

Finanzas funcionales en economías abiertas

Alejandro Fiorito*

El “Fuego”, dice el viejo proverbio, “es un buen siervo, pero es un mal maestro”. Esto es verdad no solamente para el fuego, sino también para todo instrumento que haya sido proyectado para ayudar a los hombres a alcanzar sus fines. Cuando el uso de algún instrumento se torna habitual, las personas tienden a olvidar los propósitos para los que estos fueron establecidos, los medios usurpan el status de fines, y frecuentemente tenemos al propio fin sacrificado [en beneficio] a los medios originalmente proyectados para servirlo (...) La elevación de un medio a fin puede constituir la base de una tragedia de fanatismo o idolatría. (...) En una economía nacional esto se observa con la elevación de un mecanismo de presupuesto, de un instrumento que tenía un papel a cumplir para cuidar la salud económica, en un principio para equilibrar el presupuesto a cuyos pies la mejor salud de la economía puede ser ofrecida como un sacrificio [en señal] de devoción.

Lerner, 1951:342.

Resumen

La consideración convencional de las finanzas públicas supone un comportamiento similar entre las variables de una economía doméstica o individual y las de la macroeconomía. En cambio, la visión de las finanzas de acuerdo a su funcionalidad respecto de la macro muestra que los déficits o superávits son instrumentos para obtener otros objetivos macroeconómicos y nunca un objetivo en sí mismo. En términos de moneda doméstica, las deudas del Estado nunca representan una situación de quiebre, como sí sucede con la deuda en divisas, y por lo tanto el endeudamiento del Estado en moneda doméstica no representa un problema aún creciendo en déficit fiscal. La única traba al crecimiento es la restricción externa, la falta de divisas, y no la de moneda doméstica donde el propio Estado es su emisor (cartalismo). Las finanzas funcionales –entendidas como la actividad del gasto público para obtener pleno empleo de recursos y al mismo tiempo inflación baja– se encuentran limitadas en su formulación original por la restricción externa. En otras palabras, el enfoque de finanzas funcionales –originalmente pensado por Abba Lerner para obtener, con un manejo expansivo de la demanda y de la política fiscal, objetivos de un alto crecimiento y del “pleno empleo” en países de centro– se ve modificado para las condiciones particulares de una economía pequeña y abierta, porque antes se requiere generar las condiciones de alivio de la restricción externa para ese “manejo expansivo de la demanda”. Por lo tanto, eso implica que

* Licenciado en economía por la Facultad de Ciencias Económicas, Universidad de Buenos Aires, Argentina. Posgrado en economía, Universidad de Buenos Aires, Argentina. Asesor económico en la Secretaría de Comercio del Ministerio de Economía de la Argentina. Unidad Asia, África y Oceanía, y MERCOSUR. E-mail: <alejandrofiorito@yahoo.com>.

se deben reorientar los objetivos de la política fiscal con tal de *desplazar la restricción externa* al crecimiento.

Palabras clave: finanzas funcionales, economías abiertas.

Functional Finance in open markets

Abstract

The conventional wisdom on public finances presupposes a similar performance between an individual or domestic economy and that of an economy at the macro level. By contrasts, the financial perspective according to its functionality with respect to the macroeconomic level shows both deficits and surplus are mechanisms to obtain other macroeconomic objectives and never an objective in itself. In terms of local currency, the State's debt never turns into a bankrupt situation, as it happens with foreign currency debt. Consequently, the State's indebtedness in local currency isn't a problem in spite of reaching fiscal deficit status. The only issues against development are obstructing currency coming from abroad and not local currency which is issued by the State (capitalism). Functional finances –understood as the public expenditure activity to obtain full-use of resources and, at the same time, at low inflation rates– are limited by external money-inflow factors. In other words, the functional finance focus –originally developed by Abba Lerner to get, with expansionary management demand and fiscal policy, objectives to obtain high-employment numbers and “full employment” in developed countries– is modified by particular conditions in low and medium economies because it is required to create cushion conditions beforehand for external money-inflow for that “expansionary management demand.” Therefore, it means to reorient fiscal policy objectives in order to move the external constraints for development.

Keywords: functional finance, open markets.

Finanças funcionais nas economias abertas

Resumo

A consideração convencional das finanças públicas supõe um comportamento similar entre as variáveis de uma economia doméstica ou individual e da macroeconomia. Por outro lado, a visão das finanças de acordo com sua funcionalidade em relação ao macro mostra que os déficits ou superávits são instrumentos para alcançar outros objetivos macroeconômicos e nunca um objetivo em si mesmo. Em termos de moeda doméstica, as dívidas do Estado jamais representam uma situação de ruptura, como acontece com a dívida em divisas e, portanto, o endividamento do Estado em moeda doméstica não representa um problema que ainda aumente o déficit fiscal. O único obstáculo ao crescimento é a restrição externa à falta de divisas e não à da moeda doméstica, onde o próprio Estado é o emissor (cartalismo). As finanças funcionais –entendidas como a atividade do gasto público para obter pleno emprego de recursos y ao mesmo tempo inflação baixa– se encontram limitadas na sua formulação original pela restrição externa. Em outras palavras, o enfoque das finanças funcionais –originalmente pensado por Abba Lerner, com um manejo expansivo da demanda e da política fiscal, objetivos de um grande crescimento e do “pleno emprego” nos países de centro– se vê modificado para as condições particulares de uma economia pequena e aberta, porque antes se requer a geração de condições de alívio de uma restrição externa para este “manejo expansivo da demanda”. Portanto, isso implica que se devem reorientar os objetivos da política fiscal para direcionar a restrição externa ao crescimento.

