
KEYNESIANOS
MA NON TROPO
UNA BREVE NOTA SOBRE LA POLÍTICA
MACROECONÓMICA DESPUÉS DE LA CRISIS

Por **Matías Vernengo**¹

Introducción

La discusión sobre la recuperación de la economía Argentina después del cataclismo de fines de 2001 estuvo dominada por el papel de la política cambiaria y monetaria. El cambio relativamente devaluado y la política monetaria floja, aliadas a un escenario externo favorable, fueron los instrumentos necesarios para mantener la trayectoria de crecimiento de la economía. Sin embargo la historia oficial sugiere que el crecimiento estuvo relacionado que el cambio competitivo y la política fiscal moderada. Ha sido aceptado con fe ciega, incluso por autores dichos heterodoxos, la noción dominante en la profesión de que la política fiscal debe tener un papel limitado en la economía, limitándose a mantener la estabilidad macroeconómica. Esta posición se ha mantenido inclusive frente a la crisis global.

No solo la política fiscal a quedado relegada como instrumento de combate a la recesión, sino que los críticos han sugerido que un ajuste fiscal mas fuerte sería necesario para hacer frente a las presiones inflacionarias.² En particular, una política fiscal mas contraccionista evitaría, en esta visión, las presiones inflacionarias creadas por el exceso de demanda, como también, al permitir un cambio mas competitivo, permitiría la retomada del crecimiento. En ese sentido, el argumento sugiere que la política fiscal contraccionaria podría ser expansionista.³

¹ Profesor de la Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ) y de la University of Utah.

² Una posición similar ha sido adoptada por el Fondo Monetario Internacional (FMI). Según Blanchard *et al* (2010) la política fiscal debe ser utilizada apenas en el caso de una recesión cuando la política monetaria es ineficiente para estimular la economía, como en el caso del piso igual a cero para la tasa de interés nominal.

³ El argumento clásico sobre la contracción fiscal con efectos expansionistas es de Giavazzi y Pagano (1990) para los casos de Dinamarca y Irlanda.

Esta breve nota examina críticamente esta visión de la política macroeconómica y utiliza el análisis comparado de las experiencias argentina y brasileña para entender los posibles límites del argumento a favor de una política macroeconómica basada en la contracción fiscal y del tipo de cambio real competitivo y estable (TCRCE).⁴ La próxima sección compara las políticas fiscales y el desempeño macroeconómico en Argentina y Brasil. La siguiente sección analiza la aceleración inflacionaria en Argentina, y la compara con la relativa estabilidad en el Brasil. La conclusión es simple; ni la política fiscal fue excesivamente expansionista, ni es responsable por la inflación, que, a su vez, esta relacionada con la dinámica del cambio y los salarios. El artículo concluye con algunas observaciones sobre la política macroeconómica necesaria frente a la actual crisis global.

El expansionismo fiscal

Desde una perspectiva de largo plazo, las reformas neoliberales de los años 90 marcan, tanto en Argentina como en Brasil, un movimiento hacia políticas fiscales más contraccionistas, con superávits fiscales primarios como condición normal del presupuesto público de los gobiernos centrales. Como se puede ver en la Tabla 1, eso no cambia en la primera década de este siglo. En ambos casos, frente a la crisis global del 2007/8, hay un aflojamiento del superávit primario, relacionado a los paquetes de estímulo fiscal. Sin embargo, los resultados globales son muy diferentes en los dos países.

La Argentina, al contrario del Brasil, mantiene durante casi todo el período superávits globales. En el caso brasileño los déficits globales están fundamentalmente relacionados a los gastos con los intereses sobre la deuda pública. En parte, esto resulta de la elevada tasa de interés básica mantenida por el Banco Central del Brasil, a la cual la deuda pública brasileña está indexada.

Tabla 1.

Política Fiscal (% PIB)

Año	Argentina		Brasil	
	Resultado Primario	Resultado Global	Resultado Primario	Resultado Global
2002	1.8	-0.3	2.4	-6.4
2003	2.1	0.2	2.5	-2.5
2004	3.2	2.0	2.8	-1.3
2005	2.3	0.4	2.5	-3.6
2006	2.7	1.0	2.1	-2.9
2007	2.7	0.6	2.3	-1.9
2008	2.8	0.7	2.5	-1.3
2009	1.4	-0.8	0.9	-2.9

Fuente: CEPAL

⁴ Para una discusión del TCRCE véase Frenkel y Taylor (2006).

