoxos a la ley de Say como Michal Kalecki o John Maynard Keynes, señalan que ante la baja de la demanda provocada por el menor dinero en circulación, en lugar de descender los precios, los empresarios podrían reducir las cantidades producidas ($\downarrow T$), empujando la economía a una crisis. Incluso consideran que, si los ahorros son depositados en los bancos, ello no es garantía de que se presten.

2.8. La Distribución del Ingreso

Los neo (nuevos) clásicos sostienen que el empresario contrata trabajadores hasta que la mejora en los ingresos que le provoca, iguala el salario que tiene que pagar. De ello derivan que el salario real del trabajador se iguala con la productividad marginal de su trabajo. De la misma manera, el empresario toma capital prestado hasta que el rendimiento que le genere la inversión que financia con él, iguala la tasa de interés que debe pagar por el préstamo. De ello se deriva que la tasa de interés que paga por los préstamos iguala la productividad marginal del capital.

Esas conclusiones microeconómicas son extendidas a la macroeconomía, para afirmar que el libre juego de la oferta y la demanda permite que cada factor productivo reciba como remuneración el equivalente de su aporte productivo. De esa manera, cualquier intervención del Estado o de los sindicatos para modificar la distribución del ingreso en favor de los trabajadores, es considerada una ineficiente confiscación al capital.

En términos formales, los supuestos indican que la función de producción tiene:

- 1) Rendimientos constantes a escala en ambas variables:

$$F(cK; cL) = cF(K; L) \quad \forall c > 0$$

- 2) Las productividades marginales tanto del capital como del trabajo son positivas, pero decrecientes:

$$\frac{\partial F(K;L)}{\partial K} > 0; \quad \frac{\partial F(K;L)}{\partial L} > 0; \quad \frac{\partial^2 F(K;L)}{\partial K^2} < 0; \quad \frac{\partial^2 F(K;L)}{\partial L^2} < 0$$

Ambos supuestos permiten sostener que *la función de producción es homogénea de primer grado*:

$$\frac{\partial F(K;L)}{\partial K} K + \frac{\partial F(K;L)}{\partial L} L = F(K;L)$$

Como la productividad marginal del trabajo se asume igual al salario real y la productividad marginal del capital como igual a la tasa de interés real, tenemos que:

$$iK + \omega L = F(K;L)$$

Lo que implica que la totalidad del ingreso se reparte entre capital (o capitalistas) y trabajo (o trabajadores), en base a una cuestión determinada pura y exclusivamente por las condiciones materiales o “físicas” en las que se lleva a cabo la producción.

En palabras de los economistas

Productividad Marginal del Capital

Por **Andrés Asiain**, *Página/12*. 10 de noviembre de 2013

La definición habitual de productividad marginal del capital señala que se trata del incremento en la producción que se origina al invertir una unidad más de capital manteniendo sin cambios los demás factores de la producción (trabajo y recursos naturales). Luego, el salomónico mercado libre se encarga de dar a cada factor lo que aporta al producto social, correspondiendo a los dueños del capital el equivalente a la productividad marginal de su factor por la totalidad del capital invertido.

De esta manera, la teoría legitima cualquier distribución del ingreso de una economía mercantil. Si las últimas décadas de apertura comercial y cambiaria permitieron en el mundo un brutal incremento de la parte del ingreso que se apropia el capital en desmedro del trabajo, ello sólo estaría indicando una creciente productividad del capital. Si una corrida cambiaría obliga a subir las tasas de interés de una determinada economía, ello sólo refleja la mayor productividad de un capital vuelto más escaso por su fuga al exterior.

No hace falta señalar que una teoría tan conveniente a los dueños del capital, goza de su favor, poniendo a disposición de su enseñanza y difusión todo el aparato académico bajo su influencia (que incluye lamentablemente, muchas facultades públicas de nuestro país). Ese poderoso respaldo la exime de responder inconvenientes preguntas sobre cómo puede realizarse su cálculo en un mundo terrenal donde máquinas, trabajo humano, insumos productivos y fuerzas de la naturaleza interactúan en forma indivisible en el proceso productivo. Tampoco precisan dar precisiones sobre qué se entiende por capital, ya que tanto la máquina, como el trabajo, como los insumos productivos y los recursos naturales son adquiridos por los empresarios mediante el dinero que conforma su capital invertido.

Hace ya muchos años, una discípula de Keynes, la economista británica Joan Robinson, había criticado la teoría neoclásica de distribución del ingreso. En su famosa controversia, indicó que la habitual asociación de capital a un conjunto de medios de producción (fábricas, máquinas, medios de transporte, etc.) era incongruente con la teoría neoclásica de

los precios y la distribución. Eso era así, porque para poder sumar, por ejemplo, una máquina de coser con un colectivo, previamente había que saber sus respectivos precios. Pero, a su vez, para conocer los precios, primero había que saber la remuneración al capital, el trabajo y los recursos naturales que se habían utilizado para fabricarlos. De esa manera, no se podía querer explicar la distribución del ingreso mediante un concepto que requería, previamente, conocer dicha distribución.

De esa manera, la distribución del ingreso ya no podía ser explicada como el resultado del aporte de cada factor al producto social. Semejante crítica que legitima la discusión política sobre cómo debe distribuirse el producto social, fue silenciada y no figura en los manuales ni en los programas de estudio con que se forman la gran mayoría de los economistas.

2.9. La Tecnología

La teoría neo (nueva) clásica postula que la principal forma de expandir el nivel de producción de una economía es a través de la acumulación del stock de capital, el cual se genera a través del previo ahorro de los ciudadanos. El ahorro permitiría generar inversión, la cual aumentando el stock de capital desplazaría la curva de OA hacia la derecha permitiendo aumentar los niveles de producción. Todo ello considerando una determinada función de producción $[f(K;L)]$, la que es aplicada por todos los productores e implica determinados conocimientos tecnológicos.

Sin embargo, uno de los principales supuestos de esta teoría indica que los factores poseen rendimientos marginales decrecientes. O sea, un aumento constante en la cantidad de capital (dado un determinado nivel de trabajo) generará cada vez incrementos más pequeños en la producción. Lo cual redundaría en un virtual estancamiento en el crecimiento del ingreso.

La solución para evadir tal limitación, los neo (nuevos) clásicos la encuentran en el avance tecnológico. Los descubrimientos científicos aplicados a los métodos de producción y a la maquinaria, permitirían seguir acumulando nuevo capital con características novedosas, las cuales poseen la cualidad de incrementar la productividad del mismo.

Dado el perfil liberal de esta escuela económica, las recomen-

daciones a fin de estimular la innovación usualmente se encuentran vinculadas a la protección de la propiedad intelectual y a la implementación de estrictos sistemas de patentes. No sería el gobierno quien debe investigar, sino los privados estimulados por la posibilidad de obtener rentas extraordinarias originadas en el patentamiento de las innovaciones.

2. Resumen

- La teoría neo (nueva) clásica, considera que el nivel de producción de una economía está determinado por los factores de producción disponibles y la tecnología aplicada en la producción.
- En caso de existir situaciones con recursos ociosos (desempleo), la teoría estudiada recomienda flexibilizar los mercados de factores (trabajo y capital).
- Las restricciones en el mercado de trabajo suelen impedir la reducción necesaria de salarios para alcanzar el pleno empleo, mientras que los topes a las tasas de interés en el mercado financiero desestimulan el ahorro y por ende impiden que se incremente la inversión.
- Existe cierto nivel de desempleo, imposible de reducir sin acelerar procesos inflacionarios, el mismo es llamada “tasa natural de desempleo”. La forma de reducirlo, nuevamente, es a través de la flexibilización del mercado de trabajo.
- Cualquier otro intento de estimular el crecimiento económico será inútil o ineficiente. Si el gobierno interviene aumentando el gasto público o estimulando el consumo, no consigue otra cosa más que retrasar el crecimiento, ya que desplazan la inversión por otros componentes de la demanda agregada (consumo o gasto público).
- Los incrementos en el nivel de demanda agregada, a pesar de que bajo ciertas visiones pueden tener un impacto a corto plazo debido a rigideces de mercado (nuevos keynesianos) a largo plazo son estériles, ya que rige la restricción generada por la oferta agregada.
- Bajo este paradigma las variaciones en las cantidades de di-

nero son neutrales respecto a la determinación del nivel de producción, ya que el mismo está explicado por las dotaciones de factores iniciales. Por lo que todo exceso de dinero, sea el mismo dominado por el Banco Central o no, impactará en el nivel de precios en el largo plazo (inflación).

- Las expectativas de inflación pueden tornar inefectiva la política monetaria expansiva aún en el corto plazo, generando subas de precios sin que aumente el producto (o aun cuando descienda).
- Una economía inflacionaria puede tener un elevado costo en materia de producción para frenar la inflación. Ese costo podría reducirse si los agentes creen en el plan de estabilización y modifican sus expectativas de inflación.
- Para incrementar la producción en el largo plazo. los únicos caminos posibles son flexibilizar el mercado de trabajo, estimular el ahorro, el cual será destinado a inversión, o aplicar nuevos descubrimientos tecnológicos.
- La distribución del ingreso está determinada por las condiciones físicas de producción. Cada factor productivo recibirá la porción del ingreso correspondiente a su aporte en el proceso de producción (la productividad marginal), por lo que cualquier intento de política redistributiva será estéril o retrasará la posibilidad de incrementar la producción.

2. Preguntas y Problemas

1. El gobierno decide hacer una política contra el desempleo, para ello decide imponer la doble indemnización. ¿Qué opinión tendría al respecto un economista neo (nuevo) clásico?
2. En el afán de estimular el ahorro el gobierno decide poner una tasa de interés mínima por sobre la tasa de equilibrio. ¿Qué sucede en el mercado de ahorro e inversión?
3. ¿Qué sucedería con la curva de oferta agregada con la inmigración? ¿Y con los salarios?
4. Bajo el paradigma ortodoxo, ¿qué sucedería con la inversión si el Banco Central decide reducir la tasa de interés? ¿Y con la demanda agregada? ¿Y con el nivel de actividad?

- ¿Existe diferencia entre la postura de los neo (nuevos) clásicos y los nuevos keynesianos?
5. El gobierno decide aumentar el gasto público destinado a actividades culturales financiándolo con impuestos ¿Cuáles serían las implicancias para el aumento del producto según los economistas neo (nuevos) clásicos?
 6. El gobierno decide realizar una política de infraestructura financiándose con emisión monetaria ¿cuál sería el resultado final sobre el nivel de actividad y el nivel de precios según los neo (nuevos) clásicos y los nuevos keynesianos
 7. La ecuación cuantitativa del dinero presenta una igualdad, sin embargo, la escuela neo (nueva) clásica supone que existe causalidad entre las variables. ¿Qué variables influyen en las otras y por qué?
 8. Suponga una economía cuya preferencia de liquidez (p) es del 5% y cuyo coeficiente de encaje del 5%, ¿cuál es el valor del multiplicador bancario? ¿Cuál sería la cantidad de dinero en circulación ante una emisión monetaria de \$10.000 millones? ¿Cuál sería la cantidad de dinero en circulación si los encajes suben al 10%?
 9. ¿Qué sucedería si el Banco Central decide incrementar las cantidades de dinero en circulación? ¿Impactaría ello en el nivel de precios de la economía? ¿Y en el nivel de actividad? Responda bajo destacando las diferencias y similitudes entre el planteo nuevo clásico y neo keynesiano.
 10. Suponga una economía que atraviesa un largo proceso inflacionario. ¿Qué sucedería con el nivel de producción si el gobierno decide implementar un programa de estabilización congelando las cantidades de dinero? Explíquelo considerando que el Banco Central anuncia la política, en un escenario de expectativas adaptativas y uno de expectativas racionales.
 11. ¿Qué podría decirnos la teoría neo (nueva)clásica acerca del concepto de “lucha de clases”, donde las mismas pugnan por la distribución del ingreso?
 12. ¿Qué sucedería con la curva de oferta agregada frente a una

- innovación tecnológica que mejore la productividad de los factores? ¿Y con la de oferta agregada?
12. Busque en internet experiencias de política de metas de inflación en Argentina ¿Qué resultados tuvieron?
 13. Descargue el archivo panhis.xls de la página del Banco Central.
 - a) Calcule el multiplicador monetario con las series de M0 y M2. ¿Es estable?
 - b) Observe si en algún momento de la serie en los últimos años la base monetaria se mantuvo estable. ¿A qué cree que se debió?

2. Lecturas complementarias

- Abeles, Martín; Borzel, Mariano. “Metas de Inflación: Implicancias para el Desarrollo”. CEFID AR. 2004.
- Barro, Robert. “Reflections on Ricardian Equivalence”. 1996. *NBER Working Paper* N° 5502.
- Friedman, Milton. “The role of monetary policy”. 1968. *The American Economic Review*.
- Lucas, Robert. “Expectations and the Neutrality of Money”. 1972. *Journal of Economic Theory*.
- Marshall, Alfred. *Principles of Economics*. 1890.
- Phelps, Edmund. *Money-Wage Dynamics and Labor-Market Equilibrium*. 1968.
- Solow, Robert. “A Contribution to the Theory of Economic Growth”. 1956. *The Quarterly Journal of Economics*.
- Von Mises, Ludwig. *La Teoría del Dinero y del Crédito*. 1912.
- Wicksell, Knut. *Interest and Prices*. 1898.

Parte 3.

La demanda efectiva kaleckiana-(post) keynesiana

En el presente capítulo presentaremos de forma breve y esquemática, las principales ideas de la visión de la demanda efectiva de la economía. La misma se conoce también como escuela *kaleckiana*, *keynesiana* o, en su versión más moderna, como escuela *post-keynesiana*. También solemos encontrar referencias a ella como *heterodoxia*.

Las ideas planteadas por esta escuela se caracterizan por dar un rol relevante a la política económica, y por cierta desconfianza sobre la eficacia de los mecanismos de mercado para lograr una economía con plena utilización de sus recursos productivos. Es por ello, que los economistas pertenecientes a esta escuela suelen impulsar medidas de corte intervencionista. El rol principal que asignan a la política económica es impulsar la demanda agregada para estimular la producción y el empleo.

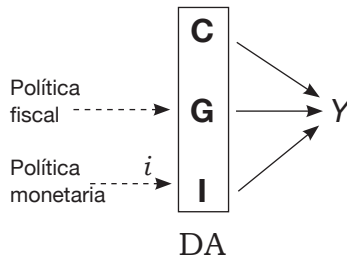
A lo largo del capítulo el alumno podrá observar que gran parte de los supuestos y conclusiones de esta teoría son opuestos a los de la escuela ortodoxa. A modo de ejemplo, los heterodoxos sostienen que el análisis macroeconómico tiene una dimensión diferente al microeconómico. Muchas veces, lo que suele ser de-

seable para un empresario o familia individual, puede derivar en resultados agregados poco felices que terminan perjudicando al conjunto de los empresarios y las familias. De esa forma, el objetivo de la política económica es intentar evitar que los comportamientos individuales dejados a su libre albedrío terminen generando resultados sociales nocivos.

Dado que se trata de un curso introductorio de macroeconomía, no es nuestro objetivo profundizar en las múltiples vertientes de esta escuela, sino tan solo delimitar los ejes troncales de su paradigma.

3.1. La Visión Kaleckiana (post) Keynesiana

En los modelos macroeconómicos heterodoxos kaleckianos-(post) keynesianos, el nivel de producción es determinado desde la demanda. Las decisiones de consumo privado (C), inversión (I) y gasto público (G) influidas por la política fiscal y monetaria (i), determinan el nivel de producto y de ingreso (Y).



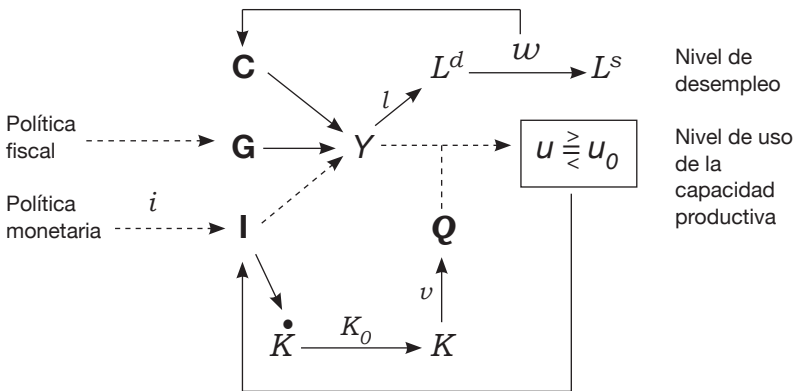
Notemos que la causalidad invierte lo desarrollado por los economistas ortodoxos: es la decisión de gastar de los agentes, lo que genera las ventas (la demanda agregada) y pone en marcha las fuerzas productivas para satisfacerla.

Una vez en funcionamiento el mecanismo productivo aparecerá un fenómeno circular, ya que el ingreso volverá a influir en la demanda agregada por varios canales.

Por un lado, podemos ver que sucede con el empleo: serán los requerimientos técnicos de trabajo por unidad de producto (l) los

que determinarán el nivel de demanda de empleo (L^D) para ese nivel de producto, que dada la oferta de trabajo (L^O) determinará el salario (w) y un determinado nivel de desempleo. Profundizaremos en tales mecanismos cuando nos dediquemos al mercado de trabajo, lo importante aquí es destacar el fenómeno de retroalimentación. El nivel de salarios influye, a su vez, en el nivel de consumo y, por lo tanto, de producto y de empleo.

Por otro lado, el nivel de producto implica un determinado nivel de uso (u) de la capacidad productiva o producto potencial (Q), dada por el stock de medios de producción-el inicial K_0 más el incremento generado por la inversión - y su productividad . El nivel de uso de la capacidad productiva, que resulta de comparar el producto efectivo (Y) con el potencial (Q), influye en las decisiones de inversión (I). Nuevamente hay aquí un comportamiento circular ya que la inversión determina la demanda y al mismo tiempo está influida por ella. Recordemos que la inversión posee la particularidad de ser parte de la demanda agregada, así como de influir en la capacidad productiva futura (oferta agregada)



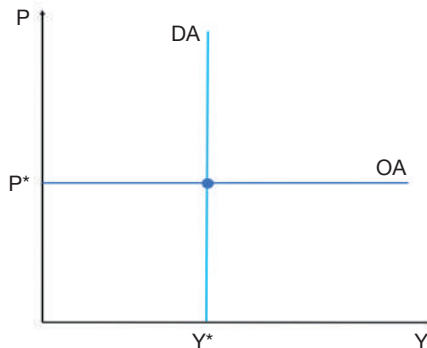
Para la visión heterodoxa, la demanda agregada (DA) de bienes y servicios de una economía en términos reales está dada por las decisiones de consumo e inversión públicas y privadas, influidas por la política económica, el nivel de concentración de los mercados, el nivel de salarios reales, el grado de utilización

de la capacidad, los requerimientos técnicos de medios de producción, expectativas, el acceso al crédito, entre otros.

Es destacable que la demanda agregada es independiente del nivel general de los precios. Esto resulta sumamente llamativo, ya que los economistas acostumbran a afirmar que si aumentan los precios se reduce la demanda. Sucede que tal afirmación está dirigida al funcionamiento de mercados de bienes individuales, donde es posible sustituir los bienes entre sí, y un aumento del precio del bien genera una licuación de ingresos de los compradores respecto al mismo. En el caso de una economía agregada, cuando aumentan los precios significa que aumenta el precio de todos los bienes y servicios en simultáneo (incluyendo los salarios, ganancias, impuestos...). Así, siempre que las variaciones de los precios no modifiquen la distribución del ingreso ni el acceso al financiamiento (se asume que las cantidades de dinero se acomodan al nivel de los precios), ni ningún otro elemento que afecte las decisiones reales de consumo e inversión, la demanda agregada podrá validar el nuevo nivel de precios.

En ese caso, la demanda agregada (DA) es representada como una recta vertical paralela al eje de los precios (P), cortando el eje de los ingresos en un determinado nivel de producción (Y^*) determinado por las decisiones consumo e inversión en términos reales.

Oferta y Demanda Agregadas bajo la Visión Kaleckiana – Post Keynesiana



Bajo esos supuestos, son las decisiones de consumo e inversión las que generan una corriente equivalente de ingresos para cada nivel de precios. Es decir, una decisión de comprar una determinada máquina por parte de un empresario genera un ingreso equivalente al valor de la máquina en otro empresario. Si el precio de la máquina varía, variará en forma acorde el ingreso que genera esa decisión de inversión. Debemos recordar que se asume que las mayores necesidades de dinero para realizar las transacciones, que requieren el consumo y la inversión a medida que aumentan los precios, inducen a la creación endógena de dinero (ver recuadro *Dinero Endógeno o Pasivo y Demanda Agregada*). El punto destacable es que no es necesario ahorrar para invertir, la capacidad de aumentar la producción está siempre latente y solo es necesaria la decisión de activar la misma para que se lleve a cabo.

La oferta agregada (OA) de bienes y servicios en términos reales está dada por los volúmenes de producción de las empresas para satisfacer la demanda agregada. A diferencia de la visión ortodoxa, donde las empresas trabajan en situaciones de pleno empleo de recursos, bajo la visión kaleckiana-post keynesiana las empresas suelen tener capacidad productiva ociosa. Ello se debe a varios factores: la rigidez en la escala productiva de la tecnología, la necesidad de hacer frente a fluctuaciones estacionales o inesperadas de la demanda, o al ingreso de un competidor en el mercado. Además, sostienen que las economías funcionan normalmente con desempleo de la mano de obra, hecho que permite ampliar la producción sin generar presiones sobre el nivel de salarios reales.

De esa manera, la oferta agregada puede adaptarse a los distintos niveles de la demanda sin generar tensiones sobre los precios. De ahí que se grafique la oferta agregada (OA) como una recta horizontal respecto al nivel de producción que corta el eje de los precios en un determinado nivel. Esa representación se suele denominar en forma técnica como una oferta agregada infinitamente elástica respecto a los precios, y es la hipótesis habitual en modelos kaleckianos y post-keynesianos.

¿Cómo se determinan los precios? Pues bien, estarán deter-

minados por los costos y la tasa de ganancia aplicada por las empresas. Para Keynes y otros de sus seguidores, la horizontalidad de la oferta agregada era característica de momentos de crisis económica, pero, una vez superados, los costos de producción comenzaban a ser crecientes y la oferta agregada a empinarse (ver recuadro *Oferta Agregada y Nivel de Empleo de Recursos*).

Bajo la hipótesis de una oferta agregada horizontal respecto al nivel general de precios, los niveles de consumo e inversión pública y privada reales son los que determinan el nivel de ventas de las empresas y, por ende, el volumen de producción de la economía (Y^*). Es decir, la demanda agregada determina el nivel de actividad, y la oferta agregada lo satisface para el nivel de precios vigente.

En palabras de los economistas

Productividad Marginal del Capital Keynes, Kalecki y la Demanda Efectiva

Por **Andrés Asiain**, *Página/12*. 4 de octubre de 2015

John Maynard Keynes desafió el precepto familiar de que “para gastar, primero hay que tener ingresos”. Al observar cómo la baja del consumo deprimía la producción, destruía puestos de trabajo y dejaba sin ingresos a gran parte de la población durante la crisis de 1929, el economista británico llegó a la conclusión de que la ley de Say no funcionaba (la cual garantizaría la plena ocupación). El gran aporte de la teoría de la demanda efectiva, es demostrar que pueden existir situaciones de equilibrio en desempleo: aun existiendo grandes cantidades de recursos ociosos, ninguna fuerza económica garantiza que el sistema de libre mercado garantice la motorización productiva de los mismos.

El secreto de la falla en tal ley (toda oferta genera su propia demanda), pasa por el ahorro. Imaginemos un proceso productivo como el descrito por la ortodoxia, donde inicialmente se ponen en marcha las fuerzas productivas, las empresas les pagan el ingreso respectivo a las familias y las mismas devuelven tal ingreso en forma de demanda agregada, si parte del ingreso de las familias (sean ganancias de empresas o salarios) es retirado del sistema en forma de ahorro, la mercadería producida inicialmente no

será vendida. Por lo tanto, existirá insuficiencia de demanda agregada y, por ende, desempleo de recursos. La única forma de que la demanda sea equivalente a la producción llevada adelante inicialmente por las empresas es que la inversión compense exactamente al ahorro. Según Keynes, este caso particular (y excepcional) es el descripto por la ortodoxia, pero se trata de una simple casualidad.

La revelación es considerablemente revolucionaria, la economía nacional funcionaba al revés que la familiar: para que haya ingresos, primero alguien tiene que gastar.

Ese entonces novedoso principio económico se conoció como teoría de la demanda efectiva. La misma justificó las políticas de ampliar los gastos públicos aun a costa de un presupuesto deficitario, como forma de relanzar la producción, el empleo y los ingresos cuando una economía está en depresión. Una verdad básica que desconocen los neoliberales del siglo XXI cuando pregonan la austeridad y ajuste de los gastos, acentuando las crisis económicas, sea en Grecia o en Brasil.

Volviendo al origen de la teoría de la demanda efectiva, tiempo después se conoció que su primer desarrollo no fue obra de Keynes. Años antes, Michal Kalecki, un economista polaco de formación marxista, había llegado a la misma conclusión que el lord británico, tratando de explicar el creciente militarismo de las potencias de su época. Para Kalecki, el gasto militar era una forma de los gobiernos para estimular las ganancias empresariales y mantener un elevado nivel de actividad económica en los centros imperiales. Sin embargo, el economista polaco publicó sus desarrollos teóricos en revistas académicas de su país, sin mucha repercusión. Sobre ese asunto, tratan las siguientes coplas:

*Las verdades del Kalecki
cayeron en roto saco
porque las dijo en polaco
y no en el idioma inglés,
en el que hablan el poder,
la academia y su aparato.*

*Después cuento conocido
viene y las dice un lord
se hace verdad del montón
lo efectiva e´ la demanda
que llamamos keynesiana
por aquel anglosajón.*

*Como estas, tantas otras
me llevaron a pensar
que pa' ser universal
la ciencia en su contenido
debe crecer y haber nacido
bajo el calor imperial.*

Claves

DINERO ENDÓGENO O PASIVO Y DEMANDA AGREGADA

Desde la óptica heterodoxa, la cantidad de dinero en circulación (M) para comprar y vender una determinada cantidad de bienes y servicios (transacciones: T) depende del nivel general de precios (P) que éstos tengan. Dada la cantidad de transacciones y la cantidad de veces que un mismo billete circula de mano en mano (o veces que se transfiere un saldo bancario) durante un determinado período (velocidad de circulación: V), un incremento en los precios genera un aumento proporcional en la cantidad de dinero.

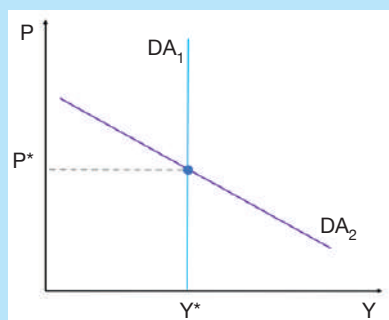
Esta relación invierte la causalidad de la teoría cuantitativa de la moneda ortodoxa (donde el aumento de M genera aumentos de P) y se conoce como teoría del dinero endógeno o pasivo:

$$\uparrow P * \bar{T} = \uparrow M * \bar{V}$$

donde $\uparrow P \Rightarrow \uparrow M$

La idea detrás es qué si los bienes y servicios aumentan de precio, se hace necesario una mayor cantidad de dinero en circulación para poder ser comprados. Por ejemplo, en una economía con su producción estancada donde los precios aumentan un 20% al año, los empresarios incrementan su demanda de créditos en un 20% por año para poder realizar sus decisiones de inversión y gastos corrientes induciendo la creación bancaria de dinero. De la misma manera, si el Estado tiene déficit y este crece nominalmente un 20% al año, solicita un incremento del 20% en el financiamiento que le provee el banco central (adelantos transitorios). Por su parte, si el valor de la divisa (dólar) aumenta un 20%, los exportadores obtendrán un 20% más de pesos cuando cambien su excedente de divisas por moneda local en el Banco Central. De esa manera, es el incremento de los precios el que induce un aumento del circulante.

Tomando ello en cuenta, si no cambia la velocidad de circulación del dinero (V), un mayor nivel de precios (P) requiere un aumento proporcional en la cantidad de moneda en circulación (M) para realizar la misma cantidad de transacciones (T) correspondiente a un nivel de producción real (Y). Esa oferta endógena, o pasiva, de dinero está implícita en nuestra representación de la demanda agregada como una recta vertical respecto al nivel general de los precios (DA_1). El incremento del valor nominal del consumo y la inversión para una determinada producción real, a medida que aumenta el nivel general de precios, requiere una expansión del dinero en circulación.



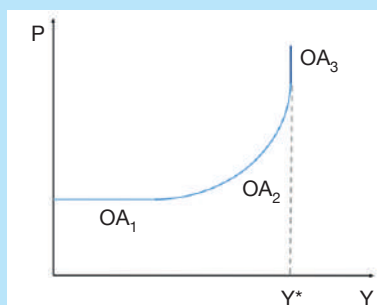
Si el Banco Central decide no permitir el incremento de la oferta de dinero a medida que aumenta su demanda para transacciones por el proceso inflacionario, habrá decisiones públicas y privadas de consumo e inversión que no podrán realizarse. De esa manera, la demanda agregada tendría una relación negativa respecto al nivel general de los precios (DA_2) dada por el impacto sobre el nivel de financiamiento real al que acceden los actores sociales para realizar sus decisiones de inversión y consumo. Ese tipo de relación negativa entre demanda agregada y nivel general de los precios es el que asumen los modelos macroeconómicos IS-LM que predominaron en la segunda mitad del siglo pasado y que revisaremos en otro apartado.

Claves

OFERTA AGREGADA Y NIVEL DE EMPLEO DE RECURSOS

La horizontalidad de la oferta agregada (OA1) de algunas corrientes heterodoxas está basada en la hipótesis de que la producción puede incrementarse sin que ello implique un aumento en los costos de producción.

Si bien la existencia de economías de escala (reducción de costos a medida que aumenta el volumen producido) torna realista dicha hipótesis, también es cierto que la oferta de empleo y recursos naturales es limitada o con costos crecientes. De esa manera, elevados niveles de producción pueden comenzar a tropezar con faltantes de mano de obra (especialmente la calificada) y de materias primas, que impulsen alzas en los costos de producción, empujando la oferta agregada (OA2). Llegado cierto nivel de producción muy elevados, los faltantes de mano de obra y materias primas pueden tornar imposible obtener incrementos de la producción, generando una oferta agregada totalmente vertical como en los modelos ortodoxos (OA3). Nótese, sin embargo, que, a diferencia de los planteos ortodoxos, la verticalidad de la oferta agregada correspondiente a una situación de pleno empleo es, para los keynesianos, una mera posibilidad y no la situación habitual de la economía.



3.2. Política Monetaria y Fiscal

Para la visión heterodoxa kaleckiana-(post) keynesiana, los intentos de estimular la actividad económica incrementando la liquidez (política monetaria) o el gasto público (política fiscal),

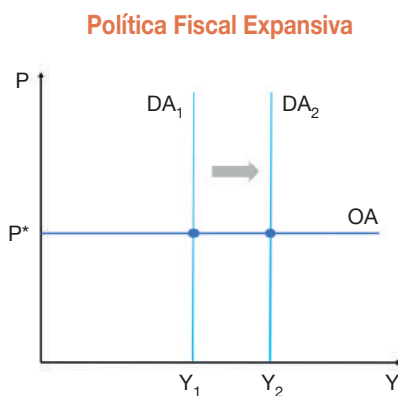
tienen efectos sobre la producción real siempre que logren incrementar la demanda agregada.

3.2.1. Política fiscal expansiva

Dado que el nivel de actividad depende del volumen global de consumo e inversión, los componentes de la demanda no compiten entre sí como sucedía en los modelos ortodoxos neo (nuevos) clásicos (no hay efectos desplazamientos). De la misma manera, un incremento del gasto y la inversión pública no resta recursos al sector privado, sino que le genera ingresos y estimula un incremento en el consumo e inversión privada (ver recuadro *el multiplicador keynesiano*).

Supongamos una política fiscal expansiva con aumento en el gasto público:

$$\uparrow G \rightarrow \uparrow DA \text{ (vía multiplicador)} \rightarrow \uparrow Y$$



Otra forma de realizar políticas expansivas es reduciendo los impuestos (T), y aumentando, por lo tanto, la capacidad de consumo de las familias y de inversión de las empresas. Sin embargo, los teóricos kaleckiano (post) keynesianos no suelen confiar en tal mecanismo, ya que nadie asegura que la transferencia de ingresos garantizará aumentos de la demanda (pudiendo gene-

rar un mero incremento en la propensión al ahorro del sector privado).

3.2.2. Política monetaria expansiva

Las políticas monetarias expansivas para esta escuela, consisten en reducir las tasas de interés (i), ya que no consideran viable ni útil controlar los agregados monetarios (M). La efectividad de las políticas monetarias expansivas depende de la capacidad que tengan en estimular el consumo y la inversión reales.

En contextos normales, el acceso a financiamiento a menores tasas de interés tiende a estimular el consumo a crédito y la posibilidad de hacer efectivos planes de inversión pre-existentes, y el efecto sobre la economía es similar al observado anteriormente, solo que el gasto autónomo inicial parte del consumo o de la inversión.

Sin embargo, si la economía se encuentra en una situación depresiva, donde los hogares prefieren no incrementar sus deudas y las empresas no tienen planes de invertir porque existe capacidad productiva ociosa, es probable que las políticas monetarias expansivas no tengan efectividad. Esa situación fue denominada por el economista británico, John Maynard Keynes, como “trampa de liquidez”.

Claves

LA TEORÍA MONETARIA MODERNA

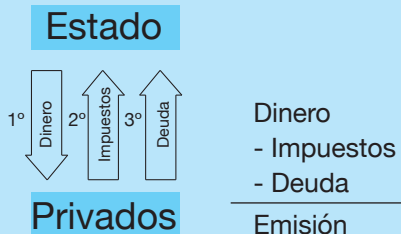
La llamada “Teoría Monetaria Moderna” sostiene que el principal rol de la moneda es ser unidad de cuenta, a fin de facilitar la concreción de contratos y relaciones de deuda, relación social que se erige como la piedra angular del sistema económico actual. Existen diferentes categorías de dinero, y las podríamos organizar según su nivel de aceptabilidad: en el tope de la pirámide se encuentra el dinero estatal, le sigue el dinero bancario, tarjetas de crédito, monedas virtuales, cupones de un club de truque, etc.

El proceso de creación de dinero estatal se realiza de la siguiente manera. La emisión inicial de dinero es patrimonio del Estado, que la utiliza para realizar un gasto inicial, inyectando moneda en la economía. Para

que esa moneda sea aceptada por la sociedad, el gobierno cobra impuestos obligando a la población a que consiga la moneda emitida por el propio Estado para cumplir con esa obligación.

Una vez que exista dinero en circulación inyectado inicialmente por el gobierno, este también puede financiar sus gastos emitiendo bonos de deuda. Nótese, sin embargo, que la emisión de bonos de deuda por el Estado se hace para regular la cantidad de dinero en el sistema y fijar una tasa de interés de referencia, ya que no tiene ninguna necesidad de endeudarse para conseguir un dinero del que detenta el monopolio de la emisión.

Como la economía requiere dinero para funcionar, no todo el dinero emitido originalmente volverá al Estado en forma de deuda a impuestos, sino que parte de él seguirá circulando. Ese “residuo”, que depende también de las decisiones de las familias y empresas sobre cuantos impuestos pagar o cuantos bonos comprar para mantener cierta liquidez, será la llamada emisión monetaria. De esta forma, es posible pensar en un déficit y una emisión endógena, no a través del sistema bancario (vía divisor) sino a través de mecanismos fiscales.



En palabras de los economistas

Para reactivar la economía, lanzan nueva fase del plan de construcción de viviendas

El Cronista Comercial. 10 de enero de 2013

La fase dos del plan de viviendas Procrear está en marcha. En marzo o abril comenzará la construcción de 5.000 viviendas en los primeros

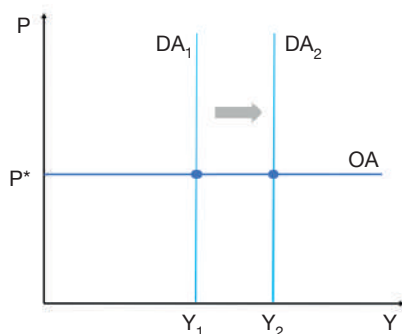
once barrios a desarrollarse sobre terrenos fiscales y a mediados de año se agregarán otras 11.000 casas en 32 predios más, informaron fuentes oficiales. Se trata de la gran apuesta del Gobierno para dinamizar una economía estancada en pleno año electoral y del salvavidas que espera la construcción para remontar un 2012 con una caída que, estima el sector, superó el 5%.

La entrega de los primeros préstamos a familias, afirmó, amesetó la caída de la actividad. Se estima que cada casa crearía cuatro puestos de trabajo en toda la cadena de la construcción. “Confiamos en que con esta tanda se incorpore a mediados del año que viene recuperar la mitad de lo que se perdió y a fin de año recuperar todo”, afirmó el constructor. Según Ricardo Delgado, economista director de Analytica, la construcción de 100.000 viviendas inyectaría al PBI entre 1 y 1,2%. Kicillof estiró el impacto hasta el 1,5% del Producto.

Si la mayor liquidez es destinada a financiar un mayor consumo y/o inversión pública, su impacto en la demanda agregada y la actividad económico será directo. La inyección de dinero en la economía para financiar un mayor consumo y/o inversión pública, incrementará los ingresos del sector privado que vende bienes de consumo e inversión al Estado. Los mayores ingresos del sector privado estimularán sus gastos, impulsando nuevamente la demanda agregada y la actividad económica. El mayor nivel de actividad incrementará la recaudación del Estado permitiendo un nuevo incremento de los gastos, estimulando nuevamente la actividad privada. Es así, como un gasto inicial genera una multiplicación de los ingresos y gastos, de manera tal, que la expansión de la actividad supera el gasto inicial [ver recuadro sobre el *Multiplicador keynesiano*].

$\downarrow i \rightarrow I \text{ ó } \uparrow C \rightarrow DA \text{ (vía multiplicador)} \rightarrow \uparrow Y$

Política Monetaria Expansiva



Claves

EL MULTIPLICADOR KEYNESIANO DE LA DEMANDA

Keynes, en su libro “La teoría general”, desarrolló la teoría del multiplicador del ingreso. La misma señala que un gasto autónomo (el término autónomo refiere a que no depende del ingreso) genera una multiplicación de gastos que termina incrementando la actividad en una proporción mayor a ese gasto inicial.