Palavras chave: finanças funcionais, economias abertas.

La consideración convencional de las finanzas públicas supone un comportamiento similar entre las variables de una economía doméstica o individual y las de la macroeconomía. En efecto, desde una visión basada en el individualismo metodológico, la agregación de las economías domésticas pierde de vista que, a diferencia de la macroeconomía –única realidad empírica–, éstas no pueden modificar su capacidad de incrementar sus ingresos con los cambios en sus gastos. Por ende, es entendible que cada vez que se traten temas fiscales, se piense en general en la reducción de déficits como porcentaje del producto como medio para incrementar el ahorro fiscal como parte del ahorro nacional, con la esperanza de que el aumento hipotético del ahorro genere nueva inversión.

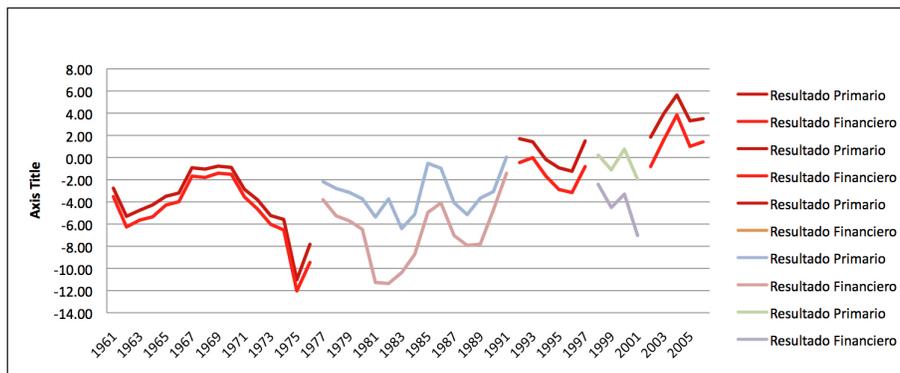
Un resultado importante, comúnmente simplificado por la concepción de las finanzas sanas, es que los ajustes del gasto público permiten obtener superávits fiscales. Sin embargo, en países abiertos comercialmente como la Argentina, el análisis de series más extensas de gasto y tributación muestran que la mayor parte del tiempo el país se mantuvo con déficits y no con superávits fiscales, en directa oposición al “sentido común” de que la macroeconomía debe tener sus cuentas “sanas” y que debe mantener en lo posible superávits fiscales¹ (gráfica 1). Los datos no indican que el país crezca o no de acuerdo a su resultado fiscal. Otra manera de decirlo es que entre 1960 y 2003 no se observa una correlación significativa entre la evolución del producto, con resultados fiscales primarios y financieros casi siempre deficitarios.

En efecto, a diferencia de la visión convencional, los gastos macroeconómicos modifican con el mismo signo la recaudación tributaria, aunque el resultado final dependerá de los ponderadores de esta última neta de transferencias. Los datos empíricos sugieren que el resultado fiscal es siempre endógeno al nivel de actividad. Si una economía tiene un déficit fiscal y quiere revertirlo, deberá impulsar el crecimiento con más demanda, ¡y no con menos!²

¹ En realidad el balance externo es el único que importa como límite al crecimiento. La restricción de divisas es la que limita las importaciones necesarias para crecer.

² Casos recientes como el del gobierno español y el ajuste permanente, que siempre baja endógenamente con cada recorte del gasto público, se replica en un déficit fiscal permanente. Otro caso, muy conocido, lo protagonizó el último ministro argentino de economía previo a la catástrofe de 2001.

Gráfica 1 Resultado primario y financiero del sector público argentino 1961-2006 % del PIB



Fuente: Orlando Ferreres (2005).

El resultado fiscal financiero se forma con la diferencia de los ingresos totales menos los gastos; a su vez, para obtener el resultado fiscal primario se debe sustraer al anterior resultado el pago de intereses derivados de la deuda pública. En la Argentina se creció junto a procesos de endeudamiento antes de 2002 debido al endurecimiento de la restricción externa y del crecimiento “péndulo” o “*stop and go*” (Diamand, 1973).

En la gráfica se observa el resultado primario y el financiero en las distintas épocas en que creció el producto (1960-1976, 1992-1997 y 2002-2011), y dichos resultados en periodos de decrecimiento del producto. Su correlación es escasa con el resultado fiscal, ya sea primario o financiero. La causalidad de ese enfoque es evidentemente de oferta, el gasto público autónomo es observado como una suerte de “exceso de demanda” normalmente inflacionario. Los supuestos económicos convencionales se basan en un encuadre de la economía que tiende al pleno empleo de recursos, y sobre esta base se erige algún tipo de criterio de “finanzas sanas” para intentar estimar la discrecionalidad del Estado vía el estudio del resultado fiscal entre tres variables: carga tributaria bruta, gastos totales y transferencias.