Debe ser notado que los efectos de la política fiscal sobre el nivel de actividad depende tanto de cómo se gasta de cómo se recauda los recursos tributarios. En ese sentido, aunque Brasil tenga déficits fiscales globales mas elevados que Argentina no se puede concluir que la postura fiscal es mas expansionista. Por ejemplo, es razonable suponer que los gastos con intereses de la deuda tienen poco efecto sobre el producto, una vez que los receptores de esas transferencias del Tesoro Nacional, bancos y corporaciones en su mayoría, tienden a tener una propensión a gastar pequeña, lo que conlleva un efecto multiplicador reducido.

En ambos casos en los años precedentes a la crisis del 2007/8 hubo una expansión de los gastos corrientes del gobierno central. En el caso Argentino, para algunos analistas,⁵ esto mostraría el sesgo expansivo de la política fiscal. Las dificultades analíticas y empíricas de medir los efectos de la política fiscal están relacionados, de un lado, a la determinación de cuales elementos son autónomos y cuales son derivados de los cambios del nivel de actividad, y de otro, de la dificultad de calcular el llamado producto potencial. En general, la sabiduría convencional supone que hay exceso de demanda si los gastos autónomos mueven el nivel de producto por encima del potencial y presionan los precios. En ese sentido, la aceleración inflacionaria es vista por algunos autores como una señal del sesgo expansionista excesivo de la política fiscal.⁶

Una forma simplificada de analizar la evolución del producto con respecto al producto potencial puede ser derivada de la Ley de Okun.⁷ En otras palabras, para reducir el desempleo en 1% la economía debe crecer un cierto nivel por encima de su producto potencial. El desempleo se redujo de 19.7% en 2002 a 7.9% en 2008, en el caso argentino. Si se usa como un cálculo aproximado una relación de Okun de 3% de crecimiento por encima del potencial para una reducción del desempleo de 1% tendríamos que la reducción del desempleo de 11.8% estaría relacionada en esos años con un crecimiento de alrededor de 4.7% por encima del potencial, o 0.67% por año.⁸ Considerando que la economía se encontraba muy por debajo del límite de capacidad en 2002, es razonable suponer que la tasa de crecimiento no fue excesivamente elevada y que el límite de la oferta, mas allá del cual la expansión de la demanda sería inflacionaria, no fue alcanzando. De hecho, la utilización de la capacidad instalada de la industria creció de 48.2% en enero de 2002 a 80.7% en diciembre de 2009.⁹

De hecho la tasa de desempleo de 7.9% no parecería ser excesivamente baja,

⁵ Esta la posición, por ejemplo, de Damill y Frenkel (2009). Para un análisis critico de esta visión véase Amico (2009).

⁶ La aceleración inflacionaria se discute en la próxima sección.

⁷ No se descarta aquí que el producto potencial sea variable y determinado por las condiciones de la demanda. Aunque no se discute la determinación del producto potencial esta es perfectamente compatible con el súper-multiplicador.

⁸ Una regresión del crecimiento y la variación del desempleo para el periodo discutido arroja un coeficiente de Okun de aproximadamente 3.3, que es estadísticamente significativo.

⁹ Datos disponibles en http://www.indec.mecon.ar/principal.asp?id_tema=6622. Un aumento vertiginosos, sin duda, pero que sugiere que hay suficiente espacio para expansión.

al punto de que se la considere como estando por debajo de la tasa de desempleo asociada con la estabilidad de precios.¹⁰ Adicionalmente, a pesar de las políticas anticíclicas el desempleo aumento después de la crisis, llegando a 8.8% en Argentina y 8.1% en Brasil.¹¹ Esto sugiere que el esfuerzo fiscal fue insuficiente para hacer frente a los efectos negativos de la caída de los términos de intercambio y la reducción de las exportaciones sobre la demanda agregada.