La versión más sencilla parte de asumir que la demanda agregada se compone de consumo (C) e inversión (I), que en conjunto determinan el nivel de ingresos (Y):

$$C + \bar{I} = Y$$

El consumo global es una proporción de los ingresos Y, llamada “propensión marginal a consumir”):

$$C = c * Y$$

$$0 < c < 1$$

Nótese que la inversión tiene una línea horizontal sobre la variable (\bar{I}), ello indica que, por el momento, la consideramos exógena. Como explicamos anteriormente, eso significa que no explicamos la forma en que se

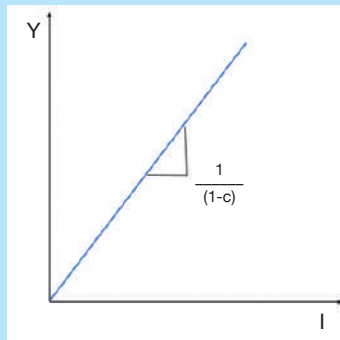
comporta dentro de nuestro modelo, la consideramos dada. Asimismo, tomamos la inversión como el llamado gasto autónomo (variables de la demanda agregada que no dependen del nivel de ingresos), el nivel de ingresos de la economía es el resultado del volumen de inversión incrementado de acuerdo al siguiente multiplicador $\frac{1}{(1-c)}$, obtenido reemplazando el consumo en la ecuación inicial:

$$\bar{I} + c * Y = Y$$

Concluimos:

$$\frac{\bar{I}}{(1 - c)} = Y$$

En términos gráficos:



Simulemos la teoría del multiplicador asumiendo que los empresarios invierten 100 millones de pesos y que se consume el 80% de los ingresos ($c = 0,8$). Los 100 millones de pesos invertidos, generan ingresos por ese monto en los empresarios y trabajadores del sector de medios de producción. Esos fabricantes consumirán el 80%, 80 mil pesos, generando esos ingresos en los productores de bienes y servicios para consumo, que consumirán el 80%, 64 mil pesos, generando nuevos ingresos a los empresarios y trabajadores del sector de bienes de consumo, que consumirán el 80%, 51,2 mil pesos, y así sucesivamente. Este proceso se repetirá hasta que el nivel total de ingresos alcance los 500 millones de pesos, tal como predice la fórmula del multiplicador:

$$\frac{100 M}{(1 - 0,8)} = 500 M$$

Claves

GASTO PÚBLICO, IMPUESTOS Y DEMANDA

Veamos que sucede con el multiplicador keynesiano si incluimos el gasto público (asumiéndolo compuesto totalmente por gasto en bienes y servicios) como parte de la demanda:

$$C + \bar{I} + \bar{G} = Y$$

El gasto del gobierno, al igual que la inversión, fue considerado como exógeno. Por otro lado, el consumo no dependerá del ingreso total de las familias, ya que parte del mismo será destinado a pagar impuestos (T). Es por ello, que reformulamos la ecuación de consumo haciendo que dependa del ingreso disponible (Y_d)

$$C = c Y_d = c (Y - T)$$

Los impuestos son una proporción de los ingresos:

$$T = t Y$$

De esa manera, la demanda agregada es:

$$Y = c (1 - t) Y + \bar{G} + \bar{I}$$

Despejando, el nivel de ingresos viene dado por:

$$\frac{\bar{I} + \bar{G}}{[1 - c(1 - t)]} = Y$$

El déficit de las cuentas públicas viene dado por los gastos menos los impuestos:

$$G - T = G - tY = G - t \frac{\bar{I} + \bar{G}}{[1 - c(1 - t)]}$$

Nótese que, dado que un incremento del gasto público (ΔG) multiplica los ingresos y, de esa manera, la recaudación impositiva, su impacto sobre el déficit fiscal viene dado por:

$$\frac{\Delta (G - T)}{\Delta G} = 1 - \frac{t}{[1 - c(1 - t)]}$$

Como $\frac{t}{[1 - c(1 - t)]} < 1$ siempre que $c < 1$ (¿por qué?), el déficit público se incrementa cuando aumenta el gasto, pero en una proporción menor al mayor gasto realizado.

Claves

LAS FINANZAS FUNCIONALES

El concepto de finanzas funcionales fue introducido por el economista keynesiano Abba Lerner a mediados del siglo XX en oposición al concepto tradicional de “finanzas sanas”. Mientras las finanzas “sanas” asocian el funcionamiento del Estado al de las empresas, el de finanzas- “funcionales” sostiene que las finanzas estatales son diametralmente opuestas a las de un privado.

Según Abba Lerner, las finanzas del Estado hay que pensarlas con el objetivo de estimular la actividad económica y llevar la economía al pleno empleo. Tomando en cuenta que, si el Estado realiza un gasto, el sector privado obtiene un ingreso, el Estado deberá realizar el volumen de gasto necesario para llevar la economía hasta el pleno empleo.

Como la recaudación de impuestos depende del nivel de actividad privada, la política de llevar el gasto público hasta garantizar el pleno empleo puede implicar tanto un déficit como un superávit en las cuentas públicas (dependiendo de la estructura impositiva, el multiplicador de los gastos, etc.). Para Abba Lerner, ello no era muy relevante, ya que los impuestos serían un tema distributivo por sobre cualquier otra cuestión. El gobierno tiene la capacidad de gasto que desee, ya que cuenta con la emisión monetaria.

En el caso de que la política fiscal de pleno empleo implique un déficit en las cuentas públicas, su financiamiento por la vía de colocación de bonos del Estado en el sector privado debe realizarse fijando una tasa de interés que no desincentive la inversión privada. Si es necesario, el Estado podrá emitir billetes hasta completar el financiamiento de la política fiscal de pleno empleo que, si no se excede de ese nivel de actividad, no debería generar presiones inflacionarias.

Finalmente, vale destacar que el déficit fiscal es, en una economía cerrada, el superávit del sector privado. Si el gobierno, en su afán de tener

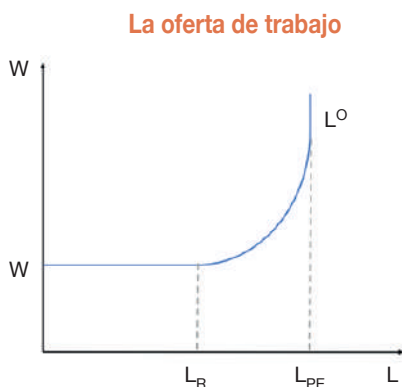
superávit fiscal aumenta suficiente los impuestos y contiene el gasto ($T-G > O$), eso significa que sacó más dinero del que inyectó, por ende, el sector privado tuvo que des acumular riqueza. Para Abba Lerner, un sistema de mercado precisa de déficit fiscales que permitan al sector privado acumular riqueza. A diferencia del sentido común, que indicaría que el sector público debe tener ganancias porque “es de todos”, el sector privado precisa, para su buen funcionamiento, que el gobierno tenga déficit fiscal.

3.3. El Mercado de Trabajo

Los kaleckianos-(post) keynesianos plantean que el nivel de empleo depende, esencialmente, del nivel de actividad y, este último, de la demanda agregada. Dado que gran parte de la demanda agregada (especialmente el consumo, pero también la inversión y exportaciones) depende, a su vez, del nivel de empleo y de los salarios reales, la relación entre nivel de empleo y de salarios reales no es unívoca.

3.4.1. La oferta de trabajo

La oferta de trabajo (L^O) suele tener una relación positiva respecto a los salarios reales igual que en los modelos ortodoxos. Sin embargo, hasta llegar a situaciones cercanas al pleno empleo de los habitantes en edad de trabajar (L_{PE}), algunas corrientes heterodoxas plantean la existencia de una importante reserva de trabadores (L_R) dispuestos a ingresar al mercado de trabajo asalariado a un salario real de reserva (W_R). Ello es especialmente válido para economías periféricas, donde una gran masa de trabajadores subsiste en actividades informales de baja productividad y está dispuesta a ofrecer su trabajo en el mercado formal, para un salario que supere esos ingresos de subsistencia.



Claves

LA CRÍTICA DE KEYNES A LA OFERTA DE TRABAJO NEOCLÁSICA

En el segundo capítulo de su Teoría General Keynes se encarga de dismantelar la curva de oferta de trabajo neoclásica. Para ello enarbola dos críticas:

- a) Las decisiones de los trabajadores son, es de suponer, en base al salario real. Dada que la curva neoclásica tiene pendiente positiva, Keynes argumenta que un aumento del costo de vida (inflación) con consecuente caída de los salarios reales, debería generar renuncias masivas, ya que al trabajador no les estarían pagando suficiente para estimularlo a trabajar. Es evidente que esa situación no se suele observar.
- b) Realiza una observación acerca de la consistencia del sistema neoclásico: los trabajadores no estarían en condiciones de bajar sus salarios reales, aunque lo desearan. Por ejemplo, si los trabajadores acuerdan bajar los salarios nominales, así también lo harán los precios y por ende los salarios reales volverían a subir. He aquí una contradicción fulminante dentro de la teoría neoclásica.

3.4.2. La demanda de trabajo

La demanda de empleo depende fundamentalmente del nivel de producción de las empresas que, a su vez, depende del volumen global de consumo, inversión y exportaciones. Por su parte, esos componentes de la demanda agregada dependen del nivel de salario real y de empleo, de manera que hay una interdependencia entre salarios reales y demanda de empleo. Pasemos a examinar algunos casos posibles de esa interdependencia.

La economía tirada por los salarios

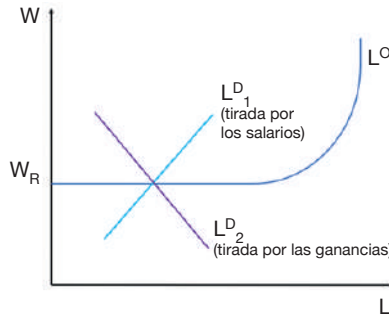
Un incremento de los salarios reales disminuye los márgenes de ganancia que los empresarios aplican a sus productos. Por el otro, la mejora de los salarios reales tiende a incrementar el consumo global y, de esa manera, el volumen de las ventas [ver el recuadro sobre el *Multiplicador kaleckiano*]. Si asumimos que las posibilidades técnicas de sustituir trabajo por maquinarias son rígidas en el corto plazo, la disminución de los márgenes unitarios de ganancia no afectará mayormente el nivel de demanda de empleo por unidad de producción. A su vez, en el corto plazo, se suele asumir que el nivel de inversión está dado, por lo que tampoco se reduciría aún en el hipotético caso de que los menores márgenes no lleguen a ser compensados por el mayor volumen de ventas. Si, a su vez, la baja de las exportaciones o mayores importaciones provocadas por la pérdida de competitividad no es demasiado significativa, el resultado final del incremento de los salarios reales es un aumento en la demanda global de empleo (L^D_1). Ese escenario suele denominarse de una economía tirada por los salarios.

La economía tirada por las ganancias

Si, por el contrario, existen posibilidades técnicas de sustituir trabajadores por maquinaria, la inversión empresarial reacciona negativamente ante el estrechamiento de los márgenes y la pérdida de competitividad disminuye en forma relevante las

exportaciones e incrementa las importaciones, la relación entre salarios reales y demanda de empleo puede ser negativa (L^D_2). Ese escenario suele denominarse como de una economía tirada por las ganancias.

Mercado de trabajo heterodoxo



Claves

EL MULTIPLICADOR KALECKIANO

Michal Kalecki desarrolla un multiplicador de la actividad que depende de la distribución del ingreso entre los trabajadores y las empresas. La versión más sencilla parte de asumir que la demanda agregada se compone de consumo (C) e inversión (I), que en conjunto determinan el nivel de ingresos (Y):

$$C + \bar{I} = Y$$

El consumo global es el resultado del consumo de los trabajadores (c_w) sobre sus ingresos salariales (W) y del consumo empresarial (c_p) sobre sus ganancias (P):

$$C = c_w * W + c_p P$$

Tomando la inversión como el gasto autónomo y, siendo $(\frac{W}{Y})$ la participación de los trabajadores en el ingreso y $(\frac{P}{Y})$ la participación de las ganancias en los ingresos, el nivel global de ingresos de la economía es

el resultado del volumen de inversión incrementado de acuerdo al multiplicador:

$$Y = \frac{\bar{I}}{1 - c_w * \frac{W}{Y} - c_p \frac{P}{Y}} = \frac{\bar{I}}{(1 - c)} \quad \text{con } c = c_w * \frac{W}{Y} + c_p \frac{P}{Y}$$

Dado que los trabajadores consumen una proporción mayor de sus ingresos que las empresas $c_w > c_p$, una redistribución de los ingresos desde los empresarios hacia los trabajadores, genera un aumento de c y del multiplicador. Es decir, asumiendo fijos los gastos autónomos, un aumento de la participación del salario en el ingreso, incrementa el volumen general de los ingresos.

3.4.3. Regulación laboral y estabilidad de la demanda

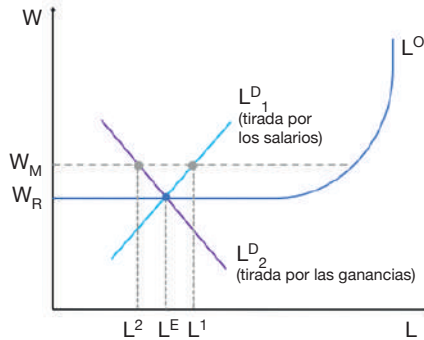
El impacto de las diferentes formas de regulación del mercado de trabajo sobre el nivel de empleo dependerá esencialmente de si nos encontramos ante una economía tirada por los salarios o por las ganancias. En el primer caso, las rigideces en el mercado de trabajo tienden a estabilizar la demanda mientras que la flexibilidad laboral tiende a generar una economía más inestable. En el segundo, la flexibilidad laboral puede contribuir a incrementar el empleo y las rigideces a disminuirlo.

En el caso de una economía tirada por los salarios, si ante una baja coyuntural de la demanda, la flexibilización de las relaciones laborales permite que los empresarios despidan trabajadores y/o reduzcan sus salarios reales con facilidad, la consecuencia de esas medidas es una merma del consumo de los trabajadores que disminuye las ventas empresariales, su volumen de producción y su demanda de empleo. Es decir, la flexibilidad laboral acentúa la reducción inicial de la demanda, la actividad y el empleo. Por el contrario, la existencia de regulaciones laborales que dificultan los despidos y rebajas de los salarios reales, amortiguan el impacto de una reducción inicial de la demanda sobre la actividad y el empleo.

Si la economía se encuentra tirada por las ganancias, la reducción de los salarios ante la caída ocasional de la demanda

puede permitir recomponer los márgenes de ganancia e incentivar las ventas externas y sustitución de importaciones. De esa manera, atenúa el impacto sobre el empleo. En cambio, las rigideces laborales pueden llevar a cancelar planes de inversión y no permitir compensar con mercados externos y sustitución de importaciones la reducción ocasional de la demanda.

Rigidez del mercado de trabajo heterodoxo

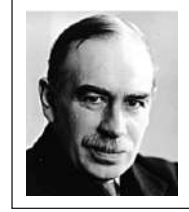


Desde una óptica heterodoxa, la imposición de un salario real (W^M) por encima del salario real de reserva (W_R) tiene un impacto diferente según se trate de una demanda de trabajo de una economía tirada por los salarios (L^D_1) o por las ganancias (L^D_2). En el primer caso, el nivel de empleo se incrementa ($L^1 > L^E$) mientras que en el segundo disminuye ($L^2 < L^E$).

3.4. Inversión, Ahorro y Financiamiento

“El ahorro, de hecho, no es más que un simple residuo. Las decisiones de consumir y las decisiones de invertir determinan conjuntamente los ingresos. Suponiendo que las decisiones de invertir se hagan efectivas, una de dos, o restringen el consumo o amplían el ingreso. De este modo, ningún acto de inversión puede evitar que el residuo o margen, que llamamos ahorro, deje de aumentar en una cantidad equivalente.”

(Keynes, *Teoría general*)



En los planteos kaleckianos-(post) keynesianos, la inversión no requiere un ahorro previo con que financiarse como en los modelos ortodoxos. Sino que es la propia inversión la que genera automáticamente un ahorro equivalente al ampliar el ingreso o, en caso de encontrarse con restricciones para ello, reducir el consumo u otro componente de la demanda agregada. La clave para comprender el razonamiento heterodoxo es distinguir ahorro de financiamiento.

El ahorro, es producción de bienes que no se consumieron. Es, en definitiva, lo mismo que la inversión ya que cuando un empresario invierte comprando una máquina, la máquina es producción no consumida, es decir, ahorro. El financiamiento es la disposición de dinero que se requiere para poder llevar adelante una inversión, que no necesariamente debe provenir de un ahorro monetario previo. Por ejemplo, el empresario puede conseguir un crédito de un banco para comprar la máquina. Bajo la visión heterodoxa, el banco no precisa contar previamente con depósitos para generar un crédito, sino que es el propio crédito el que genera los depósitos e induce, de ser necesario, la creación de base monetaria por el banco central (ver recuadro sobre el Crédito bancario y el divisor monetario).

Para comprender el fenómeno, imaginemos una economía donde no había inversión, ahorro, créditos ni depósitos y toda la producción se consumía. Un empresario decide invertir en una máquina para ampliar la producción. Para ello solicita un

crédito a un banco comercial que se lo otorga, abriéndole una cuenta corriente con un determinado importe depositado. Para cubrir las necesidades de encaje en el banco central y la posible demanda de billetes (o transferencias a otro banco) por parte de quienes vayan recibiendo los pagos del empresario, el banco solicita un préstamo al banco central (redescuento) que se lo otorga ampliando la base monetaria. De esa manera, se ha generado financiamiento sin necesidad de un ahorro previo.¹

Cuando el empresario compra la máquina, gasta el descubierto de su cuenta corriente, transfiriendo ese dinero a la cuenta del empresario que se la vendió que, a su vez, le paga a sus proveedores de materiales, trabajadores, etc. De esa manera, el financiamiento a la inversión se va transformando en depósitos monetarios de quienes reciben esos pagos, por un monto equivalente al crédito inicial que financió la inversión.

Esos “ahorros” en forma de depósitos no deben confundirse con el ahorro en el sentido macroeconómico (producción no consumida) que generó la inversión y que se expresa materialmente en la máquina. Si el empresario en lugar de usar el crédito para invertir, lo utilizaba para consumir, hubiera generado “ahorros” en forma de depósitos en quienes venden bienes de consumo, pero a nivel macroeconómico no existiría inversión ni, por lo tanto, ahorro.

Distinguir ahorro de financiamiento es fundamental desde la perspectiva heterodoxa. El problema del ahorro para que una inversión se pueda realizar, se centra en si es posible disponer de bienes y servicios reales para destinarlos a producir medios de producción en lugar de bienes de consumo. En nuestro ejemplo, si hay materiales y mano de obra como para fabricar la máquina que quiere comprar el empresario como inversión. Es decir, un tema de la economía real sobre el uso que se les da a los bienes

1. En Argentina, el mecanismo no suele ser con préstamos del banco central, sino que los bancos comerciales suelen trabajar con holgados niveles de liquidez depositada en títulos del banco central (lebacs, leliqs, pases, etc.). De esa manera, los bancos pueden proveerse de liquidez y dar crédito a las empresas vendiendo parte de sus tenencias de títulos del banco central.

y servicios producidos (y a los factores productivos implicados en la producción).

En cambio, el problema del financiamiento es una cuestión de las instituciones que regulan la creación de dinero y los condicionamientos para otorgarlo a un empresario, es decir, un tema monetario. En nuestro ejemplo, si el empresario no consigue financiamiento, no podrá comprar la máquina aun cuando exista capacidad ociosa para producir máquinas (capacidad de ahorro). En ese caso, la inversión no se realiza por un problema de financiamiento, y no de falta de capacidad de ahorro.

El caso de la inversión gubernamental es aún más simple: si el gobierno quiere invertir y no existe ningún banco que le quiera prestar, puede emitir dinero para pagarle a los proveedores. Esta escuela interpreta la economía considerando que usualmente existen recursos ociosos los cuales pueden ser motorizados hacia la producción a través del dinero.

Claves

CRÉDITO BANCARIO Y DIVISOR MONETARIO

La visión de la oferta de dinero endógena o pasiva sostiene que los bancos comerciales crean dinero. Al revés del pensamiento ortodoxo, son los créditos los que generan depósitos y las necesidades de liquidez y regulaciones de encajes las que inducen la emisión de base monetaria por el banco central.

Por ejemplo, imaginemos una economía inicialmente sin dinero. Un empresario solicita un crédito \$55.000 que el banco se lo otorga abriendo un depósito por ese monto. Los balances del banco y la empresa son:

| Bancos | | Empresarios | |
|----------------|-----------------|-----------------|----------------|
| Activo | Pasivo | Activo | Pasivo |
| <i>Crédito</i> | <i>Depósito</i> | <i>Depósito</i> | <i>Crédito</i> |
| \$ 55.000 | \$ 55.000 | \$ 55.000 | \$ 55.000 |
| \$ 55.000 | \$ 55.000 | \$ 55.000 | \$ 55.000 |

El empresario retira \$5.000 para cubrir gastos en efectivo mientras que el resto de los pagos los hace vía transferencia bancarias (es decir,

quedan dentro del sistema como depósitos, ahora a nombre de otros empresarios). El banco está obligado a mantener como encaje el 5% de los depósitos (\$5.000). Los balances del banco y los empresarios tomados en conjunto son ahora:

| Bancos | | Empresarios | |
|----------------|-----------------|-----------------|----------------|
| Activo | Pasivo | Activo | Pasivo |
| <i>Crédito</i> | <i>Depósito</i> | <i>Depósito</i> | <i>Crédito</i> |
| \$ 55.000 | \$ 50.000 | \$ 50.000 | \$ 55.000 |
| <i>Encajes</i> | | <i>Billetes</i> | |
| \$ 5.000 | | \$ 5.000 | \$ 55.000 |
| <hr/> | <hr/> | <hr/> | <hr/> |
| \$ 60.000 | \$ 50.000 | \$ 55.000 | \$ 55.000 |

Pero el balance de los bancos está desbalanceado y, además ¿de dónde sacaron los billetes para cubrir el retiro de depósitos de los empresarios? La respuesta está en que para cubrir los encajes legales y la necesidad de billetes pueden solicitar un crédito del banco central (redescuento) que es quien tiene el monopolio de la emisión de billetes. Si el banco central se lo otorga, emite base monetaria (BM) por un monto de \$10.000 y la otorga como créditos a los bancos para que cubran sus necesidades de encaje y de retiro de billetes. Los balances del sistema son ahora:

| Banco Central | | Bancos | | Empresarios | |
|---------------------|-----------------|----------------|--------------------|-----------------|----------------|
| Activo | Pasivo | Activo | Pasivo | Activo | Pasivo |
| <i>Redescuentos</i> | <i>Encajes</i> | <i>Crédito</i> | <i>Depósito</i> | <i>Depósito</i> | <i>Crédito</i> |
| \$ 10.000 | \$ 5.000 | \$ 55.000 | \$ 50.000 | \$ 50.000 | \$ 55.000 |
| | <i>Billetes</i> | <i>Encajes</i> | <i>Redescuento</i> | <i>Billetes</i> | |
| | \$ 5.000 | \$ 5.000 | \$ 10.000 | \$ 5.000 | \$ 55.000 |
| <hr/> | <hr/> | <hr/> | <hr/> | <hr/> | <hr/> |
| \$ 10.000 | \$ 10.000 | \$ 60.000 | \$ 60.000 | \$ 55.000 | \$ 55.000 |

Como vemos, los balances del sistema financiero se encuentran equilibrados. La creación de dinero fue inducida por la demanda de créditos del sector privado y la de base monetaria por las necesidades de los bancos de hacer frente retiros de efectivo y cobertura de encajes.

Desde la perspectiva heterodoxa, la fórmula del “multiplicador monetario” ortodoxo es en realidad un “divisor” que indica las necesidades de emisión de base monetaria para cubrir las necesidades de encajes y liquidez ante una expansión de los depósitos inducida por la creación de créditos de los bancos.

$$BM = \frac{M}{m} \text{ con } m = \frac{1 + p}{e + p}$$

Simulando el valor del divisor monetario para nuestro ejemplo donde los encajes representan el 10% de los depósitos y las necesidades de liquidez el 10%, el valor de m es

$$10.000 = \frac{55.000}{5,5} \text{ con } m = \frac{1 + 0,1}{0,1 + 0,1} = 5,5$$

Es decir que, por cada \$5,5 pesos de créditos que requieren los empresarios, los bancos generan 4,5 en forma de depósitos e inducen al banco central a emitir 1 para cubrir las necesidades encajes y de billetes.

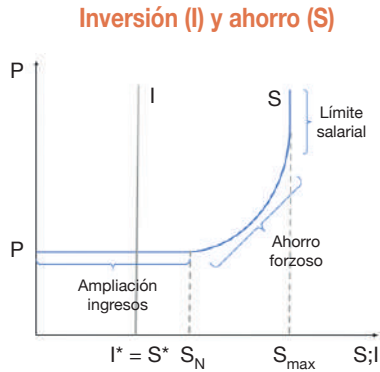
3.4.1. La oferta de ahorro

Desde la perspectiva keynesiana, la inversión es producción no consumida, es decir, ahorro. Si el empresario decide y logra invertir, genera automáticamente un ahorro equivalente. De esa manera, la demanda de ahorro (inversión) genera su propia oferta de ahorro.

La forma en que la inversión genera el ahorro depende de si la economía dispone de recursos productivos ociosos o se encuentra cerca del pleno empleo. En el caso de que se disponga de recursos ociosos, la inversión genera el ahorro ampliando la producción, sin afectar otros componentes de la demanda agregada. Si en cambio, la economía se encuentra en pleno empleo de los recursos productivos, la inversión encontrará dificultades para realizarse (retrasos en los tiempos de entrega de las máquinas, subas de sus precios que desvalorizan el financiamiento disponible, etc). Aun así, cuando se realiza, genera un ahorro equivalente, aunque no mediante una expansión de la producción, sino redireccionando hacia la inversión factores de la producción que antes se utilizaban para producir bienes de consumo o de exportación (ahorro forzoso).

El ahorro forzoso generado por la inversión implica, por lo general, alguna teoría de inflación y distribución del ingreso. La más habitual es que, a medida que la economía se acerca al pleno empleo, una suba de la inversión genera alzas de precios que no logran ser compensadas por los salarios nominales, im-

poniendo una redistribución del ingreso desde los trabajadores hacia las empresas. Como las empresas ahorran una proporción mayor de su ingreso que los trabajadores, esa redistribución del ingreso implica una caída del consumo. De esa manera, la inversión genera su ahorro por medio de una reducción del consumo dada la restricción a ampliar el producto que impone el pleno empleo. Este tipo de política tiene límites, dados por la capacidad y velocidad que adquieran los aumentos nominales de salarios y, por ende, la dificultad para reducir los salarios reales.



Gráficamente, la curva de oferta de ahorro presenta un tramo horizontal, donde el incremento del ahorro se produce por medio de la expansión de los ingresos que induce la inversión. A medida que nos acercamos al nivel de ahorro de pleno empleo (S_N), la oferta de ahorro se empieza a empujar, ya que genera cierta tensión de costos productivos que induce subas de precios. Una vez superado el producto de pleno empleo, la oferta de ahorro va acrecentando la empujación ya que el ahorro es el resultado forzoso de la baja de los salarios reales por la inflación de demanda que produce la creciente inversión en una economía con pleno empleo de los recursos. Téngase en cuenta que la gráfica está hecha para salarios nominales rígidos. Si en su lugar suponemos que los salarios nominales aumentan a medida que suben los precios, en el eje de las ordenadas deberíamos repre-

sentar tasas de inflación en lugar de niveles de precios (ver *Puja distributiva e inflación*). Incluso, si los trabajadores aceleran sus reclamos salariales a medida que sube la inflación, el límite salarial se correría hacia la izquierda volviendo vertical la curva de oferta de ahorro más cerca del nivel de pleno empleo (ver *Expectativas, indexación e inercia inflacionaria*).

La inversión real (I) se representó como exógenamente determinada (una recta vertical respecto al eje de los precios), con la finalidad de ilustrar cómo es la decisión de inversión la que determina el nivel de ahorro. En los próximos apartados nos sumergiremos con mayor profundidad sobre los determinantes de la inversión.

Claves

LA PARADOJA DEL AHORRO

El incentivo individual a un mayor ahorro puede resultar en un menor ahorro global. Esa paradoja se produce si la merma en las ventas que produce el menor consumo por la decisión de ahorrar más, lleva a los empresarios a reducir el nivel de inversión y, por ende, el de ahorro.

Para ver el argumento de la paradoja del ahorro partamos de una economía donde el volumen de producción (Y) depende de la demanda agregada compuesta por el gasto público exógeno (G), la inversión (I) y el consumo (C). El consumo es un porcentaje (c) depende del nivel de ingreso. La inversión (agregando un supuesto realista) depende positivamente (g) del volumen de producción (Y).

$$\bar{G} + I + C = Y$$

$$C = c * Y$$

$$I = g * Y$$

La solución al modelo indica que el nivel de producto está dado por:

$$\frac{\bar{G}}{(1 - c - g)} = Y$$

Por su parte, el nivel de inversión y ahorro está dado por:

$$I = S = g * Y = g * \frac{\bar{G}}{(1 - c - g)}$$

Es fácil ver que una disminución en la propensión al consumo dado por un mayor incentivo al ahorro individual, termina generando una reducción del ahorro e inversión global. A ese resultado se lo conoce como *paradoja del ahorro*.

3.4.2. *Inversión y ciclos económicos*

Tal vez, el mayor desacuerdo entre los economistas pertenecientes a la heterodoxia, es sobre los determinantes de los empresarios a invertir. Desde visiones esotéricas como el “espíritu animal” de Keynes a visiones mecanicistas que la hacen depender de los volúmenes de ventas pasadas, pasando por expectativas de precios y costos, márgenes de ganancias, niveles de utilización de la capacidad instalada, capacidad de apalancamiento, costos financieros y una larga lista de etcéteras, muestran la variedad de opiniones sobre los elementos que fundamentan las decisiones de inversión.

Muchos economistas heterodoxos sostienen que las decisiones de inversión dependen en gran medida del nivel de producción. Cuando la producción aumenta, se incrementa el nivel de utilización de la capacidad productiva de las empresas. Adicionalmente, el mayor volumen de ventas mejora la rentabilidad de las empresas al permitir repartir los costos fijos en un mayor volumen de producción, generando economías de escala que mejoran la tasa de ganancia. De esa manera, un mayor producto estimula a una mayor inversión.

Este tipo de planteo suele generar problemas de inestabilidad en los modelos. La clave para comprender su significado económico es la interdependencia entre la inversión y el nivel de producción. Si la inversión incrementa la producción por sus efectos multiplicadores y, a su vez, el incremento de la producción induce una mayor inversión, ¿cómo evitar un crecimiento explosivo de la misma? O, en sentido contrario, si una reducción

de la inversión genera una reducción de la producción por sus mecanismos multiplicadores y, a su vez, la baja en la producción induce una menor inversión, ¿cómo evitar una espiral descendente de la inversión y la producción?

Una aproximación a la respuesta puede encontrarse en nuestro análisis anterior sobre la oferta de ahorro y el límite salarial que encontraba el “ahorro forzoso” (ver *La oferta de ahorro*). La resistencia salarial pone un límite a la capacidad de la inversión de generar el ahorro necesario para continuar expandiéndose más allá de cierto límite. Esa restricción actúa como un límite superior de la inversión, que impide un incremento de la misma más allá de ese punto.

Ese argumento puede ser extendido para dar origen a una teoría de los ciclos económicos. Si la escasez de mano de obra y los reclamos salariales ponen un límite superior a la inversión, su abundancia y los bajos salarios pueden considerarse un límite inferior en caso de espirales descendentes de la inversión y el producto. Es decir, la inversión fluctúa cíclicamente, con etapas de auge donde el incremento de la inversión multiplica el ingreso y la expansión del ingreso vuelve a estimular incrementos de la inversión. Llegado al límite de mano de obra, los reclamos salariales van licuando la tasa de rentabilidad e induciendo a una baja de la inversión. Comienza allí una espiral descendente donde la merma de la inversión reduce en forma multiplicada el producto, conduciendo a nuevas bajas de la inversión. Llegado cierto nivel de descenso de la inversión modera su descenso (al quedar reducida a inversiones poco elásticas respecto al ingreso) y allí, la abundancia de mano de obra y los bajos salarios generan márgenes de rentabilidad tan holgados que estimulan el inicio de una etapa ascendente de la inversión y el ingreso.

Este tipo de comportamientos cíclicos puede ser extendido a otros límites que no tengan que ver con la mano de obra y la puja salarial. Algunos economistas heterodoxos ponen acento en los límites de la producción de materias primas. Así, una expansión excesiva de la inversión genera cuellos de botella en la expansión de la oferta de materias primas (cuya oferta es menos elástica que la de bienes industriales). El consecuente exceso de

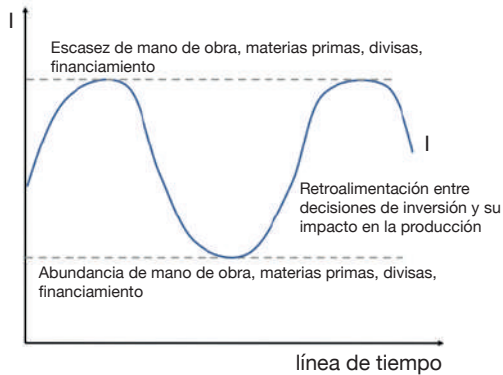
demanda de materias primas eleva su precio, incrementando los costos productivos y mermando la rentabilidad de la inversión. De forma análoga, una dinámica descendente de la inversión genera excesos de oferta de materias primas que reducen sus precios, incrementando la tasa de rentabilidad empresarial y estimulando un resurgir inversor.

Más adelante veremos en detalle los límites que pone al proceso inversor la restricción de financiamiento externo. Si la expansión de la inversión y el producto chocan con la falta de divisas, se desatan devaluaciones contractivas que afectan negativamente la inversión y el ingreso. De modo opuesto, la espiral descendente de la inversión y el producto puede generar superávits comerciales y acumulación de reservas que permitan reactivar el espíritu inversor.

También la restricción financiera interna puede actuar como un mecanismo que limite la expansión y contracción de la inversión y el producto. Racionamientos de créditos y elevación de sus costos a medida que la expansión de la inversión y el producto generan un creciente apalancamiento puede ser un límite superior a la inversión. Un exceso de liquidez y financiamiento barato pueden estimular, por el contrario, una recuperación de la inversión y el producto en etapas de recesión.

Justamente, la posibilidad de poner límites a los movimientos de la inversión y el producto mediante el encarecimiento o abaratamiento del crédito, es utilizada por los bancos centrales como un instrumento para intentar amortiguar las fluctuaciones económicas. Una política monetaria que encarece el crédito cuando la expansión de la inversión y el producto comienzan a generar tensiones de precios por acercarse al límite de mano de obra o materias primas, puede facilitar la estabilización de la inversión y el producto antes de llegar a extremos inflacionarios. De manera análoga, una política que abarate el crédito puede frenar un descenso de la inversión y el producto antes de llegar a situaciones de elevado desempleo. En la próxima sección veremos con mayor detalle esas reglas de política monetaria.

Ciclos económicos motorizados por las decisiones de inversión



3.4.3. Política monetaria, financiamiento e inversión

Desde la perspectiva kaleckiana-(post) keynesiana, el financiamiento de la inversión no necesita de la existencia de depósitos monetarios previos. Son los créditos de los bancos los que generan depósitos e inducen, de ser necesario, la expansión de la base monetaria por el banco central para cubrir encajas y retiros de efectivo (ver *Crédito bancario y divisor monetario*).² En ese sentido, la tasa de interés deja de ser el premio para que los individuos formen depósitos y presten sus fondos a los empresarios, tal como plantean los modelos ortodoxos. Para los heterodoxos son los empresarios los que al obtener financiamiento generan esos “ahorros monetarios”. Pero entonces, ¿cómo se determina la tasa de interés?

Al analizar la diferencia entre ahorro (producción no consumida) y financiamiento de la inversión, señalábamos que el

2. Como aclaramos anteriormente, un fenómeno similar ocurre con la inversión y el gasto público, el mismo no requiere recursos previamente “ahorrados”, sino que el gobierno puede emitir para obtener el dinero necesario. Cuánto puede emitir, o si requerirá de ello, es motivo de otra discusión. Lo que es claro para estos teóricos es que no se requiere ningún tipo de recursos acumulados previamente para financiar inversión o gasto público.

primero era un problema de la economía real y el segundo, de la esfera monetaria. De esa manera, la tasa de interés de los créditos que financian la inversión bajo la visión heterodoxa no está determinada en el ámbito de la economía real como en los modelos ortodoxos, donde premia la abstención de consumo y refleja la productividad del capital invertido. La tasa de interés es para los kaleckianos-(post) keynesianos un fenómeno monetario determinado por las instituciones que lo regulan.

En los regímenes monetarios predominantes en la actualidad, los bancos centrales son quienes regulan la tasa de interés de referencia. Luego los bancos particulares, en base a su poder de mercado, fijan márgenes y determinan las tasas que pagan a los ahorristas y las tasas de sus diversos créditos.

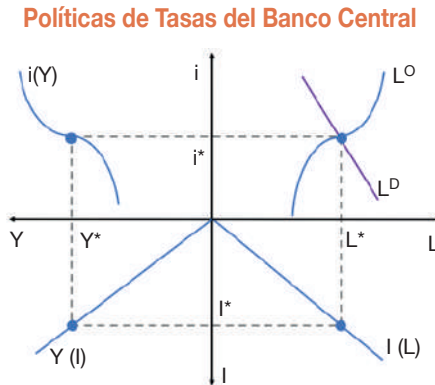
La forma más habitual de los bancos centrales para regular la tasa de interés de referencia es fijando la tasa de interés nominal a la que toman prestada plata o a la que prestan. Como el banco central tiene el monopolio legal de la emisión de papel moneda, las deudas de esa entidad nominados en esa moneda, no tienen riesgo de cesación de pagos. De ahí que, la tasa que fije el banco central por sus títulos actúa como un piso para las tasas a que los bancos están dispuestos a financiar a cualquier otro actor económico.

A su vez, el banco central tiene líneas de créditos abiertas hacia los bancos. De esa manera, los bancos no estarían dispuestos a tomar depósitos a una tasa mayor que la que pueden financiarse con el banco central. En la práctica, ello no es del todo cierto ya que la reputación de un banco que acude al financiamiento del banco central puede caer, por lo que pueden estar dispuestos a tomar depósitos a tasas superiores a las que le presta el banco central.