En este trabajo se esbozará el planteamiento de Abba Lerner (1943 y 1951), precisamente sobre la crítica a las “finanzas sanas”, que convencionalmente son

enseñadas y entendidas por la profesión. Esta postura teórica alternativa está basada esencialmente en el planteo original de la utilización de una combinación de instrumentos fiscales para obtener un nivel de gasto agregado, capaz de alcanzar el objetivo del pleno empleo y al mismo tiempo controlar la inflación.

También se señalan algunos de los distintos problemas del enfoque de Lerner en un ámbito de economías abiertas como las de nuestra región, y el esbozo de mantener los resultados, teniendo en cuenta las limitaciones de la restricción externa.

Abba Lerner y las finanzas funcionales

Luego de la revolución keynesiana a finales de los años treinta surgieron nuevos aires para dar con la solución a los problemas de estancamiento económico. En ese marco, las ideas de Lerner aparecieron como las de un “keynesiano radical” en pos de la obtención, por parte del gobierno, del pleno empleo mediante el gasto público, y reforzando la separación entre moneda doméstica y moneda externa.

Sus aportes fueron mucho más difíciles de asimilar en su época, y son sin embargo mejor aprovechados fuera del marco teórico marginalista (Ciccone, 2008). En efecto, desde una visión clásica de determinación de precios (Sraffa, 1960), con la distribución del ingreso exógena, el planteamiento keynesiano de demanda efectiva y los conceptos de moneda cartal (Innes, 1913; Knapp, 1924) y de las finanzas funcionales (Lerner, 1943 y 1944) son complementarios en los aspectos vinculados al crecimiento y a la explicación de la determinación de la producción.

El principio de la demanda efectiva de Keynes es precisamente el límite al crecimiento de la capacidad productiva, en tanto no existe ninguna tendencia automática al pleno empleo de recursos. Las economías nacionales transitan persistentemente por senderos de utilización de la capacidad entre un 70 y 80 por ciento, y su modificación superior o inferior a dicho nivel “normal” es análoga a la consideración de que el producto potencial es endógenamente determinado por la demanda (Serrano, 1995; Amico, Fiorito y Hang, 2011).

En dichas condiciones, Keynes sentó las bases para desterrar la ley de Say, y por lo tanto sugerir que la falta de demanda efectiva era una situación corriente en el capitalismo, y que no existe ninguna garantía de que el gasto social agregado baste para emplear a todos, por lo que el desempleo surge cuando el gobierno

gasta muy poco. Por otra parte, esto último estaba claro en Ricardo, que aunque aceptaba la causalidad de oferta nunca supuso pleno empleo de recursos (Mongiovi, 1996).

Para Lerner, entonces, el déficit fiscal o la compra de activos privados cumplen un papel central en el objetivo de atender las condiciones de demanda de moneda por parte de los particulares, que teniendo o no empleo no pueden por ellos mismos generar su propia moneda o impulsar una nueva demanda. Por ende, existe un nivel de gasto por el cual una economía alcanza el pleno empleo, pero al contrario de la convención económica instalada, y como nos ilustra la literatura keynesiana, este nivel de gasto no se logra automáticamente y es difícil de concretar. Para Lerner este gasto de pleno empleo es posible de alcanzar únicamente por medio de la actividad pública y cuidando al mismo tiempo la inflación.

En su libro de 1951, *Economics of Employment*, Lerner estipula tres pares de instrumentos que tiene el Estado para lograr el nivel de gasto agregado de pleno empleo:

1. Compra y venta de bienes con el sector privado.
2. Tributación y transferencia de dinero.
3. Endeudamiento y préstamos de dinero.

Cada uno de estos instrumentos puede utilizarse de manera individual e independiente, lo que choca abiertamente con la visión de finanzas sanas convencional por la cual cada par de medidas debe actuar de manera conjunta en la idea de obtener un “presupuesto equilibrado”.

En la concepción de finanzas sanas existe lo que podría llamarse un fetichismo por el presupuesto equilibrado, por el cual se niega la posibilidad de que estos instrumentos puedan actuar independientemente por temor a la inflación de demanda. Por tanto, para esta concepción representa un objetivo en sí mismo, más que un instrumento para mantener el pleno empleo sin inflación.

En efecto, Lerner rechaza que dicho equilibrio fiscal sirva para el control inflacionario y, por el contrario, lo ve como un sinsentido (*Ibid.*:131), sin que por ello el déficit fiscal sea una condición necesaria ni suficiente para combatirla.

Respecto al objetivo de pleno empleo, Lerner (1951) propone dos puntos de desempleo: uno de “bajo pleno empleo”, donde el único desempleo que resta es el llamado “desempleo friccional” –donde según Lerner se inicia la inflación–, y

otro punto en el que el desempleo es más bajo o “alto pleno empleo”, cercano al punto en que un mayor gasto generará inflación de salarios y precios por puja distributiva. Arriba de dicho punto el poder de negociación de los trabajadores sería “excesivo” y los salarios comenzarían a crecer por encima del nivel de productividad del trabajo, implicando aumento inflacionario³ (*Ibid.*:194). En este punto Lerner parece ser un tanto “ingenuo” si comparamos con el trabajo de Kalecki (1943), donde muestra que en regímenes fascistas que lograban un “alto pleno empleo” los inversores capitalistas no lo veían como una amenaza.

