

céfiro

ZÉPHYROS

**REVISTA DE
ECONOMÍA Y GESTIÓN**

**AÑO 5 NÚMERO 4
PRIMAVERA 2019**

ISSN (impresa) 2408-4638
ISSN (digital) 2422-7692

Crecimiento, restricción externa y capitales financieros: Notas sobre la experiencia reciente ¹

Por Fabián Amico ²



¹ Este texto fue elaborado por el autor y está basado en la presentación realizada en el Seminario

² Docente UNM. Licenciado en Economía UBA. Correo electrónico: famico02@yahoo.com.ar

Vamos a dividir la presentación en dos partes. En primer lugar, haremos algunos comentarios que, espero, revelen al final su lógica interna, y que constituyen ante todo observaciones sobre aspectos conceptuales, así como ciertas cuestiones relevantes vinculadas al contexto internacional. Luego, sobre ese telón de fondo, realizaremos algunas observaciones específicas sobre Argentina.

Una cosa interesante que surge cuando uno observa cierta literatura sobre desarrollo,³ es que los economistas tendrían que explicar por qué fallan las naciones en los intentos de desarrollo, como si fuera obvio que no podrían fallar. Allí el caso paradójico es la fracaso.

Pero si un observador desprejuiciado contemplara la etapa de globalización financiera e hiciera un listado de los casos exitosos (es decir, “normales”), solo encontraría el indisputable caso de China, donde hay en curso un fuerte cambio estructural, pero incluso sería discutible porque su evolución está fuertemente asociada a su historia previa, anterior a la liberalización financiera. Entonces no parece ser tan evidente, en esta etapa, que la meta del desarrollo es una cosa alcanzable a la mano de cualquiera, como a veces se sugiere.

Financiamiento del desarrollo

Ante todo, conviene aclarar aquellas cuestiones que *no* constituyen un problema de financiamiento del desarrollo y que suelen aparecer usualmente en el debate público. Ahí aparece la idea de “canalizar el ahorro hacia la inversión” como un requisito para el desarrollo de largo plazo. El problema de eso es que remite a una lógica *pre-keynesiana*, ya que en la formulación original de Keynes y en las aclaraciones que hizo posteriormente, el ahorro es un residuo, una variable pasiva, y no hay manera de que aumente si no es como *resultado* inmediato del aumento de la inversión.

Se podría ser optimista y decir que, quizás, cuando se está hablando de “canalizar el ahorro” hacia la inversión se está hablando del financiamiento de la inversión (lo que es muy diferente). Cuando se observa la evidencia empírica acerca del financiamiento de la inversión lo que se encuentra a nivel internacional (incluyendo Argentina) es que su enorme mayoría la inversión es *autofinanciada*, es decir, existe una fuerte relación positiva y creciente entre crecimiento y autofinanciamiento (Bebczuk & Garegnani, 2007).

De acuerdo con la teoría macroeconómica convencional, tal como se enseña en los manuales, la inversión es una función decreciente de la tasa de interés. Esta visión reaparece todo el tiempo en el debate público en Argentina. Habría así un nivel de tasas de interés que llevaría a un volumen de inversión consistente con un sendero de pleno empleo (o de lo que se llama “tasa natural de desempleo”), si se eliminaran las rigideces correspondientes y todo funcionara como dicen los manuales.

Esta visión fue ciertamente criticada en los sesenta y setenta a nivel teórico, por las denominadas “controversias sobre el Capital”, tras lo cual quedó completamente desacreditada. De todas maneras, pocos años después de las Controversias, el mismo planteo antes criticado se reincorporó en los manuales de macroeconomía como si nada hubiera pasado.

3 Por ejemplo, Acemoglu & Robinson (2012).

No obstante, si incluso uno se olvida de esas controversias y observa la evidencia empírica, la relación entre inversión y tasa de interés a nivel internacional es muy débil (si existe). Y lo que sí se registra en todos los estudios econométricos es la influencia determinante de la demanda y de las cantidades.

Muchos trabajos empíricos actuales muestran una relación fuerte entre los niveles de utilización de la capacidad, por ejemplo, y los cambios a corto plazo de acumulación de capital. Tori & Onaran (2017), por ejemplo, en un análisis a nivel de las firmas, encuentran que el nivel de ventas de las empresas tiene efectos positivos en la inversión. Asimismo, el prestigioso trabajo de Ray Fair (2013) para Estados Unidos encuentra evidencia muy clara del efecto acelerador y de una prácticamente nula significación de las tasas de interés. Estos hallazgos son confirmados por Wen (2007) quien, utilizando datos agregados de la posguerra en los Estados Unidos, muestra una cadena “causal” entre el consumo, la producción y la inversión. Esta causalidad se extiende en una sola dirección: del crecimiento del consumo al crecimiento de la producción, y del crecimiento del producto a la formación de capital (Wen, 2007, p.199).⁴ Wen sostiene –como pudimos ver en Argentina– que esta causalidad inversa desconcierta a los economistas pero no a los empresarios, quienes entienden perfectamente que el volumen de producción no puede aumentar si no hay demanda y que la inversión no puede aumentar si no aumenta el volumen de producción.