Dentro de esos límites, los bancos fijan sus tasas por préstamos y por depósitos de acuerdo a su poder de mercado y el nivel de liquidez existente en el mismo, que depende también del saldo externo y la política de acumulación de reservas, el déficit público y su financiamiento, el nivel de creación de créditos de los bancos privados, entre otras.

Los bancos centrales suelen implementar una política monetaria que eleva la tasa de interés nominal de referencia cuando la economía se acerca al pleno empleo y surgen tensiones de precios y, por el contrario, descienden la tasa de interés nominal de referencia cuando el desempleo aumenta. Esa política intenta desalentar la inversión cuando la economía se acerca al pleno empleo y, por el contrario, busca reanimarla cuando el desempleo se incrementa. Nótese que, para la visión heterodoxa, la economía no tiende “naturalmente” al pleno empleo ni siquiera en el largo plazo. El pleno empleo es en todo caso un resultado posible que aspira alcanzar la política económica que tiene, como una de sus herramientas, la política de tasas del banco central.

Podemos estudiar el impacto de la política de tasa en la economía a través de un gráfico de cuatro cuadrantes:



El primer cuadrante representa el mercado de crédito (L), donde la demanda de crédito (L^D) asociada a los proyectos de inversión, tiene una relación negativa respecto al costo del financiamiento, mientras que la curva de oferta indica la tasa que regirá en el mercado para los distintos niveles de deuda. El segundo cuadrante asocia un determinado nivel de inversión (I), a cada nivel de crédito (L). Esa relación entre crédito e inversión viene dada por la curva $I(L)$. El tercer cuadrante asocia un nivel de producto a cada nivel de inversión. Esa relación entre inver-

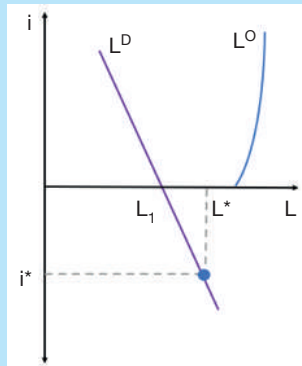
sión y producto (teoría del multiplicador) viene dada por la curva $Y(I)$. El cuarto cuadrante es el resultante de los tres anteriores y representa la política de tasas del banco central $i(Y)$.

El banco central tiene un objetivo de empleo asociado al producto Y^* . Si el producto cae por debajo de ese nivel (se posiciona a la derecha de Y^* en el cuarto cuadrante), entonces reduce la tasa de referencia (i). Si en cambio, el nivel de producto supera Y^* (se ubica a su izquierda en el cuarto cuadrante), incrementa la tasa de referencia. Esa política genera que la oferta de crédito de los bancos (L^O) se empine hacia arriba incrementando el costo del financiamiento, cuando el volumen de créditos supera L^* que es el nivel de crédito asociado a la inversión I^* y al producto Y^* . En cambio, el costo de los créditos ofrecidos por los bancos se reduce bruscamente cuando el volumen de crédito cae por debajo de L^* y, por lo tanto, la inversión cae respecto a I^* y el producto respecto a Y^* .

Claves

TRAMPA DE LIQUIDEZ

Se denomina trampa de liquidez a una situación donde el nivel de producto de pleno empleo no puede alcanzarse, aun cuando la tasa de referencia del banco central se acerca a cero. Ello puede ser posible en contextos de deflación, donde tasas nominales iguales a cero resultan en tasas reales positivas.



Gráficamente, se representa esa situación con un mercado de crédito donde el volumen de crédito asociado al pleno empleo (L^*), sólo será demandado por las empresas si la tasa de financiamiento es negativa en términos nominales (i^*). Sin embargo, las tasas nominales no pueden ser menor a cero (nadie estaría dispuesto a prestar plata a tasas negativas). De esa manera, la oferta de crédito (L^O) se encuentra con la demanda (L^D) donde la tasa es cero, estableciendo un volumen de crédito L_1 inferior al requerido para alcanzar el pleno empleo.

Claves

IS-LM

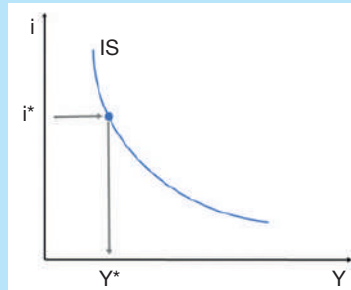
En 1937 John Hicks publicó un texto denominado “Keynes y los clásicos: una posible interpretación”. En el mismo, el autor proponía un modelo que sintetizaba las nuevas ideas de Keynes junto a las de los teóricos marginalistas neoclásicos. Del mismo surgiría la escuela llamada neo keynesiana, la cual sería hegemónica hasta la llegada de la contraofensiva neoliberal de la década del 70.

Este modelo llegó a conocerse como “modelo de Hicks y Hansel: IS LM”, haciendo referencia a dos curvas que ilustraban el impacto de las políticas fiscales y monetarias sobre el nivel de actividad económica. A pesar de que el modelo ha sido sumamente difundido en los manuales de macroeconomía introductoria, el mismo ha ido cayendo en desuso en las últimas décadas. Ello probablemente se deba a que, en su carácter de híbrido, el mismo carezca de consistencia, siendo sumamente insatisfactorio para las dos grandes escuelas que estudiamos en este manual.

Introduciremos brevemente una versión del mismo, dado el alto nivel de divulgación que aún mantiene en varias casas de estudios:

La curva IS y el equilibrio del mercado de bienes

La curva IS debe su nombre a la igualdad entre la inversión (I) y el ahorro (S). La misma ilustra la causalidad negativa entre la tasa de interés y el nivel de ingreso (Y), indicando los distintos puntos de equilibrio en el llamado “mercado de bienes”. La influencia de la caída de la tasa de interés en la inversión generaría un aumento de la demanda agregada que, a través del mecanismo del multiplicador keynesiano, aumentaría el ingreso (Y). De esta forma, a cada tasa de interés le corresponde un determinado nivel de ingreso.



Tal relación proviene del siguiente sistema de ecuaciones:

$$DA = OA = Y$$

$$DA = C + I + \bar{G}$$

$$C = \bar{C} + c \cdot Yd$$

$$Yd = Y - \bar{T}$$

$$I = I(i)$$

Donde la inversión depende de forma negativa de la tasa de interés (i).

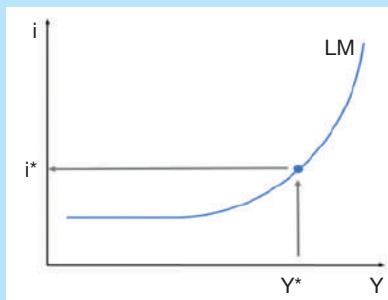
La pendiente de la curva indica tanto la elasticidad de la inversión respecto a la tasa de interés, así como la potencia del multiplicador. Una IS más horizontal mostrará que la tasa tiene mucha influencia en el nivel de actividad, sea a través de su estímulo a la inversión como por la amplificación del mismo por el multiplicador de la demanda agregada.

Asimismo, la curva puede ilustrar el efecto de políticas fiscales en el nivel de actividad. Las políticas expansivas (aumento del gasto o reducción de impuestos) se pueden ilustrar desplazando la curva a la derecha. A mismo nivel de tasa de interés obtendremos un mayor producto, ya que la demanda agregada se expandió de forma independiente. Las contractivas desplazarán la curva hacia la izquierda.

La curva LM y el equilibrio en el mercado de dinero

Esta curva debe su nombre al equilibrio entre la curva de preferencia por la liquidez (L , que no es otra cosa que demanda de dinero) y la oferta

de dinero (M). La misma presenta una causalidad positiva entre el nivel de actividad económica (Y) y la tasa de interés. A cada nivel de ingreso le corresponde una determinada tasa de interés:



Tal relación proviene del siguiente sistema de ecuaciones:

$$\bar{M}\bar{S} = Ld$$

$$Ld = L(Y; i)$$

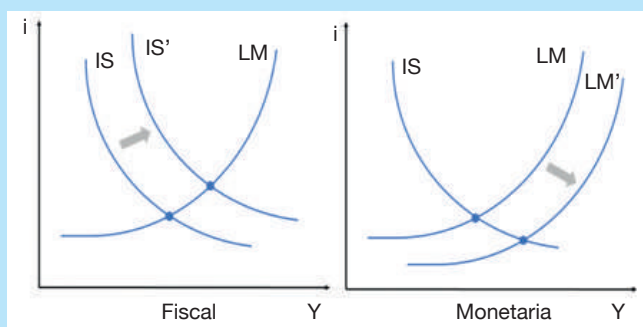
Donde la demanda de liquidez (Ld) depende de forma positiva del ingreso (Y), ya que el dinero es necesario para realizar transacciones, y de forma negativa de la tasa de interés (i), que es el costo de oportunidad de tener dinero.

El gran supuesto por detrás de este comportamiento es que las cantidades de dinero (M_s) se mantienen fijas, de esta forma, el aumento del ingreso requiere mayores cantidades de dinero, el cual al ser escaso aumenta su precio relativo (la tasa de interés).

Las políticas monetarias expansivas consistirían en aumentar las cantidades de dinero, desplazando la curva LM a la derecha. Al aumentar el dinero disponible a un mismo nivel de actividad (Y) la tasa se reducirá. Por el contrario, una política contractiva desplazará la curva hacia la izquierda.

Políticas expansivas

De esta forma podemos graficar políticas públicas expansivas, encontrando una tasa de interés y un nivel de ingreso de equilibrio:



De forma simétrica, podríamos ilustrar políticas contractivas.

El escenario puramente “keynesiano” sería en la parte plana de la curva LM, donde la política monetaria no tiene efectos y sería necesaria una política fiscal expansiva. De esta forma, la crítica de Keynes se vuelve tan solo un caso particular de una teoría más general, que incluiría la neoclásica.

Este modelo luego fue complementado con interpretaciones del sector externo, del mercado de trabajo y de la dinámica inflacionaria, pero, como dijimos, fue cayendo en desuso por críticas a sus fundamentos por parte de las dos principales escuelas vigentes.

En Argentina en particular, estas curvas parecen poco relevantes, ya que la tasa de interés la maneja el Banco Central (con los márgenes que le permite la integración financiera internacional) por lo cual se grafica con una LM horizontal, y la tasa de interés tiene escasa relevancia en el nivel de actividad, pudiendo ilustrarse con una IS casi vertical. De esta forma las variables seleccionadas dejan de tener una capacidad explicativa relevante.

3.5 La inflación

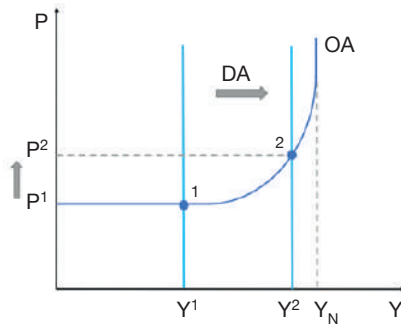
3.5.1. Pleno Empleo vs Estabilidad de Precios

Para la visión kaleckiana-(post) keynesiana, la economía no tiende por sí misma al pleno empleo de los recursos productivos. La demanda agregada decidida por los agentes, producto de las decisiones de gasto autónomo expandidas por el multiplicador,

no tiene por qué utilizar la totalidad de la capacidad instalada ni la mano de obra de la economía. De ahí que uno de los objetivos de la política económica sea generar los estímulos a la demanda agregada que permitan lograrlo.

A medida que la economía se acerca al pleno empleo, los costos de producción dejan de ser horizontales y comienzan a empinarse (ver recuadro sobre *Oferta agregada y el nivel de empleo de recursos*). De ahí que el costo de acercarse al pleno empleo de los recursos es cierta alza del nivel general de los precios.

Políticas Expansivas, Empleo y Precios



En términos gráficos, la economía se ubica inicialmente en el punto 1, donde la producción es Y^1 y el nivel general de precios P^1 . La búsqueda de acercar el nivel de producción (Y^2) al de pleno empleo (Y_N) mediante un incremento en la demanda agregada, estimulado por la política económica (desplazamiento de DA hacia la derecha), genera presiones sobre los costos de producción que elevan el nivel general de los precios hasta P^2 .

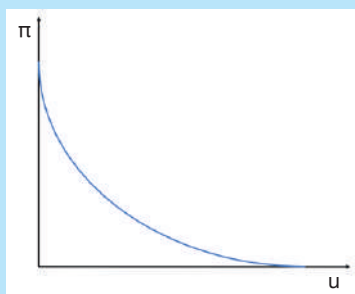
El alza de los precios cuando la economía se acerca al pleno empleo puede exacerbar pujas distributivas, en un contexto donde la capacidad de presión sindical se ve favorecida por el bajo desempleo (ver más adelante *Puja distributiva e inflación*). El resultado es una posible aceleración de la inflación a medida que la economía se acerca al pleno empleo de los factores. De esa manera, la política económica bajo la concepción hetero-

doxa debe lidiar con dos objetivos parcialmente contradictorios. Por un lado, la reducción del desempleo, por otro, la estabilidad de los precios. A esa disyuntiva entre estabilidad de precios y reducción del desempleo se la conoce como Curva de Phillips, la cual caracterizó la política económica de los países centrales entre la segunda guerra mundial y mediados de los setenta del siglo pasado. El alza del precio mundial del petróleo en la década del setenta del siglo pasado generó la coexistencia de elevada inflación con creciente desempleo, favoreciendo el desprestigio de aquella regla de política económica.

Claves

LA CURVA DE PHILLIPS

El término de ‘la curva de Phillips’ se comenzó a utilizar cuando, en 1958, el economista británico William Phillips encontró evidencia para la economía británica de que los periodos de alta inflación se relacionan con periodos de bajo desempleo, y al revés. A partir de allí, comenzó a formularse una regla de política económica donde el costo de la reducción del desempleo (u) era una aceleración de la inflación (π), y el de la estabilidad de los precios era un incremento del desempleo. Gráficamente, la curva de Phillips se representa como:



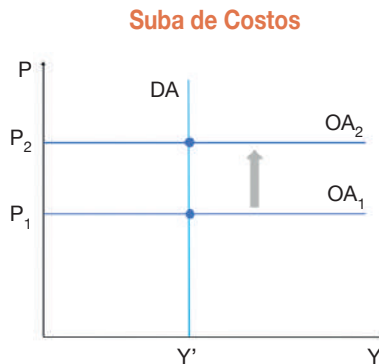
A mediados de la década del setenta del siglo pasado, la suba del precio internacional del petróleo generó en los países centrales la convivencia de elevada inflación con creciente desempleo, la llamada “estanflación”.³

3. En capítulos posteriores estudiaremos la dinámica inflacionaria en países periféricos, donde la estanflación era un fenómeno habitual antes de la crisis del petróleo.

La curva de Phillips comenzó a perder influencia y las corrientes ortodoxas comenzaron su crítica en base a las expectativas de los agentes, y las heterodoxas en base a la inflación de costos y por puja distributiva.

3.5.2. Costos, producción y precios

Los economistas kaleckianos-(post) keynesianos sostienen que los empresarios fijan sus precios aplicando un margen sobre los costos de producción. El nivel del margen aplicado depende del poder de mercado de las empresas donde se combinan cuestiones técnicas de escala productivas y nivel de inversión mínimo necesario para ingresar en un mercado con regulaciones públicas, organización de los trabajadores, colusión entre empresas, elasticidad de la demanda, etapa del ciclo económico, entre otros condicionamientos. Dado el margen empresarial, una suba nominal generalizada de los costos de producción (por ejemplo, a causa de un encarecimiento de las materias primas, aumentos salariales pactados en paritarias o incremento en las tarifas de los servicios públicos), será trasladado por los empresarios a los precios.



Gráficamente, la suba nominal generalizada de los costos genera un desplazamiento hacia arriba de la curva de oferta agregada (OA). Si el incremento de los precios no afecta la distribu-

ción del ingreso, ni el acceso a financiamiento, ni otro elemento que modifique las decisiones reales de consumo e inversión, entonces el nivel de producción determinado por la demanda agregada no se verá afectado. La suba del nivel general de precios requerirá una expansión endógena del dinero en circulación, permitiendo que el nivel real de transacciones pueda mantenerse al nuevo nivel más elevado de precios.

En palabras de los economistas

Advierten que la suba en las facturas hará crecer 1,3 por ciento la inflación en Capital y conurbano

El impacto del tarifazo en la inflación. 31 de enero de 2017.

El aumento en las facturas de luz que anunció el gobierno nacional tendrá, como era de preverse, una incidencia en el índice inflacionario. La consultora Elypsis aseguró que la medida hará subir el costo de vida 1,3 por ciento durante este año.

En la región metropolitana, el ajuste consistirá en un aumento promedio de 113 por ciento, distribuido en tres subas en febrero, marzo y noviembre de 35 por ciento, 34 por ciento y 19 por ciento, respectivamente.

3.5.3. Puja Distributiva e Inflación

Hemos visto que, para las corrientes heterodoxas, los empresarios forman sus precios aplicando un margen sobre los costos. De esa manera, el intento de los trabajadores de aumentar sus ingresos por la vía de una suba nominal de los salarios choca contra la decisión empresarial de mantener sus márgenes de ganancia, trasladando los aumentos de salarios a los precios. Si ante el aumento de los precios, los trabajadores vuelven a la carga con nuevos aumentos de salarios nominales que los empresarios vuelven a trasladar a los precios, se puede iniciar una espiral salario-precios que deriva en un proceso inflacionario.

Una situación similar puede darse si el gobierno impulsa, por ejemplo, una suba de tarifas para recomponer la rentabilidad de las empresas de servicios públicos. Ante la suba de las tarifas los trabajadores reaccionan solicitando incrementos nominales de salarios para mantener su nivel real de ingresos. Por su parte, las empresas trasladan a precios, el incremento del costo de los servicios públicos y de los salarios, para mantener sus márgenes de ganancias. El aumento de los salarios y los precios incrementa los costos de las empresas de servicios públicos, llevando al gobierno a establecer nuevos aumentos de tarifas. El nuevo *tarifazo* genera nuevos aumentos de salarios y de precios, desembocando en una espiral tarifa-salarios-precios.

Las subas generalizadas de precios por puja distributiva pueden desembocar en procesos inflacionarios de variados niveles. Si en el ejemplo visto de puja tarifa-salarios-precios, el gobierno establece aumentos de tarifas cada vez mayores con la finalidad de evitar que las subas posteriores de salarios y precios licuen la rentabilidad de las empresas de servicios públicos, el resultado puede ser que los aumentos de salarios y de precios también sean cada vez mayores, provocando una aceleración de la inflación.

Por el contrario, una política gradual para ir reduciendo la inflación por puja distributiva, es ir moderando los aumentos sectoriales. Una mayor moderación en la suba de tarifas, una intervención del Estado moderando los aumentos de salarios pactados en paritarias y un control sobre los formadores de precios para reducir el grado de traslado a precios de las subas de costos, puede ir desinflando el proceso inflacionario. Otra alternativa de estabilización es lograr un pacto social donde los principales actores económicos lleguen a acuerdos para poner fin a la puja distributiva [ver recuadro Pacto social].

Un poco de Historia

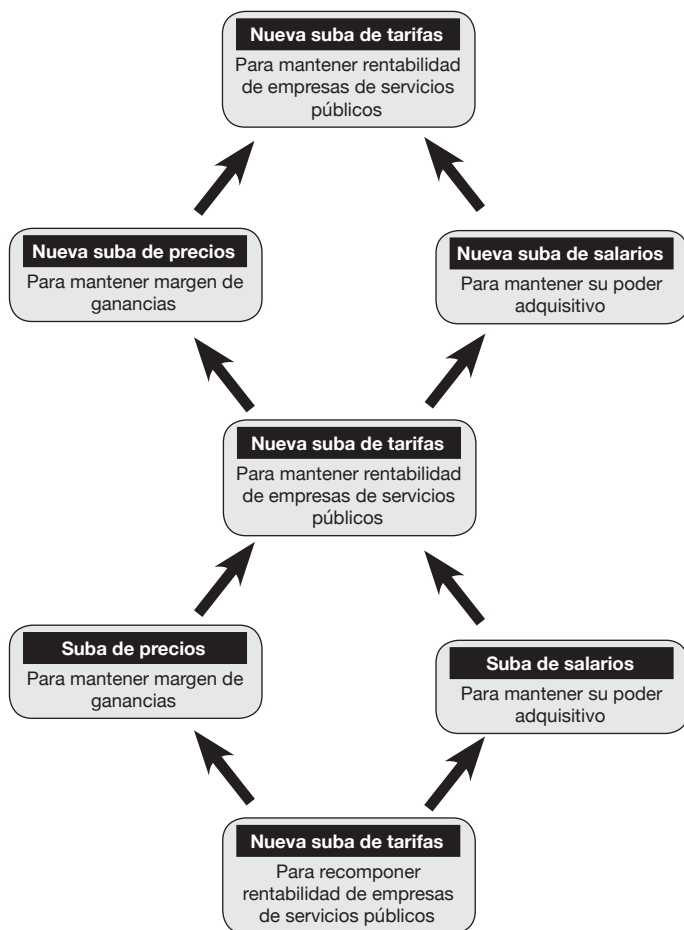
El Pacto Social

Una forma de poner fin a procesos inflacionarios motorizados por pujas sectoriales que intentan mantener el nivel real de sus ingresos, es sentar a la mesa de negociación a instituciones que representen a los principales actores económicos (Estado, empresarios, trabajadores). El fin de las negociaciones es sustituir la puja distributiva vía remarcaciones sectoriales, por un acuerdo distributivo aceptado por los principales actores. El compromiso de su aceptación es no generar futuros aumentos de precios que rompan los acuerdos. De cumplirse ese compromiso, el resultado es la amortiguación de la puja distributiva y, por lo tanto, del proceso inflacionario que provoca.

En Argentina, el pacto social más famoso fue el acuerdo que definió la política económica de las primeras fases del gobierno peronista de Héctor Cámpora y la tercera presidencia de Juan Domingo Perón. Se realizó entre las bases obreras representadas en el sindicalismo (nucleadas en la CGT) y el empresariado argentino (nucleado en la CGE Confederación General Económica). El acuerdo distributivo fue que la participación de los asalariados alcanzara el 40-50% del ingreso Nacional, en un lapso de 4 años (es decir, para 1977-1978). Su implementación implicó el congelamiento de los precios, un alza general de sueldos y la suspensión de la negociación colectiva sobre el salario durante 2 años.

El plan fue inicialmente exitoso para reducir la inflación. Sin embargo, la elevada inflación mundial por la suba del precio del petróleo dificultó mantener los precios congelados y luego, el debilitamiento del poder político tras la muerte de Perón terminó por sepultar el programa.

Inflación por puja distributiva



Los procesos inflacionarios motorizados por pujas de diversos sectores para mantener el nivel real de sus ingresos suelen denominarse **inflación por puja distributiva**.

3.5.4. Expectativas, indexación e inercia inflacionaria

La extensión en el tiempo de un proceso inflacionario genera que los contratos se adapten a la permanente suba de los precios. Una de las formas de adaptación de los contratos a la inflación es por medio de su indexación, es decir, el ajuste de su valor de acuerdo con la evolución de la inflación pasada. Los casos más habituales de indexación son los rendimientos de depósitos o del costo de los créditos que pasa a fijarse en una determinada tasa de interés más la tasa de inflación. También los contratos de alquiler y los de aumentos salariales pueden incorporar ajustes de acuerdo con la evolución de la inflación.

El efecto de la indexación de los contratos es que la inflación pasada se proyecta hacia adelante. Es decir, si en una economía los principales precios están indexados, la inflación difícilmente pueda disminuir ya que todos los precios aumentan por contrato, como mínimo, lo que hayan aumentado en promedio en el pasado.

La indexación generalizada de los contratos es especialmente peligrosa cuando se suceden saltos en precios claves de la economía. En esos casos, el golpe inicial sobre un precio clave (dólar, tarifas, combustibles, salarios, etc) tiende a generar saltos en las tasas de inflación que luego permanecen en el tiempo por efecto de la indexación. Es por ello que, en muchas economías que atravesaron procesos de prolongada inflación, una de las claves para iniciar un programa de estabilización es terminar con la indexación de los contratos.

Pero aun cuando los contratos no estén indexados legalmente, pueden estar indexados de hecho. Ello sucede cuando se introducen aumentos pautados de acuerdo con las expectativas inflacionarias, tanto en los contratos de alquileres, las paritarias salariales o las tasas de interés. Si esas expectativas se basan en la inflación pasada (expectativas adaptativas), el resultado es similar a si los contratos estuvieran efectivamente indexados.

Tanto la indexación por derecho o, de hecho, generan una inercia inflacionaria. Es decir, que los aumentos de precios del pasado se proyectan hacia adelante. Las pujas distributivas en

economías con inercia inflacionaria pueden provocar aceleraciones en las tasas de inflación. En esa situación, el actor social que busca recomponer sus ingresos reales, ya no lo hará mediante un aumento nominal de sus ingresos. Dado que espera un determinado piso de inflación, la recomposición de sus ingresos reales requiere una aceleración de la tasa a la que aumenta sus ingresos nominales. Es decir, la distribución del ingreso no se define sobre el nivel nominal de precios e ingresos de cada sector, sino sobre la tasa a la que se incrementan. El resultado de las pujas distributivas en una economía con inercia inflacionaria es la aceleración de la tasa de inflación.

Un poco de Historia

El Plan Austral (junio 1985 - agosto 1988)

El plan Austral aprendió del fracaso de los planes como la tablita cambiaria de Martínez de Hoz para reducir la inercia inflacionaria en contextos de alta inflación. Por eso aplicó una política que buscó terminar abruptamente con la inercia inflacionaria. Se cambió el signo monetario, se estableció una tabla de “desagio” para reconvertir los contratos financieros a los nuevos niveles de inflación esperados y se implementó una política de congelamiento de precios, salarios y tipo de cambio (con variaciones previas para alcanzar una estela de precios relativos deseados por los hacedores del plan). Adicionalmente se redujo el déficit público y se limitó su financiamiento con emisión monetaria.

Si bien el plan tuvo éxito en eliminar la inercia inflacionaria, no pudo resolver el desequilibrio estructural de las cuentas externas que había generado la deuda contraída previamente por la dictadura militar y la baja del precio internacional de las materias primas. Una caída coyuntural de las exportaciones agrícolas (por el deterioro de los términos de intercambio y el impacto de las inundaciones sobre la cosecha) sembró desconfianza sobre la posibilidad de mantener la pauta cambiaria impulsando una corrida contra el peso que derivó luego en una hiperinflación.

3.6. La distribución del ingreso

Si partimos de una economía donde no hay sectores con precios regulados ni que toman precios del mercado mundial (importadores o exportadores de materias primas), las empresas forman sus precios (p) aplicando un margen (τ) sobre sus costos primos de producción (mano de obra, insumos, etc). Simplificando el esquema para una economía cerrada donde el único insumo es la mano de obra, los costos primos vienen dados por los requerimientos de trabajo por unidad de producto (l), multiplicado por el salario (w):

$$p = (w * l) * (1 + \tau)$$

Si se multiplica ambos miembros por las cantidades totales producidas se obtiene que la forma en que se distribuye el ingreso para toda la economía está determinada por los costos salariales y el margen empresarial promedio de las unidades producidas multiplicado por el volumen total de producción:

$$Y = p * Q = (w * l) * (1 + \tau) * Q$$

De esa manera, la distribución del ingreso entre los salarios (w) y las ganancias (r) está dada por:

$$\frac{Y}{Y} = \frac{W}{Y} + \frac{P}{Y} = \frac{p * Q}{p * Q} = \left(\frac{w}{p} * l \right) * (1 + \tau) = 1$$

La participación de los salarios en el producto $\left(\frac{W}{Y} \right)$ es:

$$\frac{W}{Y} = \left(\frac{w}{p} * l \right) = \frac{1}{(1 + \tau)}$$

Y la de las ganancias $\left(\frac{P}{Y}\right)$:⁴

$$\frac{P}{Y} = 1 - \frac{W}{Y} = 1 - \left(\frac{w}{p} * l\right)$$

$$\frac{P}{Y} = 1 - \frac{1}{(1 + \tau)} = \frac{(1 + \tau)}{(1 + \tau)} - \frac{1}{(1 + \tau)} = \frac{\tau}{(1 + \tau)}$$

Es decir, la distribución del ingreso depende de la relación que se establezca entre el salario real promedio $\left(\frac{w}{p}\right)$, los requerimientos de trabajo por unidad de producto (l) y el margen (τ) promedio que aplican los empresarios sobre sus costos de producción.

Dado que la mayor parte de los autores heterodoxos sostienen que las posibilidades de sustitución técnica de trabajo por medios de producción son bajas en el corto plazo, consideraremos a los requerimientos de trabajo por unidad de producto (l) como rígidos. De esa manera, cuando mayor sea el margen de las empresas (τ), menor será el salario real de los trabajadores $\left(\frac{w}{p}\right)$ y viceversa. De ahí que la distribución del ingreso dependerá de cómo se resuelva la tensión entre la política de fijación de precios de las empresas (p) y la de salarios nominales de los trabajadores, que resultará en un determinado nivel de margen empresarial (τ) y salario real $\left(\frac{w}{p}\right)$.

4. En este caso, la variable "P" se refiere a las ganancias (*"profits"*), no confundir con la utilización en la ecuación cuantitativa, la cual hace referencia al nivel de precios.

Claves

LA TASA DE GANANCIA

La tasa de ganancia (r) está dada por la masa de ganancias (P) dividida el valor del stock de capital invertido (K), donde asumimos para simplificar que los precios de los medios de producción (p) son homogéneos al resto de los bienes. Para una economía donde los empresarios forman precios (p) aplicando un margen (τ) sobre los costos de producción dados por los requerimientos de trabajo por unidad de producto (l) y su respectivo salario nominal (w), la participación de las ganancias (P) en el producto ($Y = p * Q$) está determinada por el margen empresarial:

$$\frac{P}{Y} = \frac{P}{p * Q} = \frac{\tau}{(1 + \tau)}$$

De esa manera, la tasa de ganancia queda definida como:

$$r = \frac{P}{pK} = \frac{P}{Y} * \frac{pQ}{pK} = \frac{\tau}{(1 + \tau)} * \frac{Q}{K}$$

La fórmula muestra que la tasa de ganancia depende positivamente del nivel del margen empresarial por unidad de producto como de las cantidades producidas en relación al stock de capital.

La mayor parte de los economistas heterodoxos considera que los precios pueden modificarse con mayor velocidad que los salarios. La consecuencia de ello es que los empresarios tienen capacidad de fijar sus márgenes (τ pasa a ser la variable independiente e, indirectamente, el nivel de salario real $\left(\frac{w}{p}\right)$ se convierte en la variable dependiente). La situación en que los trabajadores fijan su salario real e, indirectamente, el margen empresarial, sólo se produce en contextos donde por medio de controles de precios y otras regulaciones, los trabajadores pueden fijar no sólo sus salarios nominales (w), sino también los precios (p).

Fuera de esa eventualidad, el margen que aplican las empresas tiene en cuenta otros costos no directamente vinculados con

cada unidad producida, pero necesarios para llevar a cabo la producción (gastos administrativos, alquileres, financiamiento, maquinarias, etc.). En los sectores productivos donde esos gastos generales sean más elevados, por ejemplo, la producción de hidrocarburos o minera que requiere grandes inversiones fijas iniciales, el margen aplicado sobre cada unidad producida será muy elevado. En cambio, los sectores económicos con reducida inversión fija, como un kiosco, presentan bajos márgenes empresariales en sus productos.

Otros factores que afectan los márgenes son el poder de mercado de las empresas, sus estrategias de formación de precios, las regulaciones de precios, la elasticidad de la demanda, entre otros elementos relativamente estables. Los márgenes también se ven afectados por el estado de la economía, como ser el nivel de demanda de bienes en relación a la capacidad productiva, o el nivel de demanda de insumos productivos (materias primas, mano de obra, etc) en relación a su oferta.

Nótese que, si los empresarios tienen capacidad para fijar sus márgenes, los aumentos de salarios nominales que puedan obtener los trabajadores sólo se traducen en subas de precios que no afectan la distribución del ingreso.

3.7. La Tecnología

La tensión distributiva entre los salarios reales y los márgenes empresariales que vimos en la sección anterior disminuye cuando el avance técnico permite incrementar la productividad del trabajo y de los medios físicos de producción. De esa forma, los menores requerimientos de trabajo por unidad de producto permiten incrementar el margen de ganancia sin disminuir los salarios reales. A su vez, los menores requerimientos de capital por unidad de producto permiten incrementar la tasa de ganancia sin necesidad de incrementar los márgenes empresariales y, por ende, de disminuir el nivel de salarios reales.

Pero ese análisis optimista del desarrollo tecnológico no toma en cuenta su impacto sobre la demanda agregada y el nivel de producto. Por ejemplo, los menores requerimientos de trabajo

por unidad de producto pueden generar una ola de despidos que derive en un menor nivel de consumo salarial. La baja del consumo puede derrumbar las ventas de las empresas. De esa manera, el impacto de la tecnología puede ser una reducción del producto agregado e, incluso, de la tasa de ganancia en el caso de que el mayor margen por unidad de producto sea más que compensado la merma en las unidades vendidas. Un análisis similar sucede en el caso de tecnología que reducen los requerimientos de capital por unidad de producto. Si la consecuencia es un menor volumen de inversión global, termina por generar una baja en el nivel global de gastos y de producción.

Por eso, para las visiones heterodoxas el impacto del desarrollo tecnológico sobre el nivel de producto es ambiguo y depende, fundamentalmente, de su impacto sobre el volumen general de los gastos. En general, el avance tecnológico tiende a incrementar el volumen de inversiones en el momento de la difusión de la tecnología, al calor de la demanda de los nuevos medios de producción que incorporan la nueva tecnología. Sin embargo, a medida que su difusión termina de completarse, comienza a pesar la reducción de gastos salariales y de capital por unidad de producto que permite las nuevas tecnologías.

En los países que importan las nuevas tecnologías, el momento de incorporación de la tecnología no va acompañado de un impulso a la demanda interna y, por lo tanto, el impacto contractivo de las innovaciones es preponderante.

Claves

TECNOLOGÍA Y TASA DE GANANCIA

El impacto del avance tecnológico sobre la tasa de ganancia es ambiguo para las corrientes heterodoxas. Tomando en cuenta la fórmula de la tasa de ganancia para una economía donde sólo hay costos salariales:

$$\pi = \frac{P}{\rho K} = \frac{\tau}{(+\tau)} * \frac{Q}{K} = \left[1 - \left(\frac{w}{\rho} * l \right) \right] * \frac{Q}{K}$$

Puede observarse que una reducción de los requerimientos de trabajo por unidad de producto (l) o del capital (K), permiten incrementar la tasa de ganancia siempre que no induzcan una caída del consumo salarial y la inversión que termine mermando las cantidades vendidas Q .

3. Resumen

- El nivel de producción es determinado desde la demanda.
- La demanda agregada (DA) está dada por las decisiones de consumo e inversión públicas y privadas, influidas por la política económica, el nivel de concentración de los mercados, el nivel de salarios reales, el grado de utilización de la capacidad, los requerimientos técnicos de medios de producción, expectativas, el acceso al crédito, entre otros.
- La economía no tiende por sí misma al pleno empleo de los recursos productivos.
- Las ideas planteadas por esta escuela se caracterizan por dar un rol relevante a la política económica, y por cierta desconfianza sobre la eficacia de los mecanismos de mercado.
- La política económica debe impulsar la demanda agregada para estimular la producción y el empleo.
- La oferta agregada puede adaptarse a los distintos niveles de la demanda sin generar tensiones sobre los precios, mientras existan recursos productivos ociosos.
- A medida que la economía se acerca al pleno empleo, los costos de producción dejan de ser horizontales y comienzan a empinarse.
- El pleno empleo puede exacerbar pujas distributivas en un contexto donde la capacidad de presión sindical se ve favorecida por el bajo desempleo.
- La extensión en el tiempo de un proceso inflacionario genera que los contratos se adapten a la permanente suba de los precios. Una de las formas de adaptación de los contratos a la inflación es por medio de su indexación.
- El efecto de la indexación de los contratos es que la inflación pasada se proyecta hacia adelante.

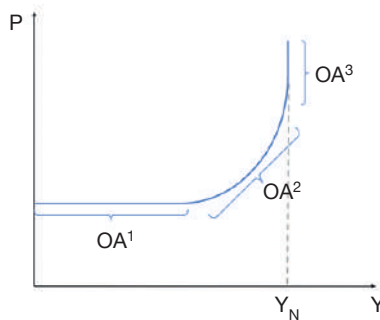
- El nivel de empleo depende del nivel de actividad y, este último, de la demanda agregada que, a su vez, depende del nivel de empleo y de los salarios reales. En consecuencia, la relación entre nivel de empleo y de salarios reales no es unívoca.
- Cuando el resultado final de un incremento de los salarios reales es un aumento en la demanda global de empleo. Ese escenario suele denominarse de una economía tirada por los salarios.
- Cuando la relación entre salarios reales y demanda de empleo es negativa, ese escenario suele denominarse como de una economía tirada por las ganancias.
- La inversión genera automáticamente un ahorro equivalente al ampliar el ingreso o, en caso de encontrarse con restricciones para ello, reducir el consumo u otro componente de la demanda agregada.
- La inversión y el ahorro son producción no consumida y, por ende, un tema de la economía real.
- El incentivo individual a un mayor ahorro puede resultar en un menor ahorro global (paradoja del ahorro).
- El financiamiento de la inversión no necesita de la existencia de depósitos monetarios previos ya que son los créditos los que generan depósitos (dinero endógeno).
- El financiamiento de la inversión es un tema monetario, vinculado al acceso al crédito por los empresarios.
- La inversión estimula la producción y ésta a la inversión, dando origen a una retroalimentación que puede empujar la economía hacia la expansión o la contracción.
- La escasez o abundancia de mano de obra, materias primas, recursos financieros, divisas, pueden limitar las fases de expansión y depresión económica, dando origen a los ciclos.
- La política monetaria puede amortiguar esas fluctuaciones.
- La cantidad de dinero en circulación (M) para comprar y vender una determinada cantidad de bienes y servicios (T), dada la velocidad de circulación del dinero (V) depende del nivel general de precios (P).
- Los empresarios fijan sus precios aplicando un margen sobre los costos de producción.

- El nivel del margen depende del poder de mercado de las empresas donde se combinan cuestiones técnicas de escala productivas y nivel de inversión mínimo necesario para ingresar en un mercado, con regulaciones públicas, organización de los trabajadores, colusión entre empresas, elasticidad de la demanda, etapa del ciclo económico, entre otras.
- La distribución del ingreso depende de la relación que se establezca entre el salario real promedio, los requerimientos de trabajo por unidad de producto y el margen promedio que aplican los empresarios sobre sus costos de producción.
- Los precios pueden modificarse con mayor velocidad que los salarios. La consecuencia de ello es que los empresarios tienen capacidad de fijar sus márgenes (pasa a ser la variable independiente) e, indirectamente, el nivel de salario real.
- Para las visiones heterodoxas el impacto del desarrollo tecnológico sobre el nivel de producto es ambiguo y depende, fundamentalmente, de su impacto sobre el volumen general de los gastos.