La inflación de “vendedores”, tratada por primera vez por Keynes (1930), es compatible con una amplia gama de niveles de ocupación y de capacidad ociosa. Cabe considerar que los *mark-up* dentro de la formación de los precios pueden ser modificados por la política monetaria del banco central, por lo que pueden variar aun en una economía cerrada (Pivetti, 1991). Sin usar el término de “puja distributiva”, Lerner describe el proceso de propagación de un aumento salarial y reajuste posterior de precios como inflación de vendedores (Lerner, 1951:196 y 1972).

En las teorías de Lerner queda prácticamente descartada una inflación de exceso de demanda en las condiciones normales (sin guerra) de una economía, entendiendo como extraña la situación en la que se produjera, dado que no observaba, en la lógica de los mercados de trabajo de la época, que el nivel de alto pleno empleo fuese posible de obtener (Lerner, 1951:199). Por lo que el uso del gasto público solamente generaría dichos objetivos de pleno empleo mas no de inflación. Veremos que en economías abiertas, donde intervienen el tipo de cambio y la restricción externa, estos resultados se complejizan en procesos inerciales de inflación que son propagados por el conflicto distributivo, y que tiene lugar como inflación de costos (Serrano, 2006).

En los cuarenta, los límites de financiamiento del Estado por la elevación del gasto, y por ende el crecimiento del endeudamiento público, era cuestionado por la doctrina convencional como respuesta a los primeros acercamientos de política del keynesianismo. La propuesta de Lerner de que no hay limitaciones intrínsecas al tamaño de deuda por el déficit público, mientras existiera desempleo, coadyuvó a la consolidación del esquema abierto por Keynes. Asimismo, establecer que existe un punto de “bajo pleno empleo” que si se traspasa puede provocar inflación, en

³ Este nivel de “bajo pleno empleo” guarda correspondencia con el concepto ortodoxo posterior de NAIRU (tasa de desempleo no aceleradora de la inflación) y de “tasa natural de desempleo” de Friedman.

muchos años antecedió a la discusión macroeconómica posterior entre inflación y desempleo.

En una economía abierta, el tipo de cambio y la tasa de interés pueden jugar un rol importante en la reactivación del conflicto distributivo y por lo tanto de la inflación.

Ya en los años sesenta y setenta, los límites para obtener pleno empleo sin inflación aparecen más visibles, como también la efectiva posibilidad anunciada por Lerner de desempleo e inflación (Dos Santos, 2005:33).

Las limitaciones que imponen las economías abiertas

Lerner (1951) afirma que por medio de las finanzas funcionales se pueden eliminar los efectos recesivos que podrían originar políticas de los socios comerciales de un país al limitar las importaciones desde ese país. Sin embargo, parece no dar importancia a los efectos de la restricción externa cuando considera que una depreciación del tipo de cambio haría superar las limitaciones que encuentran dichos países al no alcanzar el pleno empleo a corto o mediano plazo, y la imposibilidad de alcanzar dicho objetivo únicamente con políticas fiscales y monetarias. En efecto, Lerner reconoce los problemas que implica la restricción externa, y establece que las situaciones posibles ante un déficit comercial prolongado pueden ser: 1) una depreciación de la moneda; 2) una recesión; 3) una deflación, y 4) restricciones a las importaciones. Descarta que se pueda financiar indefinidamente dicha situación de déficit comercial y sólo se podrá hacer por un tiempo, y consideró que la mejor opción es la primera: una depreciación de la moneda. Por lo tanto, estaría diciendo que con una depreciación de la moneda se estaría evitando el problema de la restricción externa (Dos Santos, 2005:52).

En realidad, no se puede hablar de un proceso de alta y continua inflación en una economía abierta sin tener algún tipo de espiral de precio-salario-tipo de cambio, por lo que no se trata únicamente de un proceso precio-salario como afirma Lerner. En una situación con tipo de cambio fijo, un proceso inflacionario termina apreciando el tipo de cambio y haciendo caer la competitividad de las exportaciones del país en cuestión tensando las expectativas de devaluación. Por lo mismo, las depreciaciones o las devaluaciones de la moneda no son capaces de mantener un nivel de pleno empleo y con baja inflación. La transmisión hacia los precios domésticos luego de una depreciación resulta moneda corriente en nuestros países.

Sin embargo, las posiciones neochartalistas continuadoras de estos resultados incompletos de Lerner para economías abiertas, como las de los economistas de la Modern Monetary Theory (MMT), representados por Randall Wray, Bill Mitchell y Warren Mosler, sostienen que el hecho de que un país tenga moneda soberana emitiendo su propia moneda no implica que no pueda entrar en *default* de su deuda, y que la composición de la misma, entre deuda doméstica e internacional, no sea importante.

