

Teoría moderna del dinero (MMT) en los trópicos: Finanzas funcionales en países en desarrollo

Esteban Pérez Caldentey

Jefe de la Unidad de Financiamiento para el Desarrollo, División de Desarrollo Económico, CEPAL.

Matías Vernengo

Profesor Titular, Universidad de Bucknell, EEUU.¹

La teoría moderna del dinero (MMT) se ha convertido en el centro de las discusiones políticas. Desde un punto de vista sociológico, puede verse como un híbrido de una escuela académica de pensamiento y un grupo político activista. La naturaleza dual de MMT, como una escuela teórica derivada de algunos aspectos de la economía poskeynesiana, principalmente asociada con el trabajo de Hyman Minsky y su discípulo L. Randall Wray, y un movimiento político conectado a las partes más progresistas del Partido Demócrata, en cierta medida, el resultado del papel de Stephanie Kelton como asesora económica del senador Bernie Sanders y de algunos profesionales del mercado, en particular Warren Mosler, crea cierto grado de confusión. Esto se ve agravado por las diferencias entre la adopción de los principios MMT en las economías avanzadas o desarrolladas en el centro y los países en desarrollo en la periferia. Si bien creemos que muchas proposiciones de MMT son esencialmente correctas, creemos que parte de la confusión se puede aclarar, separando algunos de los problemas teóricos de las opiniones políticas o de activistas, y adoptando algunos de los conceptos de centro y periferia desarrollados por autores estructuralistas, al analizar países en desarrollo.

¹ Las opiniones aquí expresadas son de los autores y pueden no coincidir con las instituciones a las que están afiliados. Se discutió una versión preliminar durante una mesa redonda en las Reuniones de la Asociación Económica del Este (EEA) en Nueva York, en marzo de 2019, y se presentó en la Serie de Seminarios del Departamento Económico de la Nueva Escuela en septiembre del mismo año. Agradecemos sin implicar a Gabriel Aidar, Matías DeLucchi, Fabio Freitas, Josh Mason, Thomas Palley, Sanjay Reddy, Paulo dos Santos, Franklin Serrano, Anwar Shaikh, Randall Wray, los estudiantes graduados y otros participantes por preguntas y comentarios durante esa ocasión, y a Greg Hannsgen por sus extensos comentarios a un borrador del documento.

El Programa de Finanzas Funcionales, Moneda Cartal y el empleador de último recurso (ELR), ahora conocido como programa de Garantía de Empleo (JG), a menudo se consideran los elementos principales de MMT². Aquí estamos interesados fundamentalmente en los aspectos de Finanzas Funcionales que son centrales para cualquier discusión sobre política fiscal, a pesar de que parte del argumento central de las Finanzas Funcionales y, por lo tanto, MMT es que tanto la política fiscal como la monetaria están entrelazadas.

Este trabajo argumenta que las finanzas funcionales son aplicables a los países en desarrollo, ya sea en los trópicos o no, para ser precisos. No solo los problemas planteados por los críticos con respecto a los riesgos de inflación en las economías avanzadas están fuera de lugar, sino que a menudo se confunden los temores de las implicaciones sobre las políticas de Finanzas Funcionales en los países en desarrollo. En particular, existe una desconexión entre las emisiones de deuda en moneda extranjera y nacional. Los principios de Finanzas Funcionales se mantienen cuando se trata de la deuda en moneda nacional, pero eso, por supuesto, no significa que no haya limitaciones para la aplicación de la política fiscal, que es bien conocida por los autores de MMT. Pero la naturaleza de las restricciones a menudo se malinterpreta incluso con la literatura MMT.

En primer lugar, nos fijamos en los límites de la política fiscal en los países que necesitan préstamos en moneda extranjera. Analizamos brevemente las limitaciones de las depreciaciones del tipo de cambio, el papel de los controles de capital y el tema de la inflación y la hiperinflación. Luego nos ocuparemos exclusivamente del tema de la deuda en moneda nacional, y bajo qué circunstancias los países en desarrollo podrían tener límites para la expansión fiscal en moneda nacional. En nuestra opinión, estos problemas requieren algunas aclaraciones. En particular, creemos que existe un énfasis excesivo en la literatura de MMT sobre la cuestión de la elección del régimen de tipo de cambio y la importancia de un régimen flexible y su efecto en el espacio político que finalmente está fuera de lugar. El papel de los controles de capital está bajo análisis, y la importancia de la restricción de la balanza de pagos a menudo se descuida. También analizamos los límites que son más específicos para la deuda en moneda nacional, que son de naturaleza política, pero que también están asociados a la naturaleza periférica de los países en desarrollo. Nuestro trabajo se basa en las tradiciones poskeynesianas utilizadas por los autores de MMT, pero enfatizamos la importancia de las ideas del estructuralismo latinoamericano para aclarar los límites de la política fiscal en la periferia.