3. Preguntas y problemas

1. Oferta y demanda agregadas

- ¿Por qué la curva de oferta agregada se empina a medida que el producto (Y) se acerca al producto de pleno empleo (Y_N)?



- ¿Qué diferencias encuentra respecto al concepto de producto natural (Y_n) neoclásico?

2. Políticas expansivas
 - a. Suponga que el Banco Central decide incrementar las cantidades de dinero en circulación para financiar un mayor gasto público, ¿cómo afectaría el nivel de producción y de precios según los kaleckianos-(post) keynesianos? Responda asumiendo que la economía se encuentra en el tramo de oferta OA_1 , OA_2 y OA_3 .
 - b. ¿Y en el caso de que el gobierno realice una política de aumento de la obra pública? ¿La demanda agregada se desplaza en la misma cuantía que tal gasto? ¿Por qué?
3. La ecuación cuantitativa del dinero presenta una igualdad, sin embargo, la escuela heterodoxa supone que existe causalidad entre las variables. ¿Cuál es?
4. Dada la fórmula del multiplicador keynesiano $\frac{1}{(1-c)}$. Asumiendo una inversión (I) de \$10.000
 - a. ¿Qué valor tendrá el producto (Y) si la propensión media a consumir (c) es de 0,2 y cuál si es 0,3? Explique por qué aumenta o disminuye el producto cuando se incrementa c.
 - b. Este aumento en el consumo, ¿implica una caída del ahorro (S)?
5. Tomando en cuenta el desarrollo kaleckiano de la propensión media a ahorrar según la distribución funcional del ingreso:

$$\frac{1}{(1 - c_w * \frac{W}{Y} + c_p \frac{P}{Y})}$$

¿Cómo afecta una mejora en la participación de los trabajadores en el ingreso al multiplicador y al volumen de producción?
6. Suponga una economía que atraviesa un proceso inflacionario que, para la visión heterodoxa, se debe a un proceso de puja distributiva que dada su permanencia en el tiempo generó una inercia inflacionaria.
 - a. ¿Qué efecto tendrá sobre la tasa de inflación un intento del gobierno de aumentar el valor relativo de las tarifas y el dólar?
 - b. Y si no hubiese inercia inflacionaria ¿Un aumento de ta-

rifas puede generar un fenómeno inflacionario permanente en el tiempo?

7. Analice el impacto sobre el nivel de empleo de la imposición de un salario mínimo por encima del salario que regía sin regulaciones, según se trate de una demanda de empleo tirada por los salarios o tirada por las ganancias.
8. Dada la fórmula del divisor bancario:

$$BM = M/m \text{ con } m = (1 + p) / (e + p)$$

- a. Analice cuál será el valor de la base monetaria (BM) dada una oferta monetaria (M) de \$100.000M, para las siguientes combinaciones de valores de encajes (e) y preferencia de liquidez (p): (e;p) = (0,1;0,1) ; (0,1;0,005); (0,005;0,1); (0,005; 0,005).
- b. Explique las razones por las que la base monetaria aumenta o disminuye al cambiar el valor de e y p.
9. Para el paradigma heterodoxo, ¿cuál es el efecto sobre la inversión de un intento de estimularla mediante regulaciones que reduzcan las tasas de los créditos?
10. ¿Qué es la paradoja del ahorro?
11. ¿Cuál es el objetivo de política monetaria de subir o bajar la tasa según el producto supere o sea menor que el producto potencial? ¿Cómo afecta la oferta de crédito en relación al costo del mismo?
12. Dada la fórmula de la tasa de ganancia:

$$\pi = \frac{P}{pK} = \frac{P}{Y} * \frac{pQ}{pK} = \frac{\tau}{(1 + \tau)} * \frac{Q}{K}$$

Suponga que un incremento de los salarios reales producido por una disminución del margen empresarial (τ), incrementa el consumo agregado y el volumen de producción (Q), ¿Qué efecto tendrá sobre la tasa de ganancia (π)?

13. ¿Qué sucedería con el volumen de producción frente a una innovación tecnológica?

3. Lecturas complementarias

- Cardim de Carvalho, F. *Investimento, poupança e financiamento. Financiando o crescimento com inclusão social*. IE/UFR. 2003
- Ingham, Geoffrey. *The Nature of Money*. 2004. Polity Press Ltd.
- Kaldor, N. *Teorías alternativas de la distribución del ingreso*. 1960.
- Kalecki, M. *A Theory of Profits.*, *The Economic Journal*, Vol. 52, No. 206/207, Jun. -Sep. 1942.
- Kalecki, M. *Estudios sobre la teoría de los ciclos económicos*. Editorial Ariel. 1973.
- Kalecki, M. *Teoría de la Dinámica Económica. Ensayos sobre los Movimientos Cíclicos y de Largo Plazo de la Economía Capitalista*. 1956. Fondo de Cultura Económica.
- Keynes, John M. *Teoría general del empleo, el interés y el dinero*. 1936
- Keynes, John M. *Tratado sobre el dinero*. 1930.
- Lavoie, Marc. *An Introduction to Post-Keynesian Economics*. 2015.
- Lerner, Abba. *The Economics of Control: Principles of Welfare Economics*. 1944.
- Minsky, Hyman P. John Maynard Keynes. 1976.
- Palley, T. *A post Keynesian framework for monetary policy: why interests rate operating procedures are not enough*.
- Sraffa, P. *Producción de mercancías por medio de mercancías*. Ed.Oikos-tau. 1965.
- Sylos Labini, P. *Oligopolio y progreso técnico*. Ed.Oikos-tau. 1965.
- Taylor, Lance. *Reconstructing Macroeconomics*. Harvard University Pres. 2004.
- Wray, Randall. *From the State Theory of Money to Modern Money Theory: An Alternative to Economic Orthodoxy*. 2014.

Parte 4. Economías Abiertas.

Conceptos Introdutorios

Hasta ahora hemos repasado las principales ideas en lo que respecta al funcionamiento de economías en autarquía, o sea, sin vínculos económicos con otras economías nacionales. Ese tipo de desarrollos teóricos suelen tener alguna relevancia para entender el funcionamiento de economías de países con gran poderío económico global (Estados Unidos, Inglaterra, Alemania), donde el peso del sector externo en el desempeño de la economía local no resulta decisivo. En economías más pequeñas, como las latinoamericanas, el sector externo suele ser trascendental. Todas las variables estudiadas hasta el presente se ven permanentemente atravesadas por el desempeño de este sector. El tipo de cambio, las importaciones, las exportaciones, la deuda externa y la fuga de capitales, aparecen entonces como ejes centrales sobre los que girará nuestro análisis. Es por ello que comenzaremos desarrollando algunos conceptos básicos de las economías abiertas.

4.1. La apertura del mercado de bienes

Considerar los bienes que se compran o venden en el exterior complejiza el análisis macroeconómico. A partir de ahora, será posible comprar bienes locales (PBI) o importados (IM) y los bienes que producimos se podrán destinar al mercado interno ($C + G + I$) o externo (X , exportaciones). Un aumento del consumo que implique mayores importaciones no impactará en la DA, sino en un aumento de la producción extranjera. En el caso de las exportaciones, un aumento del consumo de otro país implicará una mayor producción en el nuestro. De esa manera, la ecuación de $OA = DA$ puede ser reformulada como:

$$PBI + IM = C + G + I + X$$

o bien

$$PBI = C + G + I + (X - IM)$$

Asimismo, los bienes y servicios los podremos categorizar de la siguiente manera:

4.1.1. Los bienes transables

Son todos los bienes y servicios potencialmente comercializables con el exterior. Entre ellos podemos encontrar a las materias primas, productos industriales, servicios de nuevas tecnologías, etc. Su precio relativo está muy influenciado por el tipo de cambio y los mercados extranjeros.

4.1.2. Los bienes no transables

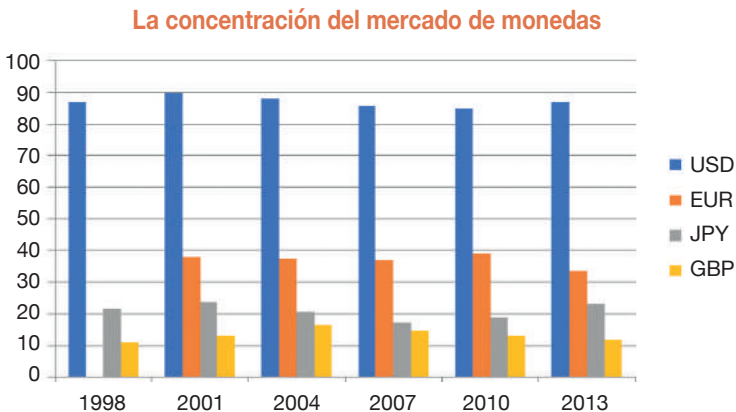
Son los que no se pueden comercializar con el exterior. Ej: peluquero, médico, rutas, etc.

4.2. Los tipos de cambio

A pesar de que el tipo de cambio es un precio, a diferencia de los precios de bienes y servicios que solo atañen a la relación de un determinado bien con el resto de los que se transan en la economía, el precio de la divisa es un enorme asignador de recursos. Su variación implica una gran modificación de los precios relativos de una economía, al aumentar el tipo de cambio los bienes importados pasan a ser más caros que los locales, y lo mismo sucede con ciertos bienes de exportación que tienen sus precios determinados en los mercados internacionales (*commodities*). Es por ello que el precio del dólar suele generar grandes discrepancias y es objeto de presiones sectoriales permanentes.

4.2.1. Los tipos de cambio nominales

El tipo de cambio nominal (TCN) es el precio de una moneda extranjera en términos de la moneda local (o viceversa, en la periferia se utiliza siempre la primera forma). La moneda internacionalmente utilizada como patrón común es el dólar estadounidense (USD). Todas las monedas que son aceptadas internacionalmente son denominadas “divisas”, o “moneda dura”.



Fuente: elaboración propia en base al BIS.

La relación entre las diferentes monedas se realiza utilizando el dólar como patrón común de medida. De forma que para intercambiar dos monedas, debemos considerar el precio de cada una de ellas en relación al dólar.

Ejemplo: ¿Cuál es el tipo de cambio del peso argentino respecto al peso uruguayo?

- $ARG/USD = 15$
- $URU/USD = 30$
- $ARG/URU = 0,50$ (pesos argentinos por peso uruguayo)

Cuando la moneda nacional se encarece en términos de la moneda internacional, se dice que la moneda se aprecia o que el tipo de cambio baja. En cambio, cuando la moneda nacional se abarate en términos de moneda internacional, se dice que la moneda se deprecia o que el tipo de cambio sube.

Hasta ahora hemos estudiado el tipo de cambio nominal, sin embargo, ¿me alcanza esta herramienta para elegir si compraré un producto nacional o extranjero? No. Tengo que considerar los precios de los bienes en ambas monedas. El poder de compra de cada moneda.

4.2.2. Los tipos de cambio reales

Los tipos de cambio reales (TCR) representan la capacidad de compra que tiene cada moneda. A fin de ser más claros imaginemos dos países que solo producen un bien. Por ejemplo, Argentina y Uruguay producen dulce de leche de primera marca por 500 gr cuyo precio en cada país es:

- Dulce de leche uruguayo = \$URU 94
- Dulce de leche argentino = \$ARG 32

Y el tipo de cambio nominal entre el peso argentino y el peso uruguayo (ARG/URU) es de 0,50 (un peso uruguayo cuesta 0,50 pesos argentinos). Pasamos el precio del dulce de leche en Uruguay a pesos argentinos:

$$\text{Dulce de Leche uruguayo} = \$\text{URU } 94 * 0,5 \text{ ARG/URU} = \$\text{ARG } 47$$

De esa manera, el tipo de cambio real, dado por el valor relativo del dulce de leche en ambos países es:

$$\text{TCR ARG/URU} = \$\text{ARG } 47 / \$\text{ARG } 32 = 1,4$$

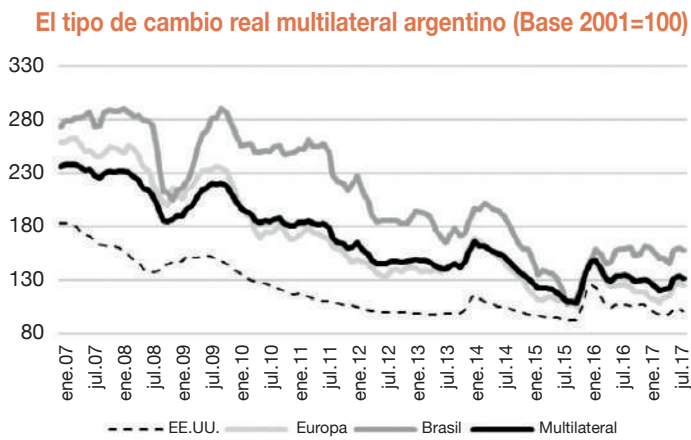
Esto significa que el dulce de leche en Uruguay es 40% más caro que en Argentina.

Cuando decimos que nuestra moneda está apreciada en términos reales, significa que somos caros para el resto del mundo. Al contrario, si decimos que nuestra moneda se encuentra depreciada en términos reales, entonces somos baratos para el resto del mundo. En el ejemplo dado anteriormente, Argentina tiene una moneda depreciada en términos de dulce de leche respecto a la moneda uruguaya.

El tipo de cambio real no solo depende del tipo de cambio nominal, sino que en él influyen los niveles de precios local y extranjeros. Suponiendo que el tipo de cambio nominal se mantiene inalterado, la inflación doméstica genera una apreciación del tipo de cambio real, por otro lado, si el aumento de precios se da en el resto del mundo, nuestro tipo de cambio real se deprecia.

4.2.3. El tipo de cambio real multilateral

El ejemplo que utilizamos para calcular el tipo de cambio real fue realizado con un solo bien y con un solo país, pero sabemos que nuestro país comercia una gran variedad de productos con muchos países. Para analizar el tipo de cambio real debemos considerar nuestra moneda (y nivel de precios) con respecto a las monedas (y niveles de precios) de nuestros principales socios comerciales. Para ello existe el tipo de cambio real multilateral, el cual se calcula haciendo un promedio ponderado (por su participación relativa en nuestro comercio externo) respecto a nuestros principales socios comerciales.



Fuente: Centro de Estudios Económicos y Sociales Scalabrini Ortiz.

4.3 El mercado de divisas y la determinación del tipo de cambio

El precio del dólar se determina en el mercado cambiario. El mismo es un espacio virtual donde se encuentran los principales compradores y vendedores de moneda extranjera. En dicho mercado los principales agentes que encontraremos son:

Desde la oferta:

- Los exportadores
- La inversión extranjera directa (IED)
- Préstamos de organismos internacionales
- Ingreso de capitales financieros foráneos
- Venta de reservas del banco central argentino
- Disminución de tenencias de divisas de bancos públicos y privados

Desde la demanda:

- Los importadores
- Inversión extranjera directa argentina

- Servicios de la deuda privada y pública en divisas
- Dividendos de las multinacionales
- Egreso de capitales financieros
- Incremento de tenencias de divisas de bancos públicos y privados
- Compra de reservas del banco central argentino
- Compra de dólares por privados

Como resultado de la puja entre compradores y vendedores, se pueden vender o comprar dólares a determinado precio, o sea, se establece el tipo de cambio nominal.

Más adelante describiremos el rol de las reservas internacionales del Banco Central, pero podemos adelantar que, a través del mercado cambiario, esta institución puede tanto vender como comprar moneda extranjera, acumulando o reduciendo reservas internacionales e influyendo, de esa manera, sobre el precio de la divisa.

4.4. Regímenes cambiarios

Los países pueden elegir entre diferentes esquemas de administración del tipo de cambio. Usualmente la administración del mismo y regulación de su mercado corre a cargo del Banco Central. Las modalidades más habituales son las siguientes:

- a) *Flotación pura*: el tipo de cambio varía libremente en el mercado en función de la oferta y la demanda, las instituciones del gobierno no participan de este mercado de forma significativa. Ejemplos de estos esquemas se encuentran en los países centrales, como Estados Unidos o Europa.
- b) *Fijo*: se fija el tipo de cambio respecto a otra moneda de referencia y se mantiene. Para ello el Banco Central debe garantizar la entrega de divisas a ese precio. Para mantener la paridad cambiaria al nivel estipulado usualmente es necesario contar con gran cantidad de reservas internacionales como respaldo. Ejemplos históricos de este modelo han sido la con-

vertibilidad peso/dólar en la Argentina durante la década de 1990, así como las experiencias de patrón oro.

- c) *Flotación sucia*: el Banco Central interviene en el mercado de cambios comprando y vendiendo, de esa forma va ubicando el tipo de cambio donde lo considere conveniente. Actualmente este tipo de régimen es el más utilizado en los países periféricos.
- d) *Tipos de cambio diferenciados*: estos esquemas se pueden combinar segmentando el mercado de cambios según el tipo de operación. Usualmente la diferencia radica en si la misma tiene fines financieros, comerciales o el tipo de bien que se comercia.
- e) *Dolarización*: se reemplaza la moneda nacional por el dólar estadounidense, renunciando a la capacidad soberana de emitir moneda. Actualmente Ecuador es una economía plenamente dolarizada.

Toda intervención del Banco Central en el mercado cambiario tiene una contrapartida en los stocks de dinero. Al comprar dólares el Banco Central expande la base monetaria, ya que entrega pesos a cambio de los dólares que compra, por lo que se trata de una política monetaria expansiva. Al vender dólares el resultado es el contrario, reduce la base monetaria ya que recibe pesos a cambio de los dólares que entrega, por lo que realiza una política monetaria contractiva.

4.5. Las reservas internacionales

Las reservas internacionales son activos denominados en moneda extranjera acumulados por el Banco Central. La mayor parte de ellos son bonos del tesoro estadounidense, aunque pueden existir bonos europeos u oro físico. Sirven para afrontar déficits comerciales, pagos de deuda en USD o corridas cambiarias contra la moneda doméstica. Las reservas pueden acumularse por depósitos de los bancos comerciales en el Banco Central, por compras a mercado abierto (realizadas por el Banco Central en

el mercado de cambios), por compras de dólares a otras instituciones estatales o por préstamos que obtiene el Banco Central.

4.6. La balanza de pagos

La balanza de pagos es un documento estadístico que resume todas las transacciones económicas realizadas entre residentes y no residentes de una economía. El registro se realiza en dólares, con el criterio de devengado y su publicación es trimestral.

Existen tres cuentas básicas, con subcuentas:

- a) Cuenta Corriente
 - a. Balanza comercial: registra las exportaciones e importaciones de bienes.
 - b. Balanza de servicios: registra las exportaciones e importaciones de servicios.
 - c. Balanza de rentas: aquí se registra centralmente el pago de intereses de la deuda externa y la remisión de utilidades y dividendos de las compañías multinacionales.
 - d. Balanza de transferencias: se trata de transferencias de dinero o bienes sin contraprestación. En algunos países las remesas de migrantes suelen tener un peso importante.

- b) Cuenta Capital:
 - a. Transferencias de capital: contabiliza las transferencias de capital fijo (o del dinero producto de su venta) sin contraprestación.
 - b. Adquisición y disposición de activos inmateriales no producidos: registra la compraventa de patentes, derechos de autor, marcas, etc.

- c) Cuenta Financiera: se contabilizan en ella las variaciones de activos y pasivos financieros del país debidas, esencialmente, a operaciones de compraventa de títulos de distinta índole (acciones, obligaciones, propiedad de inmuebles, préstamos). También se registra la entrada o salida de reservas internacionales.

- a. Inversiones Directas: refiere a la compra de inmuebles o adquisición de acciones que impliquen cierto control de la compañía (mayor al 10%).
- b. Inversiones de Cartera: se trata de operaciones de compra venta de valores negociables (bonos, acciones, fondos comunes de inversión).
- c. Otra Inversión: registra los préstamos, créditos comerciales y otros depósitos (compra de moneda extranjera).
- d. Derivados Financieros: incluye las transacciones de swaps, futuros y opciones.
- e. Errores y omisiones: es una partida de ajuste.
- f. Variación de reservas internacionales: registra la entrada y salida de divisas acumuladas por el Banco Central.

4. Preguntas de repaso y ejercicios

- 1) Ingrese al sitio del Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (www.indec.gob.ar), en la sección de “Economía/ Cuentas Internacionales/ Balanza de Pagos”.
 - a. Grafique la evolución de las exportaciones, importaciones y balanza comercial desde el año 1994.
 - b. ¿Encuentra algunas regularidades?
 - c. Repita el procedimiento con la cuenta financiera
- 2) Descargue de internet el archivo `serie.se.xls` del Banco Central.
 - a. Grafique la evolución de las reservas internacionales desde el año 2003.
 - b. Busque a qué se deben los momentos de crecimiento y caída de las mismas.
- 3) Explique si el tipo de cambio real argentino se deprecia o aprecia en las siguientes circunstancias:
 - a. Argentina realiza una devaluación y el dólar pasa de valer \$ARG 60 a \$70.
 - b. Brasil mantiene su tipo de cambio y atraviesa un proceso inflacionario.

- c. Argentina vive un proceso inflacionario y mantiene su tipo de cambio.
- d. Uruguay aprecia su moneda.

4. Fuentes de consulta

www.bcra.gov.ar / Sector Externo

www.indec.gov.ar / Economía / Cuentas Internacionales

<https://datos.bancomundial.org/>

www.bis.org

www.produccion.gob.ar/area/secretaria-de-comercio/subsecretaria-de-comercio-exterior

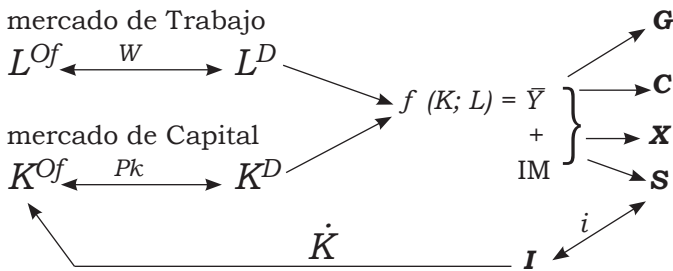
Parte 5. El enfoque ortodoxo de la absorción

Ya desarrollados los elementos básicos para el abordaje macroeconómico de economías abiertas, ahora estudiaremos el enfoque de las diferentes escuelas económicas sobre el mismo. Nos concentraremos en la forma en que abordan la problemática de la *restricción externa*, también llamada *restricción de balance de pagos, de divisas o de dólares*. Es decir, la limitación que impone la falta de divisas sobre la actividad económica y el empleo. Una problemática macroeconómica central para las economías periféricas como la Argentina. Comenzaremos desarrollando la visión ortodoxa de la restricción externa conocida como “enfoque de la absorción”.

En los modelos macroeconómicos ortodoxos (neoclásicos y nuevos clásicos), el nivel de producción es determinado desde la oferta. Dada la dotación de factores productivos de una economía compuesta por su oferta de trabajo (L^O) y capital (K^O), los mercados de factores dependiendo del nivel de flexibilidad en los salarios (W) y precio del capital (P^K) y las posibilidades de sustitución factorial, generan un determinado nivel de empleo (L^D) y de utilización de la capacidad productiva de los medios de producción (K^D). De esa manera, el nivel de producción pasa a estar determinado por ese nivel de utilización de los factores

productivos y sus respectivas productividades, dadas por el estado de la tecnología [$f(K; L)$].

La novedad a partir de ahora es que, a diferencia del caso de una economía cerrada, la introducción del sector externo permite que los componentes de la demanda agregada excedan el volumen de ingresos (Y) generado por la producción. De esta forma, si el consumo público (G), privado (C), las exportaciones (X) o el ahorro (S) (que se traduce en inversión (I)), superan el producto, el exceso de demanda será cubierto con importaciones (IM). Por ello, para los ortodoxos un déficit comercial ($IM > X$) es sinónimo de un exceso de demanda interna ($G + C + I$) por sobre los ingresos correspondientes a un producto determinado desde la oferta (Y).



Esta forma de ver un problema de déficit externo es denominada como enfoque de la “absorción”. El exceso de importaciones (IM) sobre las exportaciones (X) es considerado la consecuencia de un exceso de “absorción” interna [$A = (G + C + I)$]¹ por sobre los ingresos correspondientes al producto natural (Y_N). Nótese que, por definición de las cuentas nacionales, el déficit comercial ($IM - X$) es equivalente al exceso de absorción sobre los ingresos ($A - Y$):

1. Atención a no confundir la utilización de las variables “A” de absorción, respecto a la variable “A” referida al gasto autónomo.

$$OA = DA$$

$$Y + IM = (G + C + I) + X = A + X$$

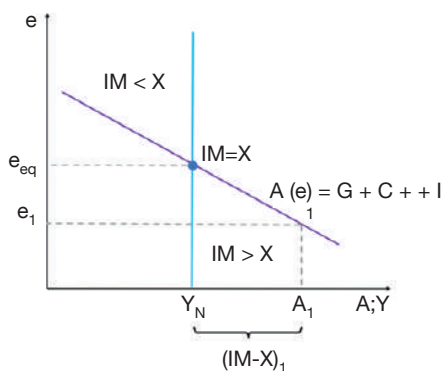
$$IM - X = A - Y$$

La discusión, nuevamente, radica en determinar cuál es la variable exógena. El enfoque ortodoxo asume el producto determinado desde la oferta como la variable exógena, y al nivel de absorción interna como la variable independiente. El déficit comercial es la variable dependiente, determinado por el exceso de absorción sobre los ingresos:

$$\underbrace{A - \bar{Y}_N = IM - X}_{\longrightarrow}$$

Otra variable que incorporaremos en el modelo es el tipo de cambio real. En forma gráfica, representamos en el eje de las ordenadas al tipo de cambio real (e), y en el de las abscisas al ingreso determinado por la producción (Y) y a la absorción interna ($A = G + C + I$). En el gráfico se representa al producto natural (Y_N) como una recta vertical paralela al eje de las ordenadas, ya que el nivel de producción depende de la dotación de factores, la flexibilidad de sus mercados y la tecnología [$F(K; L)$], que se considera independiente del nivel de tipo de cambio real (e). La absorción interna (A) está representada como una recta con pendiente negativa, ya que se asume que un encarecimiento de la economía (reducción del e) incrementa el ingreso en términos de bienes extranjeros, estimulando una mayor absorción interna en desmedro de las exportaciones y requiriendo mayores importaciones.

La restricción externa bajo el enfoque de la absorción



Es decir, si la economía se encarece (desciende e), la absorción interna aumenta en desmedro de las exportaciones y, dado un producto fijo, impulsan las importaciones:

$$A(\bar{e}) = C(\bar{e}) + G(\bar{e}) + I(\bar{e}) = IM(\bar{e}) - X(\bar{e}) + \bar{Y}_N$$

Por el contrario, a medida que se eleva el tipo de cambio real, el ingreso en términos de bienes extranjeros disminuye, favoreciendo una menor absorción interna que reduce las importaciones e incrementa los saldos exportables (también denominados “faltantes en el consumo nacional”). Nótese que, dado que el producto se considera fijo, la mejora del balance comercial cuando se incrementa el tipo de cambio real se produce por la menor absorción interna que impone la depreciación cambiaria real.

En la gráfica, el punto 1 corresponde a una situación de déficit comercial donde la absorción interna (A_1) excede al producto natural (Y_N) en un monto que equivale al déficit comercial $(IM - X)_1$. Veamos las causas del déficit comercial según esta escuela.

5.1. El enfoque monetario del balance de pagos

Una de las corrientes dentro del pensamiento ortodoxo, señala que los desequilibrios del sector externo son provocados por malas políticas monetarias. Extendiendo la teoría cuantitativa del dinero a una economía abierta, una expansión de la oferta de dinero por encima de la necesaria para efectuar las transacciones correspondientes al nivel de actividad determinado desde la oferta, ya no genera una suba de los precios como sucedía en una economía cerrada. En el caso de una economía abierta, el exceso de demanda generado por la expansión del dinero es cubierto por importaciones, provocando un déficit comercial. Los monetaristas señalan que el sector externo se reequilibra sólo, siendo la única tarea de la política económica no interrumpir ese mecanismo de ajuste.

Debemos destacar que los precios internos están regidos por la teoría de la paridad del poder adquisitivo (PPP, ver recuadro *Paridad del poder adquisitivo*). De esa manera, un intento de mejorar el sector externo mediante una suba del tipo de cambio nominal ($\uparrow E_{\text{usd}}^{\$}$) no tiene efectos reales, ya que genera, un incremento proporcional de los precios internos ($\uparrow p^{\$}$). A lo que nos referimos es que, esencialmente, el tipo de cambio real no puede ser fijado por las autoridades:

$$\bar{e} = \frac{p^{\text{usd}} * \uparrow E_{\text{usd}}^{\$}}{\uparrow p^{\$}}$$

La corriente ortodoxa neokeynesiana, supone ciertas rigideces de precios en el corto plazo, permitiendo que el tipo de cambio real varíe. De esa manera, el ajuste de la PPP es un fenómeno de largo plazo, la política de tipo de cambio flexible (flotación pura o administrada) puede tener efectos de corto plazo sobre la economía real (ver *Los neokeynesianos y el tipo de cambio*).

Volviendo al déficit comercial, ello implica que algún actor social gastó por encima de sus ingresos, provocando que la absorción interna supere el nivel de producto determinado des-

de la oferta. La posibilidad de que el exceso de gasto haya sido provocado por el sector privado en base al financiamiento otorgado por el sector privado de otro país, es señalada por algunas vertientes ortodoxas, pero lo estudiaremos en la próxima sección (ver apartado sobre *El tipo de cambio real flexible y el financiamiento*). Para las corrientes monetaristas, el Estado es quien genera un exceso de gastos por sobre los ingresos ya que puede crear moneda y de esa manera financiar gastos propios o ajenos, por encima de los ingresos correspondientes al producto natural.

Claves

PARIDAD DEL PODER ADQUISITIVO

La “paridad del poder adquisitivo” extiende la idea de que los productos homogéneos tienen un mismo precio al plano internacional, al suponer que los precios internos están regidos por la competencia con los productos extranjeros. De esa manera, los precios internos ($p^{\$}$) se determinan por los internacionales (p^{usd}) multiplicados al tipo de cambio nominal ($E^{\frac{\$}{\text{usd}}}$) vigente. La lógica por detrás es que, si un producto es más barato en un país que en otro, entonces la demanda del mismo fluirá hacia esa economía, presionando al alza del precio allí y a la baja en la economía más cara. Este mecanismo de arbitraje se detendrá cuando ambos precios se igualen.

Esa regla de formación de precios implica una relación estable entre los precios de los distintos países y, por ende, entre el poder adquisitivo de sus monedas. En el caso de que los precios se igualen plenamente entre los países, “ley del precio único”, esa relación se denomina “paridad del poder adquisitivo absoluta” e implica un tipo de cambio real igual a 1.

$$e = \frac{p^{\text{usd}} * E^{\frac{\$}{\text{usd}}}}{p^{\$}} = 1 \Rightarrow p^{\$} = p^{\text{usd}} * E^{\frac{\$}{\text{usd}}} \quad \text{PPA absoluta}$$

En los casos que los precios entre los países no se igualan, pero mantienen una relación estable, se denomina “paridad del poder adquisitivo relativa”, y el tipo de cambio real puede diferir de 1 pero es estable.

$$\bar{e} = \frac{p^{\text{usd}} * E^{\frac{s}{\text{usd}}}}{p^{\$}} \Rightarrow p^{\$} = \frac{p^{\text{usd}} * E^{\frac{s}{\text{usd}}}}{\bar{e}} \quad \text{PPA relativa}$$

Tanto para la PPA absoluta como la relativa, la tasa de inflación interna ($\pi^{\$}$) se asume igual a la internacional (π^{usd}) más la tasa de devaluación $\left(\frac{\dot{E}}{E}\right)^{\frac{s}{\text{usd}}}$, dado que en ambos casos se asume un tipo de cambio real constante en el tiempo:

$$\pi^{\$} = \pi^{\text{usd}} + \left(\frac{\dot{E}}{E}\right)^{\frac{s}{\text{usd}}}$$

A continuación, estudiaremos como son los diferentes mecanismos de ajuste en el caso de políticas monetarias expansivas, sea por aumento de cantidades de dinero o por reducción de la tasa de interés, y si nos encontramos en una economía con tipo de cambio fijo o con flotación pura.

A. Aumento en las cantidades de dinero

Imaginemos que, en una economía que tenía equilibrado su comercio exterior, el BCRA decide emitir dinero aumentando la oferta monetaria ($\uparrow Ms$) para financiar un mayor monto de créditos al sector público ($\uparrow \text{Créd. Gob.}$) o a los bancos ($\uparrow \text{Créd. Bancos}$). La mayor oferta de dinero estimula los componentes internos de la demanda agregada ($\uparrow DA$), induciendo una absorción ($\uparrow A$) que supera el producto natural (Y_N), provocando un déficit comercial ($IM > X$):

$$\uparrow Ms = \uparrow \text{Créd. Gob.} + \uparrow \text{Créd. Bancos} + R \rightarrow \uparrow DA \rightarrow \uparrow A - Y_N = \uparrow IM - X$$

Una vez dado el déficit comercial, el mecanismo de ajuste difiere en el caso de una economía con tipo de cambio nominal fijo, respecto a una de tipo de cambio nominal flexible. Recordemos de que a pesar de que hoy en día hay pocas economías que mantengan un tipo de cambio fijo, varios Bancos Centrales intervienen si consideran que la volatilidad del tipo de cambio es

excesiva (son regímenes de flotación sucia). En ese caso, el mecanismo de ajuste del modelo será una combinación entre lo sucedido bajo ambos regímenes cambiarios (flotación pura y fijo).

A.1. Ajuste con tipo de cambio fijo

La consecuencia del exceso de emisión monetaria es un déficit comercial que provoca la reducción real del dinero en una proporción equivalente al mismo. ¿Por qué sucede esto? El exceso de emisión monetaria estimulará los componentes de la demanda agregada correspondientes a la absorción, reduciendo los saldos exportables e induciendo mayores importaciones. El consecuente déficit comercial se debe pagar en moneda extranjera, para lo cual, los importadores venderán pesos a cambio de divisas.

Si el banco central quiere mantener fijo el tipo de cambio nominal (E_{usd}),^s deberá vender todos los dólares que le demanden, provocando una reducción de las reservas internacionales ($\downarrow R$). Nótese que, dado que los importadores entregan pesos a cambio de dólares, las ventas de reservas provocan una reducción de las cantidades de dinero en circulación ($\downarrow Ms$). La menor cantidad de dinero reduce los componentes internos de la demanda agregada ($\downarrow DA$), induciendo una menor absorción ($\downarrow A$), y un menor déficit comercial ($\downarrow IM - \uparrow X$). Ese proceso de ajuste continuará hasta llevar el volumen de demanda agregada al nivel compatible con el producto de pleno empleo, eliminando el déficit comercial.

$$\downarrow R + Créd. Gob. + Créd. Priv. = \downarrow Ms \rightarrow \downarrow A - Y_N = \downarrow IM - X$$

A.2. Ajuste con tipo de flotación pura

Veamos el proceso de ajuste ante un déficit comercial inducido por un aumento en las cantidades de dinero bajo un régimen cambiario de flotación pura. En este caso, la demanda neta de divisas para cubrir el déficit comercial no es atendida por el banco central. El exceso de demanda de moneda extranjera se

traduce, por lo tanto, en un aumento del tipo de cambio nominal ($\overset{s}{E\bar{u}ds}$).

Dado que se cumple la teoría de la paridad del poder adquisitivo, la devaluación de la moneda nacional induce un aumento en los precios internos ($\uparrow p^{\$}$):

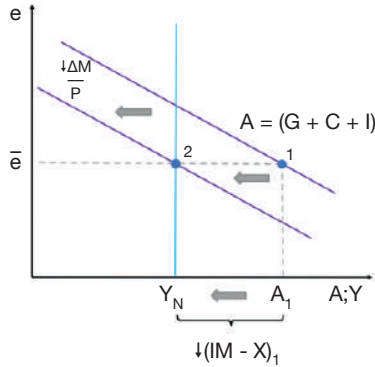
$$\uparrow E^{\overset{s}{usd}} * \overline{p^{usd}} = e * \uparrow p^{\$}$$

El incremento de los precios internos, reduce el valor real del dinero en circulación [$\downarrow \left(\frac{M}{p^{\$}} \right)$]. La menor cantidad de dinero reduce los componentes internos de la demanda agregada ($\downarrow DA$), induciendo una menor absorción ($\downarrow A$), y un menor déficit comercial ($\downarrow IM - \uparrow X$). Ese proceso de ajuste continuará hasta llevar el volumen de demanda agregada al nivel compatible con el producto de pleno empleo, eliminando el déficit comercial:

$$\downarrow \left(\frac{M}{p^{\$}} \right) \rightarrow \downarrow A - Y_N = \downarrow IM - X$$

En términos gráficos, la reducción de la cantidad de dinero ($\downarrow Ms$) provocada por la merma en las reservas (régimen de tipo de cambio fijo) o por la suba de los precios internos (régimen de flotación pura) que genera el déficit comercial, induce una baja del gasto interno ($\downarrow A$) representada como un desplazamiento de la recta $A = (G + C + I)$ hacia la izquierda. El menor gasto interno, en relación al producto natural (Y_N), implica una reducción de las importaciones respecto a las exportaciones ($\downarrow IM - X$), restableciendo el equilibrio externo (punto 2). Nótese que el ajuste del sector externo se obtiene sin modificar el tipo de cambio real que permanece estable, de acuerdo a la teoría de la paridad del poder adquisitivo.

Ajuste automático de las cantidades de dinero



Los monetaristas señalan que el sector externo se reequilibra sólo, siendo la única tarea de la política económica no interrumpir ese mecanismo de ajuste. Si el sector externo no se reequilibra, es porque el banco central intenta sostener el nivel de absorción mediante nuevas expansiones del dinero destinadas a financiar al sector público o privado. En caso de un régimen de tipo de cambio fijo, la permanente expansión de la oferta de dinero termina por agotar las reservas. Una vez agotadas las reservas, el banco central se ve obligado a dejar flotar el valor del peso que se desvaloriza al calor de la expansión de la oferta monetaria.

Claves

NEOKEYNESIANOS Y EL TIPO DE CAMBIO REAL

La corriente nekeynesiana asume ciertas rigideces de corto plazo en la determinación de los precios. De esa manera, los cambios en el tipo de cambio nominal producen variaciones en el tipo de cambio real de corto plazo. En el ejemplo de una política monetaria expansiva bajo un régimen de flotación pura, la devaluación de la moneda se traslada sólo parcialmente a precios generando cierto incremento del tipo de cambio real.