Como se dijo antes, el tener un tipo de cambio fijo puede conducir a un déficit de cuenta corriente y estar expuesto a “interrupciones súbitas” en los flujos de capital. Intentar tener la mayor tasa de interés necesaria para evitar las fugas de capitales (como le pasa a Brasil con su primarización de exportaciones hoy) y mantener la estabilidad del tipo de cambio empeorará los desequilibrios externos e internos. Sin embargo, los economistas de la MMT consideran los desequilibrios de cuenta corriente como irrelevantes:

Hay un exagerado optimismo en las elasticidades del comercio exterior respecto del tipo de cambio al tiempo que la relación entre tipo de cambio, distribución y precios domésticos es juzgada como irrelevante. Mitchell observa con razón que la disciplina fiscal no ayudó a los países en desarrollo a tratar con las crisis financieras, el desempleo o la pobreza, pero deduce de esta tesis correcta otra que no es necesariamente cierta: que la expansión fiscal no puede generar crisis externas ni desencadenar presiones inflacionarias en ningún caso (Amico, Fiorito y Zelaya, 2012:43).

Sin embargo, Aspromourgos (2000) criticó esta línea basado en la posibilidad de que el público puede no aceptar prestarle al gobierno, comprando su emisión de bonos si la tasa de interés no se encuentra al nivel que los tenedores de divisas prefieran, en efecto, dichos bonos y vendan sus divisas al Estado. “Por eso —dice Aspromourgos— imponer obligaciones tributarias es esencial para realizar el nivel de gasto público deseado en una moderna economía monetaria: simplemente, remueven liquidez no deseada de manera no voluntaria (como ocurre en el caso de los títulos)” (citado en Amico, Fiorito y Zelaya, 2012:44).

El portafolio de los ahorristas no es modificable exógenamente por parte del Estado, y los primeros pueden “fugar divisas” seleccionándolas a cambio de los bonos del Estado.

En resumen, se trata de reformular el planteo original de Lerner, no para negar su validez de manera global, como lo hace la convencional posición teórica de las finanzas sanas, sino para re-contextualizarlo en un marco de economías abiertas y pequeñas en que la restricción externa condiciona todo el esquema.

La reformulación sugerida por Dos Santos (2005:123-132) adecua los objetivos de Lerner con respecto al pleno empleo y estabilidad de precios a los siguientes objetivos de reemplazo en una economía abierta:

1. Maximización del empleo sujeta a restricción de políticas, expresadas en puntos que no deben ser superados para evitar ahorros forzosos o procesos de elevación de precios, como son el pleno empleo; la necesidad de financiamiento externo positivo de deuda de corto plazo, el punto límite para la restricción externa y los cuellos de botella de la infraestructura.
2. Relajar lo más rápido posible el punto de límite de la restricción externa.
3. Evitar la necesidad de una reducción del crecimiento, impedir la desvalorización de la moneda doméstica por encima de la meta coyuntural y aliviar lo más rápido posible la presión cambiaria apreciadora para volver a las presiones pro-devaluatorias menos importantes y probables.
4. Aliviar lo más rápido posible los cuellos de botella de infraestructura.
5. Impedir que la tasa de inflación se vuelva alta o genere una inercia por encima de lo aceptable.
6. Garantizar condiciones mínimas de bienestar al grueso de la población, en tanto el objetivo de pleno empleo no es obtenible sin chocar con el punto 2 sólo con políticas de demanda –siendo éstas necesarias para el crecimiento (ver Amico, Fiorito y Hang, 2011)–, dado que en general con un único instrumento no son obtenidos al mismo tiempo el pleno empleo y la estabilidad de precios (Dos Santos, 2005:123-124).

Condiciones teóricas generales del espacio fiscal en América Latina

El predominio de las concepciones de finanzas sanas da como resultado que las políticas sugeridas para el crecimiento no sean adecuadas para el crecimiento suficiente para realizar un persistente *catching up*,⁴ respecto de las economías desarrolladas.

⁴ Proceso de captura de tecnología que llevan a cabo los países menos desarrollados de los países más avanzados.

En América Latina, como dicen Pérez Caldentey y Vernengo (2008), para esta década “no ha habido, a pesar de la retórica sobre la importancia del Estado, un despliegue de políticas fiscales anti cíclicas de corte keynesiano”. En efecto, en toda la región se ha mantenido un 3 por ciento del producto la diferencia entre los superávits primarios y el déficit fiscal nominal en la última década, por lo que los *booms* estarían asociados al perfil de las exportaciones de la región y sus elevaciones internacionales de precios.

El proceso inaugurado, luego de la mayor crisis y *default* en la Argentina, muestra claramente un despliegue y crecimiento dirigido por la demanda, es decir, que sus componentes autónomos (gasto público, exportaciones y consumo autónomo) aceleraron la inversión en el periodo 2002-2007 (Fiorito, 2008 y 2009). Sin embargo la concepción de finanzas sanas moldeó a toda la región en la década del noventa, y lamentablemente no se ha modificado. Sin embargo, en presencia de déficits nominales la búsqueda de superávits primarios ($G-T < 0$) disminuye el gasto social, mientras que se produce una verdadera transferencia de recursos a los sectores cuyo ingreso depende de la tasa de interés (Vernengo, 2006).