² Wray en el debate en la reunión de la Asociación Económica del Este sugirió que el financiamiento funcional fue una incorporación tardía a MMT, y no fue central en sus primeros argumentos. Aunque eso parece algo sorprendente, es importante tener en cuenta que Abba Lerner, un autor clave en Moneda Cartal, también es el autor principal detrás de las opiniones de Finanza Funcional.

Los límites cuando hay deuda en moneda extranjera

Las monedas soberanas son esencialmente monedas que se emiten sobre la base del poder del estado, y son de curso legal en su país emisor. Las monedas soberanas podrían estar vinculadas a un estándar metálico, como muchas monedas que lo estaban durante el patrón oro, o a una moneda extranjera, como la mayoría de las monedas estaban durante el sistema Bretton Woods. Wray (2012: 42) sugiere que, aunque algunos países en desarrollo fijan sus monedas, algo que sugiere limita el espacio de políticas, el análisis MMT de las monedas soberanas se aplica a los países en desarrollo.³

Tenga en cuenta que lo que limita el espacio político no es la elección de un tipo de cambio fijo versus flexible o flotante, sino la necesidad de obtener moneda extranjera, particularmente la moneda de reserva internacional clave, asociada a las necesidades de importar bienes intermedios y de capital extranjeros,⁴ y la deuda de servicios en moneda extranjera. Además, la acumulación de deuda aumenta la demanda de divisas no solo porque conlleva mayores obligaciones de servicio de la deuda sino también porque aumenta la percepción de riesgo ya que existe una mayor exposición al desajuste de divisas. Los datos disponibles muestran que los países en desarrollo, en particular el gobierno general y especialmente el sector empresarial no financiero.⁵

³ 3 En sus palabras: “la mayoría de las naciones en desarrollo adoptan su propia moneda nacional. Algunos de estos fijan sus monedas, por lo tanto, ceden un cierto espacio de política interna, como se discutirá a continuación. Sin embargo, dado que emiten sus propias monedas, el análisis aquí de la moneda soberana se aplica a ellos” (Ibíd.). Consideramos que esto significa que los principios de las finanzas funcionales se aplican a los países en desarrollo, lo que significa que no hay incumplimiento de la moneda nacional. Utilizamos Wray (2012) como la fuente principal para las vistas MMT, pero se pueden encontrar vistas similares en los más recientes Mitchell et al. (2019)

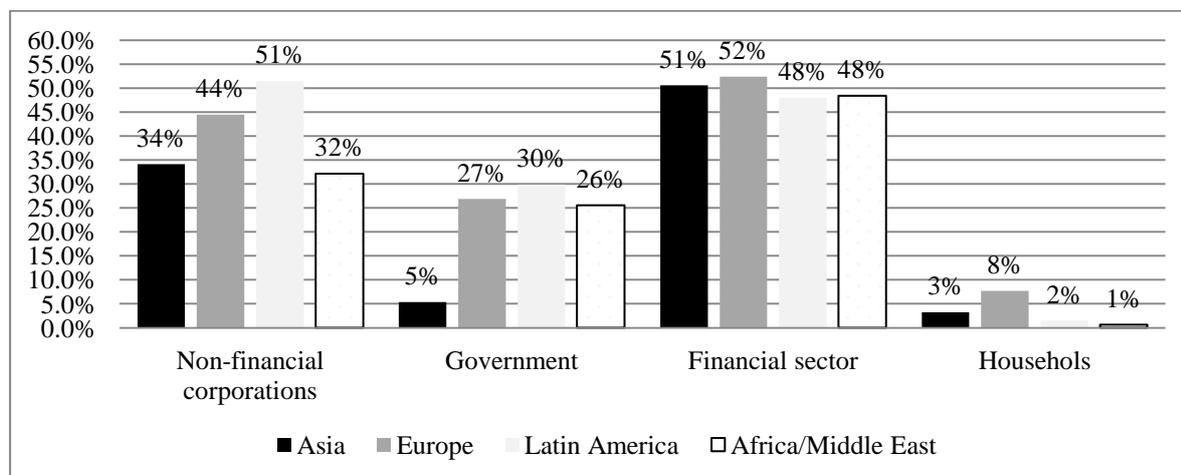
⁴ 4 Tenga en cuenta que las importaciones para consumo directo son más fáciles de cortar que los bienes intermedios y de capital que son necesarios para la producción y el crecimiento, si la economía se va a expandir y, por lo tanto, es integral para el funcionamiento de la economía. Existe una larga tradición dentro del estructuralismo latinoamericano, que se hace eco de las nociones clásicas de la economía política de cómo la producción es un proceso circular, sobre la relevancia del papel de los medios de producción importados. Ver por ejemplo, Rodríguez (2006).