Lo mismo se verifica en América Latina, incluyendo Argentina, donde una serie de trabajos a lo largo de las últimas décadas muestran esta asociación fuerte entre inversión y demanda en el largo plazo. El primer trabajo es de Frenkel, Fanelli & Bonvecchi (1997) quienes realizan una estimación econométrica de los determinantes de la inversión bajo la etapa del plan de convertibilidad y concluyen que lo que explica la inversión en ese periodo es un principio de *acelerador flexible*, es decir, la demanda actual y esperada incide en las decisiones de inversión.

Un trabajo todavía de más largo plazo, de Coremberg, Marotte, Rubini & Tisocco (2006) señala este mismo comportamiento de la inversión privada en función del comportamiento pro-cíclico, asociado a variaciones de la demanda, también similar a un mecanismo de acelerador. Lo interesante es que estos dos trabajos no tenían en cuenta previamente en sus modelos este tipo de incidencia, y tampoco tenían muchas maneras de explicar el resultado obtenido.

Otra cosa interesante que tiene el trabajo de Coremberg *et al* es que incorpora otras variables en el análisis de la estimación que brindan interesante información adicional. Primero, revela que las variables *proxy* del costo de invertir y el volumen de crédito *no son significativas* para explicar la inversión a largo plazo. Segundo, este resultado es importante por la implicancia de política económica. Indica que las políticas activas de promoción e incentivo a la inversión nacional, (por ejemplo, el crédito), afectan la composición de la inversión aunque no afecten su *volumen agregado*. Es decir, las oportunidades de inversión estarían dadas por la expansión del mercado a *nivel agregado*, pero quiénes van a invertir sería definido, en parte, por el acceso al crédito, por la capacidad tecnológica, etc., y eso tiene para la política pública una gran importancia.

Otros autores como Fiorito (2009) y Médici (2011) realizaron trabajos econométricos sobre el mismo punto, pero ofreciendo una interpretación conceptual más consistente, a efectos de colocar los resultados obtenidos en un modelo coherente que explique este tipo de causalidades y observe algunas implicancias importantes de políticas.

⁴ Esto plantea un desafío a la teoría keynesiana / kaleckiana estándar que toma la inversión privada como el elemento causal o exógeno de sus modelos.

En ese marco aparecen restricciones sobre el crecimiento a largo plazo. Ciertamente, crecimiento no es automáticamente desarrollo. Pero es obvio que sin crecimiento no existe posibilidad alguna de producir una estrategia de desarrollo (o sea, cambio estructural).

Restricciones sobre el crecimiento

En la tradición estructuralista o “heterodoxa”, cuando se piensa en restricciones al crecimiento inmediatamente surge la restricción de balanza de pagos. Esto es indudablemente correcto. Pero no es la única restricción. Existen también (y cobran cada vez más relevancia) las restricciones políticas que operan sobre el crecimiento y que no son debidamente tomadas en cuenta.

Kalecki (1943) anticipó un conjunto de criterios que deben ser considerados detenidamente. Observó que las políticas expansivas debilitaban el papel disciplinante del desempleo y cambiaban las relaciones de poder entre las clases sociales. Ese cambio en las relaciones de poder llevaba más tarde a la clase capitalista a reclamar cambios en las políticas macroeconómicas a fin de restituir el desempleo y restaurar la situación previa del balance de poder, originando ciclos de carácter económico-político. Kalecki pensaba que esta situación podía cambiar si el sistema pudiera experimentar y sostener una “reforma crucial” (Kalecki & Kowalik, 1971).

Steindl (1976) observó que la inflación resultante hacia el fin de la *Golden Age* era resultado del conflicto distributivo y que en lugar de aplacar a los trabajadores elevando el nivel de vida, la respuesta fue disciplinarlos con más desempleo. Así, el estancamiento que es consecuencia de tal política no era resultado de una sorpresa como en la crisis del 30, ni de una “tendencia inmanente” del capitalismo, sino de una *política* de estancamiento (Steindl, 1979).