El déficit nominal se construye con base a un déficit primario ($G-T$), sumado al incremento de la deuda pública que depende de los intereses nominales cobrados al Estado.⁵ Es decir, que no es que la tasa de interés alta perjudique de manera manifiesta a la inversión privada –que es inducida por la demanda autónoma– sino que obliga a erogar un mayor gasto en tenedores de deuda y menos gasto y subsidios dirigidos a sectores más pobres de la población.

La variación de la deuda pública se debe a dos causas: el déficit fiscal y el crecimiento de los intereses domésticos pagados por dicha deuda, que involucran un plus de riesgo sobre la tasa internacional. Para el caso de la Argentina, como gran parte de esa deuda está nominada en dólares, se debe separar en una deuda externa (D_e) que pasaremos a pesos vía el tipo de cambio Tc y otra deuda nominada en pesos (D_d). En primer lugar la determinación del tipo de cambio se vincula en su dinámica a la condición de paridad de las tasas de interés doméstica e internacional, y a la diferencia entre tipo de cambio deseado y efectivo, como se aprecia en la siguiente ecuación:

Ecuación 1:
$$\dot{T}c = a(i^* - i) + b(\overline{T}c - Tc) + cd$$

⁵ Que pueden dividirse a su vez en una parte de intereses reales y otra de inflación, siendo el déficit así construido denominado *déficit operativo y nominal*, respectivamente.

Donde i^* es la tasa de interés internacional, i la doméstica, Tc tipo de cambio efectivo y \bar{Tc} el tipo de cambio esperado. El punto sobre Tc indica su variación, a y b son los parámetros que acompañan a la diferencia entre las tasas de interés y a la diferencia entre los tipos de cambio respectivamente, mientras que c es la tasa de riesgo que indican las agencias aseguradoras de riesgo con relación a la relación de sostenibilidad de deuda expresada como deuda pública sobre producto: $d = \frac{D}{Y}$.

La ecuación 1 indica que un incremento en la deuda pública d lleva a una depreciación del tipo de cambio (elevación de \dot{Tc}). Con supuestos simplificadores como precios constantes y que todo déficit se cubre con bonos regulando el tipo de interés de corto plazo, Banco Central, el cual indexa tanto la deuda pública doméstica como la externa.

La deuda crece formalmente en la ecuación 2 como:

$$\text{Ecuación 2:} \quad \dot{D} = G - T + (iTcD_e + iD_d)$$

Esta ecuación muestra que una devaluación de Tc hace aumentar la deuda pública dependiendo de los parámetros (Schonerwald da Silva y Vernengo, 2007:5-6).

$$\text{Ecuación 3:} \quad \frac{\dot{d}}{d} = \frac{\dot{D}}{D} - g$$

Donde g es la tasa de crecimiento del producto Y , queda reemplazando 2) en 3):

$$\frac{\dot{d}}{d} = \frac{G - T + (iTcD_e + iD_d)}{D} - g$$

Pasando d multiplicando, queda:

$$\dot{d} = \frac{G - T}{Y} + \left(\frac{iTcD_e}{D} + i \frac{D_d}{D} - g \right) d$$

$$\text{Ecuación 4:} \quad \dot{d} = \frac{G - T}{Y} + \left(\frac{iTc\delta_e}{D} + i \frac{\delta_d}{D} - g \right) d$$

Donde δ_e es la relación deuda denominada en dólares y δ_d la relación deuda en pesos respecto al total de la deuda pública.

Las ecuaciones 1) y 4) configuran un sistema de interacción dinámica general entre la relación deuda-producto d y el tipo de cambio Tc . De su examen se deduce que si la tasa de crecimiento g es chica y la tasa de interés es grande, el sistema se vuelve más inestable y propenso a crisis externas, situación que es síntoma de una cuenta de capital totalmente abierta y sin controles por parte del Estado.

La idea es que con el crecimiento de la tasa de interés suben los pagos por el endeudamiento, elevando la deuda pública. Pero para ciertos parámetros, un aumento en la tasa de interés revalúa el tipo de cambio, lo que abarata los pagos de deuda denominada en dólares. Esta revaluación al mismo tiempo perjudica el crecimiento de las exportaciones y el crecimiento de la economía, lo que no termina de alejar a la misma de su propensión a las crisis y el *default* de la deuda.⁶

Los mismos resultados respecto a la relación tipo de cambio y tasa de interés se obtendrán para la Argentina, salvando el hecho de que a las ecuaciones anteriores deberíamos separar a la 1), en tanto la determinación de la tasa de interés, en la post crisis, no sigue esa regla de paridad, por lo que reformulando la ecuación 4) tendríamos dos tasas de interés persistentemente diferentes: la internacional y la nacional:

Ecuación 5:
$$\dot{d} = \frac{G - T}{Y} + (i^*Tc\delta d + i\delta d - g) d$$

En los últimos años, la política del banco central y del gobierno, al “recomprar deuda” y pasar la denominada en dólares δe a otra denominada en pesos δd , y en tanto la tasa de interés doméstica es menor que la internacional, alivia la carga de la deuda pública permitiendo así sostener un mayor Tc , que vía su canal de exportación le permite un mayor crecimiento del producto g . Ver ecuación 5.