⁵ 5 Este comportamiento está en línea con la acumulación de deuda a nivel global. La deuda global ha aumentado desde fines de la década de 1990: de 1997 a 2018 aumentó de US \$ 74 mil millones a US \$ 257 mil millones, 217 y 317 por ciento del PIB mundial, respectivamente. Este aumento de la deuda global tiene varias características diferentes. El aumento de la deuda es una tendencia sistémica que afecta a las economías desarrolladas y en desarrollo y a todos los sectores, corporaciones no financieras, gobierno, hogares y finanzas. La evidencia disponible para 2007–2018 muestra que la deuda aumentó de US \$ 35 a 48 mil millones para los hogares, de US \$ 35 a US70 mil millones para el gobierno, de US \$ 54 a \$ 65 mil millones para el sector financiero y de US \$ 43 a \$ 74 mil millones para el sector corporativo no financiero. Está claro que si bien la deuda pública en deuda interna es segura, este no es el caso con la deuda privada, y ese riesgo sistémico a veces obliga al gobierno a actuar como prestamista de último recurso. Sobre los riesgos en ese frente para los países soberanos, uno solo tiene que mirar la experiencia en los Estados Unidos después del colapso de la burbuja inmobiliaria.

El stock de deuda para las economías en desarrollo en su conjunto se expandió del 61 al 95 por ciento del PIB. Durante el mismo período, la deuda del sector corporativo no financiero en las economías avanzadas solo creció del 88 al 91 por ciento. Se ha demostrado que el aumento de la deuda del sector corporativo no financiero es una tendencia generalizada para las economías emergentes. En el caso del sector corporativo no financiero, la evidencia disponible muestra un componente considerable en moneda extranjera. Los datos presentados en la Figura 1 muestran que las corporaciones no financieras y el sector financiero son los sectores con el mayor porcentaje de deuda emitida en moneda extranjera, 40 y 59 por ciento en promedio, respectivamente, en comparación con 22 para el gobierno y 4 por ciento para los hogares.

En otras palabras, la balanza de pagos es la principal limitación del espacio de políticas de los países en desarrollo, y la elección del régimen cambiario aumentaría o disminuiría el espacio de políticas dependiendo de ciertas circunstancias.

Figura 1 - Deuda total en moneda extranjera, abril de 2019 (porcentajes)



Fuente: Instituto de Finanzas Internacionales (IIF), 2019.

Este no es un problema entre los regímenes de tipo de cambio fijo y flotante, que es lo que uno podría pensar si lee Wray (2012), pero si existe o no una restricción externa vinculante⁶. Para

⁶ Por ejemplo, en Vernengo y Rochon (2000) se señalan las opciones de tipo de cambio que Keynes tuvo con un tipo de cambio flotante al final del Gold Standard, y estaba bastante contento cuando el Reino Unido (Reino Unido) abandonó lo que él denominó "reliquia bárbara." La idea era que el sistema obligara al Reino Unido a mantener tasas de interés más altas que serían compatibles con el pleno empleo. Sin embargo, durante las

comprender el problema, es necesario discutir brevemente la idea de la balanza de pagos (BOP) y por qué es una restricción para el crecimiento económico en los países periféricos, y una idea que se remonta a las ideas de Raúl Prebisch y sus seguidores en la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), que fue desarrollada por autores kaldorianos, como Wynne Godley y Anthony Thirlwall (por ejemplo, McCombie y Thirlwall, 1994).

La contabilidad BOP simple sugiere que la balanza de pagos viene dada por la siguiente ecuación:

$$X - M + F + \Delta R = 0 \quad [1]$$

X y M representan exportaciones e importaciones, F representan los flujos netos de capital y ΔR las variaciones de las reservas de la moneda de reserva correspondiente. Para simplificar, suponemos que no hay pagos de factores, de modo que las exportaciones e importaciones corresponden al resultado de la Cuenta Corriente (CA), y que no hay distinciones entre la cartera y los flujos de inversión extranjera directa. En este caso, un déficit comercial se compensa necesariamente con entradas de capital positivas y / o variaciones en las reservas. Es decir:

$$M - X = F + \Delta R \quad [1']$$

Esto podría interpretarse como una sugerencia de que la CA está equilibrada por los flujos de capital y las variaciones de las reservas. Wray (2012: 130-31) sugiere que esto implica que no hay desequilibrios y, por lo tanto, no son necesarias variaciones en el tipo de cambio para tratar los problemas de BOP. En sus palabras:

“MMT apoya las tasas flotantes para promover el espacio de política interna, no para cerrar ‘desequilibrios’... un déficit de cuenta corriente no está ‘fuera de balance’, está equilibrado por un superávit de cuenta de capital. MMT no afirma que las tasas flotantes eliminen los déficits de cuenta corriente, de hecho, el MMT *no argumenta que la eliminación de los déficits de cuenta corriente sea incluso deseable*” (Wray, 2012: 131; énfasis agregado).