Cavaliere, Garegnani & Lucii (2004) muestran aún más claramente que el agravamiento del conflicto distributivo a fines de los 60 condujo a un aumento en la participación de los salarios en el ingreso y una reducción en la tasa de ganancia (esperada y realizada). Pero la inversión privada, lejos de caer, inicialmente aumentó por el efecto positivo de los salarios en la demanda. Hubo una aceleración de la inflación (mucho antes de los shocks del petróleo) y paulatinamente se fue instalando una reacción política que finalmente llevó al cambio del régimen de política económica, restaurando las políticas de austeridad y control de la inflación.

La otra restricción, más conocida para nosotros, es el problema de la *restricción externa*. Básicamente en el enfoque convencional este problema no existe. En el enfoque neoclásico si un país tiene un déficit en la balanza de pagos es, en realidad, la manifestación de un desequilibrio interno. Se trata la *hipótesis de los déficits gemelos*, del déficit fiscal y externo, que involucra una causalidad que va del déficit fiscal al déficit externo, y la única manera de resolver eso es haciendo ajuste del gasto interno (público). No existe, en términos estrictos, restricción externa al crecimiento en ese enfoque, y por tanto este enfoque no es muy útil para estudiar estos problemas.

La restricción externa es, básicamente, cómo han señalado los estructuralistas, un problema de *financiamiento*. Por ejemplo, era muy típico en la literatura más temprana del estructuralismo, postular que mucho antes que la economía alcance niveles de pleno empleo, o niveles cercanos al pleno empleo, habría un problema de insuficiencia de divisas.

Básicamente se puede pensar esta restricción como un *descalce* de monedas: una moneda en la cual se realiza el gasto interno versus la moneda en la que se pagan las importaciones. En principio es una *restricción financiera* que está coartando el crecimiento porque estamos dentro de una jerarquía internacional monetaria donde nos tocó ser una moneda periférica, por cuestiones históricas vinculadas con el sistema de poder y con los modelos de desarrollo.

La nueva realidad de los años 2000

Con los elementos precedentes, ¿cómo podemos explicar lo que ocurrió en los años 2000? Primero, hubo un desacople (*decoupling*) en las tasas de crecimiento entre países centrales y periféricos, y que todavía persiste. Significa que hay una diferencia bastante persistente entre las tasas a las que crece el mundo en desarrollo y los mercados emergentes en relación a los países desarrollados (Serrano, Medeiros & Freitas, 2016; Amico, 2014).

Entre los países en desarrollo el peso de China e India es muy importante, pero incluso América Latina también se había “desacoplado” creciendo más que los países centrales, hasta que Argentina y Brasil entraron en estancamiento y en crisis. Así, en el caso de América Latina, las regresiones de Argentina y Brasil hicieron que actualmente ni siquiera estemos creciendo a las tasas que crece el mundo desarrollado.

¿Cómo ocurrió esto? Algo interesante para notar es que China viene “desacoplada” del nivel de crecimiento mundial desde hace mucho tiempo, desde los años ochenta, o sea que hubo algo en los años 2000, algunas causas adicionales, que provocaron que otras regiones pudieran incorporarse a este proceso de divergencia relativo tan interesante. Además, se trata de un hito histórico porque es la primera vez en la historia que tenemos este proceso de “convergencia”, ya que en la edad de oro del capitalismo la diferencia de crecimiento poblacional hacia que en los PBI per cápita las divergencias no se notaran.

¿Cuáles fueron los factores que permitieron este desacople? Las cuatro factores más importantes, y que están muy relacionados, parecen ser el cambio en la tendencia de los precios absolutos y relativos de las commodities; las tasas de interés internacionales, básicamente la que fija EE.UU.; los grandes flujos de capitales y, por último, cambios importantes que hubo en las políticas económicas de muchos países de la periferia (Serrano, 2013).

Uno de los elementos que no es tomado en cuenta y que está empíricamente sólidamente establecido, es la relación entre los tipos de cambios y los precios en dólares de las commodities. La apreciación de las monedas frente al dólar por parte de los países en desarrollo exportadores de commodities (las “commodity currencies”) fue un factor clave en el aumento del precio (absoluto) en dólares de las commodities.

Veamos un ejemplo. Argentina exporta soja pero es *tomadora* de precios (price taker) en el mercado internacional. Sin embargo, en *conjunto* con los otros exportadores de soja *fija* el precio (costo normal) internacional. Eso quiere decir que si todos los países que exportan ese producto aprecian sus monedas en términos reales frente al dólar, el precio de ese producto en el mercado mundial va subir en dólares y se va a sostener en la medida en que estos países, que este bloque, pueda mantener esa nivel de apreciación en el tiempo.