El hecho es que en la Argentina se ha mantenido, en estos últimos años, un superávit primario que ha ido reduciéndose respecto al PIB a precios corrientes, según se ve en el gráfico 2, al paso del fuerte crecimiento de la participación del gasto en el PIB hasta 2006 primero y luego de 2008, en que además se estanca endógenamente la recaudación con el inicio de la crisis mundial.⁷

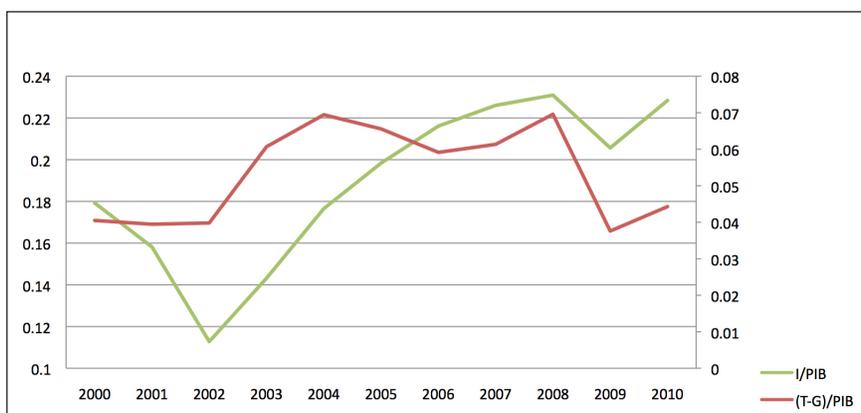
⁶ Esta lógica es válida para el caso argentino, al tener gran parte de su deuda pública nominada en moneda extranjera. Ver Schonewald da Silva y Vernengo (2007).

⁷ Resultados generados por Fabián Amico (2012) donde –coherentemente con una visión de crecimiento dirigido por demanda– a los ingresos por impuestos se les han sacado los aplicados sobre exportaciones (retenciones), dado que no se efectúan sobre el consumo, y a los gastos se les han restado las transferencias que no impactan sobre un mayor consumo.

Puede verse también que la participación de la inversión en el PIB, a precios constantes de 1993, es creciente hasta 2008 aunque comienza a desacelerarse acompañado previamente por la caída de la participación del gasto en el producto.⁸

Luego de 2009 se produce una muy fuerte recuperación del crecimiento del producto y del porcentaje de inversión de la mano de un crecimiento más importante del gasto público y subsidios, como es el caso del Plan de Asignación Universal por Hijo, que actuó directamente como afirman las finanzas funcionales corregidas para economías abiertas.⁹ Esto se reflejó en un crecimiento, luego de 2009, muy importante del producto de la Argentina y también de la tasa de inversión sobre el producto que llegó al 25 por ciento en 2011.¹⁰

Gráfica 2
Superávit fiscal e inversión sobre producto



Fuente: elaboración propia. Producto corriente para el superávit fiscal (línea oscura), a precios del 93 para la inversión.

⁸ De todas maneras, descartando la validez de la concepción convencional del efecto desplazamiento o *crowding out* sobre la inversión privada.

⁹ No afectó la restricción externa para ese año, mejorando y estabilizando la caída de 2009 y potenciando el crecimiento de 2010 del producto.

¹⁰ Se observan estas dos participaciones de la demanda en el producto. Puesto que en realidad los determinantes del crecimiento de la inversión residen en los componentes autónomos de la demanda que junto al gasto se encuentran las exportaciones y el consumo autónomo. Ver Fiorito (2009).

A modo de cierre

Las finanzas funcionales, entendidas como la actividad del gasto público para obtener pleno empleo de recursos y al mismo tiempo inflación baja, se encuentran limitadas en su formulación original por la restricción externa. En otras palabras, el enfoque de finanzas funcionales, originalmente pensado por Abba Lerner, para obtener, con un manejo expansivo de la demanda y de la política fiscal, objetivos de un alto crecimiento y del “pleno empleo” para las condiciones particulares de una economía pequeña y abierta, se ve modificado porque se requiere antes generar las condiciones de alivio de la restricción externa para ese “manejo expansivo de la demanda”. Por lo tanto, eso implica que se deben reorientar los objetivos de la política fiscal con tal de *desplazar la restricción externa* al crecimiento.

En un nuevo contexto –pero manteniendo el planteo original de Lerner– la política fiscal deberá tenerse en cuenta exclusivamente por sus *efectos* sobre el sistema económico, y en particular, sobre el alivio de la restricción de divisas y la expansión de la demanda.

Vale la pena repetir que el logro de estos objetivos no es necesariamente condición para que el gobierno mantenga un equilibrio fiscal, sí y sólo si, la restricción es efectivamente desplazada.