Por identidades contables nacionales como se muestra en las Ecuaciones 1 y 1', en un período de tiempo dado, digamos un año, un déficit de cuenta corriente debe ser equilibrado por la suma de la

negociaciones de Bretton Woods, Keynes estaba a favor de tipos de cambio fijos, ya que los controles de capital, que él también favorecía, permitían la "eutanasia del rentista" y prevalecían las tasas de interés más bajas. En otras palabras, el espacio de políticas y las tasas de interés más bajas que fueron centrales para la expansión fiscal, podrían tener lugar bajo regímenes fijos o flotantes, dependiendo de las circunstancias.

cuenta financiera más los cambios en las reservas internacionales. Pero esto no implica que un país pueda sostener con el tiempo cualquier nivel del déficit de cuenta corriente. Aunque no existen umbrales estrictos de cuenta corriente, la evidencia para los países en desarrollo muestra que cuanto mayor es el déficit de cuenta corriente, menos probable es que sea sostenible en el tiempo.

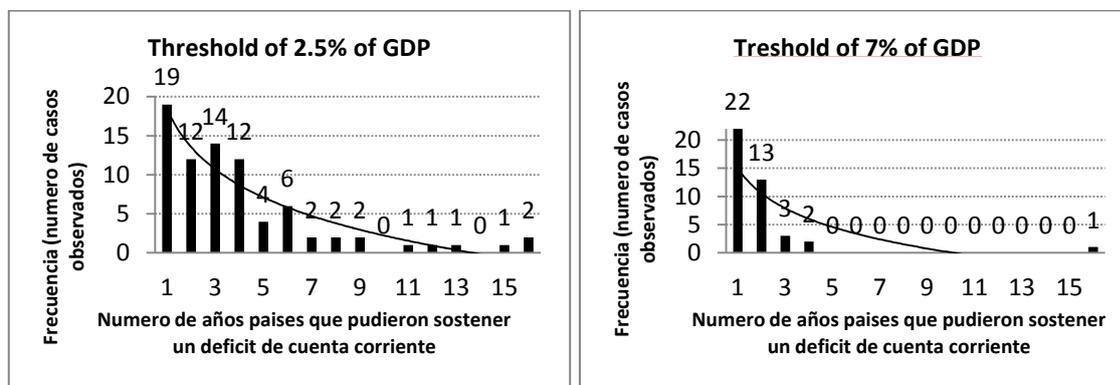
Un ejercicio simple para las economías latinoamericanas considerando lo que es, según los estándares históricos, un nivel de umbral de cuenta corriente bajo y alto, 2.5 y 7 por ciento del PIB, respectivamente,⁷ muestra que pocos países pueden mantener con el tiempo un nivel bajo de déficit de cuenta corriente y que ningún país puede mantener un nivel alto del déficit de cuenta corriente. Como se muestra en la Figura 2, existe una relación inversa en ambos casos entre el número de casos registrados de déficit en cuenta corriente de 2.5 y 7 por ciento del PIB y el número de años durante los cuales estos déficits se mantuvieron.

En el caso del límite superior de un déficit de cuenta corriente del 7 por ciento, 22 países pudieron mantener este déficit en el transcurso de un año, 13 en dos años consecutivos, cuatro en el transcurso de cuatro años consecutivos y ninguno en el transcurso de cinco o más años consecutivos. En el caso del límite inferior (2 por ciento del PIB, los datos muestran que 19 países pudieron mantener este déficit de cuenta corriente durante un año, entre 12 y 14 países pudieron mantener este nivel de déficit entre 2 y 4 años consecutivos. Una minoría de países pudo mantener este déficit durante más de 4 años consecutivos.

Ciertamente es cierto que, en cualquier año dado, y para cualquier déficit de cuenta corriente, sin importar su magnitud, el déficit de la balanza de pagos debe estar en equilibrio en un sentido contable como se explicó anteriormente. Pero como lo muestra el ejercicio anterior, esto no significa que cualquier déficit de cuenta corriente sea sostenible en el tiempo y que, como resultado, no haya ningún problema económico con el que lidiar, y que eso puede ignorarse. Además, la idea es que incluso en presencia de una salida de capital, y posiblemente una pérdida de reservas, no hay necesidad de intervención del banco central en un país en desarrollo.

⁷ Tenga en cuenta que la relación deuda externa / exportación es un mejor indicador de la sostenibilidad externa, ya que proporciona la capacidad real de pagar en moneda extranjera.

Figura 2 - América Latina: años de duración del déficit de CA de acuerdo con dos umbrales (2.5 y 7 por ciento del PIB) 1980-2013



Fuente: Vera et al. 2015.