Hay mucha literatura empírica mostrando este resultado, y la discusión en todo caso es sobre la interpretación de cuáles son los mecanismos de causalidad. Algunos de esos trabajos abren la posibilidad de explorar una dinámica

cíclica. Por ejemplo, en los ochenta y noventa había una tendencia a la baja en los precios de las commodities, mientras que en los países que exportaban esas commodities devaluaban coordinadamente sus monedas y las tasas de interés internacionales eran relativamente más altas (Coudert, Couharde & Mignon, 2008).

Desde los comienzos de los 2000, y tras más de diez años *sin crisis de balanza de pagos en la periferia*, ese fue uno de los principales mecanismos que está detrás del auge del precio absoluto de las commodities, y es uno de los factores cruciales que relajaron la restricción externa en los países en desarrollo. Es posible revertir la dirección de causalidad: los tipos de cambio reales determinarían los precios en dólares de las commodities. Por ejemplo, una suba brusca de la tasa de interés en el centro podría generar un *sudden stop* en los flujos de capital. El vuelo a la calidad produciría una devaluación coordinada de las monedas periféricas frente al dólar, lo que más tarde empujaría hacia abajo el precio de las materias primas. Como mostraron Druck *et al* (2015), desde 2012 parece haber comenzado una etapa de apreciación real del dólar, que estaría correlacionada con un crecimiento del PIB más bajo en los países en desarrollo por el mecanismo mencionado.

En otros trabajos recientes aparece con mucha más fuerza que antes la ocurrencia de devaluaciones coordinadas *sin aumentos de las exportaciones, por razones adicionales* a las que mencionaban los viejos estructuralistas (quienes eran pesimistas de las elasticidades). Debido a la creciente integración productiva, la producción está más globalizada, organizada en cadenas regionales o internacionales de valor, y eso provoca que la elasticidad-precio haya descendido todavía más (Ahmed, Appendino & Ruta, 2015).

Un cuarto factor que explica esta posibilidad de desacople fue la mejora en las políticas macroeconómicas, y una de las mejoras fue la administración en la balanza de pagos. Se puede discutir si la forma en que los países en desarrollo administraron las balanzas de pago fue una política consciente y estratégica, o fue una política forzada por las circunstancias de crisis. Pero fue la política que se aplicó en la práctica. Esta política (con pocas excepciones entre las cuales está Argentina) ha generado *más de una década sin crisis externas en los países en desarrollo*. Incluso podría afirmarse que la reducción del ritmo de crecimiento que se observa en la mayoría de los casos es más producto de problemas de política interna que de un problema estrictamente de restricción externa. Esto pone en cuestión todos los análisis (ortodoxos y heterodoxos) que automáticamente, en todo tiempo y lugar, predicen una crisis más o menos inmediata de los países en desarrollo que reciben grandes inlfujos de capitales.

Pese a todo, desde el 2012 en adelante, sin shocks externos severos, muchas monedas de estos países emergentes empiezan a devaluarse, algunas significativamente. Las razones no son claras. Muchos de esos países tienen gran cantidad de reservas internacionales y no tienen niveles de endeudamiento externo público como en los noventa, sino que lo han disminuido. Entonces podría pensarse que esas devaluaciones estarían respondiendo a decisiones de política principalmente monetarias y cambiarias, y que no son devaluaciones “espontáneas”, forzadas, que puedan considerarse un síntoma de crisis externa.

También existe una menor fragilidad financiera por el peso menor del endeudamiento externo. Parte de los pasivos que en los noventa estaban en moneda extranjera ahora están en monedas nacionales. Muchos de los países que han emitido deuda y con deudas que han aumentado en términos de PBI son, en su gran mayoría, en monedas *domésticas*, o sea que la fragilidad externa desde esta posición es mucho menor (otra vez: Argentina fue a contramano de esta tendencia).

En la década de los noventa muchos gobiernos asumieron compromisos con tipo de cambio fijos, que es una posición mucho más vulnerable. Así, todos los pasivos externos conducían potencialmente a una pérdida de reservas.

Mientras que hoy tenemos tipos de cambios flexibles, lo que proporciona un instrumental más adecuado para suavizar los ajustes y controlar mejor las presiones especulativas.

Existirían dos posibles razones para explicar por qué estos países (dejemos por un momento el caso argentino de lado) estarían devaluando las monedas sin una crisis externa a la vista. A diferencia de lo que pasaba en los noventa, cuando existe un régimen de tipo de cambio flexible (aunque fuertemente administrado), cuando una economía tiene entrada de capital y esas entradas están denominadas en moneda nacional y cuyos rendimientos deben pagarse en esa moneda, los inversores asumen el riesgo cambiario. Por tanto, el valor en dólares de esos pasivos siempre se puede “licuar” mediante una devaluación, y esto es un mecanismo defensivo que tienen los Bancos Centrales para protegerse de eventos externos inesperados.