En particular, el aumento del desempleo sugiere claramente que la política fiscal contra cíclica fue relativamente tímida. En particular, el hecho de que el aumento del desempleo sea mayor en Argentina que en Brasil apunta hacia la necesidad de una política fiscal mas agresiva en el caso argentino. La ausencia de una política fiscal mas expansionista puede tener, en parte, explicaciones políticas, pero resulta también, en alguna medida, de la concepción convencional sobre el papel de la política fiscal. Otro elemento indica que el espacio para una política expansionista ha sido desaprovechado.

En los países en desarrollo, la cuenta corriente de la balanza de pagos en general representa el limite a la expansión de la demanda. En otras palabras, el limite de capacidad de la economía implicaría, en el caso de las economías periféricas, un significativo déficit de cuenta corriente. Es necesario esclarecer la relación entre la cuenta fiscal y la cuenta corriente, que en general es poco entendida por el análisis convencional. Para una cierta política cambiaria la posición de la cuenta corriente muestra si hay exceso de demanda domestica o no. Un superávit quiere decir que hay espacio para mayor expansión fiscal, mas importaciones y un menor saldo positivo en la cuenta corriente.

Tabla 2.

Cuenta corriente (% PIB)

	Argentina	Brasil
2002	9.3	-1.7
2003	6.3	0.8
2004	2.1	1.9
2005	3.0	1.8
2006	3.7	1.4
2007	2.8	0.2
2008	2.3	-1.7
2009	3.2	-1.5

Fuente: FMI y CEPAL

¹⁰ La idea de una tasa de desempleo compatible con precios estables no implica aceptación de la idea Friedmaniana de una tasa natural de desempleo. La alternativa sugiere que un cierto nivel de desempleo esta correlacionado con la capacidad de negociación de los trabajadores, y esta tiene efecto sobre los salarios y por ende sobre los precios.

¹¹ La tasa de desempleo oficial de Brasil en 2008 fue también de 7.9% (CEPAL, 2010).

En el caso argentino, la devaluación del cambio y la caída de las importaciones como resultado de la crisis de la convertibilidad llevaron a un superávit significativo de la cuenta corriente, que se fue erosionando a medida que la economía se recuperaba y que el cambio se valorizaba en términos reales. Como muestra la Tabla 2 en 2008 el superávit en cuenta corriente era un sólido 2.3% del producto y subió a 2.9% en 2009. Es verdad que esto se debe a una caída de las importaciones como resultado de la desaceleración del crecimiento, pero Brasil, en comparación, tardó más en generar superávits en cuenta corriente después de la crisis de 1999, y estos fueron rápidamente revertidos después de la crisis de 2007/8 en condiciones similares. En otras palabras, la cuenta corriente sugiere también que en comparación con Brasil la Argentina tiene más espacio para políticas de demanda expansionistas.

Los datos de la cuenta corriente sugieren que la política fiscal, tomadas en cuenta otras variables como el cambio, no ha sido excesivamente expansionista, una vez que la cuenta corriente no ha sido nunca deficitaria. En comparación, es el caso brasileño que indica una expansión excesiva, particularmente en los años posteriores a la crisis. Uno podría decir que es el real valorizado el mayor responsable por el déficit en cuenta corriente, pero es también evidente que dada la política cambiaria hay poco espacio para una mayor expansión fiscal. Del mismo modo los datos sobre la Argentina sugieren que una mayor expansión fiscal, y posiblemente una reducción más pronunciada del desempleo, que implicaría un superávit fiscal menos holgado.

En la comparación con Brasil, Argentina tuvo déficits globales menores, ha reducido el desempleo a niveles comparables, y ha mantenido los superávits en cuenta corriente. Sin embargo la aceleración inflacionaria ha sido más pronunciada en Argentina. Como la política fiscal no ha sido, de acuerdo con el análisis anterior, demasiado expansionista, por lo menos cuando comparada con Brasil, queda por explicar cuáles serían las causas de la inflación.