Esto es más problemático, en cierto sentido, ya que la mayoría de los problemas externos están relacionados con problemas de cuenta de capital, y los países en desarrollo deben tener mucho cuidado con la posibilidad de fuga de capital. De nuevo, en palabras de Wray:

“... Las preferencias cambiantes de cartera de los tenedores extranjeros pueden conducir a una depreciación de la moneda. Pero *mientras la moneda esté flotando, el gobierno no tiene que tomar más medidas si esto sucede*.”(Ibid . 121; énfasis agregado).

Si bien es absolutamente correcto argumentar, como sugiere Wray, que "*... un gobierno que gasta usando su propia moneda flotante y no convertible no puede ser obligado a entrar en default*" (Ibíd. 131; énfasis agregado), eso dice muy poco sobre qué tipo de default podría esperarse de este hipotético país en desarrollo. No se puede obligar a incumplir la deuda en su propia moneda, pero podría obligarse a incumplir sus obligaciones con el exterior y evitar que se vea obligado a promover políticas fiscales contractivas para reducir las importaciones y hacer frente a las salidas de capital y la pérdida de reservas mencionadas anteriormente. No es un tema de si es deseable o no eliminar el déficit de CA, es una cuestión de necesidad de hacerlo, la mayoría de las veces. Es una restricción vinculante.

Warren Mosler es menos cuidadoso en su discusión sobre el tema y no califica el uso de la moneda del país. Argumenta que: "La insolvencia nunca es un problema con la moneda no convertible y los tipos de cambio flotantes" (Mosler, 2010: 97; énfasis agregado). Tenga en cuenta que, claramente, los

países pueden incumplir en una moneda denominada en moneda extranjera, incluso con tasas flotantes. Esto nos lleva de vuelta al tema del régimen cambiario.

La noción de que no hay incumplimiento, en moneda nacional, no necesita el calificador del régimen cambiario. Eso siempre es correcto y vale la pena notar que Wray, que enfatiza correctamente el aspecto interno, también insiste en el régimen de tipo de cambio flotante. Pero incluso si el incumplimiento no es posible, como sugerimos, eso no significa que la política fiscal no tenga restricciones. Podría estar limitado por un déficit de CA, si no es posible financiarlo, o si no hay reservas disponibles. Un régimen flotante alivia necesariamente el problema y puede empeorar las cosas.

Una breve digresión sobre los efectos de las depreciaciones y los controles de capital

La depreciación de la moneda, como señala Wray, puede no hacer nada para resolver el déficit de CA, pero la noción de que un gobierno puede permitir que la moneda se deprecie sin intervención es un poco desconcertante, por decir lo menos. Una extensa literatura estructuralista, basada en el trabajo de Albert Hirschman, Carlos Díaz-Alejandro, y que culmina en un famoso artículo de Paul Krugman y Lance Taylor, sugiere que las depreciaciones son contractivas.⁸ Esto implica que la depreciación, en realidad, resuelve el problema de BOP, pero arrojando a la economía a una recesión y reduciendo las importaciones (M), cuando los flujos de capital (F) y las reservas (R) no son accesibles. Es por eso que esta propuesta de Wray parece equivocada:

"Sin embargo, lo que es importante para nuestro análisis es que con un tipo de cambio flotante, *un gobierno no debe temer que se quedará sin reservas de divisas (o reservas de oro) por la sencilla razón de que no convierte su moneda nacional a moneda extranjera a un tipo de cambio fijo*. De hecho, el gobierno no tiene que prometer hacer ninguna conversión en absoluto" (Ibid. 161; énfasis agregado).

La razón por la cual el gobierno de una nación en desarrollo siempre debe preocuparse por los flujos de capital y las reservas no está relacionada con la convertibilidad de su moneda, sino con la

⁸ Para una discusión de esa literatura en un modelo poskeynesiano de crisis monetaria, ver Cline y Vernengo (2016). En ese documento se observa que si se quiere evitar que la relación deuda externa (denominada en moneda extranjera) a exportación crezca sin límite, entonces las exportaciones deben crecer más rápido que los intereses de la deuda externa. Esta es una extensión de la condición tradicional de sostenibilidad de Domar para economías abiertas con deuda denominada en el extranjero.

necesidad de pagar sus obligaciones a corto plazo en moneda extranjera, e incluso si no existen, por su necesidad de importar bienes intermedios y de capital esenciales que paralizarían la economía si no se importan. Es por eso que la propuesta de que las tasas flotantes brinden más espacio para la política interna también debe calificarse.⁹ Si la depreciación fuerza una contracción, de hecho no hay espacio adicional para la política.