La otra cuestión es que muchas de las devaluaciones de la moneda pueden tener como objetivo “acomodar” el conflicto distributivo interno, a fin de recomponer la rentabilidad empresarial (y no solo del sector transable de la economía). Más de una década sin crisis externa y con crecimiento ininterrumpido, llevó a una reducción persistente del desempleo y emergieron presiones inflacionarias por la suba de los costos salariales.

Al mismo tiempo, existe una clara relación positiva entre la apreciación real de las monedas domésticas y el salario real, que es equivalente a decir que hay una relación positiva entre la apreciación real del tipo de cambio y el nivel de actividad vinculado al consumo asalariado. Esto es muy claro en Brasil y en México. Y encierra la (aparente) paradoja de que tasas de interés reales más altas están vinculadas con procesos expansivos de la economía (y no con procesos contractivos), particularmente en países que tienen, a través del manejo de la tasa de interés, la capacidad para inducir apreciación del tipo de cambio por esa vía.

De hecho, uno de los factores centrales que explica la persistencia de los flujos de capitales hacia la periferia han sido dos elementos: el diferencial de rendimientos (la diferencia entre las tasas de interés domésticas e internacionales netas de la devaluación esperada), y la reducción del riesgo asociado a la menor fragilidad.

Una cuestión llamativa a la luz de la teoría convencional es la *estabilidad* de esos diferenciales, lo que se explica por el hecho de que no existe un mecanismo *endógeno* de ajuste de los mercados monetarios. En verdad, lo que tales diferenciales revelan es la capacidad de los Bancos Centrales de fijar ciertos niveles de tasas de interés en función de sus objetivos de política. Y obviamente tales objetivos no son los mismos en el caso de EE.UU que en el caso -por ejemplo- de América Latina. Los ajustes que deberían ocurrir, según la teoría convencional, por ejemplo a través de la paridad de intereses no cubiertos (UIP, en inglés), evidentemente no solo no ocurrieron ni ocurren en los plazos relevantes para la política económica, sino que más bien las variables se mueven en una dirección contraria a la postulada por la teoría.

El singular camino de Argentina

En función de lo expuesto hasta aquí, es posible realizar algunas observaciones rápidas sobre Argentina. Vamos a aprovechar algunas ideas presentadas por Medeiros (2008) quien considera la dimensión **autónoma** de la cuenta de capital (y de los flujos de capitales). En la tradición estructuralista, en tiempos de Bretton Woods, la cuenta de capital era poco relevante y apenas desempeñaba un papel complementario (incluso en la CEPAL aparecía como

capitales “compensatorios”). El resultado de la balanza de pagos era determinado fundamentalmente por la dinámica de las exportaciones e importaciones.⁵

Esto cambió radicalmente con la denominada globalización financiera. Ahora la cuenta de capital tiene una dimensión autónoma respecto del crecimiento y, además de ser un factor crucial en la determinación de la posición externa de la economía, tiene implicaciones sobre el nivel de actividad por sus efectos sobre la dinámica del mercado cambiario.

Cuando se observa la situación de Argentina respecto de otros países a comienzos de los años 2000, rápidamente surge que la cuenta de capital ha tenido un comportamiento bastante atípico, pese a que el déficit de cuenta corriente apareció más tardíamente en relación a otros países. Mientras los países de la región mostraron déficit de cuenta corriente más tempranamente y de mayor magnitud, que fueron financiados mediante flujos de capitales (en “exceso”, ya que les permitió al mismo tiempo una importante acumulación de reservas), Argentina no pudo financiar un déficit más pequeño en transacciones corrientes (y mostró persistentes salidas de capital). Obviamente, bajo el gobierno de Macri la cuenta de capital se tornó superavitaria pero lo hizo de la manera más gravosa, porque los flujos estuvieron basados en endeudamiento público denominado en moneda extranjera y rápidamente se reveló como una estrategia insustentable.

Veamos más de cerca la cuestión del diferencial de rendimientos. El punto crucial es que el tipo de cambio se determina como el precio de un activo sujeto a especulación y es decisiva la política del banco central en la construcción de las expectativas. Este diferencial puede representarse esquemáticamente como sigue:

$$i_d > i^* + p + \frac{e^e - e}{e} \quad (1)$$

Donde i_d es la tasa de interés doméstica que fija el Banco Central de Argentina, i^* es la tasa de interés internacional, “ p ” es la prima de riesgo país, y la expresión $\frac{e^e - e}{e}$ representa el *cambio esperado* en el valor del tipo de cambio nominal. Es decir, representa (para los inversores o ahorristas) la expectativa de cuál va a ser el precio en pesos del dólar dentro de un mes, tres meses o un año.