La aceleración inflacionaria

Empezando con los años 80 y acentuándose en las últimas dos décadas una ocurrió una marcada desaceleración de la inflación en todo el mundo. Ben Bernanke (2004) se ha referido al fenómeno como la Gran Moderación. Como el propio Bernanke¹² nota hay dos explicaciones básicas para el fenómeno, la buena suerte asociada a la ausencia de choques de oferta o, la menos desinteresada, según la cual sería el mejor manejo de la política monetaria por Bancos Centrales más comprometidos con la inflación baja. Mejores instituciones y no buena suerte serían la *causa causans* de la Gran Moderación.

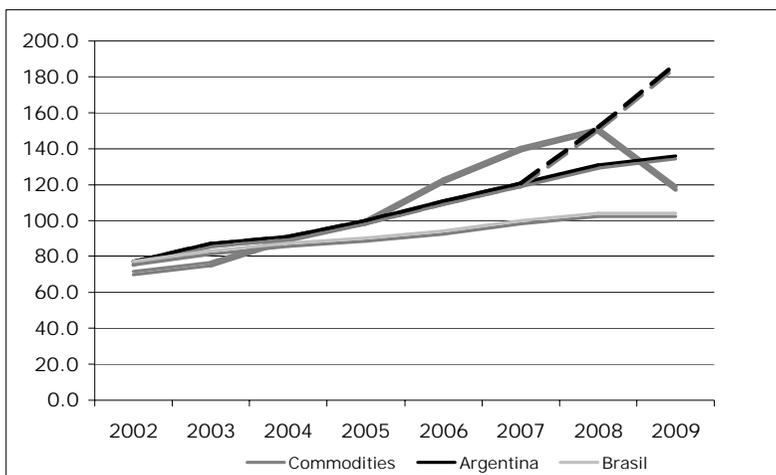
Desde un punto de vista heterodoxo la explicación basada en la ausencia de choques de oferta es más atractiva, pero es fundamentalmente incompleta. En

¹² Bernanke en realidad sugiere tres interpretaciones, pero las dos primeras pueden ser fusionadas sin pérdida.

particular, hay dos elementos que parecen importantes para explicar la Gran Moderación, mas allá de la ausencia de choques de oferta, en particular porque el periodo de 2002 al 2008 fue marcado por un incremento importante del precio de las *commodities*, como en los años 70, sin embargo no hubo aceleración inflacionaria. En primer lugar, los efectos repase (*pass-through*) han sido en general menores (Frankel et al., 2005). En otras palabras, una devaluación, aun tiene efecto inflacionarios, pero la mayor competición internacional, ha reducido la habilidad de repasar los costos de los bienes importados a los precios finales.

Además, y no menos importante, desde el final de los años 70, el viraje conservador representado por Reagan y Thatcher en el centro y por la aplicación de las políticas del Consenso de Washington en la periferia, el poder de negociación de los trabajadores quedo comprometido por tasas de crecimiento menores y el consecuente aumento del desempleo. En ese sentido, la resistencia de los salarios, en la expresión de Joan Robinson, ha sido mucho menor, y los mecanismos propagadores de los cuales hablaban los viejos economistas Cepalinos, como Juan Loyola Vásquez, han sido menos relevantes.

Figura 1



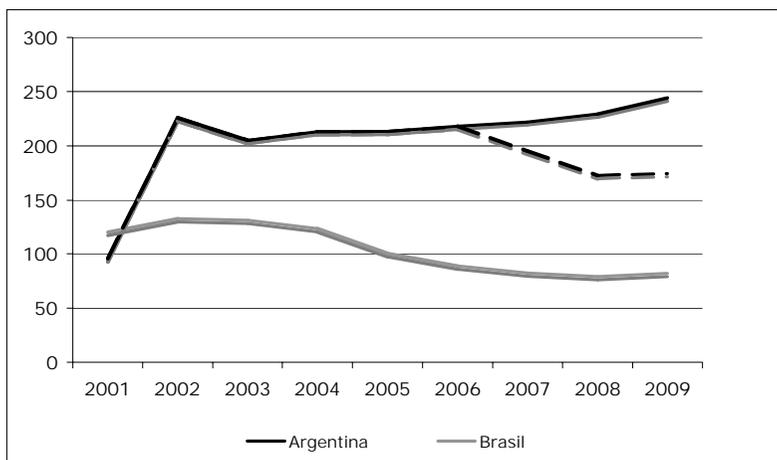
Fuente: IFS/IMF, Damill y Frenkel (2009)