Y esa es la razón por la cual muy pocos países en el mundo en desarrollo tienen regímenes de tipo de cambio verdaderamente flotantes. Hay tres razones principales para las monedas administradas. Primero, debido a sus requisitos de producción y consumo, la inflación en los países en desarrollo tiende a estar impulsada por los costos y no por las presiones de la demanda agregada. Cualquier depreciación del tipo de cambio tiene un efecto significativo en el proceso interno. En segundo lugar, esto puede limitar la expansión de la demanda agregada. Una disminución en las tasas de interés de política significa, a menos que existan controles de capital de flujo de salida, mayor inflación. Por lo tanto, la tasa de interés debe mantenerse alta para evitar la depreciación. Pero también, una moneda depreciada y salarios reales más bajos podrían reducir el consumo, teniendo un efecto contractivo. En tercer lugar, la depreciación de los tipos de cambio puede tener efectos significativos en el balance general, cuanto más altos son los pasivos de la deuda externa, y estos también pueden tener efectos contractivos.

La depreciación no solo aumenta los costos del servicio de la deuda, sino que también puede aumentar el valor del stock de pasivos al aumentar el valor en moneda local de la deuda pendiente. Si la garantía de la deuda también está denominada en moneda local, una depreciación de la moneda dará como resultado una pérdida de valor de la garantía. En tal situación, la garantía ya no respaldará el valor del stock de deuda. El resultado final puede ser un proceso de desapalancamiento o una mayor demanda de divisas para equilibrar las cuentas de activos y pasivos. En el caso del sector de la deuda corporativa no financiera o incluso del sector financiero, dependiendo de su tamaño e importancia en el mercado y el número de empresas que se comportan de esta manera, este tipo de comportamiento puede resultar en una venta de activos o más presiones de devaluación. En ambos casos, el resultado final puede ser un aumento en el valor del stock de deuda externa. En el caso específico del sector corporativo no financiero, la evidencia disponible indica que más allá de un

⁹ Los autores de MMT parecen sugerir que una moneda depreciada ayuda con el problema de BOP, incluso si sugieren que no es central, ya que podría aliviar la restricción externa. Mitchell y col. (2019: 390: énfasis agregado) dicen acerca de los riesgos de una "fuerte apreciación de la moneda" que: "el aumento de los tipos de cambio [apreciación por ellos] puede ir en contra de la estrategia de desarrollo porque los precios de las divisas de la producción de la nación aumentan en relación con los precios mundiales", en otras palabras, una apreciación haría que su producción fuera menos competitiva. El principio de sustitución parece funcionar aquí. No hay ninguna cita que podamos encontrar que sugiera que la apreciación podría ser buena, a través de su efecto distributivo, o que las depreciaciones podrían ser perjudiciales y tener efectos contractivos.

determinado umbral de apalancamiento de la deuda externa, las empresas tienden a contraer inversiones.¹⁰

Si bien la depreciación sería más problemática de lo que los autores de MMT parecen anticipar, su discusión sobre los controles de capital es más reticente. Los controles de capital proporcionan más espacio para la política, como lo señala Wray: "Los controles de capital ofrecen un método alternativo para proteger un tipo de cambio mientras se busca la independencia de la política interna" (Ibid. : 129). Sin embargo, la importancia aquí está menos relacionada con la protección de la fijación del tipo de cambio, como presumen los autores de MMT, que con la necesidad de economizar la moneda fuerte esencial, la moneda de reserva internacional, para pagar las obligaciones a corto plazo y evitar el incumplimiento, en moneda extranjera, y para importaciones esenciales, cuando la primera no es un problema.¹¹

En este sentido, existe un claro malentendido sobre el papel de la restricción BOP por parte de los autores de MMT, tanto las partes más teóricas como las más orientadas a las políticas de la escuela de pensamiento. El BOP es una identidad contable y no siempre es vinculante. Pero el problema para los países en desarrollo es que deben importar bienes esenciales para mantener la economía en funcionamiento y crecer para incorporar la fuerza laboral en crecimiento y, con suerte, reducir la brecha en el ingreso per cápita con las economías avanzadas. Eso implica que los países en desarrollo deben preocuparse por las reservas, incluso si la moneda no es convertible a oro, dólares u otra moneda fuerte. Además, la experiencia de América Latina arroja dudas sobre la conclusión de Wray, que reproducimos en su totalidad:

¹⁰ Los pagos de intereses más altos, el perfil de riesgo más alto, lo que aumenta la dificultad de obtener fondos, y el deseo de reparar balances débiles y construir un amortiguador contra la falta de liquidez o posible incumplimiento son algunos de los factores que explican una relación negativa entre el apalancamiento (deuda) e inversión. Pérez Caldentey, Favreau Negront y Mendes Lobos (2018) aplican un modelo de umbral no lineal a un subconjunto de 261 empresas de América Latina (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú) y encuentran una relación negativa entre el flujo de caja y la inversión más allá de un apalancamiento (medido como la ración entre deuda y activos) umbral de 0,77.