Un punto clave es cómo se determina la expectativa sobre el tipo de cambio nominal. La hipótesis más realista es que sigue un patrón adaptativo y por lo tanto es, al menos, parcialmente endógeno y dependiente de la evolución efectiva del tipo de cambio nominal en el periodo reciente.⁶

La hipótesis representada en (1) supone que si la tasa de interés doméstica es *sistemáticamente* mayor que el término de la derecha, eso va a producir un influjo neto de capitales. Es básicamente lo que ocurrió en Brasil, Perú, Chile, Colombia, México, entre otros países de la región. Y, como es evidente, no ocurre en Argentina. Al evaluar la expresión (1) muchos analistas en Argentina focalizaron su crítica en que la tasa de interés en Argentina no tendría el efecto sugerido, ya que no lograba quebrar el proceso incesante de dolarización.

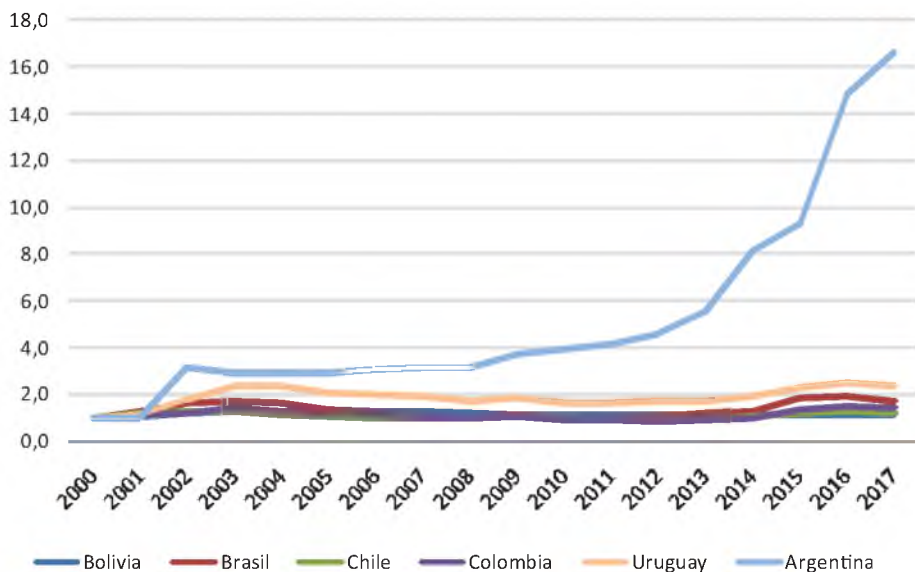
5 Por ejemplo, en Argentina, Marcelo Diamand concebía el endeudamiento externo como una fuente de financiamiento que permitía expandir las importaciones más allá del límite de divisas fijado por las exportaciones y solo después podía adquirir una dinámica autónoma respecto del crecimiento.

6 Como el tipo de cambio es objeto de especulación, tras un proceso de devaluación cambiaria nominal, los especuladores esperarán una mayor tasa de devaluación en el futuro. Por ende, aumentarán su demanda de moneda extranjera a la espera de que su precio suba en el futuro, profundizando el proceso de devaluación, ya que los oferentes de moneda extranjera subirán su precio y los compradores sólo podrán comprar a un precio más alto. Así, la tendencia efectiva a la devaluación de la moneda puede fortalecer las expectativas de devaluación (lo inverso en caso de apreciación cambiaria).

Pero la expresión (1) es una variable “compuesta” y, como se explicó, el papel del tipo de cambio nominal es fundamental. Al comparar la dinámica del tipo de cambio nominal en Argentina con el resto de la región, surge una diferencia esencial (ver Gráfico 1).

Evolución del tipo de cambio nominal en América Latina

(Países seleccionados, moneda nacional por dólar, 2000 = 1)



Fuente: CepalStat e Indec.