La aceleración del incremento del precio de las *commodities* tubo un impacto inflacionario mucho mayor en Argentina que en Brasil, y la comparación de la experiencia puede, una vez mas iluminar, la relación con la política macroeconómica en cada país. En el caso Argentino, además, la intervención en el Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC) ha generado incertidum-

bre con relación a la inflación efectiva, y consecuentemente sobre otros datos macroeconómicos. La Figura 1 muestra el índice de precios al consumidor (IPC) para Argentina y Brasil, la evolución del precio de las *commodities*, y el IPC argentino modificado, mostrando una mayor aceleración de la inflación a partir del 2007.

Si aceptamos la premisa de la sección anterior, según la cual no hubo exceso expansionismo fiscal en Argentina cuando se compara su desempeño con Brasil, entonces las causas de la mayor aceleración inflacionaria deben ser buscadas en otras fuentes. Los principales sospechosos de acuerdo con la teoría heterodoxa serían el cambio, e los salarios, que han tenido una dinámica muy diferente en los dos países.

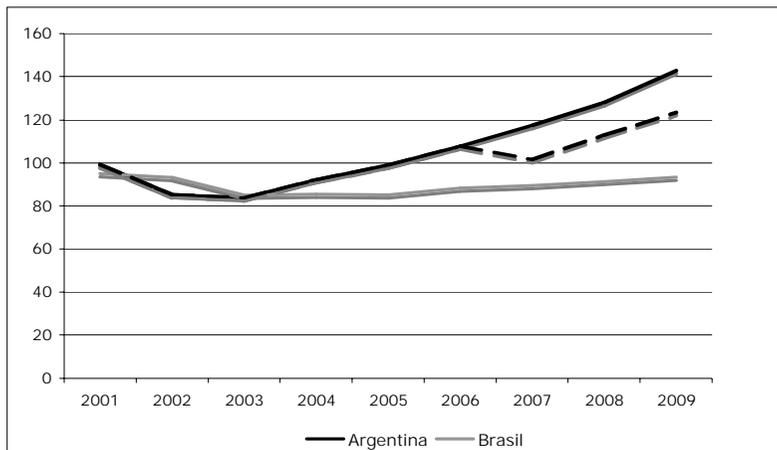
Figura 2



Fuente: CEPAL y cálculos del autor

En el caso brasileño el cambio nominal, después de la substantiva devaluación de 1999, se valorizo considerablemente. En particular, después de la elección de Lula a finales de 2002 el cambio en términos reales se valorizo, y los efectos reales sobre el cambio de la crisis del 2007/8 fueron imperceptibles, como puede ser visto en la Figura 2. El cambio valorizado resultó fundamentalmente de una tasa de interés básica real muy alta, que fue y ha permanecido entre las más altas del mundo. En el caso argentino, la desvalorización real inicial, resultado de la salida de la convertibilidad, se ha mantenido en términos reales, aunque uno corrija el cambio real con la inflación mas elevada.¹³ Esto sugiere que con efectos de repase cambiario similares la Argentina debería tener mas inflación que Brasil.

Figura 3



Fuente: CEPAL

La otra característica importante de la dinámica de los precios es que los salarios reales medios en la Argentina crecieron significativamente más que en el Brasil, como queda evidente en la Figura 3. Como notado por Serrano (2010) el ancla de la política de estabilización en el Brasil.¹³ En el caso argentino, es evidente que la recuperación de los salarios reales, aunque no lleguen a los niveles de los años 70, es parte de la presión inflacionaria.