¹¹ Sobre el tema de los controles de capital, Mosler vuelve a ser algo menos cuidadoso que Wray. Es casi silencioso en su libro, pero en la chaqueta de Wray (1998) elogia el libro y critica: "... aquellos que piden el abandono de la política de tipo de cambio flotante y un retorno a los tipos de cambio fijos, un estándar de oro, o controles de capital. El logro del desempleo cero, la estabilidad de precios y una economía de mercado a largo plazo según lo avanzado por Wray es viable solo con tipos de cambio flotantes. Como la política económica que claramente no comprende el funcionamiento de las monedas de tasa flotante lleva al mundo a un declive económico, la comprensión de los principios avanzados en comprender el dinero moderno puede detener el declive y llevar al mundo a una era de economía sin precedentes a largo plazo. logro" (Mosler apud Wray 1998, chaqueta; énfasis agregado). Tenga en cuenta la insistencia en el tipo de cambio flexible, y la crítica de los controles de capital al mismo tiempo que las tasas fijas, y el estándar de oro (un sistema de tipo de cambio fijo específico). El hecho, aparte de la cita de Mosler, no se discute sobre los controles de capital en Wray (1998), lo cual es sorprendente dada la relevancia del tema durante las crisis de Asia y Rusia en ese momento.

"La mayoría de los países con tipos de cambio fijos y movilidad de capital libre no podrían seguir los dos principios de finanzas funcionales de Lerner porque sus reservas de divisas se verían amenazadas (solo un puñado de naciones ha acumulado tantas reservas que su posición es inexpugnable). *Los tipos de cambio administrados o fijos, con cierto grado de restricción en los flujos de capital, pueden proporcionar el espacio de política interna requerido para alcanzar un objetivo de empleo completo, aunque las cosas son más simples para una nación que permite que su moneda flote*" (Ibid. : 214; énfasis agregado).

Tenga en cuenta que América Latina creció más rápido en los años 50 y 60, como la mayoría de los países del mundo, durante la llamada Edad de Oro del capitalismo. Ese fue un período en el que los tipos de cambio fueron relativamente rígidos. México, por ejemplo, mantuvo su tipo de cambio fijo de 1954 a 1976 (a \$ 12.50 pesos por dólar estadounidense), cuando el infame Problema del Peso provocó una crisis monetaria, es decir, después del colapso de Bretton Woods. Este es el mismo período de lo que los economistas mexicanos se refieren al período de estabilización del desarrollo, en el que la economía creció más rápido que las economías avanzadas (Moreno-Brid y Ros, 2007: 136).

Además, los tipos de cambio, todo lo demás constante, están inversamente relacionados con los salarios reales y, en parte, la mayor tasa de crecimiento en América Latina durante la Industrialización por sustitución de importaciones (ISI) o el período de desarrollo dirigido por el Estado podría estar asociada a la combinación de los tipos de cambio apreciados, que también permitieron importaciones baratas de maquinaria y salarios reales más altos.

Esta insistencia en las ventajas de las tasas flexibles, contra un sistema de tipo de cambio más administrado con controles de capital, parece similar a la llamada escuela New Developmentalist en América Latina.¹² Hay una razón por la cual al menos algunos países en desarrollo han aprendido a

¹² Para la visión del nuevo desarrollista, ver Bresser-Pereira (2016). Tenga en cuenta que los nuevos desarrollistas son algo conservadores en la política fiscal, favorecen cierto grado de ajuste para evitar la inflación que seguiría a la economía que alcanza el pleno empleo, como resultado de una moneda más depreciada, mayores exportaciones y crecimiento económico. Existe un optimismo extremo sobre el efecto de los tipos de cambio. Wray (2012) muestra menos entusiasmo por la capacidad del tipo de cambio para resolver problemas de BOP, pero aún piensa, como lo muestra la conclusión, que un régimen flotante es mejor que un régimen administrado con controles de capital. En nuestra opinión, no hay forma de garantizar a priori qué sistema es mejor, pero en muchos casos sería preferible este último, y mucho menos argumentar como Mitchell et al. (2019: 519; énfasis agregado) de que una tasa flotante es "*una condición necesaria para obtener independencia política*". También sugieren que un "*JG requiere un régimen flexible para que sea efectivo*" (Ibid. : 305; énfasis agregado), y dada la

acumular reservas significativas, de hecho más que solo un par, e intervenir en los mercados de divisas.¹³

Tenga en cuenta que Wray parece pensar que hay una evolución de los países en desarrollo, que pasaría de una situación en la que la flotación administrada y los controles de capital serían aceptables, pero eventualmente se graduarían a una flotación sin controles de capital. Él dice, usando el caso de China que:

“China eventualmente estará en una posición en la que no solo se desearía flotar, sino que sería necesario. China se volverá demasiado rica, demasiado desarrollada, para evitar flotar. Ella dejará de acumular reservas netas de divisas y probablemente comenzará a tener déficit por cuenta corriente. Ella relajará gradualmente los controles de capital. Puede que nunca vaya al "mercado libre" de estilo occidental, pero le resultará ventajoso flotar para preservar el espacio de la política interna ”(Wray, 2012: 286; énfasis agregado).