En prácticamente cualquier periodo que se considere, la devaluación nominal del tipo de cambio en Argentina siempre ha sido muy superior al de cualquier país de la región (a excepción de Venezuela). Debido a su *persistencia*, este factor estimuló la incesante dolarización y creó una constante presión cambiaria, fortaleciendo las expectativas de devaluación. En cambio, si se observa la evolución de los tipos de cambio nominales de otros países de la región, muchos han tenido procesos de apreciaciones nominales durante largos períodos, lo que acrecienta el beneficio esperado en dólares de invertir en activos domésticos.⁷

La pregunta decisiva es la siguiente: ¿por qué Argentina, a diferencia de los otros países, tiene que devaluar nominalmente todo el tiempo su moneda? Esta pregunta no se puede responder sin establecer la relación del tipo de cambio nominal con el conflicto distributivo en Argentina. Una diferencia crucial de la inflación en Argentina respecto de Chile, Colombia, Perú, México y Brasil es que aquí la incidencia del conflicto distributivo es la más alta en la comparación regional (Trajtemberg et al, 2015). Hay un impulso autónomo de los costos salariales en

⁷ Nótese, sin embargo, que este comportamiento diferencial de los tipos de cambio nominales no ha llevado a diferencias importantes en los tipos de cambio reales entre los países mencionados: todos se han apreciado en términos reales desde comienzos de los años 2000.

Argentina que explica por qué el canal cambiario solo afecta una parte de la inflación, y esa diferencia explica el éxito desinflacionario en los otros países (Chile, Colombia, Perú, México y Brasil). En la mayoría de estos países (a excepción de Brasil en años más recientes), los salarios nominales han sido el verdadero ancla nominal de los sistemas de metas.

En Argentina eso no ocurre. Y la consecuencia es inmediata: cuando el conflicto distributivo es muy intenso, la política monetaria encuentra fuertes dificultades políticas para apreciar los tipos de cambios nominales. En principio porque, al producir una importante apreciación real del tipo de cambio, va a afectar mucho la rentabilidad del sector transable, pero si el proceso es persistente va a afectar la rentabilidad normal del *conjunto* del sistema y va a desatar, tarde o temprano, un reclamo empresario de modificación de la política macroeconómica (y en particular la política cambiaria).

Los sectores empresarios (transables y no transables), ante esta incidencia del conflicto distributivo, presionan al gobierno para aumentar el ritmo de devaluación de la moneda con el fin de recuperar sus márgenes reales de rentabilidad. Esto acelera el proceso inflacionario. En otros países la apreciación cambiaria nominal fue posible porque el bajo crecimiento de los salarios nominales no ponía en cuestión la rentabilidad agregada y entonces la inflación era mucho más fácilmente controlada. Así, la frase que dice “los sistemas de metas funcionan cuando la inflación es baja” se podría traducir diciendo que en realidad funcionan cuando el conflicto distributivo es muy débil.

Este mecanismo que liga el tipo de cambio con la inflación no es *puramente* económico, sino que es un mecanismo que actúa sobre las decisiones de la política macroeconómica y pone en evidencia que la distribución del ingreso está gobernada por relaciones de poder. La consecuencia de este proceso es que como el ritmo de devaluación es persistente, esto genera expectativas de devaluación muy altas, incentivando las fugas de capital (o, lo que es lo mismo, la fuga hacia el dólar).

Así, por un mecanismo *indirecto* (económico y político), el conflicto distributivo es uno de los principales factores que está detrás de la inestabilidad del mercado cambiario en Argentina, y que después engendra la dificultad para traer capitales tal como hicieron otros países. Las salidas de capitales acentúan la presión cambiaria y la devaluación, haciendo aún más intenso el conflicto distributivo y así de seguido.

Esta dinámica genera una persistente tendencia a la dolarización y está en la base de buena parte de lo que ocurre actualmente en Argentina. Es algo más poderoso que una “mala praxis”, hipótesis que además tiene la dificultad de que encierra, por oposición, una “buena praxis”, nunca muy claramente definida, y que *ignora* los problemas de economía política que plantea el conflicto distributivo en Argentina.

Más allá de la buena o mala praxis, la estabilidad del tipo de cambio nominal (condición necesaria para desestimular las salidas de capital) no es neutra en términos distributivos. La política monetaria (y cambiaria) no se conducen en una vacío, como explicó Garegnani (1979), y debe forzosamente llevar en cuenta los cambios e implicaciones distributivas en su formulación y análisis.⁸

8 De acuerdo con Garegnani, “The policy of the monetary authorities is not conducted in a vacuum, and the movement of prices and of the money wages determined in the wage bargain will be amongst the most important considerations in the formulation of that policy” (Garegnani, 1979, p.81).