En otras palabras, la Argentina sufrió una aceleración inflacionaria más fuerte como resultado de la dinámica de dos precios centrales de la economía, un cambio devaluado, permitido por una tasa de interés baja (el tercer precio macroeconómico relevante), y salarios en recuperación. Brasil, por otro lado, fue capaz de mantener la inflación sobre control con un cambio sobrevaluado, gracias a la tasa de interés estratosférica, y salarios reales declinantes. Finalmente, es importante notar que la inflación genera una serie de problemas eco-

¹³ En la Figura 2 se usan tanto los datos oficiales con una inflación de un dígito, en la línea continua, como los datos alternativos presentados en Damill y Frenkel (2009) con un inflación de más de 20%. En el segundo caso, hay una valorización real del cambio desde el 2002, y particularmente después del 2006, pero insuficiente para eliminar los efectos de la devaluación inicial.

¹⁴ Hay que señalar que el salario mínimo ha crecido en Brasil, al contrario del salario medio, mostrado en la Figura 3. Por eso el diferencial de salarios ha caído, lo que ha sido interpretado como una mejora de la distribución del ingreso, ya que el coeficiente de Gini mide la distribución entre los asalariados. Véase Camara y Vernengo (2006) para una discusión del tema.

nómicos, y, por lo tanto es mejor tener sobre control. Por otro lado, los problemas causados por la inflación son fundamentalmente relacionados con la distribución de los ingresos, una vez que no hay evidencia sobre efectos negativos sobre el crecimiento.¹⁵

Si se supone que el cambio valorizado, resultado de precios domésticos mas altos, reduce la competitividad externa y el crecimiento estimulado por las exportaciones, entonces, uno debería encontrar en general una relación fuerte entre inflación y estagnación, que vimos no es empíricamente significativa. La suposición adicional es que la política fiscal responsable (i.e. equilibrada o contraccionista) permitiría un cambio mas devaluado y menos inflación.

Sin embargo uno esperaría que una política fiscal más contraccionista debería repercutir bien en los mercados financieros y llevar a una valorización del cambio. De hecho, la política de superávits primarios y de responsabilidad fiscal es uno de los elementos que en general se utiliza en Brasil para explicar el cambio sobrevaluado. Una vez mas la experiencia brasileña sugiere que para tener un cambio mas devaluado la Argentina debería tener una política fiscal mas expansionista. En realidad, lo que esto rebela es que no hay una relación clara y sistemática entre posición fiscal y cambio. Es la política monetaria, indirectamente a través de los efectos de la tasa de interés sobre los flujos de capital, y directamente, con las intervenciones en el mercado cambiario, la que determina el cambio.

En ese sentido, la política fiscal tampoco puede ser vista como relevante en el contexto de la aceleración inflacionaria. La política fiscal no estimulo la inflación ni directamente, a través del exceso de demanda, ni indirectamente, como resultado de sus efectos sobre el cambio. Sin embargo frente a la crisis internacional parecería que la política fiscal tiene un papel crucial para estimular el crecimiento y el empleo, como enseñaba Lord Keynes.

Observaciones finales

Los años posteriores al colapso de la convertibilidad, hasta el 2008, fueron caracterizados por un crecimiento sostenido de la demanda global y por precios favorables de las *commodities*. La Argentina, saliendo de una crisis mucho mas profunda que Brasil, pudo crecer utilizando capacidad ociosa y expandiendo la demanda doméstica. Asimismo, la política cambiaria evitó una revaluación del cambio, en contraste con Brasil, después de la crisis, permitiendo un mayor aprovechamiento de la expansión global. Eso explica las mayores tasas de crecimiento de Argentina, incluso en 2009.¹⁶

En otras palabras, los tres precios macroeconómicos relevantes fueron manejados de forma muy diferente en los dos países. En Argentina tuvimos salarios altos, interés bajo y cambio alto (devaluado), en comparación con Brasil, que

¹⁵ Para la evidencia sobre crecimiento y inflación véase Bruno y Easterly (1998), que muestran que para niveles de inflación por debajo de 40% no hay efectos sobre el crecimiento.

tuvo la combinación opuesta. Si en el *trade-off* nos toco un poco mas de inflación es verdad que también resultó en tasas de crecimiento mucho mas elevadas. Esto no quiere decir que no hay nada que se pueda, o deba, hacer con relación a la inflación. Sin embargo, apenas un diagnostico correcto de las causas del proceso inflacionario permitiría la tomada de las medidas adecuadas.