Bibliografía

- AMICO, Fabián (2012), *Impacto de la política fiscal en la demanda y el crecimiento en Argentina en la etapa reciente*, Buenos Aires, Subsecretaría de Programación Económica.
- AMICO, Fabián, Alejandro FIORITO y Guillermo HANG (2011), *Producto potencial y demanda en el largo plazo: hechos estilizados y reflexiones sobre el caso argentino reciente*, Buenos Aires, CEFID-AR, núm. 35, Documento de Trabajo.
- AMICO, Fabián, Alejandro FIORITO y Agustina ZELADA (2012), *Financiamiento del desarrollo en Argentina: desplazando la restricción externa*, Buenos Aires, CEFID-AR, núm. 45, Documento de Trabajo.
- ASPROMOURGOS, Anthony (2000), “Is an Employer of last Resort Policy Sustainable?”, en *Review of Political Economy*, vol. 12, núm. 2.
- BLANCHARD, Oliver Jean (1990), *Suggestions for a New Set of Fiscal Indicators*, Economics and Statistics Department, OECD, Work Paper, núm. 79, abril.

- CICCONE, Roberto (2008), "Deuda pública, demanda agregada, acumulación: un punto de vista alternativo", en *Revista Circus*, núm. 3, en <https://sites.google.com/site/revistacircus/circus-3/cicccone_demanda_y_gasto.pdf?attredirects=0>.
- DIAMAND, Marcelo (1973), *Doctrinas económicas, desarrollo e independencia*, Buenos Aires, Paidós.
- DOS SANTOS, Gustavo Antônio Galvão (2005), *Uma releitura da teoria das Finanças Funcionais*, Rio de Janeiro, Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro.
- FERRERES, Orlando (2005), *Dos siglos de economía argentina*, Buenos Aires, Fundación Norte y Sur/El Ateneo, Edición Bicentenario.
- FIORITO, Alejandro (2009), *Crecimiento dirigido por la demanda y el acelerador de la inversión en la Argentina*, Buenos Aires, AEDA.
- GAREGNANI, Pierangelo (1992), "Some Notes for an Analysis of Accumulation", en J. HALEVI y D. LAIBMAN (editors), *Beyond the Steady State. A Revival of Growth Theory*, London, Macmillan & Co.
- KNAPP, George Friedrich (1924), *The State Theory of Money*, New York, Clifton, Augustus M. Kelley (1973).
- INNES, Alfred Mitchell (1913), "What is money?", en *The Banking Law Journal*, mayo.
- KALECKI, Michal (1943), "Aspectos políticos del Pleno Empleo", en *Sobre el capitalismo contemporáneo*, Barcelona, Grijalbo (1979).
- LERNER, Abba P. (1941), "The Economic Steering Wheel", en *The University Review*, Kansas City, núm. 2-8, junio.
- LERNER, Abba P. (1943), "Functional Finance and the Federal Debt", en *Social Research*, febrero.
- LERNER, Abba P. (1944), *The Economics of Control: Principles of Welfare Economics*, New York, Macmillan & Co.
- LERNER, Abba P. (1947), "Money as a Creature of the State", en *American Economic Review*, vol. 37, núm. 2, mayo.
- LERNER, Abba P. (1951), *Economics of Employment*, New York, McGraw-Hill.
- LERNER, Abba P. (1969), "On Instrumental Analysis", en R. L. HEILBRONER (editor), *Economic Means and Social Ends: Essays in Political Economics*, Englewood Cliffs, Prentice-Hall.
- LERNER, Abba P. (1972), *Flation: Not inflation of prices, not deflation of jobs*, New York, Quadrangle Books.
- LERNER, Abba P. (1977a), "Marginal Cost Pricing in the 1930s", en *American Economic Review*, vol. 67, núm. 1, enero.

- LERNER, Abba P. (1977b), "From Pre-Keynes to Post-Keynes", en *Social Research*, vol. 47, otoño.
- LERNER, Abba P. (1978), "The Scramble for Keynes' Mantle", en *Journal of Post Keynesian Economics*.
- MONGIOVI, Gary (1996), "Some Critical Observations on Post-Keynesian Macroeconomics", en *Interactions in Political Economy*, London, Routledge, cap. 7.
- PÉREZ CALDENTEY, Esteban y Matías VERNENGO (2008), *Back to the Future: Latin America's Current Development Strategy*, International Development Economics Associates Working Paper, The Ideas Working Paper Series, núm. 07.
- PIVETTI, Massimo (1991), *An Essay on Money and Distribution*, London, Macmillan & Co.
- SCHONERWALD DA SILVA, Carlos Eduardo y Matías VERNENGO (2007), "Foreign Exchange, Interest and the Dynamics of Public Debt", en *Latin America Working Paper*, núm. 2.
- SERRANO, Franklin (1995), *The Sraffian Multiplier*, England, University of Cambridge, Dissertation Submitted to the Faculty of Economics and Politics.
- SERRANO, Franklin (2006), "Histéresis, Dinámica Inflacionaria y el Supermultiplicador Sraffiano", en <<http://grupolujan-circus.blogspot.com.ar/2010/04/sobre-el-impacto-de-los-shocks-de.html>>.
- VERNENGO, Matías (2006), "Globalization and Endogenous Fiscal Crisis", en P. BERGLUND y M. VERNENGO (eds.), *The Means to Prosperity: Fiscal Policy Reconsidered*, New York, Routledge.