Referencias:

- Acemoglu, D. & Robinson, J. (2012). *Why Nations Fail: The Origins of Power, Prosperity and Poverty*, 1st ed. New York: Crown, 529.
- Ahmed, S., Appendino, M. & Ruta, M. (2015). "Depreciations without Exports? Global Value Chains and the Exchange Rate Elasticity of Exports", Trade and Competitiveness Global Practice Group, Policy Research Working Paper 7390, World Bank Group, August 2015.
- Amico, F. (2014). Sostenibilidad e implicancias del "desacople" entre el centro y la periferia en el contexto latinoamericano, Documento de Trabajo N° 57 Mayo de 2014, Cefid-Ar.
- Bebczuk, R. & Garegnani, L. (2007). Autofinanciamiento empresario y crecimiento económico, BCRA, Ensayos Económicos 47, abr-jun, 2007.
- Cavaleri, T., Garegnani, P. & Lucii, M. (2004). 'La sinistra e l'occupazione – Anatomia di una sconfitta', La rivista del Manifesto, No. 48, March, pp. 44–50.
- Coremberg, A., Marotte, B., Rubini, H. & Tisocco, D. (2006). Inversión privada en Argentina (1950-2000), Academia Nacional de Ciencias de la Empresa, Centro de Estudios Avanzados, UADE, Buenos Aires, Julio de 2006.
- Coudert, V., Couharde, C. & Mignon, V. (2008). "Do Terms of Trade Drive Real Exchange Rates? Comparing Oil and Commodity Currencies", Cepii, Working Paper No 2008-32.
- Druck, P., Magud, N., & Mariscal, R. (2015). "Collateral damage: Dollar strength and emerging markets' growth", 16 August 2015, VOX CEPR's Policy Portal.
- Fiorito, A. (2009). Crecimiento dirigido por la demanda y el Acelerador de la Inversión en la Argentina, AEDA, Junio de 2009.
- Frenkel, R., Fanelli, J. & Bonvecchi, C. (1997). Movimientos de capital y comportamiento de la inversión en Argentina, incluido en Flujos de capital e inversión productiva: lecciones para América Latina, Ricardo Ffrench-Davis y Helmut Reisen, compiladores, págs. 43-78, OECD, 1997.
- Garegnani, P. (1979). Notes on consumption, investment and effective demand: II, reprinted from Cambridge Journal of Economics 1979, 3, 63-82.
- Kalecki, M. & Kowalik, T. (1971). "Observations on the 'Crucial Reform'", in Collected works of Michal Kalecki. Volume 2. Capitalism: Economic dynamics. Kalecki, Michal, Edited by Jerzy Osiatynski. Oxford University Press, Clarendon Press. p 467-76. 1991.
- Kalecki, M. (1943). Political Aspects of Full Employment, Political Quarterly, 1943.
- Medeiros, C. (2008). Financial Dependency and Growth Cycles in Latin American Countries, Journal of Post Keynesian Economics, Vol. 31, No. 1 (Fall, 2008), pp. 79-99.

Médici, F. (2011). Un análisis de cointegración del principio de la demanda efectiva en Argentina (1980-2007), *Ensayos Económicos*, BCRA, Enero-Junio de 2011.

Serrano, F. (2013). Continuity and Change in the International Economic Order: Towards a Sraffian Interpretation of the Changing Trend of Commodity Prices in the 2000s, in *Sraffa and the Reconstruction of Economic Theory: Volume Two. Aggregate Demand, Policy Analysis and Growth*, Edited by Enrico Sergio Levrero, Antonella Palumbo and Antonella Stirati, Palgrave-Macmillan, 2013.

Serrano, F., Medeiros, C. & Freitas, F. (2016). Regimes de política econômica e o descolamento da tendência de crescimento dos países em desenvolvimento nos anos 2000, in *Dimensões estratégicas do desenvolvimento brasileiro, Volume 5, Continuidade e mudança no cenário global: desafios à inserção do Brasil*, Centro de Gestão e Estudos Estratégicos (CGEE), Brasília, p.17-48.

Steindl, J. (1976). *Maturidade e estagnação no capitalismo americano*. São Paulo: Abril Cultural, 1983. (Os economistas).

Steindl, J. (1979). Stagnation theory and stagnation policy, *Cambridge Journal of Economics*, Volume 3, Issue 1, March 1979, Pages 1–14.

Tori, D. & Onaran, Ö. (2017). “The effects of financialisation and financial development on investment: Evidence from firm-level data in Europe”, Greenwich Political Economy Research Centre (GPERC).

Trajtemberg L.; S. Valdecantos y D. Vega (2015). “Los determinantes de la inflación en América Latina: un estudio empírico del período 1990-2013”. En Bárcena AI, & J. Abeles. *Estructura productiva y política macroeconómica. Enfoques heterodoxos desde América Latina*. CEPAL.

Wen, Y. (2007). Granger causality and equilibrium business cycle theory, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, May–June, pp. 195–205.