La rigidez de precios de corto plazo tiene un doble impacto. Por un lado, permite cierta expansión de la oferta productiva por encima del pro-

Claves

MECANISMO FLUJO-ESPECIE DE HUME

El enfoque monetario del balance de pagos tiene similitudes al realizado por David Hume, a mediados del SXVII, cuando regía el “patrón oro”. Para el economista escocés, si un país tenía superávit recibiría un ingreso de oro que expandiría el circulante interno, provocando una suba de precios. El encarecimiento de la economía haría perder competitividad reduciendo las exportaciones e incrementando las importaciones hasta restablecer el equilibrio comercial.

El planteo, realizado para criticar a los mercantilistas que bregaban por acumular reservas en base a superávits comerciales, asumía que la expansión de las ventas externas y el circulante no podían incrementar el producto interno, ni que los bancos centrales podían absorber la expansión del circulante mediante la colocación de títulos públicos (política de esterilización).

B. Reducción de las tasas de interés

Las políticas de control de cantidades de dinero casi no son utilizadas por los bancos centrales en la actualidad. En su lugar, la política monetaria se implementa mediante cambios en la tasa de interés. Las políticas monetarias expansivas, entonces, son concebidas como reducciones de la tasa de interés que expanden la absorción por su estímulo a la inversión y al consumo, generando déficits comerciales:

$$\downarrow i \rightarrow \uparrow A - YN = \uparrow IM - X$$

Veremos los diferentes ajustes del sector externo según el régimen cambiario de la economía en cuestión.

B.1. Ajuste con tipo de cambio fijo

Nuevamente tenemos el caso de que, dada una demanda neta de dólares por importaciones por el déficit comercial, el banco

central debe salir a defender el valor de la moneda. Para ello, debe vender reservas internacionales y absorber pesos del sistema. El menor dinero en circulación reduce la capacidad prestable de los bancos, impulsándolos a aumentar las tasas de interés, reduciendo la inversión y el consumo. El proceso continuará hasta retornar a una tasa de interés que genere un nivel de absorción interna equivalente al producto interno, reequilibrando el balance comercial:

$$\downarrow R \rightarrow \downarrow M \rightarrow \uparrow i \rightarrow \downarrow A - Y_N = \downarrow IM - X$$

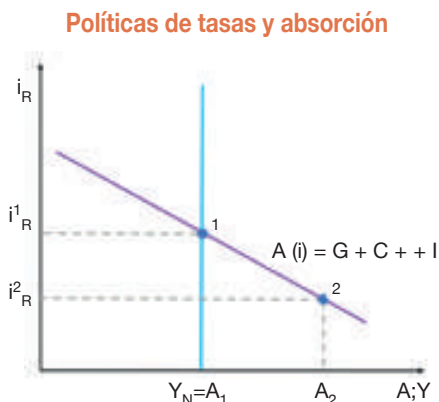
B.2. Ajuste con flotación pura

En este caso, la demanda neta de divisas para cubrir el déficit comercial no es atendida por el banco central. El exceso de demanda de moneda extranjera se traduce, por lo tanto, en un aumento del tipo de cambio nominal ($\uparrow \overline{E^{USD}}$) que, por la teoría de la paridad del poder adquisitivo, induce un aumento en los precios internos ($\uparrow p^{\$}$). El incremento de los precios internos reduce el valor real del dinero en circulación $\left[\downarrow \left(\frac{M}{p^{\$}} \right) \right]$. Nuevamente, el menor dinero en circulación reduce la capacidad prestable de los bancos, impulsándolos a aumentar las tasas de interés, reduciendo la inversión y el consumo. El proceso continuará hasta retornar a una tasa de interés que genere un nivel de absorción interna equivalente al producto interno, reequilibrando el balance comercial:

$$\uparrow \overline{E^{USD}} * \overline{p^{USD}} = \bar{e} * \uparrow p^{\$} \rightarrow \downarrow \left(\frac{M}{p^{\$}} \right) \rightarrow \uparrow i \rightarrow \downarrow A - Y_N = \downarrow IM - X$$

En forma gráfica, dado que el enfoque monetario del balance de pagos asume que el tipo de cambio real es constante, podemos reemplazarlo por la tasa de interés real en el eje de las ordenadas. El nivel de producto está dado desde la oferta de factores que asumimos, por simplicidad, como independiente de la tasa de interés real, por lo que lo representamos como una recta

vertical respecto al eje de las ordenadas. La absorción interna depende negativamente de la tasa de interés real, por lo que la representamos como una recta con pendiente negativa.



En el punto 1, la tasa de interés (i_R^1) es tal que la absorción interna (A) iguala el producto de pleno empleo (Y_N) y, por lo tanto, hay equilibrio comercial. Si el banco central induce una reducción de la tasa de interés hasta (i_R^2), estimula un incremento de la absorción (A) por encima del producto de pleno empleo con el consiguiente déficit comercial, llevando la economía al punto 2. El déficit comercial genera una reducción de la oferta monetaria ya sea por la merma en las reservas (régimen de tipo de cambio fijo) o por la suba de los precios internos (régimen de flotación pura). La menor oferta monetaria induce un exceso de demanda de crédito que tiende a elevar la tasa de interés hasta (i_R^1) reestableciendo, de esa manera, la posición inicial ($A = Y_N$).

5.2. El efecto de los movimientos financieros internacionales

La expansión de los mercados financieros internacionales permite que, en muy poco tiempo, grandes montos de dinero puedan pasar de una moneda a otra. El impacto de esas operaciones en el mercado cambiario es mucho más veloz que el de las operaciones de comercio exterior ligadas a la economía real que,

por su propia naturaleza, requiere plazos mayores para desarrollarse. Por ello, en el corto plazo, el resultado externo es mucho más sensible a los movimientos financieros de capital que a la evolución del saldo comercial. La incorporación de movimientos financieros internacionales en el enfoque ortodoxo del análisis monetario del balance de pagos, acelera el proceso de equilibrio automático del sector externo.

Anteriormente, estudiamos que una política monetaria expansiva genera un incremento en la absorción sobre un producto fijo, y el consecuente déficit comercial induce una reducción del dinero real en circulación hasta su nivel inicial, ya sea por una baja de reservas internacionales en un régimen de tipo de cambio fijo, o por la suba de los precios inducida por la devaluación en un régimen de flotación pura. Al incorporar los flujos de capitales al análisis, el mecanismo de ajuste se mantiene en ambos casos, solo que se acelera su velocidad.

Empecemos analizando una política monetaria expansiva en una economía donde no existen bonos y el excedente financiero de los agentes se mantiene en moneda nacional (M) o extranjera (USD) que son sustitutos perfectos. La expansión monetaria inicial va totalmente a la compra de divisas (USD_D) anticipando una probable depreciación del peso inducida por su mayor oferta relativa. Esa operación financiera induce una reducción del circulante antes que actúe el mecanismo de la absorción y del déficit comercial. En el caso de un régimen de tipo de cambio fijo, la demanda financiera de dólares reducirá el nivel de reservas ($\downarrow R$), induciendo una baja en las cantidades nominales de dinero en circulación equivalente a su expansión inicial ($\uparrow M$). En el caso de un régimen de flotación pura, la demanda financiera de divisas inducirá una devaluación ($\uparrow E_{USD}^s$) que, vía paridad del poder adquisitivo, impulsará una suba de los precios internos ($\uparrow p^B$) mermando el valor real del dinero en circulación hasta su nivel inicial [$\downarrow (\frac{M}{p^B})$]. Es decir, el mecanismo de reequilibrio se activa por medio de esa operatoria financiera anticipando y sustituyendo los movimientos de la economía real que se hubieran requerido para reestablecer el equilibrio externo.

$$\uparrow Ms = \uparrow USD_D \left\{ \begin{array}{l} \text{cambio fijo: } \downarrow R \rightarrow \downarrow Ms \\ \text{flotación pura: } \uparrow E^{\$/\$} \rightarrow \uparrow p^{\$} \rightarrow \downarrow \left(\frac{M}{\uparrow p^{\$}} \right) \end{array} \right\} \bar{A} - Y_N = \bar{M} - X$$

Nótese que la política monetaria deja de tener impacto en la economía real, afectando tan sólo variables cambiarias y financieras, que la terminan neutralizando. Por eso se dice que la libre movilidad internacional de los capitales financieros, en el caso de que los activos nominados en moneda local y extranjera sean sustitutos perfectos, anula la capacidad del gobierno de hacer política monetaria.

A. Ajuste vía tasas de interés

Veamos ahora cómo actúan los movimientos financieros internacionales cuando incorporamos los mercados de deudas (bonos, títulos, acciones) públicas y privadas, tanto nacionales como extranjeras. Supongamos que el gobierno implementa una política de reducción de la tasa de interés local. La reducción de la tasa de interés local, induce a los tenedores de activos nominados en pesos a vender parte de sus tenencias en pesos que ahora rinden menos (ver paridad de tasas de interés), sustituyéndolos por activos nominados en divisas. La sustitución de activos en pesos por activos en dólares tiene implícita una demanda de moneda extranjera. Es decir, los inversores deben vender sus activos en moneda local haciéndose de pesos, comprar divisas y con ellas adquirir finalmente activos en moneda extranjera.

En el caso de un régimen de cambio fijo, la demanda de dólares inducirá una baja de reservas que reducirá la cantidad de dinero en circulación. Bajo un régimen de flotación pura, la demanda de dólares inducirá una devaluación de la moneda local que, por la paridad del poder adquisitivo, genera una suba de los precios internos y, finalmente, una reducción de las cantidades reales de dinero. El ajuste del tipo de cambio nominal podría darse mediante una sobre-reacción inicial del tipo de cambio

(ver *Sobresalto cambiario*). La reducción del circulante termina induciendo una suba de la tasa de interés.

$$\downarrow i = \downarrow \$ \text{ activos y } \uparrow \text{USD activos} \left\{ \begin{array}{l} \text{cambio fijo: } \downarrow R \rightarrow \downarrow M \\ \text{flotación pura: } \uparrow E^{\text{USD}} \rightarrow \uparrow P^{\$} \rightarrow \downarrow \left(\frac{M}{P^{\$}} \right) \end{array} \right\} \uparrow i$$

Vemos nuevamente como los movimientos financieros internacionales tienden a anular el intento del gobierno de reducir la tasa de interés, haciéndole perder la capacidad de realizar política monetaria.

Si ese mecanismo anula completamente la suba inicial de las tasas, se dice que los activos internos y externos son sustitutos perfectos en un contexto de perfecta movilidad de capital y una economía pequeña que no afecta la tasa internacional. En ese caso, la política monetaria no afecta las variables reales y todo el mecanismo de ajuste descansa en movimientos de variables cambiarias y financieras.

La consecuencia es que el gobierno pierde el control de la política monetaria ya que, por el arbitraje entre bonos internos y externos, la tasa de interés local en pesos ($i^{\$}$) termina igualando a la internacional (i^{USD}) más la tasa esperada de devaluación $\left(\frac{\dot{E}}{E} \right)_{\text{USD}}^{\$}$:

Claves

LA PARIDAD DE TASAS DE INTERÉS

El rendimiento de un activo financiero en pesos ($i^{\$}$), para un inversor internacional, debe compararse con otras opciones de inversión en el exterior. Usualmente la misma se realiza contra la tasa de interés de referencia mundial, en divisas y con riesgo cero: la tasa de los bonos del Tesoro de Estados Unidos (i^{USD}).

El problema radica en que ambas inversiones son realizadas en monedas diferentes, por lo que las variaciones del tipo de cambio deben ser consideradas. Para ello, hay que estimar el posible rendimiento en dólares de la inversión que realizan en pesos, que resulta de su tasa de interés ($i^{\$}$), menos la tasa esperada de devaluación $\left(\frac{\dot{E}}{E} \right)_{\text{USD}}^{\$}$ menos un riesgo ($\mu^{\$}$) por la

existencia de incertidumbre sobre la tasa de devaluación que se espera, o riesgo de postergación o suspensión de pagos. De ahí que un inversor se sentiría indiferente en realizar una inversión en pesos o una en dólares en el exterior cuando su rendimiento se iguala (condición de paridad de tasas):

$$i^{\$} = i^{\text{usd}} + \left(\frac{\dot{E}}{E} \right)^{\frac{\$}{\text{usd}}} + (\mu^{\$})$$

Dado que no hay unanimidad en las expectativas de devaluación y de riesgo, en períodos donde la mayor parte de los especuladores espera bajos niveles de devaluación (relativos a los rendimientos) con bajo riesgo de errarle al pronóstico, una política de altas tasas de interés locales suele atraer un ingreso de capitales especulativos ya que muchos inversores esperarán que:

$$i^{\$} > i^{\text{usd}} + \left(\frac{\dot{E}}{E} \right)^{\frac{\$}{\text{usd}}} + (\mu^{\$})$$

En esos casos, se suele decir que los inversores vienen a hacer la “bicicleta financiera” o “carry trade”, que consiste en endeudarse en monedas estables y con tasas bajas, ingresar dólares a la economía de tasas altas, cambiarlos por pesos, invertirlos en un activo en pesos, para luego convertir a dólares nuevamente la inversión inicial valorizada. Vale advertir que una brusca depreciación de la moneda local, no anticipada, generará rendimientos negativos para el inversor desprevenido ya que la incertidumbre torna difícil prever con exactitud el riesgo cambiario.

Un cambio de contexto que haga prever bruscas devaluaciones, o exista mucha incertidumbre sobre el rumbo de la política cambiaria, es probable que produzca corridas cambiarias por masivas compras de dólares por parte de especuladores que venden sus posiciones en pesos, ya que para muchos inversores las tasas de interés local no alcanzan a compensar las probables pérdidas cambiarias:

$$i^{\$} < i^{\text{usd}} + \left(\frac{\dot{E}}{E} \right)^{\frac{\$}{\text{usd}}} + (\mu^{\$})$$

En esos contextos, la rapidez con que amplios montos de capitales se pasan a dólares ponen a la autoridad cambiaria en la opción de aceptar una brusca devaluación de la moneda local y/o imponer restricciones a la compra de dólares.

Claves

SOBRESALTO CAMBIARIO

Los movimientos financieros internacionales se producen a una velocidad mayor que los movimientos de la economía real y del precio de los bienes y servicios. En ese caso, una política que reduzca la tasa de interés va a generar que, momentáneamente, el rendimiento de los bonos locales sea menor que el de los bonos extranjeros:

$$\downarrow i^{\$} < i^{\text{usd}} + \left(\frac{\dot{E}}{E} \right)_{\text{usd}}^{\$}$$

Algunos economistas sostienen que esa situación no llega a producirse ya que los movimientos financieros inducen una sobre reacción del tipo de cambio nominal (“overshooting”, en la jerga de los economistas), impulsando una suba nominal excesiva del precio del dólar hasta inducir expectativas de una futura apreciación nominal, manteniendo equilibrado el rendimiento de los bonos locales con los extranjeros:

$$\downarrow i^{\$} = i^{\text{usd}} + \downarrow \left(\frac{\dot{E}}{\uparrow E} \right)_{\text{usd}}^{\$}$$

De esa manera, el restablecimiento posterior del equilibrio se dará por el efecto simultáneo de la reducción de las cantidades de dinero por la inflación inducida por la devaluación, junto a cierta apreciación nominal que neutralice la sobre reacción inicial.

A.1. Riesgo y sustitución imperfecta de activos

Supongamos en cambio que los activos internos no son sustitutos perfectos de los externos al existir un riesgo ($\mu^{\$}$) por la incertidumbre sobre la tasa de devaluación en el caso de los activos locales nominados pesos. Es decir, los agentes no pueden predecir con exactitud cuál va a ser la tasa de depreciación por lo que exigen una mayor tasa que cubra ese riesgo cambiario para mantener sus tenencias en pesos. En esa situación, la tasa de interés local debe ser siempre superior a la internacional (más la devaluación esperada para los activos nominados en pesos) ya que sino nadie tendría activos locales que son más riesgosos:

$$i^{\$} = i^{usd} + \left(\frac{\dot{E}}{E} \right)^{\$}_{usd} + \mu^{\$} \text{ con } \mu^{\$} > 0$$

Imaginemos ahora el impacto de una política de reducción de las tasas de interés de los activos locales. El mecanismo de ajuste es el mismo que en el caso de activos sustitutos perfectos. La reducción de la tasa de interés local induce a los tenedores de activos nominados en pesos a vender parte de sus tenencias en pesos que ahora rinden menos, sustituyéndolos por activos nominados en divisas. En el caso de un régimen de cambio fijo, la sustitución inducirá una baja de reservas que reducirá la cantidad de dinero en circulación. Bajo un régimen de flotación pura, se producirá una devaluación de la moneda local que, por la paridad del poder adquisitivo, genera una suba de los precios internos y, finalmente, una reducción de las cantidades reales de dinero. La reducción del circulante termina induciendo una suba de la tasa de interés.

Sin embargo, la sustitución de activos en pesos por activos en divisas no es total, ya que los agentes decidirán mantener una porción de sus tenencias en pesos que rinden una tasa mayor (siempre que cubra el mayor riesgo devaluatorio), diversificando sus carteras. Esa sustitución imperfecta hace que los movimientos financieros internacionales no logren neutralizar plenamente la política monetaria, por lo que la tasa de interés se mantendrá por debajo de su nivel inicial. Es decir, las operaciones financieras de muy corto plazo, si bien amortiguan el impacto de la política monetaria sobre la economía real, no llegan a anularla.

De esa manera, la menor tasa de interés inducirá aumentos de la absorción interna y un déficit comercial, que nuevamente activarán mecanismos de ajuste en las cantidades de dinero (vía variación de reservas o del precio del dólar, según el régimen cambiario) hasta retornar a la situación inicial.

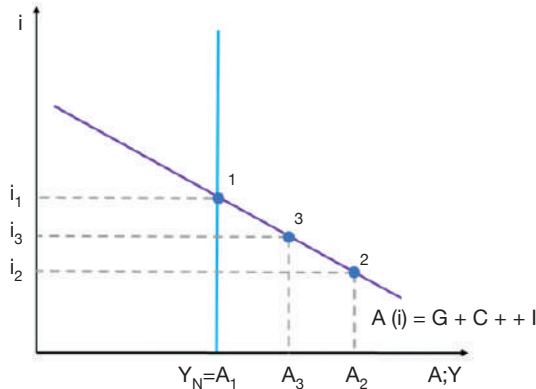
$$\downarrow i \rightarrow \left(\begin{array}{l} \downarrow \$ \text{ activos y } \uparrow \text{USD activos} \\ A - Y_N = \uparrow \text{IM} - X \end{array} \right) \rightarrow \left\{ \begin{array}{l} \text{cambio fijo: } \downarrow R \rightarrow \downarrow M \\ \text{flotación pura: } \uparrow E^{\$}_{usd} \rightarrow \uparrow p^{\$} \rightarrow \downarrow \left(\frac{M}{p^{\$}} \right) \end{array} \right\} \uparrow i$$

En términos gráficos, una economía con perfecta sustitución de activos nominados en pesos y en dólares, no podría apartarse del punto 1 donde $i_1 = i^{usd} + \left(\frac{\dot{E}}{E}\right)_{usd}^{\$}$. Cualquier intento de reducir $i^{\$}$ por debajo de $i^{usd} + \left(\frac{\dot{E}}{E}\right)_{usd}^{\$}$ genera la sustitución total de títulos locales por extranjeros, hasta que la tasa de interés retorne a su valor inicial.

Ahora bien, veamos el caso de que los activos nominados en pesos son sustitutos imperfectos de los activos nominados en dólares por existir un riesgo de devaluación. En ese caso, la tasa de interés local correspondiente al punto 1 debe ser superior a la tasa de interés internacional y la devaluación esperada, ya que al no poder predecirse con exactitud el valor futuro de la moneda, existe un riesgo cambiario para los activos locales. De esa manera,

$$i_1 = i^{usd} + \left(\frac{\dot{E}}{E}\right)_{usd}^{\$} + \mu_1^{\$}$$

Política monetaria y movimientos financieros internacionales



Una política monetaria expansiva que reduzca la tasa de interés local lleva a una sustitución parcial de títulos locales (que prometen rendir más, pero son más riesgosos) por títulos ex-

tranjeros. De esa manera, la tasa de interés desciende (i_3) y la absorción aumenta (A_3) menos que cuando no había movimientos financieros internacionales (punto 2), pero más que en el caso de los activos locales y extranjeros eran sustitutos perfectos (punto 1). Nótese que:

$$i_3 = i^{\text{usd}} + \left(-\frac{\dot{E}}{E}\right) \frac{\$}{\text{usd}} + \mu_3^{\$} < i_1 = i^{\text{usd}} + \left(-\frac{\dot{E}}{E}\right) \frac{\$}{\text{usd}} + \mu_1^{\$} \text{ por lo que } \mu_3 < \mu_1$$

El menor riesgo, implícito en el punto 3, se debe a que las carteras de los agentes económicos contienen en promedio menor proporción de activos locales (más riesgosos) que extranjeros.

Pero dado que, en 3, la absorción (A_3) aún supera el producto de pleno empleo (Y_N), comenzará a operar el ajuste de mediano plazo a través del déficit comercial y la contracción monetaria que provoca ya sea por la merma en las reservas (régimen de tipo de cambio fijo) o por la suba de los precios internos (régimen de flotación pura), hasta llevar a la economía hasta el punto 1:

$$i_3 \rightarrow A_3 - Y_N = M - X > 0 \rightarrow \left\{ \begin{array}{l} \text{cambio fijo: } \downarrow R \rightarrow \downarrow M \\ \text{flotación pura: } \uparrow E^{\text{usd}} \rightarrow \uparrow p^{\$} \rightarrow \downarrow \left(\frac{M}{p^{\$}}\right) \end{array} \right\} \rightarrow \uparrow i \rightarrow \downarrow A - Y_N = M - X = 0$$

A.2. Activos locales nominados en divisas

El riesgo cambiario implícito en los activos nominados en pesos, lleva a muchos gobiernos a emitir títulos nominados en dólares con el objetivo de obtener menores tasas de financiamiento. Sin embargo, dado que los títulos están nominados en una moneda extranjera, si bien dejan de tener un riesgo cambiario, pasan a tener un riesgo de incumplimiento. Es decir, como el gobierno no emite la moneda en que están nominados sus bonos, podría no tener los dólares con que honrar sus deudas y verse obligado a declarar una cesación de pagos. De esa manera, el rendimiento de los títulos y bonos locales en moneda extranjera ($i^{\text{usd}}_{\text{arg}}$) tenderá a ser igual al rendimiento de los títulos estadounidenses (i^{usd}) más una prima de riesgo de incumplimiento denominada “riesgo país” (μ^{usd}):

$$\dot{i}_{\text{arg}}^{\text{usd}} = i^{\text{usd}} + \mu^{\text{usd}}$$

5.3. El tipo de cambio real flexible y el financiamiento

Algunas corrientes dentro del pensamiento ortodoxo señalan que el tipo de cambio real puede ser flexible y parte del proceso de ajuste hacia el equilibrio externo. Tales desequilibrios pueden producirse por “malas” políticas económicas, como un déficit público financiado con endeudamiento externo que permite sostener un tipo de cambio real “apreciado”. Pero también ser parte de una decisión del sector privado de tomar créditos externos en divisas para financiar un exceso de gasto por sobre sus ingresos, a partir de decisiones de optimización del consumo a lo largo del tiempo (que también pueden ser erradas por fallos de percepción o información incompleta).

En este tipo de modelos, el ajuste del sector externo es una consecuencia de las decisiones de gasto y consumo que impactan en el tipo de cambio real, comprendido como la relación entre el precio de los bienes transables frente a los no transables. Téngase en cuenta que, dado que nos mantenemos en el esquema ortodoxo de pensamiento, esas variaciones de la demanda agregada no alteran el nivel de producto determinado desde la oferta por la disponibilidad de factores productivos.

Claves

BIENES TRANSABLES, NO TRANSABLES Y TIPO DE CAMBIO REAL

La ortodoxia intenta explicar las variaciones del tipo de cambio real entre los países que no deberían suceder de acuerdo con la teoría de la “paridad del poder adquisitivo”. Para ello, incorporó la existencia de bienes que no compiten con la producción extranjera, denominados no transables. Se trata de productos que no pueden ser provistos desde el exterior como, por ejemplo, servicios públicos, personales (un plomero), o bienes con elevado coste de transporte (cemento). De esa manera, una parte de los precios internos no se iguala a los internacionales y los mo-

vimientos en el tipo de cambio real se explicarían por cambios en los precios de los no transables entre los diversos países.

Llamemos $p_T^{\$}$ al precio de los bienes transables domésticos y $p_{NT}^{\$}$ al de los no transables. Por su parte, p_T^{usd} y p_{NT}^{usd} son los precios de los transables y no transables en el resto del mundo. De esa manera, si construimos índices de precios de cada país donde los bienes transables representan una proporción (α) de la canasta y los no transables una proporción $(1-\alpha)$:

$$p^{\$,usd} = \alpha p_T^{\$,usd} + (1 - \alpha) p_{NT}^{\$,usd}$$

El tipo de cambio real entre ambos países está dado:

$$e = \frac{p^{usd} * E^{usd}}{p^{\$}} = \frac{\alpha p_T^{usd} * E^{usd} + (1 - \alpha) p_{NT}^{usd} * E^{usd}}{\alpha p_T^{\$} + (1 - \alpha) p_{NT}^{\$}}$$

Como se cumple la PPA para los bienes transables $p_T^{\$} = p_T^{usd} * E^{usd}$, podemos señalar que:

$$e = \frac{p^{usd} * E^{usd}}{p^{\$}} = \frac{\alpha p_T^{\$} + (1 - \alpha) p_{NT}^{usd} * E^{usd}}{\alpha p_T^{\$} + (1 - \alpha) p_{NT}^{\$}}$$

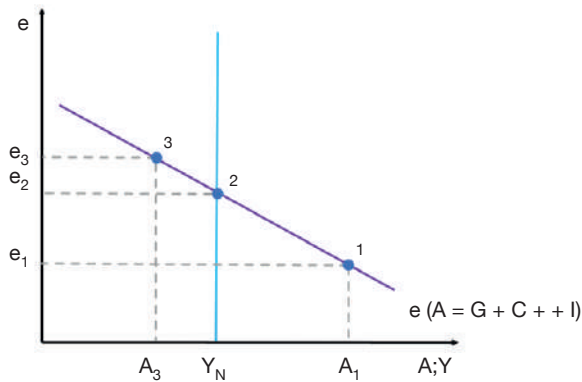
Donde puede observarse que las variaciones en el tipo de cambio real se explican por las variaciones en los precios de los no transables entre los diferentes países, dada su participación inicial en los respectivos índices de precios.

Un incremento del consumo y del gasto por encima del producto de pleno empleo tiende a generar una suba del precio relativo de los bienes no transables locales (apreciación real). El consiguiente déficit comercial refleja el exceso de absorción interna y es financiado mediante crédito externo obtenido por el sector público o privado (por lo que no caen las reservas, no varía el tipo de cambio nominal y no se activa el ajuste monetario del balance de pago que vimos en la sección anterior). Nótese que el déficit comercial no refleja necesariamente un desequilibrio

externo. Puede ser el resultado de una optimización intertemporal donde los actores de una economía deciden gastar más de lo que producen hoy (endeudándose con otros países), para el día de mañana gastar menos de lo que producen (y repagar esas deudas). Momentos de tipo de cambio real apreciados son consideradas como de exceso de demanda actual propia de procesos de endeudamiento, mientras que las etapas de tipo de cambio real alto son vistas como necesarias para el repago.

El momento del repago de las deudas exige una reducción de la absorción interna por debajo del producto de pleno empleo, con la consiguiente baja en el precio relativo de los no transables locales (depreciación real). La absorción debe ser menor que el producto para generar un superávit comercial que permita cubrir, por lo menos, los intereses de las deudas acumuladas durante la etapa anterior.

Saldo comercial y tipo de cambio real



Gráficamente, el punto 1 refleja la situación de una economía donde los actores públicos y/o privados deciden gastar o invertir más de lo que producen ($A_1 > Y_N$). El consiguiente exceso de absorción interna implica un déficit comercial [$(IM - X) > 0$]. Por su parte, genera un incremento del precio relativo de los no transables que da por resultado un tipo de cambio real apreciado (e_1).

Nótese que dado que el tipo de cambio real (precio transable/ no transable) es el resultado de las decisiones de gasto, consumo e inversión, es representado como una función de la absorción (y no a la inversa como en las gráficas anteriores):

$$e = f(A)$$

Para sostener el exceso de absorción es necesario que el Estado o los agentes privados consigan financiamiento internacional en divisas, ya que de otra forma las presiones cambiarias activarían el proceso de ajuste:

$$A_1 - Y_N = (IM - X)_1 = \Delta \text{ Deuda externa} > 0$$

Mientras exista financiamiento externo, será posible mantener el exceso de absorción sin alterar el tipo de cambio ni las reservas internacionales.

Sin embargo, el endeudamiento tiene límites vinculados a la capacidad de repago del mismo. El proceso de repago de las deudas exige una reducción de la absorción interna por debajo del producto ($A_3 < Y_N$) que implica una reducción del precio relativo de los no transables, produciendo un tipo de cambio real depreciado (e_3). El consiguiente superávit comercial [$(IM-X)_3 < 0$] debe permitir, por lo menos, cubrir los intereses de las deudas externas acumuladas anteriormente:

$$Y_N - A_3 = (X - M)_3 \geq i^{usd} * \text{Deuda externa} > 0$$

Claves

PPP, COSTOS PRODUCTIVOS Y TIPO DE CAMBIO REAL

El tipo de cambio real para la visión de la PPP relativa, puede descomponerse en los costos productivos relativos de los países. Simplificando de manera de tomar sólo los costos salariales y de margen empresarial, está dado por:

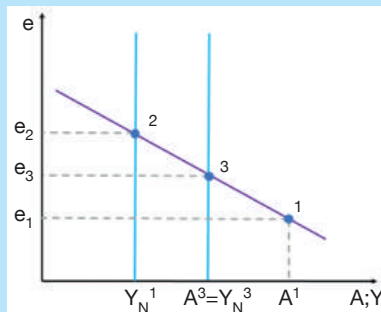
$$e = \frac{p^{\text{usd}} * E^{\text{usd}}}{p^{\$}} = \frac{w^{\text{usd}} * l^{\text{usd}} * (1 + t^{\text{usd}}) * (1 + \tau) * E^{\text{usd}}}{w^{\$} * l^{\$} * (1 + t^{\$}) * [1 + \tau + \mu]}$$

Donde $w^{\text{usd};\$}$ representa los salarios medios por unidad de producto en cada país; $l^{\text{usd};\$}$ representa los requerimientos de trabajo medios por unidad de producto en cada país; $t^{\text{usd};\$}$ representa el porcentaje promedio de impuestos sobre los costos de producción en cada país; τ el margen de rentabilidad empresarial por unidad de producto (que se asume igual en términos internacionales; μ es el riesgo país que incrementan el margen empresarial aplicado en la economía periférica.

Desde esta perspectiva, la única forma de mejorar la competitividad cambiaria de una economía es reduciendo los costos de producción. Reformas laborales o impositivas que bajen el costo laboral y la carga de impuestos, políticas “market friendly” que reduzcan el riesgo país, incrementos de la productividad que reduzcan los requerimientos de trabajo.

En términos gráficos, el impacto de esas políticas es doble. Por un lado, la baja de los costos productivos permite incrementar el producto de pleno empleo dada la dotación de los factores, generando un desplazamiento de la recta YN hacia la derecha. Por el otro, permiten elevar el tipo de cambio real ya que reducen los costos productivos de la economía que las implementa. Nótese que, dado que la ortodoxia asume el producto fijado desde la oferta, la elevación del tipo de cambio real debe inducir una correspondiente reducción de la absorción interna. Si se tiene en cuenta que los costos son ingresos del otro lado del mostrador, se comprende que la reducción de los costos laborales e impositivos tiene como contrapartida una baja en el ingreso de los trabajadores y el Estado que induce una merma en el consumo privado y público.

Reformas ortodoxas y tipo de cambio real



En el gráfico, partimos del punto 1 donde existe un déficit comercial dado por el exceso de absorción sobre el producto de pleno empleo: $A1 - Y1N = (IM - X)1$ con un tipo de cambio real apreciado ($e1$). Las reformas incrementan el producto natural hasta $Y3N$ e incrementan la competitividad cambiaria elevando el tipo de cambio real hasta ($e3$) con la consiguiente caída de la absorción interna ($A3$).

Gracias al incremento del producto natural inducido por las reformas, el incremento en el tipo de cambio real (y la correspondiente merma en la absorción interna) necesaria para alcanzar el equilibrio comercial externo, es menor que la que se hubiera requerido sin ellas (punto 3).

En palabras de los economistas

Llegó la hora del “Costo Argentino”

Por **Federico Muñoz**. El Economista. 17 de julio de 2017

Las palabras del Presidente, primero, sobre “la mafia” de los juicios laborales y, segundo, sobre la asfixiante presión impositiva (“los impuestos nos están matando”, declaró, con dureza, hace algunos días) forman parte de la agenda que se viene (o se debería venir) con el eje puesto en el llamado costo argentino. Es decir, los elevados costos de producir en el país. Sus palabras, antes y después, fueron música para los oídos empresarios, aunque, como siempre pasa, luego del diagnóstico, llega la hora del “delivery”, esto es, pasar de los dichos y palabras a los hechos y soluciones concretos.

El Estado presente de la gestión de Cristina tuvo como correlato un aumento asfixiante de la presión tributaria. El costo laboral (salarial y extra-salarial, actual y contingente) también fue creciendo ágilmente con el aval oficial, en lo que pretendía ser una postura pro-trabajadores, pero en realidad terminó conspirando contra la creación de empleo formal y la inversión.

La búsqueda de una mayor productividad y eficiencia suele implicar esfuerzos y sacrificios que el grueso de la sociedad argentina no parece estar dispuesta a acometer. De todos modos, para atraer inversiones (locales y externas), generar empleo de calidad y lograr mejoras de bienestar

sostenibles y masivas no hay otra alternativa que trabajar a destajo para bajar el costo argentino. Cuanto más tardemos en entenderlo, más tiempo nos llevará explotar nuestro innegable potencial de desarrollo.

En palabras de los economistas

Costo argentino

Por **Andrés Asiain** *Página/12*. 16 de julio de 2017

El presidente Mauricio Macri insistió sobre la necesidad de bajar el “costo argentino” en sus últimos discursos. Desde su visión, la competitividad no puede alcanzarse con devaluaciones que al poco tiempo son anuladas por subas de precios y salarios, sino que requiere una serie de cambios institucionales y de política económica que permitan reducir estructuralmente los costos laborales, impositivos y empresariales. En esa agenda se inscribe la reforma laboral, impositiva, de seguridad social, responsabilidad fiscal y una serie de acuerdos internacionales que prepara el oficialismo para después de las elecciones. El objetivo del paquete legislativo es reducir costos para la atracción de inversiones y creación de empleo.

En materia laboral, la reforma busca barrer con las paritarias por rama y los convenios colectivos para pasar a negociaciones por empresa, extender el régimen de contrataciones temporales, sustituir indemnizaciones por un fondo para desempleados y avanzar sobre el fuero laboral. En materia impositiva se busca disminuir los impuestos nacionales y provinciales sobre las empresas, mientras se programan recortes presupuestarios en ambas jurisdicciones para evitar un nuevo incremento en el déficit fiscal. La reforma previsional recortaría los aportes y contribuciones a la seguridad social, junto a una posible extensión de la edad para jubilarse de las mujeres. Por último, los acuerdos internacionales apuntan a profundizar la apertura económica, permitiendo la sustitución de producción nacional por productos importados.

Como los costos son ingresos cuando se los mira del otro lado del mostrador, la reducción del “costo argentino” implica la baja en el “ingreso de los argentinos”. Así, el paquete de reformas va a profundizar la dismi-

nución de los ingresos de los trabajadores activos y pasivos, del Estado y de los empresarios locales que compiten con las importaciones. La consecuente caída del consumo, gasto e inversión va a achicar el mercado interno, profundizando la baja en la producción y el empleo.

5. Resumen

- La visión ortodoxa de la restricción externa es conocida como “enfoque de la absorción”.
- La introducción del sector externo permite que los componentes de la demanda agregada excedan el volumen de ingresos generado por la producción.
- El exceso de importaciones sobre las exportaciones es considerado la consecuencia de un exceso de “absorción” interna por sobre los ingresos correspondientes al producto natural.
- El enfoque ortodoxo asume el producto determinado desde la oferta como la variable exógena, y al nivel de absorción interna como la variable independiente. El déficit comercial es la variable dependiente, determinado por el exceso de absorción sobre los ingresos
- Las causas del déficit comercial pueden ser variadas según las diversas visiones dentro de la matriz ortodoxa.
- El enfoque monetario de la balanza de pagos señala que los desequilibrios del sector externo son provocados por malas políticas monetarias: el exceso de demanda generado por la expansión del dinero es cubierto por importaciones, provocando un déficit comercial.
- Para esta escuela de pensamiento los precios están determinados por la “paridad del poder adquisitivo”, lo que implica que no se puede modificar el tipo de cambio real.
- Los monetaristas señalan que el sector externo se reequilibra sólo, siendo la única tarea de la política económica no interrumpir ese mecanismo de ajuste.
- Según el esquema cambiario sea de tipo de cambio fijo o de flotación pura, el ajuste se dará de diferentes formas.

- Bajo un régimen de tipo de cambio fijo, el déficit comercial induce la venta de reservas a cambio de moneda local. La menor cantidad de dinero en circulación reduce la absorción hasta equilibrar el comercio externo.
- Bajo un régimen de flotación pura, el déficit comercial provoca la devaluación de la moneda nacional y, paridad del poder adquisitivo mediante, una suba de los precios internos que reduce el valor real del dinero en circulación. La menor cantidad real de dinero en circulación reduce la absorción hasta equilibrar el comercio externo
- La paridad de tasas de interés indica que los activos nominados en pesos deben tener el mismo rinde que los activos nominados en dólares más la tasa de depreciación esperada (sustitutos perfectos), más una prima que cubra el riesgo por una depreciación inesperada (sustitutos imperfectos).
- La incorporación de movimientos financieros internacionales en el enfoque ortodoxo del análisis monetario del balance de pagos, acelera el proceso de equilibrio automático del sector externo.
- La sustitución perfecta entre activos nominados en pesos y en dólares en un contexto de libre movilidad internacional de los capitales financieros, neutraliza la política monetaria, eliminando su impacto sobre la economía real.
- La imperfecta sustitución entre activos nominados en pesos y en dólares en un contexto de libre movilidad internacional de los capitales financieros, reduce el impacto de la política monetaria sobre la economía real, aunque no llega a eliminarlo.
- Algunas corrientes dentro del pensamiento ortodoxo señalan que el tipo de cambio real puede ser flexible y parte del proceso de ajuste hacia el equilibrio externo.
- Momentos de tipo de cambio real apreciado son consideradas como de exceso de demanda actual propia de procesos de endeudamiento, mientras que las etapas de tipo de cambio real alto son vistas como necesarias para el repago.
- Para sostener el exceso de absorción es necesario que el Estado o los agentes privados consigan financiamiento internacio-

nal en divisas, ya que de otra forma las presiones cambiarias activarían el proceso de ajuste.