Es interesante notar que, tanto en Argentina como en Brasil, los fracasos de los planes heterodoxos de los años 80, llevaron a una percepción incorrecta de que la estabilidad necesariamente pasa por una contracción fiscal. En la Argentina, también, la experiencia de la convertibilidad creó una visión idealizada del papel del cambio en la economía. Al contrario del Brasil, en la Argentina, para algunos, el cambio es una panacea. ¡“Samba de uma nota só,” dirían en Brasil! Un cambio competitivo y estable es apenas un instrumento, y como es sabido puede manejar apenas un objetivo. No se puede esperar que resulte en crecimiento, estabilidad de precios y mejor distribución de ingresos.

Frente a la crisis global, que ha reducido la demanda externa y llevado a una caída significativa de las exportaciones, el modelo de crecimiento basado en la exportación de *commodities* parece agotado.¹⁷ La alternativa es la expansión de la demanda doméstica. Para estimular la demanda privada solo se puede ofrecer incentivos, la proverbial zanahoria que en general se usa junto con los palos (amenazas) para mover a los agentes, como por ejemplo la expansión del crédito. El problema con ese tipo de política es que no solo la eficacia puede ser pequeña, pero también el endeudamiento privado tiende a ser mas insostenible. La conclusión es que el gasto publico tiene, por necesidad, que cumplir un papel mas importante en la expansión de la demanda doméstica. Como no es el gasto publico *per se* que ha causado la inflación, esta debe ser manejada con las viejas políticas de renta (e.g. controles de precio, acuerdos salariales, etc.). ¡Hay que volver a las viejas ideas del consenso keynesiano, que no dejaron de funcionar, apenas salieron de moda!

¹⁶ Entre 2003 y 2009 la Argentina creció a un ritmo de 7.4% anual, mientras Brasil lo hizo a casi la mitad, 3.6%. Además, en 2009 después de la crisis Argentina creció poco mas que el doble de Brasil, 0.7% contra 0.3%.

¹⁷ Para una crítica del modelo de desarrollo actual en America Latina véase Pérez y Vernengo (2010).

BIBLIOGRAFÍA

- Amico, F.** (2009), "Crecimiento, tipo de cambio y política fiscal en Argentina," Universidad Nacional de Lujan, processed.
- Blanchard, O.,** G. Dell'Ariccia, y P. Mauro (2010), "Rethinking macroeconomic policy," *IMF Staff Position Note*, SPN/10/03. Available at <http://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2010/spn1003.pdf>
- Bernake, B.** (2004), "The Great Moderation," Federal Reserve Board, processed. Available at <http://www.federalreserve.gov/BOARDDOCS/SPEECHES/2004/20040220/default.htm>
- Bruno, M. y W. Easterly** (1998), "Inflation crises and long-run growth," *Journal of Monetary Economics*, 41(1), pp. 3-26.
- Camara Neto, A. F. y M. Vernengo** (2006), "Lula's Social Policies," in P. Arestis y A. Saad-Filho (eds.), *Political Economy of Brazil*, London: Macmillan.
- Frankel, J.,** D. Parsley, y S-J. Wei (2005), "Slow Passthrough Around the World: A New Import for Developing Countries?" (CID Working Paper No. 116.
- Frenkel, R. y M. Damill** (2009), "Las políticas macroeconómicas en la evolución reciente de la economía argentina," CEDES, processed.
- Frenkel, R. y L. Taylor** (2006), "Real exchange rate, monetary policy and employment," UN-DESA Working Paper No 19.
- Giavazzi, F., Pagano, M.** (1990), "Can severe fiscal contractions be expansionary tales from two small European economies," in O. Blanchard y S. Fischer (eds.), *NBER Macroeconomics Annual*. Cambridge: MIT Press.
- Pérez Caldentey, E. y M. Vernengo** (2010), "Back to the future: Latin America's current development strategy," *Journal of Post Keynesian Economics*, 32(4), pp. 633-53.
- Serrano, F.** (2010), "Juros, câmbio e sistema de metas de inflação no Brasil," *Revista de Economia Política*, 30(1), janeiro-março.