5. Preguntas y problemas

- 1) Para el enfoque monetario del balance de pagos, ¿qué efecto tiene sobre el déficit comercial una elevación del tipo de cambio nominal?
- 2) Para el enfoque monetario del balance de pagos, ¿qué efecto tiene sobre el balance comercial un incremento de la emisión monetaria?
- 3) La introducción de movimientos financieros internacionales, ¿acelera o demora el restablecimiento del equilibrio comercial? ¿Por qué?
- 4) Analice el impacto de los movimientos financieros internacionales sobre la capacidad de los gobiernos de realizar política monetaria bajo el supuesto de perfecta e imperfecta sustitución de activos.
- 5) Bajo la visión del tipo de cambio real flexible, un déficit comercial ¿implica una situación de desequilibrio?
- 6) En una economía que atravesó una situación de déficit comercial financiado con endeudamiento externo, ¿la absorción deberá ser mayor, menor o igual al producto interno en el momento de repago de las deudas?
- 7) Realice un cuadro comparativo entre la visión de la PPP relativa, la absoluta y la de la definición del tipo de cambio real por bienes transables y no transables.

5. Lecturas complementarias

French-Davis, R. "Teoría de la Balanza de Pagos: Enfoques Monetaristas y Estructural". *El Trimestre Económico* Vol. 45, No. 180(4) (Octubre-Diciembre), pp. 903-932. 1978.

Frenkel y Johnson. *The Monetary Approach to the Balance of Payments*. 1976.

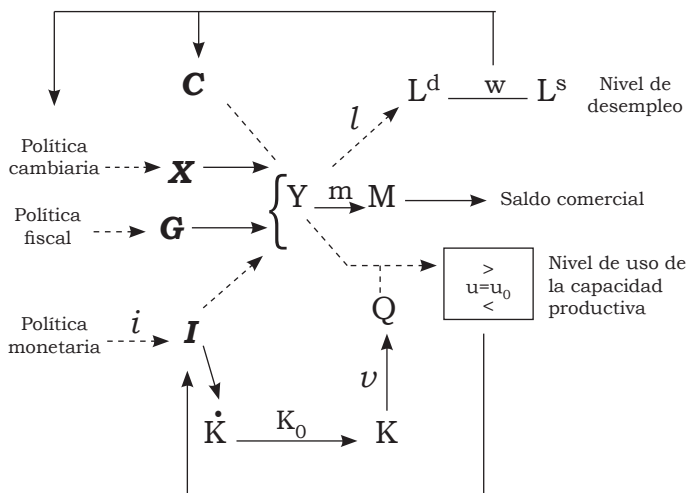
-
- Gandolfo, G. *International finance and open-economy Macroeconomics*. Springer. 2002.
- Johnson, H. G. *The monetary approach to the balance of payments: A nontechnical guide*. The University of Chicago. 1977.
- Kouri y Braga de Macedo. "Exchange rate and the international adjustment process", *Brokings papers on economic activity*, 1978.
- Massad, C. *El enfoque monetario de la balanza de pagos y el enfoque de absorción: ¿resultados contradictorios?*. Estudios de Economía, 1980.
- Sarno y Taylor. *The economics of exchange rates*. Cambridge University Press. 2002.

Parte 6. Enfoque Heterodoxo de las Elasticidades y el Multiplicador

En los modelos macroeconómicos heterodoxos keynesianos, el nivel de producción es determinado desde la demanda. Las decisiones de consumo privado (C), inversión (I) y gasto público (G) influidas por la política fiscal y monetaria (i), junto al volumen de exportaciones (X) determinado por la política cambiaria y la demanda mundial, determinan el nivel de demanda agregada. La misma es abastecida por producción nacional (Y) o por importaciones (IM) de acuerdo a los requerimientos de importaciones por unidad de producto (m).

Los requerimientos técnicos de trabajo por unidad de producto (l) determinan el nivel de demanda de empleo (L^d) para ese nivel de producto, que dada la oferta de trabajo (L^o) determinará el salario (w) y un determinado nivel de desempleo. El nivel de salarios influye, a su vez, en el nivel de consumo y en el tipo de cambio real (política cambiaria). A su vez, el nivel de producto implica un determinado nivel de uso (u) de la capacidad productiva o producto potencial (Q), dada por el stock de medios de producción –el inicial K_0 más el incremento generado por la inversión \dot{K} – y su productividad ($\frac{1}{v}$). El nivel de uso de la capacidad productiva, que resulta de comparar el producto efectivo

(Y) con el potencial (Q), influye en las decisiones de inversión y, por lo tanto, en la posterior evolución del producto, la capacidad productiva y las importaciones.



Para la visión heterodoxa, el saldo externo está determinado por las relaciones de precios externos en relación a los domésticos (tipo de cambio real), la demanda de exportaciones vinculada al ingreso del resto del mundo (Y^*) y al nivel de producción interna con sus requerimientos de importaciones (multiplicador).

A diferencia del modelo ortodoxo, puede existir déficit externo aun cuando la demanda interna induzca niveles de producción por debajo del pleno empleo. Es más, una de las principales problemáticas que aborda la heterodoxia es como alcanzar la producción de pleno empleo con equilibrio externo.

El balance comercial (BC) está dado por las cantidades exportadas (X) y sus precios internacionales (p_x^{usd}) menos las cantidades importadas (IM) por sus precios internacionales (p_m^{usd}) valuadas al tipo de cambio vigente en relación a los precios internos

$$\text{ternos } \left(\frac{\frac{\$}{\text{E}^{\text{usd}}}}{p_Y^{\$}} \right):$$

$$BC = (p_x^{\text{usd}} X - p_m^{\text{usd}} M) * \left(\frac{\frac{\$}{E^{\text{usd}}}}{P_Y^{\$}} \right) = BC (\bar{Y}^- ; \bar{e}^+ ; \bar{Y}^+)$$

El balance comercial se deteriora cuando se incrementa el nivel de producto (Y), ya que un mayor volumen de producción va acompañado de una mayor necesidad de importaciones (ver sección *El multiplicador de las importaciones*).

Por otro lado, un incremento del tipo de cambio real (e) mejora el balance comercial en divisas,¹ ya que, al abaratar la economía nacional, induce un mayor volumen de exportaciones y un menor nivel de importaciones (ver sección *Enfoque de las elasticidades*).

6.1. El multiplicador de las importaciones

El enfoque del multiplicador de las importaciones, desarrollado inicialmente por el keynesiano Forbes Harrod en su libro *Economía Internacional* de 1933, parte de extender el principio de la demanda efectiva a una a una economía abierta donde las importaciones son una fracción del producto.

La versión más sencilla asume que la demanda agregada se compone de consumo (C), inversión (I) y exportaciones (X), que en conjunto determinan el nivel de ingresos (Y) e importaciones (IM):

$$C + I + X = Y + IM$$

Antes de adentrarnos en las importaciones, introduciremos brevemente el comportamiento de las exportaciones. Al igual

1. Cuando se expresa en términos reales o en moneda nacional, la devaluación puede deteriorar el balance comercial aun cuando lo mejore en divisas. Es el caso cuando se parte de un déficit comercial cuyo monto expresado en moneda nacional o términos reales se incrementa con la devaluación y no alcanza a ser compensado por la mejora del balance. Como en nuestra presentación vamos a trabajar representando las condiciones de equilibrio del balance comercial, el signo del impacto de la devaluación en divisas, en moneda nacional o en términos reales no difiere.

que en una economía cerrada, el componente de la demanda es el que determina los niveles de producción, pero en este caso será la proveniente de mercados externos. De esta forma podemos describir el comportamiento de las exportaciones en base a la siguiente ecuación:

$$X = X(\bar{Y}^*; \bar{e})$$

A lo largo del capítulo consideraremos al ingreso del resto del mundo (Y^*) como dado, por lo que no tendrá efecto alguno sobre el nivel de actividad en los ejercicios desarrollados.

Volviendo a las importaciones, asumimos que el consumo global es un porcentaje estable (c) del ingreso y las importaciones un porcentaje (m) del nivel de ingresos:

$$C = c * Y$$

$$IM = m * Y$$

Por lo tanto, podemos afirmar que:

$$c * Y + I + X = Y + m * Y$$

$$I + X = Y + m * Y - c * Y$$

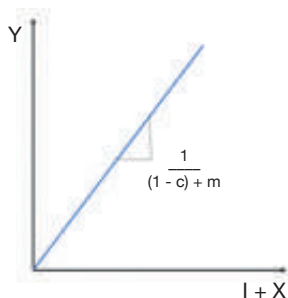
Tomando la inversión y las exportaciones como las variables autónomas, el nivel de ingresos de la economía es el resultado del volumen de inversión y exportaciones, incrementado de acuerdo al multiplicador $\frac{1}{1-c+m}$:

$$\frac{I + X}{1 - c + m} = Y$$

Nótese que el coeficiente de importaciones (m) tiene el mismo impacto en términos de demanda efectiva que el de ahorro ($s = 1 - c$). Ambos reducen el multiplicador del ingreso dados los gastos autónomos. En un caso (s) porque el ahorro implica no gastar, en el otro (m) porque las importaciones generan

una multiplicación de los gastos pero en otra economía. De esa manera, una elevación del coeficiente de importaciones tiene el mismo impacto que un incremento en la propensión al ahorro en términos de demanda efectiva para un país pequeño, reduce la multiplicación de los gastos y, por ende, el nivel de ingreso final inducido por un determinado nivel de gastos autónomos.

En términos gráficos:



Por su parte las importaciones vienen dadas por:

$$M = m * Y = m * \frac{I + X}{(1 + c) + m}$$

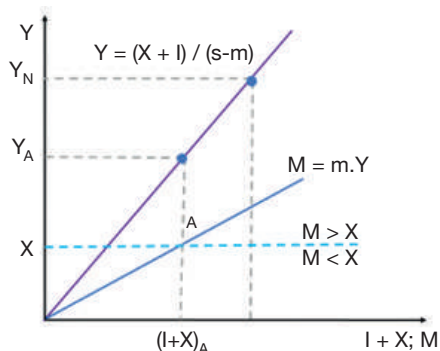
Dado que las importaciones están fijas (no dependen del nivel de ingreso interno, Y), el déficit comercial viene dado por:

$$M - X = m * Y - X = m * \frac{I + X}{(1 + c) + m} - X$$

Es decir, la teoría del multiplicador de las importaciones nos dice que a medida que el producto aumenta, también lo hacen las importaciones. Dado que las exportaciones se asumen fijas, el incremento del producto va acompañado de un deterioro del saldo comercial.

$$X = f(Y, m, e)$$

$$M = f(Y, e)$$



En términos gráficos, a medida que aumentan los gastos autónomos ($I + X$) se incrementan tanto el producto como las importaciones (todo aumento del producto implica un aumento de las importaciones). Tales aumentos se dan de acuerdo a los multiplicadores respectivos determinados por la propensión al ahorro (s) y el coeficiente de importaciones (m).

Existe un nivel de gastos autónomos $(I + X)_A$ compatible con el equilibrio comercial, que viene determinado por el cruce entre la recta que representa las exportaciones (que no dependen del producto) y las importaciones (punto A). A la derecha de ese punto, el incremento de los gastos autónomos impulsa un aumento del producto y, correspondientemente, de las importaciones que, dadas las exportaciones, genera un déficit comercial. A la izquierda de A, el menor nivel de gastos autónomos induce un menor producto e importaciones que, dadas las exportaciones, induce un superávit comercial.

La diferencia esencial con el enfoque ortodoxo, es que, como se ejemplifica en el gráfico, el equilibrio comercial puede requerir un nivel de producto menor que el de pleno empleo de los recursos productivos ($Y_A < Y_N$). De esa manera, un estímulo de la demanda agregada que intente alcanzar el pleno empleo induce un déficit comercial.

Si una economía no obtiene el financiamiento externo que le permita sostener esa situación y debe restringir su producto por

debajo del pleno empleo para lograr el equilibrio de sus cuentas externas, se dice que la actividad económica se encuentra limitada por el balance de pagos, la restricción externa o de divisas.

6.2. El enfoque de las elasticidades

El enfoque de las elasticidades parte de asumir momentáneamente fijo el nivel de actividad y analizar el impacto de un incremento del tipo de cambio real sobre el balance comercial, tanto sobre las exportaciones como sobre las importaciones.

En este manual analizaremos el caso de países que toman el precio de los bienes transables del mercado mundial. O sea que sus costos no afectan el precio internacional.

Tomando la definición de balance comercial en divisas ($BC = (p_x^{\text{usd}}X - p_m^{\text{usd}}IM)$), el impacto de una devaluación real (Δe) es:

$$\frac{\Delta BC}{\Delta e} = \left(p_x^{\text{usd}} \frac{\Delta X}{\Delta e} - p_m^{\text{usd}} \frac{\Delta IM}{\Delta e} \right) \Rightarrow \Delta BC = \left(p_x^{\text{usd}} X \frac{\frac{\Delta X}{X}}{\frac{\Delta e}{e}} - p_m^{\text{usd}} IM \frac{\frac{\Delta IM}{IM}}{\frac{\Delta e}{e}} \right) \frac{\Delta e}{e}$$

$$\Rightarrow \Delta BC = \left[(p_x^{\text{usd}}X) \overset{+}{\eta_x^{\text{tr}}} - (p_m^{\text{usd}}IM) \overset{-}{\eta_m^{\text{tr}}} \right] \frac{\Delta e}{e} > 0$$

con:

$$\eta_x^{\text{tr}} = \frac{\frac{\Delta X}{X}}{\frac{\Delta e}{e}} > 0: \text{elasticidad precio de las exportaciones}$$

$$\eta_m^{\text{tr}} = \frac{\frac{\Delta M}{M}}{\frac{\Delta e}{e}} < 0: \text{elasticidad precio de las importaciones}$$

$$\frac{\Delta e}{e}: \text{tasa de devaluación real}$$

La elasticidad precio de las exportaciones es positiva cuando el incremento del tipo de cambio real mejora la rentabilidad de las actividades de exportaciones y estimula una mayor producción exportable.

La elasticidad precio de las importaciones es negativa, ya que cuando aumenta el tipo de cambio real se encarecen los productos importados en relación al ingreso nacional y la capacidad de compra de los mismos. Dependiendo de la capacidad productiva del país en cuestión, el cambio de precios relativos puede estimular que se sustituyan los bienes importados por locales.

De esa manera, un incremento del tipo de cambio real, mejora el balance comercial expresado en divisas para una economía que toma los precios de sus exportaciones e importaciones del mercado mundial.

Claves

OPTIMISTAS Y PESIMISTAS BAILAN LA JOTA

Los países centrales cuyas ventas externas están compuestas centralmente de bienes y servicios diferenciados, forman los precios de sus exportaciones. De esa manera, el de balance comercial en divisas está dado por

$$BC = \left(\frac{p_x^{\$}}{\frac{\$}{\text{E}^{\text{usd}}}} X - p_m^{\text{usd}} M \right)$$

donde el precio de las exportaciones está expresado en moneda nacional dividido por el tipo de cambio nominal. Las devaluaciones no sólo afectan las cantidades exportadas e importadas como sucede en países como Argentina, sino que también los términos de intercambio. Por ejemplo, una devaluación real genera un incremento de las cantidades exportadas y una disminución de las cantidades importadas, que mejoran el balance comercial. Pero también deterioran el precio de las exportaciones valuado en divisas. Mediante desarrollos matemáticos puede obtenerse la condición para una mejora del balance comercial que, en el caso más sencillo de partir de una situación de equilibrio comercial, vienen dadas por:

$$\frac{\Delta BC}{\Delta e} > 0 \Leftrightarrow |\eta_x^{tr}| + |\eta_m^{tr}| > 1$$

Esta condición es conocida como de “Marshall-Lerner”.

Es decir, el balance comercial mejora sí y sólo sí, el valor absoluto de las elasticidades precios de las exportaciones e importaciones es mayor a 1. Quienes creían que las elasticidades del comercio cumplían esa condición eran llamados “optimistas” y quienes descreían de ello, “pesimistas”. Más adelante, se llega al consenso de que en el corto plazo esa condición no se cumplía y en el mediano plazo, sí. De esa manera, una devaluación real deteriora el balance comercial de un país desarrollado en el corto plazo, pero lo mejora en el mediano. Con mucha imaginación, la representación gráfica de ese impacto de la devaluación sobre el balance comercial, se parece a una letra “jota”, por lo que se lo denominó Curva-J. Vale recordar que dicho análisis no se aplica para países como Argentina cuyas exportaciones están formadas mayormente de productos indiferenciados (*commodities*).

6.3. Síntesis del multiplicador y las elasticidades

La síntesis del enfoque del multiplicador de las importaciones y de las elasticidades del comercio exterior implica que el balance comercial se deteriora a medida que se incrementa el nivel de ingresos de una economía (multiplicador), pero mejora a medida que aumenta el tipo de cambio real (elasticidades):

$$BC(\bar{Y}; \bar{e}^+)$$

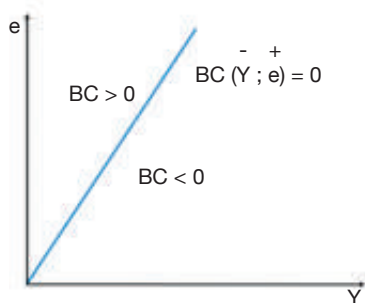
De esa manera, a medida que crece el ingreso de una economía se precisa que su tipo de cambio real sea más elevado, para mantener balanceado su comercio exterior.

Representaremos en forma gráfica las condiciones de equilibrio comercial bajo el enfoque del multiplicador y las elasticidades del comercio exterior. Para ello, presentamos el tipo de cambio real (e) en el eje de las ordenadas y el nivel de producción (Y) en el de las abscisas. La recta $BC = 0$ representa todas

las combinaciones de nivel de ingreso y tipo de cambio real que mantienen balanceado el comercio exterior.

El equilibrio comercial en términos reales para un país que no forma precios de sus exportaciones $BC(\bar{Y}; \bar{e}) = 0$, se representa como una recta con pendiente positiva. Cada nivel de ingreso (que implica un determinado volumen de importaciones) se corresponde con un tipo de cambio real que equilibra el balance comercial por su impacto sobre las importaciones y exportaciones. A medida que se incrementa el producto, también lo hacen las importaciones tal como señala el enfoque del multiplicador. De esa manera, se precisa un tipo de cambio real más elevado para que vía las elasticidades del comercio exterior, permita incrementar las exportaciones y reducir las importaciones, logrando de esa manera mantener el equilibrio comercial.

Elasticidades, multiplicador y equilibrio comercial



A la derecha de la recta $BC=0$ existe déficit comercial, ya que el nivel de importaciones inducido por el multiplicador no llega a ser compensado por el efecto del tipo de cambio real sobre el comercio exterior. A la izquierda de la recta $BC=0$ hay superávit comercial ya que el nivel de importaciones inducido por el multiplicador es más que compensado por el nivel del tipo de cambio real sobre el comercio exterior.

En la gráfica se presenta el caso de un país cuyas elasticidades precio del comercio exterior son bajas y cuyo multiplicador

de las importaciones es elevado, tal como sucede en Argentina y muchos países periféricos. La elevada empinación de la recta indica que ante pequeños incrementos del producto las importaciones se multiplican en forma amplia y dado que las elasticidades precio son bajas, se precisan fuertes elevaciones del tipo de cambio real para lograr sostener el equilibrio comercial.

Pasemos ahora a analizar el impacto de las variaciones del tipo de cambio real sobre la demanda agregada de acuerdo a diferentes corrientes heterodoxas.

6.4. La devaluación expansiva

Algunos economistas heterodoxos sostienen que los incrementos del tipo de cambio real estimulan la demanda agregada. El razonamiento es una derivación del análisis del impacto de la devaluación sobre el balance comercial que vimos en la sección anterior. Si un incremento del tipo de cambio real estimula las exportaciones y disminuye las importaciones siendo las mismas sustituidas con producción interna, entonces debería tener un impacto positivo sobre la demanda agregada. A mayor tipo de cambio real, mayor nivel de ingreso (Y).

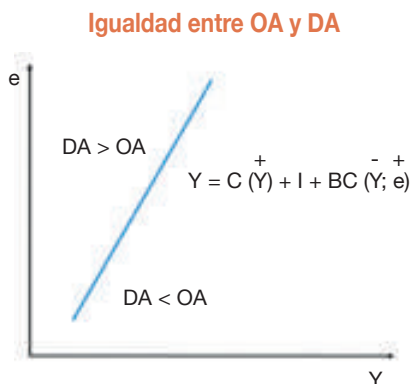
De esta manera, el tipo de cambio estimula la DA mientras que desestimula el componente importado de la OA. Un tipo de cambio real más elevado requiere un incremento en la producción (OA) para mantener satisfecha la demanda agregada (DA). Así puede observarse al reescribir la igualdad entre oferta y demanda agregada como:

$$\begin{aligned}
 OA &= DA \\
 Y + IM \left(\overset{+}{\bar{Y}} ; \bar{e} \right) &= C \left(\overset{+}{\bar{Y}} \right) + I + X \left(\overset{+}{\bar{e}} \right) \\
 Y &= C \left(\overset{+}{\bar{Y}} \right) + I + BC \left(\bar{e} ; \overset{+}{\bar{e}} \right)
 \end{aligned}$$

La representación gráfica muestra las combinaciones de tipo de cambio real (e) y nivel de producción (Y) que mantienen la igualdad entre oferta y demanda agregada. Se la representa como una recta con pendiente positiva, ya que a una mayor

oferta dada por un incremento de Y , se requiere un mayor tipo de cambio real que estimule la demanda agregada vía expansión de las exportaciones y sustitución de las importaciones.

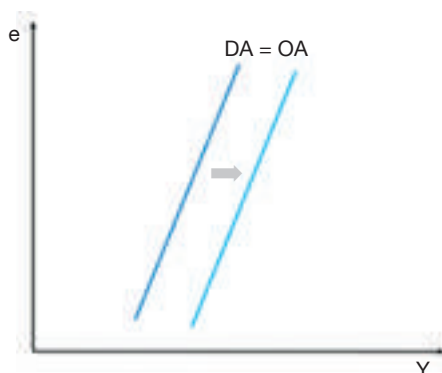
Por debajo de la recta, el tipo de cambio real induce una demanda agregada menor al nivel de oferta existente, porque se reducirán las exportaciones y aumentarán las importaciones, generando un exceso de oferta general ($DA < OA$). Por arriba de la recta, el tipo de cambio real induce una demanda agregada vía estímulo a las exportaciones netas de importaciones que supera la producción existente, generando un exceso de demanda general ($DA > OA$).



Cualquier política expansiva que impulse los componentes autónomos de la demanda agregada, sea un aumento del gasto público o de la inversión², implicará un desplazamiento de la curva hacia la derecha, ya que con el mismo nivel de tipo de cambio real que antes, la mayor demanda generada por la política expansiva, requiere un producto mayor para mantener balanceado el mercado de bienes y servicios.

2. En el gráfico anterior veníamos trabajando, a fin de simplificar, con una ecuación de demanda agregada sin sector público, sin embargo su incorporación es sumamente simple y tiene un impacto similar al de la inversión:

$$Y = I + G + C + BC.$$



6.4.1. La interacción entre ambas restricciones

Pasemos entonces a analizar la interacción entre la igualdad entre demanda y oferta agregada y el balance comercial equilibrado, representando ambas rectas en un mismo plano de coordenadas. Ambas rectas tienen pendiente positiva respecto al tipo de cambio real. Sin embargo, la recta que representa la igualdad entre oferta y demanda agregada tiene una pendiente más pronunciada. Para comprenderlo reescribimos ambas ecuaciones como:

$$\text{Mercado de bienes y servicios: } (DA = OA) = I - Y + C \left(\overset{+}{\bar{Y}} \right) + BC \left(\bar{\bar{Y}}; \overset{+}{\bar{e}} \right) = 0$$

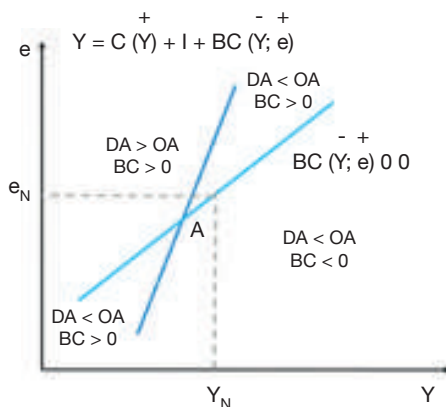
$$(DA = OA) = I - S \left(\overset{+}{\bar{Y}} \right) + BC \left(\bar{\bar{Y}}; \overset{+}{\bar{e}} \right) = I - S \left(\overset{+}{\bar{Y}} \right) + X \left(\overset{+}{\bar{e}} \right) - IM \left(\bar{\bar{Y}}; \overset{+}{\bar{e}} \right) = 0$$

$$\text{Restricción comercial: } X \left(\overset{+}{\bar{e}} \right) - IM \left(\bar{\bar{Y}}; \overset{+}{\bar{e}} \right) = BC \left(\bar{\bar{Y}}; \overset{+}{\bar{e}} \right) = 0$$

En la recta $BC = 0$, un mayor nivel de producto genera mayores importaciones que requieren una suba del tipo de cambio real para ser compensada vía efecto elasticidades en el comercio exterior. En la recta $OA=DA$ se produce el mismo efecto ya que BC forma parte de la misma. Pero, además, el incremento del producto implica un aumento directo de la oferta agregada que supera el estímulo a la DA por la vía del impulso al consumo inducido. De esa manera, se requiere un incremento mayor aún

del tipo de cambio real para que su impacto estimulante sobre la demanda agregada, reequilibre el mercado de bienes y servicios.

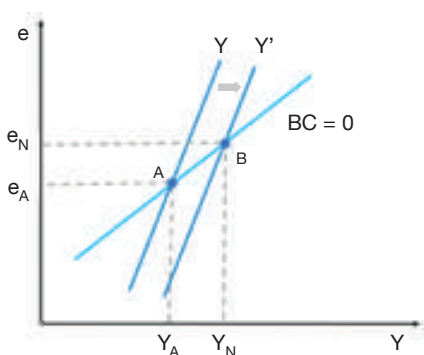
Producto interno y balance comercial



El punto A donde se cruzan ambas rectas muestra un nivel de producto interno con equilibrio comercial. Los puntos sobre la recta de igualdad de demanda y ofertada agregada inferiores a ese valor, implican la existencia de déficits comerciales ($BC < 0$) ya que se encuentran por debajo de la recta de equilibrio comercial. Por el contrario, los puntos sobre la recta de igualdad entre oferta y demanda agregada por encima de A , son niveles de producto con superávit comercial.

Tal como se observa en la gráfica “Pleno empleo y equilibrio comercial”, el pleno empleo (Y_N) es alcanzable siempre que se combinen políticas de estímulos a la demanda agregada vía aumento en sus componentes autónomos, combinados con incrementos del tipo de cambio real que permitan mantener balanceado el comercio exterior. A modo de ejemplo, una combinación de devaluación real (desde e_A hasta e_N) combinada con incremento de políticas expansivas (aumento del gasto público, por ejemplo) que desplaza la recta $OA=DA$ hacia la derecha, puede impulsar a la economía desde el punto A hacia el B donde hay pleno empleo con equilibrio comercial.

Pleno empleo con equilibrio comercial



6.5. El trilema del subdesarrollo

En la sección anterior vimos que si la devaluación es expansiva, se la puede combinar con políticas de incrementos en los componentes autónomos de la demanda agregada, para alcanzar el pleno empleo con equilibrio comercial. Sin embargo, dado que un incremento del tipo de cambio real suele implicar una reducción en el salario real de los trabajadores, el producto de pleno empleo B implica una distribución regresiva de los ingresos. De esa manera, la política económica estaría encerrada en un “trilema del sub-desarrollo”, según el cual es imposible alcanzar al mismo tiempo el triple objetivo de pleno empleo, equidad distributiva y balance comercial externo equilibrado.

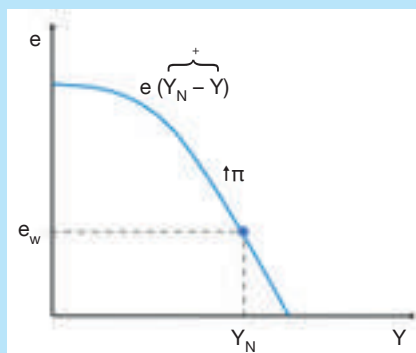
Algunos autores señalan que escoger dentro del trilema, un balance comercial externo con un producto de pleno empleo a costa de una regresiva distribución del ingreso (punto B), tampoco es tarea sencilla. La posibilidad de elevar el tipo de cambio real a medida que la economía se acerca al pleno empleo, puede chocar con la resistencia sindical al deterioro de los salarios reales que implica esa política cambiaria (ver recuadro *La curva Braun Canitrot*). La consecuente puja tipo de cambio-salario, agrega la complicación de una espiral inflacionaria al intento de obtener un producto de pleno empleo y equilibrio comercial en

base a un tipo de cambio real depreciado. Es decir, la opción de bajos salarios reales dentro del trilema del subdesarrollo tiene incorporado un problema adicional: la espiral inflacionaria por pujas tipo de cambio-salario.

Claves

LA CURVA BRAUN-CANITROT

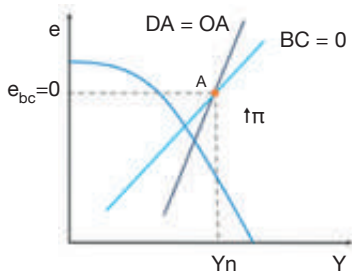
Un incremento del tipo de cambio real vía devaluación nominal, si no se aplican políticas que reduzcan las rentas o ganancias ni mejoren la productividad, implica una disminución de los salarios reales e ingresos de sectores vinculados al mercado interno. Ello es así, porque incrementa el precio de los bienes transables que están atados al valor del dólar (alimentos, combustibles, electrónicos, en Argentina) en relación a los no transables (servicios, salarios, ingresos de profesionales, etc...). Esa transferencia de ingresos, centralmente desde los trabajadores hacia los grupos exportadores, puede ser contrarrestada si los sindicatos obtienen aumentos nominales de salarios compensando el impacto de la devaluación. Si los empresarios pasan a precios los aumentos de salarios, el tipo de cambio real retorna a su nivel inicial. Es decir, la devaluación sólo genero una inflación por puja tipo de cambio-salarios sin lograr incrementar el tipo de cambio real. Dado que la capacidad de los sindicatos de lograr aumentos salariales aumenta cuando menor es el desempleo de una economía, algunos economistas argentinos como Oscar Braun y Adolfo Canitrot señalaron existe una relación inversa entre tipo de cambio real y nivel de empleo que denominamos curva Braun-Canitrot:



En forma gráfica, la curva Braun-Canitrot se representa como una curva con pendiente negativa ya que a medida que el producto se acerca al producto de pleno empleo, la reducción del desempleo implícita genera una mayor capacidad sindical de obtener aumentos nominales de salarios que tiende a apreciar el tipo de cambio real. El gobierno podría intentar sostener el tipo de cambio real con devaluaciones nominales cada vez mayores, pero al costo de una espiral inflacionaria creciente ($\uparrow\pi$) impulsada por la puja tipo de cambio-salario. En la gráfica se muestra como existe un nivel de tipo de cambio real (e_w) compatible con el producto de pleno empleo, si no se quiere caer en una espiral inflacionaria.

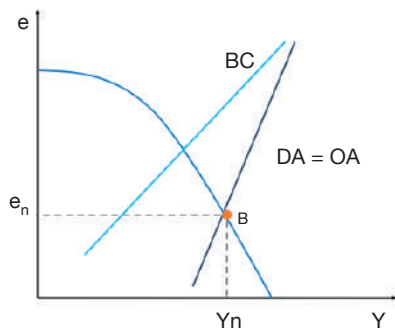
De esa manera, la política económica puede optar por:

A) Pleno empleo con equilibrio comercial y bajos salarios reales, pero en una situación de aceleración inflacionaria por puja tipo de cambio-salario. El punto A implica un producto de pleno empleo (Y_n) y equilibrio comercial (se encuentra sobre la curva $BC=0$), pero a costa de salarios reales bajos implícitos en el elevado tipo de cambio real ($e_{bc=0}$). La resistencia al bajo nivel de salarios reales por los sindicatos fortalecidos por las condiciones de pleno empleo, impulsan una espiral inflacionaria ($\uparrow\pi$) por puja tipo de cambio-salario, ya que el punto A se encuentra por encima de la curva de Braun-Canitrot: $e(Y_n - Y)$.

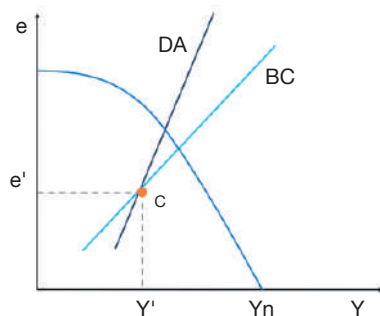


B) Pleno empleo con elevados salarios reales sin espiral inflacionaria, pero con déficit comercial. El punto B implica un tipo de cambio apreciado (e_n , ceteris paribus, un salario real elevado)

con producción en pleno empleo (Y_n), pero déficit comercial ya que se encuentra por debajo de la curva $BC(Y;e)=0$.

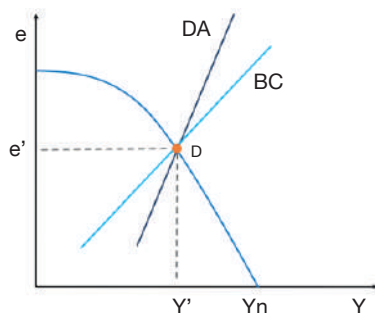


C) Un equilibrio comercial con elevados salarios reales y sin espiral inflacionaria, pero con una producción por debajo del pleno empleo. El punto C implica un tipo de cambio apreciado (e') y, ceteris paribus, un salario real elevado que deja conforme a los sindicatos (se encuentra por debajo de la curva Braun-Canitrot). También hay equilibrio comercial ya que se encuentra sobre la curva $BC=0$, pero el nivel de producto (Y) es inferior al de pleno empleo (Y_n).



D) Hay un caso intermedio, donde a consecuencia del trilema del sub-desarrollo, la política económica establece un tipo de cambio real (y , por ende, de salarios reales) intermedios. El punto D, es aquel donde la producción alcanza el máximo ni-

vel (Y_{so}) compatible con el equilibrio comercial y la estabilidad de los precios. Ese subóptimo, es el objetivo de política económica asequible para una economía periférica dentro del trilema del subdesarrollo.



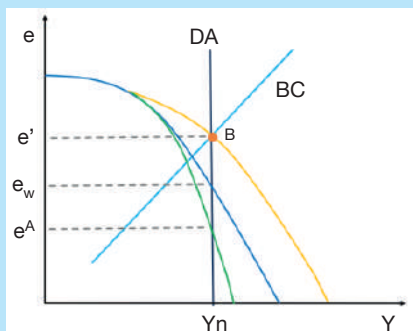
Claves

LA PROPUESTA DE MARCELO DIAMAND

El planteo de Marcelo Diamand puede ser interpretado como un intento de reconciliar el equilibrio externo con pleno empleo del producto, y una equitativa distribución del ingreso. La clave para ello es el establecimiento de tipos de cambio diferenciales, que logren establecer un tipo de cambio real industrial elevado y uno más bajo para el sector primario. El tipo de cambio real elevado para la industria permite estimular las exportaciones y la sustitución de importaciones de productos industriales. El tipo de cambio real bajo para las exportaciones primarias permite mantener en un precio relativo más bajo los alimentos, combustibles y energía y, por ende, mejorar la distribución del ingreso.

En términos gráficos, el desdoblamiento del tipo de cambio real implica separar la Curva Braun-Canitrot, desplazándola hacia abajo a la izquierda para el sector primario y hacia arriba a la derecha para el sector industrial. Esos desplazamientos reflejan el efecto del tipo de cambio diferencial sobre los precios relativos internos, encareciendo los bienes industriales y abaratando los primarios respecto a un valor intermedio de tipo de cambio unificado. El tamaño del desplazamiento de cada curva dependerá de la composición de la canasta de bienes y servicios que

conforman el salario real, y del impacto en la misma que genere el cambio de los precios relativos dado por el desdoblamiento. De esa manera, se mantiene el salario real correspondiente a cada nivel de tipo de cambio real y tasa de crecimiento implícita en la curva Braun-Canitrot, pero con una modificación en su composición dado el cambio de los precios relativos que produce el régimen de tipo de cambio diferencial.



En la gráfica se asume que la elasticidad precio de la producción industrial es elevada, no así la de los bienes primarios exportables. En consecuencia, el desdoblamiento cambiario no afecta la dinámica del comercio exterior y, por ende, no produce grandes desplazamientos de la recta de equilibrio comercial:

$$BC(\bar{Y}; \bar{e}) = 0$$

El desdoblamiento de la Curva Braun-Canitrot permite alcanzar el punto B, donde hay equilibrio en el comercio exterior con una producción de pleno empleo, sin una espiral inflacionaria por pujas tipo de cambio-salarios. La clave para ello es que el desdoblamiento cambiario compensa los elevados precios relativos de los bienes industriales implícitos en el tipo de cambio real industrial elevado (e') con bajos precios relativos de los alimentos, combustibles y energía implícitos en el tipo de real primario bajo (e^A). De esa manera, modera la resistencia sindical al nivel de ingresos reales implícito en la política cambiaria, y reduce la puja tipo de cambio-precio y, por ende, las presiones inflacionarias.

Las herramientas para generar esa diferenciación cambiaria son diversas. Probablemente la más utilizada en Argentina es la de combinar un tipo de cambio real elevado con retenciones a las exportaciones pri-

marías. Las retenciones equivalen a una disminución del tipo de cambio real primario exportador. Otra alternativa es combinar un tipo de cambio real bajo con aranceles a la importación y subsidios a la exportación de bienes industriales. Los aranceles y subsidios equivalen a una elevación del tipo de cambio real industrial. Por último, se encuentra la opción del desdoblamiento del mercado cambiario con un dólar primario y otro industrial. Cada una de esas opciones de política cambiaria tiene diferente impacto fiscal, administrativo y de resistencia de los sectores primario exportadores, pero todas se encargan de compensar las diferencias entre la productividad relativa del sector primario e industrial y la estela de precios relativos del mercado mundial, característica de la estructura productiva argentina.

6.6. Los efectos contractivos de la devaluación

A diferencia de lo visto en la sección anterior, otros economistas heterodoxos sostienen que los incrementos del tipo de cambio real reducen la demanda agregada. Desde esa perspectiva, la suba del tipo de cambio real genera efectos contractivos sobre el consumo y la inversión, que más que compensan cualquier estímulo positivo que pueda generar sobre el balance comercial.

La reducción del consumo se vincula con la redistribución del ingreso que genera una elevación del tipo de cambio real, desde los asalariados hacia los empresarios y rentistas del sector exportador (ver recuadro *Efectos redistributivos de la devaluación*). En forma similar a cuando vimos el multiplicador kaleckiano, al estudiar la visión heterodoxa del mercado de trabajo, si los rentistas y capitalistas del sector exportador tienen una propensión al consumo menor que la de los asalariados, la redistribución del ingreso que genera una devaluación real tiende a deprimir el nivel de consumo.

La contracción de la inversión se vincula con la caída de la demanda, la cual reduce el uso de la capacidad instalada, y a los efectos patrimoniales que genera la elevación del tipo de cambio real sobre las empresas y el Estado (ver recuadro *Efecto balance contable*). Si las empresas y el Estado tienen deudas nominadas en divisas, dado que sus ingresos son mayormente en moneda

nacional, una elevación del tipo de cambio real deteriora su balance contable al incrementar el valor de las deudas en dólares en relación a los ingresos. El deterioro patrimonial dificulta el acceso al financiamiento y la concreción de planes de inversión.

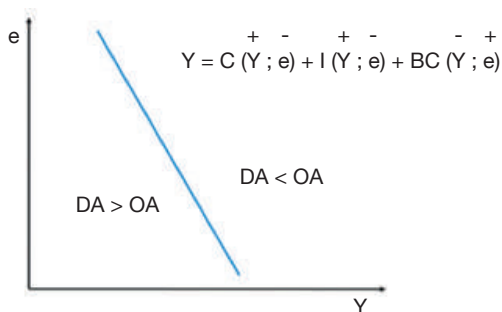
De esa manera, el efecto neto de una elevación del tipo de cambio real es el de una reducción de la demanda agregada. Un tipo de cambio real más elevado requiere, por tanto, una reducción en la producción (OA) para mantener satisfecha la demanda agregada (DA). Así puede observarse al reescribir la igualdad entre oferta y demanda agregada como:

$$Y + IM(\bar{Y}^+; \bar{e}) = C(\bar{Y}^+; \bar{e}) + I(\bar{Y}^+; \bar{e}) + X(\bar{e})$$

$$Y = C(\bar{Y}^+; \bar{e}) + I(\bar{Y}^+; \bar{e}) + BC(\bar{Y}^+; \bar{e})$$

En este caso, la representación gráfica de la igualdad entre oferta y demanda agregada se presenta como una recta negativa entre el eje del tipo de cambio real y el producto. Por encima de la recta, el tipo de cambio real induce una demanda agregada menor al nivel de oferta existente, porque se reducirá el consumo y la inversión sobrepasando el estímulo a las exportaciones y sustitución de importaciones ($DA < OA$). Por debajo de la recta, el tipo de cambio real induce una demanda agregada que supera la producción existente vía estímulo al consumo y la inversión que supera el impacto negativo en las exportaciones netas de importaciones ($DA > OA$).

Igualdad entre OA y DA



Claves

EFEECTO REDISTRIBUTIVO DE LA DEVALUACIÓN

Los precios internos de los productos exportables no diferenciados, como algunas materias primas que son base de alimentos o los hidrocarburos ($p_x^{\$}$), y de los bienes se importan ($p_m^{\$}$) están determinados por sus precios internacionales de exportación (p_x^{usd}) o de importación (p_m^{usd}), multiplicarlos por el tipo de cambio nominal ($E_{usd}^{\$}$). No debemos olvidar descontar la tasa de retenciones a la exportación (r) y agregar la tasa de aranceles a la importación (a), respectivamente:

$$p_x^{\$} = p_x^{usd} * E_{usd}^{\$} * (1 - r)$$

$$p_m^{\$} = p_m^{usd} * E_{usd}^{\$} * (1 - a)$$

Asimismo, el resto de los bienes podemos dividirlos en servicios públicos con precios regulados ($\bar{p}_s^{\$}$), y bienes que forman su precio ($p_b^{\$}$) aplicando un margen (τ) sobre sus costos laborales ($l w^{\$}$), sus costos de servicios públicos ($s \bar{p}_s^{\$}$), de insumos importados ($m p_m^{\$}$) y exportables ($x p_x^{\$}$):

$$p_b^{\$} = (l w^{\$} + s \bar{p}_s^{\$} + m p_m^{\$} + x p_x^{\$}) (1 + \tau)$$

El impacto de una devaluación ($\uparrow E_{usd}^{\$}$) será elevar en forma proporcional el precio interno de los bienes exportables ($\uparrow p_x^{usd}$) e importados ($\uparrow p_m^{usd}$):

$$\uparrow p_x^{\$} = p_x^{usd} * \uparrow E_{usd}^{\$} * (1 - r)$$

$$\uparrow p_m^{\$} = p_m^{usd} * \uparrow E_{usd}^{\$} * (1 - a)$$

También, aunque en menor grado, aumentará el precio del resto de los bienes ($\uparrow p_b^{\$}$). Si observamos la estructura de costos de los bienes locales no transables, encontraremos que el aumento de los insumos transables se encarecen producto a la variación del tipo de cambio:

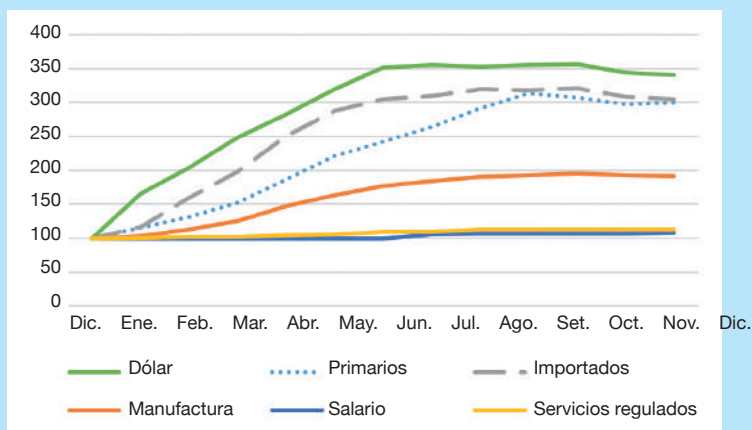
$$\uparrow \bar{p}_b^{\$} = (l w^{\$} + s \bar{p}_s^{\$} + m \uparrow p_m^{\$} + x \uparrow p_x^{\$}) (1 + \tau)$$

Dado que en un principio los salarios nominales no se modifican, esos incrementos de precios inducidos por la suba del tipo de cambio nominal implican una baja del poder adquisitivo del salario y un incremento de la rentabilidad del sector exportable (cuyos costos salariales, de bienes y de servicios regulados aumentaron menos que sus precios). Si los sectores rentistas y empresariales beneficiados por la devaluación, consumen una menor proporción de sus ingresos que los asalariados perjudicados, el efecto redistributivo de la devaluación genera una caída en el nivel general de consumo.

Nótese que la evolución del precio de los servicios regulados dependerá de la política de tarifas acordada por el gobierno. Si decide incrementar las tarifas en simultáneo a la devaluación, acentuará la caída del salario real y el consumo. Si, en cambio, mantiene congeladas las tarifas, amortiguará la baja del salario real y el consumo.

El impacto redistributivo de la devaluación puede observarse al analizar la evolución de los precios en Argentina luego de la crisis del régimen de convertibilidad en diciembre de 2001. La misma derivó en una brusca devaluación del peso argentino frente al dólar de aproximadamente un 250% a lo largo del 2002. La suba del tipo de cambio nominal incrementó el precio de los exportables (primarios) e importados en el mismo período. El impacto de esos incrementos sobre los costos de producción, generaron un alza del 100% en los precios de los demás bienes (manufactura). El salario no tuvo prácticamente incrementos, sufriendo una marcada pérdida de su poder adquisitivo. Los servicios regulados tampoco incrementaron sus precios debido a la política de “pesificación” de las tarifas implementada por el gobierno.

Evolución de precios en Argentina. Año 2002. Dic-01=100



Fuente: elaboración propia en base a INDEC.

La consecuencia de la baja del salario real provocada por los efectos redistributivos de la devaluación, fue una reducción de la del consumo privado en relación al producto, de 3 puntos porcentuales:

| Año | Trimestre | Consumo / PBI |
|------|-----------|---------------|
| 2002 | I | 68% |
| | II | 65% |
| | III | 65% |
| | IV | 66% |

Fuente: Datos desestacionalizados a precios constantes.
Elaboración propia en base a INDEC.

Claves

EFFECTO BALANCE CONTABLE

En una economía donde las empresas y el Estado tienen deudas nominadas en divisas y sus ingresos son mayormente nominados en pesos, una devaluación que incrementa el tipo de cambio real tiende a deteriorar los balances contables del sector público y privado. El deterioro patrimonial se debe a que la devaluación incrementa el valor relativo de sus pasivos nominados en divisas, e incrementa el costo en pesos de los intereses y amortizaciones que devengan las deudas nominadas en divisas. Ese

“efecto contable” de la devaluación (tal como lo denomina el economista estadounidense Paul Krugman en su artículo “Balance Contable, problema de la transferencia y crisis financiera” de 1999), tiende a reducir los proyectos de inversión, ya que una parte mayor de los ingresos corrientes debe ser destinada a cubrir los intereses y amortizaciones que devengan las deudas en divisas, mientras que el deterioro patrimonial dificulta el acceso al crédito.

El deterioro patrimonial de una economía cuyo sector público y privado se encuentra endeudado en divisas, puede observarse en Argentina durante la crisis de la convertibilidad. En los primeros 6 meses de 2002, si bien tales deudas disminuyeron un 18% (la actividad se contrajo un 5%), su relación respecto al PBI aumentó prácticamente 100 puntos porcentuales. Lo mismo sucede con los intereses devengados por esas deudas: pese a disminuir en monto, más que duplicaron su relación con el PBI.

En el mismo período la inversión se redujo un 24% en términos reales y disminuyó en 3 puntos porcentuales su relación al PBI, en parte, como consecuencia del “efecto balance contable” de la devaluación.

| Obligaciones con el exterior | | Dic. 01 | Jun. 02 |
|-------------------------------------|---------------------------------------|----------------|----------------|
| Sector privado | millones U\$ | 77.593 | 70.531 |
| | % PBI | 32% | 76% |
| Sector público | millones U\$ | 136.202 | 104.424 |
| | % PBI | 56% | 112% |
| Total | millones U\$ | 213.795 | 174.955 |
| | % PBI | 88% | 187% |
| Intereses | millones U\$ | 2.966 | 2.628 |
| | % PBI | 1,20% | 2,80% |
| Inversión | Índice real desestacionalizado | 100 | 76 |
| | % PBI | 14% | 11% |

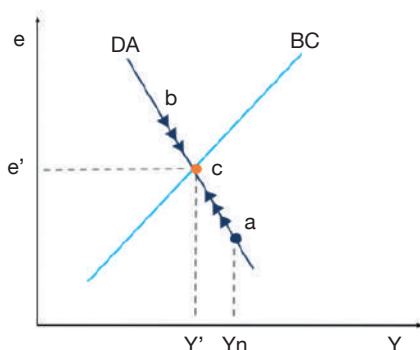
Fuente: elaboración propia en base a BCRA e INDEC.

6.5.1. La interacción entre ambas restricciones

Pasemos entonces a analizar la interacción entre las condiciones de igualdad entre demanda y oferta agregada, con las de equilibrio comercial externo, representando ambas rectas en un mismo plano de coordenadas. Dado que la devaluación tiene un impacto contractivo sobre la actividad, pero positivo sobre el ba-

lance comercial, las rectas tienen pendientes opuestas. El punto de intersección entre ambas rectas (c) es un nivel de producción interna con equilibrio comercial externo.

Producto interno y balance comercial

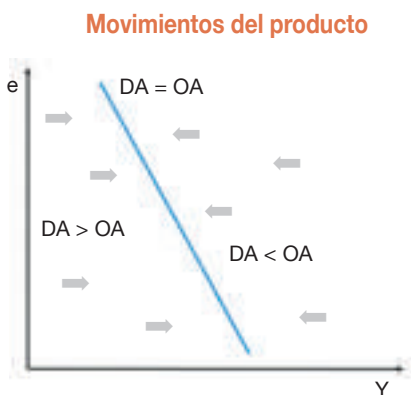


El punto (a) refleja la situación donde la apreciación del tipo de cambio real permite una expansión de la demanda agregada compatible con un producto de pleno empleo (Y_N). Sin embargo, el punto se encuentra a la derecha de la recta de equilibrio comercial ($BC=0$), indicando que a ese nivel de tipo de cambio real y de producto, el nivel de importaciones supera las exportaciones. De realizarse una devaluación, y llevar la economía al punto (b), el tipo de cambio real tan elevado para ese menor nivel de producción genera exportaciones por encima de las importaciones (por eso se encuentra a la izquierda de la curva $BC=0$). Pero la producción se encuentra por debajo del nivel de pleno empleo.

6.7. Los ciclos de freno y arranque

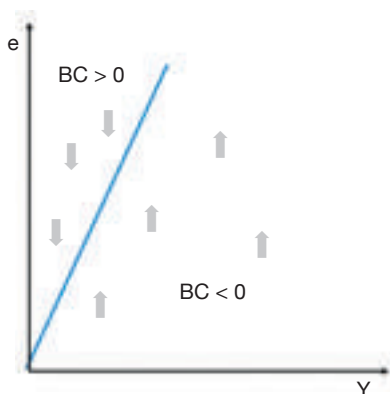
Los ciclos de freno y arranque que caracterizaron a la economía argentina en su etapa de industrialización por sustitución de importaciones (ISI), pueden analizarse a partir de la interacción entre la recta de igualdad de oferta y demanda agregada y la de balance comercial externo equilibrado, para economías donde las devaluaciones son contractivas.

Sin embargo, antes de proseguir debemos introducir una serie de supuestos sobre el comportamiento de la producción y el tipo de cambio real. Bajo el supuesto keynesiano de que la demanda determina el nivel de producción, podemos asumir que cuando la demanda supera la oferta agregada, el producto tiende a incrementarse. Por el contrario, cuando la oferta agregada supera a la demanda, el producto tiende a contraerse. Ambos supuestos se representan en la gráfica con flechas que indican la dirección en que se mueve el producto fuera de la recta de igualdad entre oferta y demanda.



Por su parte, asumimos que el tipo de cambio real tiende a elevarse cuando hay déficit comercial externo, y a reducirse en presencia de superávits. Esos supuestos se derivan de no considerar momentáneamente los flujos financieros ni los cambios en los niveles de reservas internacionales. En la gráfica se representa con flechas que indican la dirección en que se mueve el tipo de cambio real fuera de la recta de balance comercial equilibrado.

Movimientos del tipo de cambio real



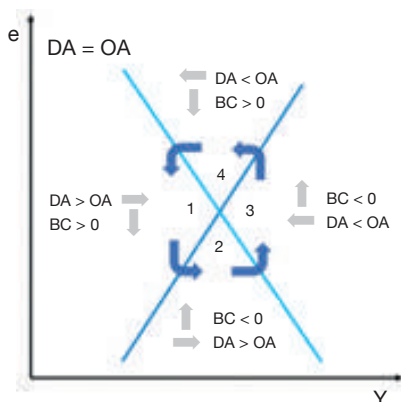
La interacción entre el movimiento del producto fuera del equilibrio entre oferta y demanda agregada, y del tipo de cambio real fuera del equilibrio comercial externo, dan origen a los ciclos de freno y arranque. En términos gráficos, las flechas indican la dirección del producto y del tipo de cambio real para cualquier posible situación de la demanda interna en relación a la oferta y del balance comercial.

La **zona 1**, muestra una situación donde el bajo nivel de producto reduce las importaciones por debajo de las exportaciones para esos niveles de tipo de cambio real, generando un superávit comercial que tiende a apreciar el tipo de cambio real. Para esos niveles bajos de producción, la demanda que surge del tipo de cambio real supera la oferta, estimulando la producción. La apreciación cambiaría con incrementos del producto tiende a deteriorar el balance comercial, empujando la economía a la zona 2 donde hay déficit comercial (y comienzan las presiones hacia una devaluación).

El incremento del tipo de cambio real generado por el déficit comercial impulsa la economía a la zona 3, donde la devaluación tiende a contraer la demanda hasta inducir un exceso de oferta que contrae la actividad. Así la economía se dirige a la zona 4, donde la contracción de la actividad permite restablecer el su-

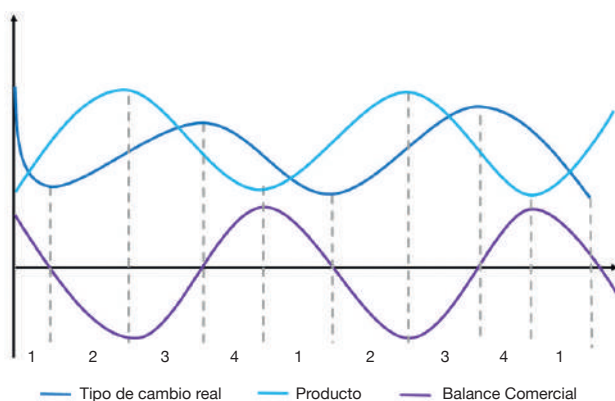
perávit comercial induciendo a la apreciación del tipo de cambio real. La apreciación del tipo de cambio real estimula la demanda agregada, empujando nuevamente la economía a la zona 1 donde coexiste un superávit comercial con excesos de demanda, induciendo un nuevo comienzo del ciclo de freno y arranque.

Diagrama de fases del ciclo de freno y arranque



La evolución de la producción, el tipo de cambio real y el balance comercial a lo largo del ciclo de freno y arranque son presentados de manera alternativa en la gráfica *Ciclos de freno y arranque I*. Los números 1, 2, 3 y 4 hacen referencia a las zonas del diagrama de fases, ahora se presentan como una sucesión de etapas en el tiempo. De esa manera, se aprecia mejor la dinámica cíclica de evolución de la economía, donde las fases de incremento de la producción, van acompañadas de un deterioro del balance comercial que induce incrementos del tipo de cambio real que, a su vez, terminan por generar caídas del producto que restablecen el superávit externo, restableciendo las condiciones para una nueva etapa de apreciación cambiaria con expansión de la actividad.

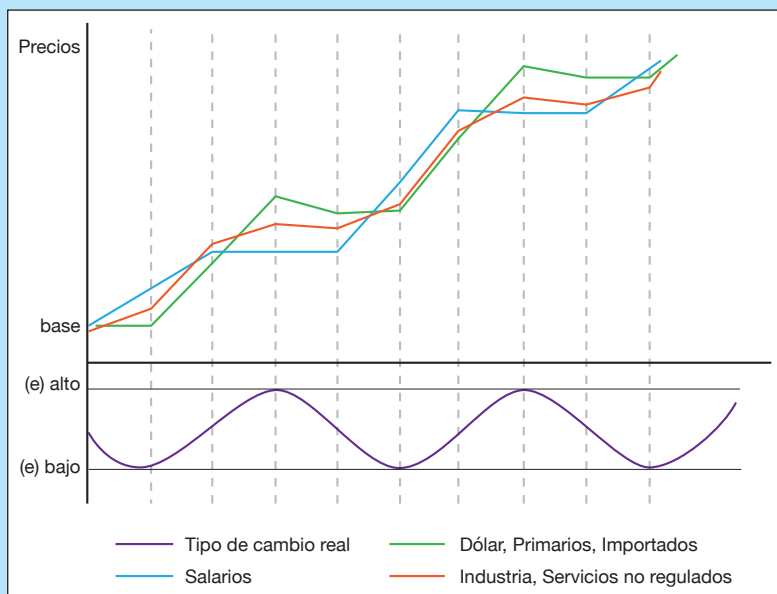
Ciclo de freno y arranque



Claves

CICLO DE FRENO Y ARRANQUE E INFLACIÓN ESTRUCTURAL

Los ciclos de freno y arranque generan una dinámica de precios que da origen a un proceso de inflación “estructural”. El economista argentino Julio Olivera señaló que la inflación estructural surge cuando las variaciones de precios relativos se producen mediante alzas nominales de los precios, dado que algunos de ellos son rígidos a la baja. Tomando en cuenta la formación de los diferentes precios vista en el recuadro *Efecto redistributivo de la devaluación*, podemos analizar cómo se constituye la inflación estructural analizando la evolución de los diferentes precios en las diferentes fases del ciclo de freno y arranque.



En la fase 1 de expansión de la actividad, la apreciación cambiaria (línea violeta) es el resultado del incremento de los salarios (línea azul) a medida que disminuye el desempleo, y del trasladado a precios de tales aumentos por el sector industrial y de servicios no regulados (línea roja) que forman precios con un margen sobre sus costos. Tanto el dólar como los precios de bienes primarios e importados (línea verde), que dependen de él, permanecen estables. En la fase 2, los salarios continúan incrementándose, dado que la producción sigue en expansión y el desempleo en disminución, sin embargo, el dólar comienza a dispararse por el déficit comercial impulsando el alza de los bienes primarios exportables y de los importados. Los bienes industriales y servicios no regulados aumentan tanto por el incremento de los costos salariales como los dolarizados.

En la fase 3, el déficit comercial continúa generando la marcha ascendente del dólar impulsando la suba de los exportables e importados y, en menor medida, de los bienes industriales y servicios no regulados (donde aumentan los costos dolarizados). Por el contrario, la caída de la actividad y el incremento del desempleo generan que los salarios no crezcan al ritmo de los precios, perdiendo poder de compra mientras sube el tipo de cambio real.

La fase 4, de caída de la actividad con superávit comercial, es donde los precios se estabilizan y la inflación da cierto respiro. Incluso el superávit comercial puede inducir cierta leve apreciación nominal, que suele ser utilizada por la autoridad cambiaria para intentar frenar la fuga de capitales dando la señal de que la crisis ya pasó y que conviene empezar a pesificar parte de las carteras financieras de las empresas y rentistas. Los salarios continúan estables dado que la producción continúa en crisis y el desempleo en aumento. En la fase siguiente, el ciclo de freno arranque vuelve a comenzar y la dinámica de los precios también, pero partiendo de una base nominal más elevada.

Como se observa en la gráfica, la evolución de los precios nominales antes descrita es la forma en que se constituyen aumentos y descensos en el tipo de cambio real (precio relativo). Dado que, en las fases de superávit comercial, la autoridad monetaria acumula reservas evitando apreciaciones nominales de magnitud (rigidez a la baja del tipo de cambio nominal), las variaciones de los precios relativos se constituyen, en casi todos los momentos, con alzas nominales de los diversos precios donde el dólar toma la delantera en las fases 2 y 3 (incrementado el tipo de cambio real) y los salarios en las demás fases (apreciando el tipo de cambio real). De esta forma, la evolución de los precios relativos va acompañado de una permanente alza en el nivel general de precios dando por resultado una “inflación estructural”.

6. Resumen

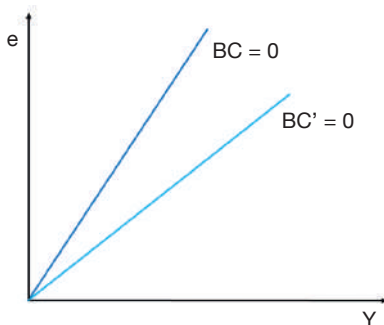
- Para la visión heterodoxa, el saldo externo está determinado por las relaciones de precios externos en relación a los domésticos (tipo de cambio real) y al nivel de producción interna con sus requerimientos de importaciones (multiplicador).
- El equilibrio comercial puede requerir un nivel de producto menor que el de pleno empleo de los recursos productivos.
- Una elevación del coeficiente de importaciones tiene el mismo impacto que un incremento en la propensión al ahorro en términos de demanda efectiva para un país pequeño.
- A medida que el producto aumenta, también lo hacen las importaciones, el incremento del producto va acompañado de un deterioro del saldo comercial.

- Si una economía debe restringir su producto por debajo del pleno empleo para lograr el equilibrio de sus cuentas externas, se dice que la actividad económica se encuentra limitada por el balance de pagos, la restricción externa o de divisas.
- El enfoque de las elasticidades parte de analizar el impacto de un incremento del tipo de cambio real sobre el balance comercial.
- Algunos economistas heterodoxos sostienen que los incrementos del tipo de cambio real estimulan la DA mientras que desestimula el componente importado de la OA.
- Para ellos el pleno empleo con equilibrio comercial, es alcanzable siempre que se combinen políticas de estímulos a la demanda agregada con incrementos del tipo de cambio real.
- Sin embargo, a medida que la economía se acerca al pleno empleo, la presión sindical por aumentos en los salarios puede inducir una apreciación del tipo de cambio real, incompatible con el equilibrio comercial.
- El trilema del sub-desarrollo plantea que es imposible alcanzar al mismo tiempo el triple objetivo del pleno empleo, equidad distributiva y balance comercial externo equilibrado.
- Marcelo Diamand recomienda el establecimiento de tipos de cambio diferenciales, que logren establecer un tipo de cambio real industrial elevado y uno más bajo para el sector primario.
- Algunos economistas heterodoxos sostienen que los incrementos del tipo de cambio real reducen la demanda agregada. Desde esa perspectiva, la suba del tipo de cambio real genera efectos contractivos sobre el consumo y la inversión, que más que compensan cualquier estímulo positivo que pueda generar sobre el balance comercial.
- En los ciclos de “freno y arranque” las fases de incremento de la producción van acompañadas de un deterioro del balance comercial, el cual induce incrementos del tipo de cambio real que, a su vez, terminan por generar caídas del producto que restablecen el superávit externo, restableciendo las condiciones para una nueva etapa de apreciación cambiaria con expansión de la actividad.

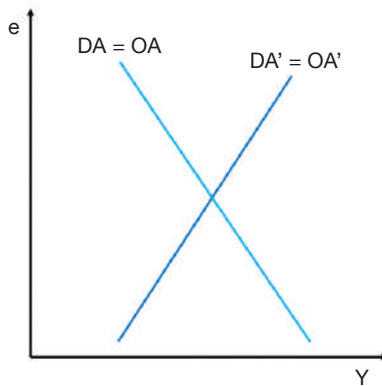
- Los ciclos de freno y arranque generan una dinámica de precios que da origen a un proceso de inflación “estructural”. La cual surge cuando las variaciones de precios relativos se producen mediante alzas nominales de los precios, dado que algunos de ellos son rígidos a la baja.

6. Preguntas y problemas

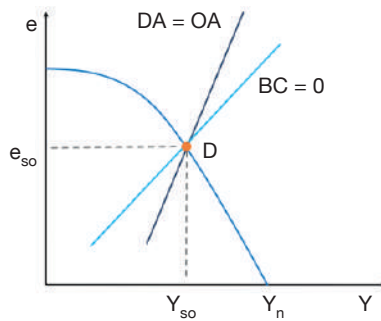
- a) Dadas dos economías con el mismo nivel de importaciones, exportaciones y déficit comercial. La economía A, tiene elevadas elasticidades precios de sus exportaciones y sus importaciones, y la B bajas elasticidades precios de sus exportaciones e importaciones. Si ambas quieren corregir su déficit mediante una devaluación real, ¿cuál de ellas deberá realizar una mayor devaluación real?
- b) Una economía tiene elevada elasticidad precio de sus exportaciones e importaciones y un bajo multiplicador de las importaciones, y otra presenta la situación opuesta. ¿Cuál es cada una de ellas en la siguiente representación gráfica de combinaciones de producto y tipo de cambio real que mantienen el balance comercial equilibrado?



- c) ¿Cuál de las economías de la gráfica se corresponde al enfoque heterodoxo de la devaluación expansiva y cual al de la contractiva?

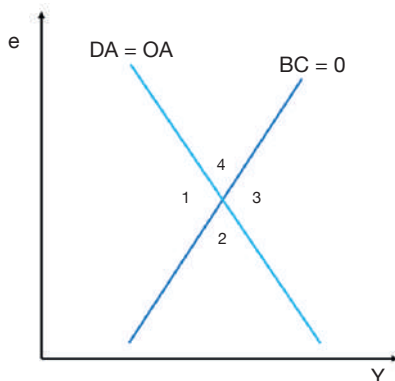


- d) La economía se encuentra en la siguiente situación



- ¿Qué sucedería si el gobierno decide implementar una política de expansión de la obra pública?

- e) En el diagrama de fases del ciclo de freno y arranque, señale las fases correspondientes a la expansión de la actividad económica y aquellas en que se contrae:



- f) En la inflación estructural que acompaña los ciclos de freno y arranque ¿qué precio nominal es rígido a la baja, forzando que las variaciones del tipo de cambio real se deban construir siempre con aumentos en los precios nominales?

6. Lecturas complementarias

- Asiain, A. "Trayectoria del tipo de cambio y los salarios; un análisis para la economía argentina 2001-10", *Desarrollo Económico*. 2010.
- Asiain, A. "Demanda efectiva y restricción externa", *Ensayos en Honor a Marcelo Diamand*. Buenos Aires. 2011.
- Braun y Joy. "Un modelo de estancamiento económico. Estudio de Caso". *Desarrollo económico*. 1981.
- Braun, O. "Comercio internacional e imperialismo". Siglo Veintiuno. 1973.
- Canitrot, A. "El salario real y la restricción externa". *Desarrollo Económico*, 23 (91). 1983.
- Crovetto, Chena y Panigo. "El concepto de trilema del subdesarrollo" *Ensayos en Honor a Marcelo Diamand*. Buenos Aires. 2011.
- Diamand, M. *Doctrinas económicas, desarrollo e independencia*. Paidós. 1973.

- Díaz Alejandro, C. "A Note on the Impact of Devaluation and the Redistributive Effect". *Journal of Political Economy*. 1963.
- Harrod, R. *International Economics*. Cambridge University Press. 1933.
- Krugman, P. y Taylor, L. "Contractionary Effects of Devaluation", *Journal of International Economics*. 1978.
- Lerner, A.P. *The economic of control*. MacMillan. 1944.
- Meade, J.E. "National income, national expenditure and the balance of payments". *Economic Journal*, 1948-9.
- Olivera, Julio. "Aspectos Dinámicos de la Inflación Estructural". *Desarrollo Económico*. Vol VII N° 27. 1967.
- Olivera, Julio. "La teoría no monetaria de la inflación". *El Trimestre Económico*, nro. 108. 1960.
- Robinson, J. *The Foreign Exchanges, En Essays in the Theory of Employment*. Oxford: Macmillan. 1947.
- Thirlwall, A. P. "The balance of payments constraint as an explanation of international growth rate differences". *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, no. 128(March): 45-53. 1979.
- Zack, G. y Dalle, D. "Elasticidades del comercio exterior de la Argentina: ¿Una limitación para el crecimiento?". *Realidad Económica*, 289, 10-31. 2015.

Parte 7. Deuda, Fuga y Restricción Externa

El ingreso de divisas por medio de la toma de créditos externos permite financiar un balance comercial deficitario. Así, accediendo al financiamiento internacional, una economía puede eludir la restricción externa temporalmente, manteniendo una expansión económica con déficits comerciales. Sin embargo, tales créditos devengan intereses y amortizaciones en divisas, por lo que la acumulación excesiva de deudas en moneda extranjera puede terminar agravando la restricción externa e induciendo una contracción de la actividad y el empleo mucho mayor.

De la misma manera, una economía con cuenta capital abierta puede recibir un ingreso de capitales especulativos (de cartera) desde el exterior que pretendan invertir en activos en pesos, generando un flujo de divisas que alivie la restricción externa (ingresan los dólares, compran pesos y luego compran activos locales). Pero también puede sufrir una corrida cambiaria de la mano de una brusca salida de esos mismos capitales, provocando bruscas devaluaciones contractivas.

Otra variable fundamental a tener en cuenta es la Formación de Activos Externos (o “fuga de capitales”), llevada adelante por los mismos residentes del país en cuestión, que deciden dolarizar parte de su riqueza. Los dólares obtenidos pueden ser girados a bancos del exterior, retirados del sistema bancario en

forma de billetes, o depositados en cuentas en bancos locales (ver *Fuga estructural en Argentina*). Este proceso también genera presiones cambiarias y puede impulsar devaluaciones.

Incorporemos tales alternativas a la restricción externa (BC), a la cual renombraremos BP (“Balanza de Pagos”), ya que incluye ciertos flujos financieros. El signo menos implica una salida de divisas, y el signo más un ingreso. Entonces:

$$BP = X - M - i_{\text{arg},1}^{\text{usd}} * DE + \Delta DE - FAE + IC = \Delta R$$

$i_{\text{arg},1}^{\text{usd}} * DE$: intereses a pagar por la deuda externa contraída con anterioridad;

ΔDE : nueva deuda-amortizaciones: incremento neto del stock de deuda externa;

FAE : formación neta de activos externos (fuga de capitales);

IC : inversiones de cartera

ΔR : acumulación de reservas internacionales.

La deuda externa nominada en divisas (DE) es emitida por los Estados nacionales, provinciales y empresas privadas. La tasa de interés en dólares que devenga ($i_{\text{usd}}^{\text{arg}}$) está ilustrada en el llamado “riesgo país” (ver recuadro *¿Quién fija el riesgo país?*) que es la diferencia del costo de acceso de un país a un crédito internacional, respecto al costo de acceso a un crédito similar de parte del gobierno de los EEUU. La comparación con tal país se produce porque los créditos están nominados en dólares, la principal moneda mundial en la actualidad. Dado que la misma es la moneda nacional de los EEUU, se considera que prestarle a ese país está libre de riesgos, ya que pueden emitir su moneda de forma irrestricta y cumplir con sus créditos externos. En cambio, los países que emiten deuda en una moneda que les es ajena (porque la suya no es aceptada internacionalmente), no pueden emitirla y, por lo tanto, pueden verse imposibilitados de cumplir con sus compromisos externos y entrar en cesación de pagos.

Nótese que el flujo de intereses y amortizaciones por deudas externas se incrementa cuanto mayor es el nivel de créditos ex-

ternos acumulados por una economía. Además, la acumulación de elevados niveles de endeudamiento externo por una economía suele ser penado por las calificadoras y por los mercados, aumentando el riesgo país y, consecuentemente, las tasas para su refinanciamiento. Esas situaciones generan que los procesos de financiamiento del déficit comercial por medio del endeudamiento externo tengan una duración limitada.

Clave

¿QUIÉN FIJA EL RIESGO PAÍS?

Es difícil establecer quien determina el riesgo país, ya que se trata de un precio de mercado, donde juegan múltiples aristas: expectativas, nivel de endeudamiento, sustentabilidad externa, indicadores macroeconómicos, y hasta la geopolítica. Parte de las instituciones que intentan “revelar” tales fundamentos, e incluso influyen sobre los mismo, son las llamadas agencias calificadoras de riesgo crediticio. Las mismas otorgan “notas” a todos los emisores de deuda, tanto privada como soberana. La calificación se realiza, hipotéticamente, según ciertos indicadores económicos (que ponderan el nivel de endeudamiento, el déficit de cuenta corriente, fiscal, entre otros) y según la afinidad política y de negocios con los gobiernos y empresas. Semejante poder está en manos de tres grandes compañías privadas que manejan más del 90 por ciento del mercado mundial de calificaciones. Moody’s, cuyo principal accionista es el multimillonario estadounidense Warren Buffet, Standard & Poor’s es filial de la editorial norteamericana McGraw-Hill, y Fitch, que depende de la firma Fimalac/Lacharriere, presidida por Marc Ladreit, una de las fortunas más grandes de Francia.

La desconfianza en la rigurosidad de los análisis de riesgo de las calificadoras no está basada sólo en suposiciones, sino también en hechos concretos. Un estudio realizado por economistas por pedido del Banco Central Europeo en octubre de 2012 demostró que las agencias ponían sistemáticamente mejores notas a las empresas que eran clientes suyos y les proporcionaban buenos ingresos. Algunos episodios confirman la presunción de que los negocios pesan más que el profesionalismo:

el trío de calificadoras recomendaba invertir en las empresas norteamericanas Enron o Lehman Brothers casi hasta el momento de su quiebra. También calificaban con la máxima puntuación “AAA” a los paquetes

estructurados de hipotecas norteamericanos hasta que, repentinamente, se convirtieron en “basura”. La triple A también señalaba como de máxima seguridad el sistema financiero de Islandia hasta que se derrumbó en 2008. Para las agencias era seguro comprar títulos públicos de Portugal, Irlanda, Grecia y España, hasta que se desplomaron y pasaron a ser bautizados como PIGS (cerdos). Según las calificadoras, era más seguro invertir en Argentina en 2001 que después de los exitosos canjes de 2005 y 2010.

Cada uno de esos casos dejó un tendal de ahorristas estafados, empresas quebradas y estados en bancarrota. La disconformidad con las calificadoras generó juicios millonarios, multas y tibios intentos por regularlas en Europa y los EE.UU.

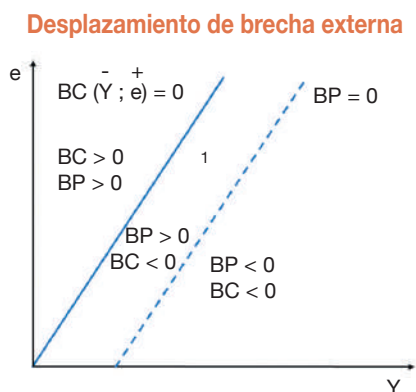
La formación neta de activos externos (FAE) está compuesta por la dolarización de parte del excedente de la economía, y tiene un carácter estructural en los países latinoamericanos (ver recuadro *Formación de activos externos (FAE) en Argentina*). A dicha salida, casi permanente, de divisas se suman ingresos o egresos de capitales especulativos: las inversiones de cartera. En general los mayores ingresos se producen en momentos de expectativas de estabilidad del tipo de cambio y altas tasas de interés nominales en pesos, buscando altos rendimientos en pesos, dando lugar a elevados rendimientos en divisas. En cambio, los egresos masivos se producen cuando hay expectativas de devaluación, que se presumen ocasionarán pérdidas en dólares a quienes tienen activos nominados en pesos (ver recuadro *La bicicleta de los movimientos especulativos de capitales*).

De esta forma, el impacto de la deuda y los movimientos de capitales sobre la restricción externa dependerá de su resultado neto. Si el endeudamiento neto más los ingresos especulativos superan al pago de intereses más la fuga de capitales, entonces generarán un alivio momentáneo de la restricción externa:

$$j_{arg,t-1}^{usd} * DE + \Delta DE - FAE + IC > 0 \rightarrow BP = 0 > BC = 0$$

Gráficamente, el desplazamiento de la restricción externa permite al producto y el tipo de cambio real posicionarse a la derecha, en una nueva curva que ilustra la restricción de la balanza de pagos (BP), donde el déficit comercial, producto del mayor nivel de actividad, es financiado por el endeudamiento externo y los ingresos especulativos de capitales.

También aparece una nueva zona antes vedada (1) ubicada entre las rectas de equilibrio comercial y de balance de pagos, en la cual el ingreso de capitales es destinado al engrosamiento de las reservas internacionales.

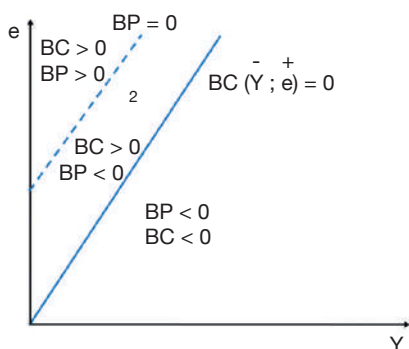


En cambio, si el endeudamiento neto más los ingresos especulativos son inferiores al pago de intereses y la fuga de capitales, entonces agravarán la restricción externa:

$$-i_{arg_{t-1}}^{usd} * DE + \Delta DE - FAE + IC < 0 \rightarrow BP = 0 < BC = 0$$

Gráficamente, el agravamiento de la restricción externa implica que la curva BP se ubique a la izquierda de la restricción BC, ya que hay que destinar divisas comerciales al cumplimiento de la restricción financiera. Ahora aparece una zona donde hay superávit comercial (2), aunque el mismo no es suficiente para cubrir los pagos de intereses y la fuga de capitales, generando una permanente reducción de las reservas internacionales.

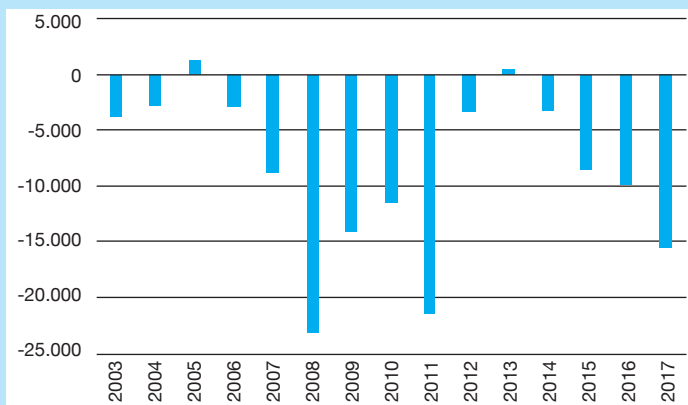
Agravamiento de la restricción externa



Claves FUGA ESTRUCTURAL EN ARGENTINA

Los países latinoamericanos sufren un drenaje de divisas a partir de la formación de activos externos o "fuga de capitales". La misma consiste en la compra de divisas por parte del sector privado, a fin de girarlos a cuentas bancarias en el exterior, o tan solo de guardar los billetes con fines de ahorro. No es menester de este manual profundizar en las razones de este comportamiento ni las discusiones al respecto, sin embargo, podemos enumerar las principales teorías esbozadas por las diferentes corrientes de pensamiento. Mientras desde la ortodoxia argumentan que se trata de políticas fiscales y monetarias irresponsables o la falta de profundidad del sistema financiero; la heterodoxia contempla la posibilidad de que el origen de tal comportamiento se halle en los procesos inflacionarios, las frecuentes crisis externa y la volatilidad cambiaria, la falta de activos financieros locales que compitan con el dólar como forma de ahorro, las asimetrías globales o la necesidad de diversificación del riesgo. De cualquier forma, y a pesar de lo múltiples ensayos de política macroeconómica de las últimas décadas, el fenómeno se presentó de forma prácticamente generalizada y, en Argentina, con especial gravedad.

Formación de Activos del Sector Privado No Financiero en Argentina (*)



* Valores expresados en millones de USD. Fuente: elaboración propia en base a BCRA.

7.1. Ciclos financieros

En la sección anterior hemos visto que el endeudamiento externo y los movimientos especulativos de capitales pueden desplazar o agravar la restricción externa. En general, esas posibilidades no son independientes, sino que suelen sucederse como etapas dentro de un ciclo financiero.

La fase inicial expansiva de los ciclos financieros de las economías periféricas suele producirse en contextos donde la política monetaria de los centros es expansiva ($\downarrow i^{usd}$) e incrementa la liquidez internacional (ver recuadro sobre *Centros financieros y liquidez internacional*). La orientación de las inversiones financieras suele estar dirigida por múltiples motivos, como ser la realización de reformas pro-mercado, contar con una coyuntura favorable de precios de sus materias primas de exportación, o el bajo endeudamiento inicial de una economía periférica que se incorpora a los mercados financieros internacionales. De esta forma se inicia etapa de creciente endeudamiento externo, que

permite cubrir las amortizaciones y los intereses que devenga la baja deuda inicial y acumular reservas internacionales:

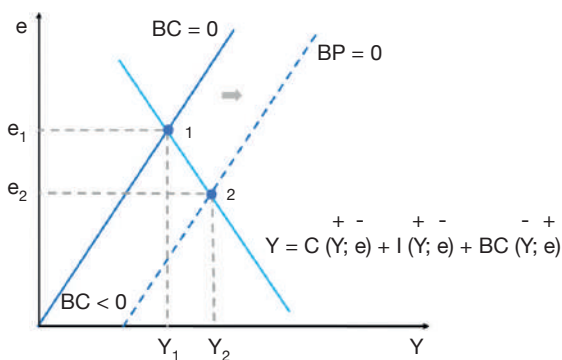
$$\Delta DE > X - M - \downarrow (i_{arg}^{usd} * DE) \Rightarrow \uparrow \Delta R$$

En algunas ocasiones, y a menor escala, los activos en moneda local pueden tener cierto atractivo para los inversores internacionales, generando un flujo de ingreso de capitales especulativos que supera la fuga estructural y contribuye a la acumulación de reservas, reforzando las expectativas de estabilidad cambiaria:

$$i^{\$} > \downarrow i^{usd} + \downarrow \left(\frac{\dot{E}}{E} \right)^{\$}_{usd} + \downarrow \mu^{\$} \Rightarrow IC - FAE > 0 \Rightarrow \uparrow \Delta R$$

La acumulación de reservas permite cierta apreciación del tipo de cambio real que, vía sus efectos redistributivos y patrimoniales, genera una reactivación de la actividad económica junto con un déficit comercial.

Fase expansiva del ciclo financiero



Gráficamente, la fase expansiva del ciclo financiero puede representarse como un desplazamiento de la restricción externa desde $BC=0$ hacia $BP=0$, donde el endeudamiento externo neto y el ingreso de capitales especulativos permiten financiar los défi-

cits comerciales, los pagos de intereses y la fuga de capitales. La apreciación cambiaria real que estimula la expansión de la actividad económica puede representarse como un paso de la economía desde el punto 1 hacia el punto 2, donde $e^2 < e^1$ y $Y_2 > Y_1$.

Claves

CENTROS FINANCIEROS Y LIQUIDEZ INTERNACIONAL

El costo del endeudamiento externo (i^{usd}_{arg}) y los ingresos de capitales especulativos en las economías periféricas, depende no sólo del riesgo país (μ^{usd}), las expectativas de devaluación $(\frac{\dot{E}}{E})^{\frac{\$}{usd}}$ y volatilidad cambiaria, entre otras variables. Sino que también dependen de la tasa de interés internacional de referencia (i^{usd}), tal como reflejan las condiciones de indiferencia para el inversor externo que vimos al analizar los *Movimientos financieros internacionales*

$$i^{\$} = i^{usd} + \left(\frac{\dot{E}}{E}\right)^{\frac{\$}{usd}} + \mu^{\$} \quad \text{y} \quad i^{usd} = i^{usd} + \mu^{usd}$$

Ello implica que la política monetaria de los centros financieros, especialmente la de la reserva federal de los E.E.U.U., es crucial para determinar el costo del endeudamiento en la periferia y la dirección de los flujos de capitales especulativos. Esa hegemonía financiera, tal como la denominó el economista argentino Julio Olivera, implica que los ciclos financieros en la periferia sean determinados, en gran medida, por la política monetaria de los centros.

Dado que el punto 2 implica un déficit comercial, su sostenimiento en el tiempo va de la mano de un permanente incremento en el endeudamiento externo neto y los ingresos de capitales, que deben cubrir no sólo el déficit comercial, sino también los intereses y amortizaciones de la deuda en continuo incremento, así como la dolarización de parte de las ganancias obtenidas por los especuladores que realizan la bicicleta financiera. Esa dinámica lleva en si misma el agotamiento de la fase expansiva,

esencialmente cuando los mercados financieros comienzan a limitar sus créditos a economías sobre-endeudadas.

Sin embargo, el agotamiento de la fase expansiva del ciclo financiero suele llegar antes, de la mano de algún evento internacional (por ejemplo, un cambio en la política monetaria de los centros que $\uparrow i^{usd}$, ver recuadro sobre *La crisis de la deuda en América Latina*) o interno que reduce repentinamente el ingreso de capitales a la periferia y revierte su dirección hacia los centros (*fly to quality*, en la jerga financiera). De esa manera, se incrementa la incertidumbre sobre la política cambiaria y las expectativas de devaluación, reforzando la salida de capitales privados y la pérdida de reservas internacionales:

$$i^{\$} < \uparrow i^{usd} + \uparrow \left(\frac{\dot{E}}{E} \right)_{usd}^{\$} + \uparrow \mu^{\$} \Rightarrow IC - FAE < 0 \Rightarrow \downarrow \Delta R$$

De esta forma se combina la incapacidad para seguir financiando el sector externo, debido a la imposibilidad de emitir nueva deuda en divisas (ello se observa en crecientes niveles de riesgo país), con una creciente dolarización de carteras, producto del desprendimiento de activos en pesos y su traspaso a activos en dólares. Finalmente suele sumarse una aceleración del proceso de fuga de capitales, dado que los actores internos, observando la creciente inestabilidad, acompañan las decisiones de los grandes inversores externos y se vuelcan masivamente al dólar.

La respuesta de la política económica a la pérdida de reservas por fuga de capitales varía de acuerdo con las prioridades de las autoridades y las características de la economía. En países donde las autoridades priorizan el nivel de reservas más que el de actividad y empleo, o bien el impacto contractivo de la devaluación es leve, suelen dejar que el tipo de cambio se devalúe bruscamente para luego apreciarlo levemente dando señales de que la política cambiaria vuelve a ser estable. Los efectos redistributivos y patrimoniales de la devaluación contraen la actividad económica y ayudan a restablecer el superávit comercial, reforzando las expectativas de estabilidad cambiaria. Aun así, esas políticas pueden ser insuficientes para revertir la fuga y la

economía mantenerse prolongadamente en una situación de elevado tipo de cambio con contracción de la actividad económica.

Claves

LA CRISIS DE LA DEUDA EN AMÉRICA LATINA

En los años setenta del siglo pasado, las principales economías latinoamericanas recibieron una abundante oferta de créditos externos baratos por parte de la banca de los países centrales, en un contexto de elevada liquidez internacional. La Reserva Federal de los EEUU comenzó una brusca suba de sus tasas de interés de referencia desde valores entre el 4 y 7% en 1976-7 hasta alcanzar el 17,5% en 1980. De esa manera, las economías Latinoamericanas altamente endeudadas debieron enfrentar un súbito incremento en los intereses y costo de refinanciamiento de sus deudas que empujó a la mayoría de ellas a realizar drásticas políticas de ajuste, realizar devaluaciones de forma sistemática y declarar cesaciones de pagos. Los resultados fueron devastadores, conllevando crisis estructurales, caídas abruptas del PBI, crecimiento exponencial de la pobreza e incluso hiper inflaciones.

En las economías donde el impacto contractivo de la devaluación es importante y sus autoridades priorizan la actividad y el empleo, la respuesta a la fuga de capitales privados suele ser la intensificación del endeudamiento externo público para evitar bruscas caídas de las reservas, intentando reducir la incertidumbre sobre el rumbo de la política cambiaria. Nótese que la mencionada política transfiere las pérdidas patrimoniales de la devaluación del sector privado (que usualmente se deshace de sus pasivos en divisas) al Estado (que incrementa sus pasivos dolarizados). La acelerada acumulación de deuda puede agotar dicha política contra cíclica si no logra revertir las expectativas del sector privado, ya que los intereses y amortizaciones se disparan y la capacidad de conseguir financiamiento privado se vuelve más compleja, debiendo aceptarse programas de “ajuste” a cambio de créditos condicionados de organismos financieros

internacionales como el FMI (ver recuadro *Keynes vs el FMI*). Si el crédito condicionado no es suficiente, los intereses y amortizaciones acumulados pueden acentuar la pérdida de reservas:

$$\Delta DE < X - M - \uparrow (i_{arg}^{usd} * DE) \Rightarrow \downarrow \Delta R$$

Llegado cierto punto, la pérdida de reservas se vuelve insostenible produciéndose una brusca devaluación cuyos efectos redistributivos y patrimoniales reducen el nivel de actividad y empleo. La estabilización de las expectativas de devaluación puede requerir la imposición de controles cambiarios que limiten la posibilidad de comprar divisas (ver *Los controles de cambio*).

Claves

KEYNES VS EL FMI

Al terminar la primera guerra mundial, las potencias ganadoras impusieron a Alemania unas reparaciones nominadas en libras esterlinas. El costo de esas reparaciones dio lugar a una controversia donde John Maynard Keynes señaló que sería mucho mayor que el estimado por las potencias vencedoras. La causa es que no sólo se requería incrementar el ahorro (y posponer el consumo y la inversión) por el monto de las reparaciones, sino que, dado que se debían pagar en divisas, se requería un esfuerzo mucho mayor para conseguir un superávit externo de esa magnitud en tan corto plazo:

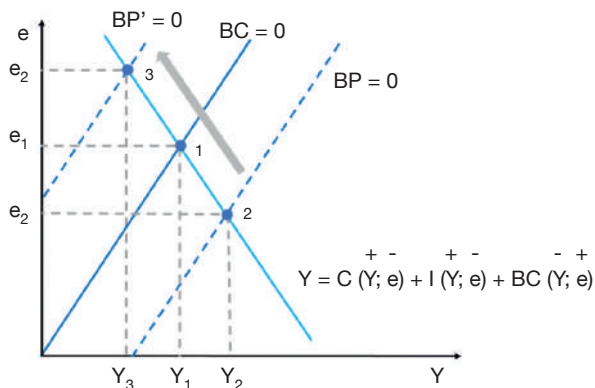
“El gasto del pueblo alemán deberá ser reducido no sólo por la suma de impuestos de las reparaciones que tienen que extraer de sus ingresos, sino también por la reducción de su tasa de ingresos en oro por debajo de lo que sería en otro caso. Es decir que hay dos problemas y no uno – como sostienen quienes desprecian las dificultades de las transferencias -. Ciertamente, para ponerlo en pocas palabras. El Problema de la Transferencia consiste en reducir lo suficiente la tasa de ingresos de eficiencia en oro de los factores de producción alemanes para que puedan incrementar sus exportaciones en una suma total adecuada. El Problema Presupuestario consiste en extraer de esos ingresos monetarios reducidos una suma suficiente de impuestos de reparaciones. El Problema Presupuestario depende de la riqueza y prosperidad del pueblo alemán. El Problema de la Transferencia de la posición competitiva de sus industrias en los mercados internacionales”

(Keynes, J. M. (1929), El problema alemán de la transferencia).

Ese debate sirve para graficar lo acontecido con los países latinoamericanos en la década del ochenta al enfrentar la crisis de la deuda. La recomendación de política del FMI fue la misma que criticó Keynes en su momento: reducción del gasto y aumento de impuestos para generar un excedente con el que poder pagar. En el ámbito nacional hubo algunas voces que se alzaron en contra de esa receta, advirtiendo que ese proceso solo podía desembocar en una brutal devaluación de la moneda sin generar capacidad de repago en divisas, pues no existía forma de obtener el superávit externo suficiente para cancelar las deudas nominadas en dólares por más que se lograra un superávit fiscal mediante el ajuste del gasto público y el incremento de la recaudación. La realidad pareció darles la razón a esos autores cuando, al igual que la Alemania sometida a las reparaciones, la permanente devaluación de la moneda nacional derivó en la pérdida de funciones de ahorro de la moneda nacional y finalmente en un proceso de hiperinflación.

Gráficamente, la fase contractiva del ciclo financiero puede representarse como un desplazamiento de la restricción externa desde $BP=0$ hacia $BP'=0$, donde la fuga de capitales y los intereses y amortizaciones de las deudas acumuladas, exigen un importante superávit comercial para poder ser cubiertos. La depreciación cambiaria real que reduce la actividad económica pueden representarse como un paso de la economía desde el punto 2 hacia el punto 3, donde $e^2 < e^1 < e^3$ y $Y_2 > Y_1 > Y_3$.

Fase contractiva del ciclo financiero



El punto 3 implica situaciones de elevado desempleo y bajos ingresos reales de la población. Esa situación puede ser socialmente intolerable y conducir a estallidos sociales que amplíen la crisis de la economía hacia la política y sus instituciones. La necesidad de restablecer la gobernabilidad suele requerir de una reestructuración de las deudas externas, que alivie la carga de intereses y amortizaciones a pagar, por lo menos, en el corto plazo (ver recuadro *La crisis de la convertibilidad*).

Claves

LOS CONTROLES DE CAMBIO

En múltiples momentos de la historia argentina, el Banco Central decidió, frente a las corridas cambiarias, implementar controles de cambios. Los mismos pueden tomar varias formas, pero podemos dividirlos, esencialmente, en dos: controles por cantidad y controles por precio. En el primer caso se restringe la compra de divisas a agentes autorizados, mientras que en el segundo se desdoblan los mercados (uno comercial y uno financiero) otorgando permisos para operar en cada uno según el origen y destino de las divisas, existiendo entonces, por lo menos, dos cotizaciones. Es de destacar que en el caso de los controles cuantitativos suele aparecer un mercado paralelo ilegal, existiendo también, por lo menos, dos cotizaciones.

Los controles de cambio tuvieron su auge en la etapa de industrialización de importaciones argentina y en los procesos de desarrollo industrial de los países centrales (hoy en día, el caso más resonante es China). Sin embargo, desde la integración financiera global iniciada en la década de los 70s, el mundo ha tendido a eliminar los controles de cambio, siendo la fuga de capitales financiada a través de endeudamiento externo.

Claves

LA CRISIS DE LA CONVERTIBILIDAD

La década de 1990 estuvo signada por la llamada “ley de convertibilidad”, instaurada en 1991 que permaneció hasta a su fin en enero de 2002 en plena crisis estructural, tanto económica como política, de la Argentina.

El plan de convertibilidad tenía como objetivo principal la estabilización del nivel general de precios en un contexto de hiperinflaciones recurrentes

(la inflación superó el 3.000% en 1989 y el 2.000% en 1990). El modelo, a pesar de lograr dominar la inflación absolutamente, tuvo consecuencias muy profundas en la estructura productiva y social argentina. Las principales características del paquete de políticas económicas fueron: apertura comercial, liberalización y desregulación financiera, privatizaciones (que implicaron un proceso de transnacionalización), dolarización y congelamiento de tarifas, suspensión de paritaria, reorganización del sistema tributario y privatización del sistema previsional. Esencialmente se trató de una reforma neoliberal estructural con un fuerte avance del sector privado extranjero y desmantelamiento del sector público nacional.

La medida que más se destacó fue el llamado “uno a uno”, donde el peso, la nueva moneda que reemplazaba al devaluado austral, valdría un dólar de libre convertibilidad. O sea, el Banco Central compraría y vendería moneda nacional a un tipo de cambio igual a un dólar. Para garantizar que la demanda de dólares no se descontrole, el Banco Central limitó la emisión monetaria al ingreso de dólares en sus reservas internacionales.

El año 2001 comienza con siete trimestres acumulados de contracción económica, desempleo y subempleo récord, desindustrialización, crecimiento de la pobreza, la indigencia y la desigualdad, y niveles insostenibles de deuda externa. La disponibilidad de divisas necesarias para mantener el “1 a 1” mostraba signos de agotamiento. Tras acabarse los ingresos originados en el enorme proceso privatizador, Argentina había recurrido a un endeudamiento externo que parecía encontrar sus límites.

Simultáneamente la fuga de capitales y la remisión de utilidades de las grandes transnacionales vaciaban las arcas del Banco Central. La regla de emisión primaria no había resultado: el sistema bancario generaba pesos de forma endógena y los depósitos (que se encontraban en gran parte dolarizados) no tenían respaldo en moneda dura.

A pesar de varios intentos del gobierno de la Alianza por reestablecer la confianza y atraer nuevos prestamistas, a través de reforma pro mercado (flexibilización laboral y déficit cero), o paquetes de salvataje como el Megacanje o el Blindaje, la salida de dólares del sistema se hacía insostenible. En diciembre se instaura el “corralito”, medida que impedía sacar físicamente los depósitos de los bancos. Es de destacar que en paralelo circulaban las llamadas cuasi monedas, bonos nacionales o provinciales que servían como reemplazo a la escasez generalizada de pesos.

La crisis económica desembocó en una crisis política de protesta generalizada contra el gobierno del presidente Fernando De La Rúa, quien tras intentar reprimir violentamente las movilizaciones decidió renunciar al cargo el 20 de diciembre.

En los meses subsiguientes el modelo fue parcialmente desmantelado: se declaró el default de la deuda con su posterior reestructuración en 2005, se pesificaron depósitos y deuda, se rompieron las reglas monetarias y cambiarias, y se devaluó el tipo de cambio implementando retenciones a ciertas exportaciones. En los años siguientes Argentina paulatinamente fue recuperando parte de la estructura productiva, empresas estatales, sistema jubilatorio y control sobre los flujos de capitales. Sin embargo, ciertos cambios como una elevada informalidad y pobreza estructural, no han podido ser revertidos al presente.

7.2. Hiperinflación

La hiperinflación es un acontecimiento extraño en la historia económica de los países. La suba de los precios toma una velocidad tal que las remarcaciones pueden sucederse varias veces en un mismo día. Si bien toda definición es arbitraria, se suele denominar hiperinflación a incrementos de los precios anuales de cuatro dígitos, es decir cuando la tasa de inflación supera el 1.000% anual.

Las hiperinflaciones suelen darse en situaciones excepcionales como guerras o catástrofes, cuando la oferta de bienes se ve abruptamente reducida, mientras la demanda se mantiene por una fuerte monetización. En casos como el de Alemania de la década del veinte del siglo pasado se explica por la combinación de la pérdida de gran parte de su oferta productiva por el desenlace de la Primera Guerra Mundial, más la imposición de reparaciones a pagar en una moneda extranjera que generaba un desequilibrio estructural de sus cuentas externas. Una situación similar vivió América Latina incluyendo a la Argentina en la década de los ochenta del siglo anterior, al encontrarse altamente endeudadas en divisas y tener que enfrentar una brusca reversión de los flujos de capitales y el deterioro de los términos de intercambio generados por la repentina suba de las tasas de interés de los EE UU.

Las situaciones de desequilibrio externo estructural generan una desvalorización brusca de la moneda que no encuentra lí-

mites en sí misma, ya que no existe valor del tipo de cambio real alcanzable que pueda reequilibrar las cuentas externas (ver recuadro “Desequilibrio externo estructural e hiperinflación”). La hiperdevaluación de la moneda nacional espiraliza los aumentos de precios conduciendo a una hiperinflación.

Durante las hiperinflaciones cambia la forma en que se determinan los precios internos de la economía. Dada la elevada velocidad y fuerte volatilidad con que suben los precios, dejan de existir precios de reposición estimables. La habitual forma de fijar precios mediante un margen sobre los costos se torna inviable. La moneda nacional pierde así su condición de unidad de cuenta y es reemplazada en esa función por alguna moneda de referencia que mantenga su valor. La moneda de referencia suele ser alguna moneda internacional como el dólar o bien algún instrumento financiero generado por la autoridad monetaria como una segunda moneda indexada. Mientras, la moneda nacional de curso corriente sólo funciona como instrumento transaccional.

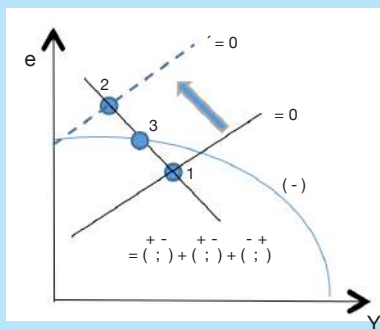
En Argentina, por ejemplo, durante las hiperinflaciones de finales de la década de los ochenta y principios de los noventa, el sistema de formación de precios se había dolarizado. Los comerciantes tenían como referencia sus precios a valor dólar y lo expresaban en australes al tipo de cambio del momento, llegando a actualizarlo hasta tres veces al día. El Austral había dejado de ser la unidad de cuenta de los precios y sólo cumplía la función de moneda transaccional por ser la que disponía la población.

La *dolarización* de los precios durante la hiperinflación, aceleró la velocidad a la que la suba en la cotización del dólar se traslada a precios. De esa manera, la suba exponencial del valor del dólar producto del desequilibrio externo estructural, se torna en una suba exponencial de los precios de la economía. La única excepción son los precios regulados que suelen sufrir fuertes retrasos si la autoridad política no los actualiza al ritmo de los demás precios.

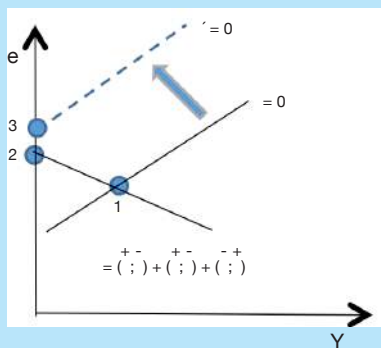
Claves

DESEQUILIBRIO EXTERNO ESTRUCTURAL E HIPERINFLACIÓN

HIPER 1: Una economía que se encuentra en el punto 1 sufre una reversión de los flujos de capitales. La nueva curva de equilibrio externo (BP') se posiciona por encima de los valores de tipo de cambio real alcanzables dada la resistencia sindical, que se representa con la curva Braun-Canitrot [$e(YN-Y)$]. Dado que el punto 2 de equilibrio externo es inalcanzable, la economía se sitúa en el punto 3 donde el tipo de cambio real encuentra un valor máximo (el salario real un valor mínimo), pero que no logra resolver el déficit externo. Esa situación de desequilibrio externo estructural implica una desvalorización nominal de la moneda sin límites que espiraliza los precios (manteniendo el tipo de cambio real en 3) empujándolos hacia una hiperinflación.



HIPER 2: Una economía que se encuentra en el punto 1 enfrenta una reversión de los flujos de capital. La nueva curva de equilibrio externo (BP') se desplaza hacia una posición donde no existe nivel de producción, por bajo que sea, que pueda lograr un superávit comercial tal que alcance a cubrir las salidas de divisas por motivos financieros. La economía cae en un desequilibrio externo estructural donde la contracción de la actividad no logra revertir la caída de reservas. La desvalorización de la moneda no encuentra límites y empuja los precios hacia una hiperinflación.



Claves

HIPERINFLACIÓN EN ARGENTINA

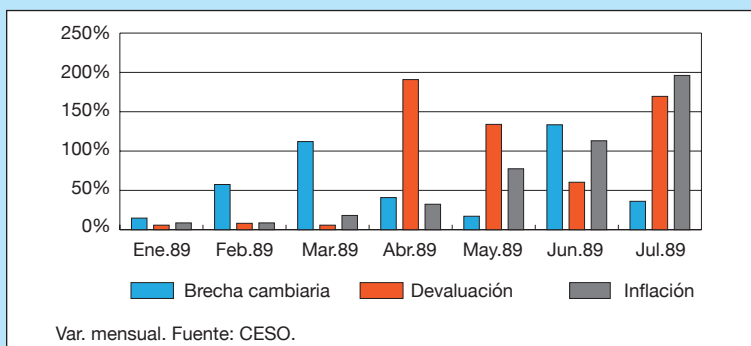
El regreso de la democracia en la década del ochenta del siglo pasado cargó con una pesada herencia dejada por la dictadura militar. Una enorme deuda externa en cesación de pagos que cerraba el acceso al financiamiento internacional, mientras los precios de nuestras exportaciones se derrumbaban por el contexto de contracción de la demanda mundial que generaba las altas tasas de interés en los EE UU.

Además de ese desequilibrio externo estructural, la economía arrastraba una inflación anual de tres dígitos desde mediados de la década del setenta, que había generado una indexación de casi todos los precios e ingresos de la economía. Esa elevada inflación inercial había debilitado la moneda nacional como instrumento de ahorro, induciendo una masiva dolarización de los mismos que agravaba el desequilibrio externo.

El presidente Ricardo Alfonsín había intentado estabilizar los precios mediante el Plan Austral. Un congelamiento inicial de los precios, que había introducido una nueva moneda y terminado con la indexación de los contratos para romper la inercia inflacionaria. Sin embargo, el desequilibrio estructural de las cuentas externas agravado por una sequía que mermó las exportaciones, impidió su sostenimiento y el austral comenzó a devaluarse.

Un nuevo intento de estabilizar la moneda denominado Plan Primavera chocó con la resistencia de las empresas agro exportadoras, dado que las obligaba a liquidar sus ventas a un dólar menor que el financiero. La presión por la devaluación de la moneda generaba una fuerte presión

sobre el dólar financiero que incrementaba su brecha respecto al oficial. Finalmente, la presión del sector agro-exportador dio resultados y el gobierno decidió unificar los tipos de cambio dejando que el dólar oficial fluctúe libremente con el objetivo de cerrar la brecha. Pero el desequilibrio estructural de las cuentas externas generó que el dólar suba sin límites empujando los precios hacia una hiperinflación.



7.2.1. Estabilizar una hiperinflación

Estabilizar una hiperinflación es un proceso complejo que suele requerir el establecimiento de un nuevo régimen monetario que recupere las funciones del dinero junto a la resolución del desequilibrio estructural que generó la permanente desvalorización de la moneda.

Durante la hiperinflación los precios se referencian en otra moneda que mantiene el valor como ser una divisa que cumple el rol de moneda internacional (el dólar) o un instrumento financiero generado expresamente para ello (una moneda indexada). Esa moneda de referencia sustituye en los hechos a la moneda de circulación en las funciones de conservación de valor y unidad de cuenta. Por lo que el cambio de régimen monetario durante la estabilización suele apoyarse en ello, ya sea porque se sustituye la moneda de circulación por la divisa, por generar una nueva moneda cuyo valor está anclado a la divisa o a la moneda indexada (ver recuadro “Hiperinflación y cambio de régimen monetario en América Latina”).

Si la introducción de un nuevo régimen monetario no logra ser acompañada de una solución al desequilibrio estructural que dio origen al proceso hiperinflacionario, su duración será corta. Si, por ejemplo, el desequilibrio se encontraba en el sector externo, la nueva moneda comenzará a desvalorizarse y el proceso inflacionario volverá a brotar. En el caso extremo de una dolarización, el déficit externo estructural terminará reduciendo el circulante y generando una contracción económica insostenible (ver recuadro “Dolarización”).

Claves

HIPERINFLACIÓN Y CAMBIO DE RÉGIMEN MONETARIO EN AMÉRICA LATINA

Los planes para estabilizar precios en contextos de hiperinflación suelen ir acompañados de cambios en los regímenes monetarios. Los cambios de moneda son instrumentados para romper la inercia inflacionaria. Para lograrlo, la nueva moneda debe ser una referencia estable de precios e ingresos que pueda proyectar valores a futuro sin necesidad de cláusulas de indexación.

Por lo general, los nuevos regímenes monetarios introducidos en contextos hiperinflacionarios se apoyan en monedas que ya se convirtieron de hecho en referencia de precio y de conservación del valor. Una divisa extranjera como el dólar o una moneda indexada son los casos más habituales.

Argentina a comienzos de los noventa del siglo pasado, luego de atravesar dos procesos hiperinflacionarios instaló una nueva moneda, el peso, cuyo valor estaba anclado al dólar por una paridad fija de 1 a 1. Dado que durante la hiperinflación los precios se habían dolarizado, la nueva moneda al anclar su valor con el dólar, logró anclar rápidamente los precios.

Brasil pocos años después introdujo una moneda indexada durante el proceso hiperinflacionario y la impuso como unidad de cuenta en la economía al obligar que todos los precios y salarios se establecieran en esa moneda, pese a que se pagaban en la moneda corriente de circulación. La nueva moneda indexada ya establecida como una referencia estable de precios e ingresos, fue luego introducida como nueva moneda de circu-

lación prohibiéndose cualquier cláusula de indexación nominada en ella. Para reforzar la estabilidad, la nueva moneda también fue anclada por un tiempo a un valor fijo con el dólar.

El caso más extremo de cambio de régimen monetario fue tomado por Ecuador en 1999 cuando tras atravesar un proceso hiperinflacionario renunció a su soberanía monetaria e incorporó el dólar como moneda propia. El proceso de dolarización de precios durante la hiperinflación facilitó la implementación del nuevo régimen que logró estabilizar los precios luego de atravesar un año con inflación en dólares del 96,1%.

Claves DOLARIZACIÓN, PROS Y CONTRAS

La dolarización de la economía es una propuesta extrema para generar estabilidad de precios en economías que atraviesan procesos hiperinflacionarios. Durante esos sucesos la moneda nacional pierde la función de conservación del valor y de unidad de cuenta, que suele ser reemplazada por la divisa de referencia internacional: el dólar. De esa manera, la sustitución de la moneda nacional por el dólar permite una simple salida al proceso hiperinflacionario.

Pero dolarizar no es sencillo dado que se trata de adoptar una moneda que no es propia. El primer gran desafío es tener los dólares suficientes como para reemplazar los billetes y depósitos en circulación. En caso ecuatoriano, además de la desvalorización de las tenencias monetarias propias del proceso hiperinflacionario, se implementó un congelamiento de los depósitos para impedir que fueran retirados de los bancos.

La dolarización puede ir acompañada de una inflación en dólares, especialmente si no logra frenarse en seco la inercia inflacionaria. En el caso ecuatoriano, el primer año de dolarización convivió con un alza de precios del 96,1% antes de bajar abruptamente. Esa inflación en dólares deja la economía en una situación muy débil en términos de competitividad que no puede ser revertida con una devaluación de la moneda porque el país renunció a tener moneda.

La adopción de una moneda extranjera hace perder al Banco Central no sólo la ganancia por señoreaje, sino también la capacidad de emitir moneda para financiar déficits gubernamentales, intervenir en salvatajes de instituciones financieras o en corridas sobre mercados de bonos. De esa manera, la economía queda en una situación de fragilidad y totalmente dependiente del resultado externo de su economía para su monetización.

7. Resumen

- El ingreso de divisas por medio de la toma de créditos externos permite financiar un balance comercial deficitario.
- La acumulación excesiva de deudas en moneda extranjera puede terminar agravando la restricción externa.
- Una economía con cuenta capital abierta puede recibir un ingreso de capitales especulativos, pero también puede sufrir una corrida cambiaria.
- La Formación de Activos Externos también genera presiones cambiarias y puede impulsar devaluaciones. La misma está compuesta por la dolarización de parte del excedente de la economía, que tiene un carácter estructural en los países latinoamericanos.
- Existe un ciclo financiero. La fase inicial expansiva de los ciclos financieros suele producirse en contextos donde la política monetaria de los centros es expansiva. La acumulación de reservas permite cierta apreciación del tipo de cambio real que, vía sus efectos redistributivos y patrimoniales, genera una reactivación de la actividad económica junto con un déficit comercial.
- El agotamiento de la fase expansiva del ciclo suele llegar de la mano de algún evento internacional o interno que reduce repentinamente el ingreso de capitales a la periferia y revierte su dirección hacia los centros.
- Llegado cierto punto, la pérdida de reservas se vuelve insostenible produciéndose una brusca devaluación cuyos efectos redistributivos y patrimoniales reducen el nivel de actividad y empleo.
- La estabilización de las expectativas de devaluación puede requerir la imposición de controles cambiarios que limiten la posibilidad de comprar divisas.
- Desequilibrios estructurales en el sector externo pueden llevar a subas sin límites en el tipo de cambio que produzcan episodios hiperinflacionarios.
- Estabilizar una hiperinflación suele requerir el establecimiento de un nuevo régimen monetario que recupere las funciones

del dinero junto a la resolución del desequilibrio estructural que generó la permanente desvalorización de la moneda.

7. Preguntas y problemas

- 1) ¿Considera que es sostenible una política de endeudamiento externo para superar la restricción externa? ¿Por qué? Grafique.
- 2) ¿Y una política de atracción de inversiones de cartera? Grafique considerando los siguientes escenarios:
 - a. Los flujos de capitales son elásticos a la variación de la tasa de interés local.
 - b. Los flujos de capitales son inelásticos a la variación de la tasa de interés local.
- 3) Evalúe los diferentes efectos sobre el repago de la deuda que pueden implicar diferentes destinos de tales recursos (financiar déficit fiscal, mantener el tipo de cambio estable, invertir en infraestructura exportadora, etc).
- 4) Busque en internet una serie de tasas de bonos del Tesoro Estadounidense a diez años (USGG10YR). ¿Puede identificar los ciclos financieros expansivos y contractivos?

7. Bibliografía

- Aghion, P y Banere, A. Volatility and growth. Oxford University Press. 2006.
- Asiain, A. y Gaite, P. “Una interpretación de las diversas visiones sobre la restricción externa”, *CEC 5(9)*. 2018.
- Basualdo, E. y Kulfas, M. “Fuga de capitales y endeudamiento externo en Argentina”, *Realidad Económica 173*, 2000.
- Basualdo, Eduardo. Manzanelli, Pablo. Barrera, Mariano A. Wainer, Andrés. Bona, Leandro. El ciclo del endeudamiento externo y fuga de capitales. CEFID AR.
- Bona, L. M. “La fuga de capitales en la Argentina”. Doc de trabajo N°34. FLACSO. 2018.

- Chang, Ha-Joon. *Bad Samaritans: Rich nations, poor policies, and the threat to the developing world*. Random House. 2007.
- Frenkel, R. "Mercado financiero, expectativas cambiarias y movimientos de capital", *Desarrollo Económico*, 22 (87). 1982.
- Krugman, P. "Balance sheet, the transfer problem and financial crises", *Essay in honor of Robert Flood*. 1999.