La idea es que todos los países siguen un camino similar hacia la flotación libre y la movilidad de capital libre. Echa de menos la jerarquía del dinero y los problemas de por qué ciertas monedas se usan como dinero internacional (Fields y Vernengo, 2013).

Una breve digresión sobre la inflación y la hiperinflación

Nuestra principal preocupación con los regímenes flotantes y la posibilidad de depreciaciones no es que pueda ser inflacionario, lo cual ciertamente es el caso, sino con la ineficacia del tipo de cambio como herramienta para el desarrollo industrial, la transformación de la estructura productiva de la economía. La industrialización y el cambio estructural son necesarios, ya que es la reducción de las necesidades de importación y el aumento de las exportaciones, lo que reduce de manera persistente que los países en desarrollo necesitan pedir prestado en moneda extranjera que conduzca a ciclos de

importancia de un JG para MMT, esto implica que las tasas flexibles son muy preferidas sobre las tasas administradas con controles de capital.

¹³ Este es esencialmente el mismo punto planteado por Epstein (2019: 10), quien argumenta que: “existe una cantidad significativa de evidencia empírica de que los tipos de cambio flexibles no aíslan completamente a los países en desarrollo de las olas de capital que circulan en los mercados financieros internacionales, y que los tipos de cambio flexibles no crearán suficiente espacio político para que estos países sigan políticas macroeconómicas MMT ”.

auge y caída, con incumplimientos en el extranjero moneda. Estos ciclos podrían verse a través del marco de fragilidad financiera de Minsky y, por supuesto, ser compatibles con muchas ideas de MMT.

El tema de la inflación es la queja más tradicional sobre MMT entre los críticos no solo de la corriente principal, sino también entre los críticos heterodoxos de sus propuestas políticas. Es por eso que una explicación para la inflación y la hiperinflación son relevantes para MMT. Tenga en cuenta que no hay duda de que en el pleno empleo, la expansión fiscal sería inflacionaria. Pero considerablemente antes de que alcancen su capacidad total, y mucho menos el pleno empleo de la fuerza laboral (es decir, los países en desarrollo tienen desempleo estructural o encubierto), la inflación se vuelve relevante en los países en desarrollo. Wray es algo vago sobre el tema. Nos dice que él: "no pretende comprender completamente las causas de la hiperinflación, pero la explicación monetarista casi no arroja luz sobre la experiencia" (Wray, 2012: 255). Sin embargo, su explicación en su primer libro corre muy cerca de la explicación monetarista.¹⁴

Wray parece indicar que los asuntos fiscales importan, y está más preocupado por lo que él llama una política fiscal prudente, que algunos de sus críticos le dan crédito a él y a los autores de MMT. Argumenta que "la tasa flotante proporciona un espacio político que puede ser utilizado por *gobiernos prudentes para perseguir objetivos de política interna con un mayor grado de libertad. La historia, por supuesto, está llena de gobiernos imprudentes. No hay sustituto para el buen gobierno?*" (Ibid . 257; énfasis agregado). Esto sugiere que no enfatizan el gasto a toda costa o más allá del pleno empleo. Tenga en cuenta que argumenta que un programa JG es mejor, en cierta medida, que una política fiscal más convencional, porque sería menos inflacionario.¹⁵

¹⁴ Él dice: "la creencia de que las hiperinflaciones son causadas por el gobierno 'imprimiendo demasiado dinero', ejecutando las imprentas 'a toda velocidad' captura solo el efecto, no la causa del problema. *Por lo general, es el colapso del sistema tributario, en lugar de la velocidad de las imprentas, lo que crea la hiperinflación.* Si bien puede ser superficialmente exacto llamar a esto un caso de 'demasiado dinero persiguiendo muy pocos bienes', esto no identifica la fuente de la inflación" (Wray, 1998: 85; énfasis agregado). En otras palabras, hay un colapso del sistema tributario, un problema fiscal, en otras palabras, similar a las historias monetaristas convencionales. En su trabajo más reciente, parece sugerir que el problema es el sistema de tipo de cambio fijo. Una vez más, la noción es que si no hubiera una promesa de convertir la moneda nacional a extranjera a una tasa fija, no habría límite para la capacidad de aplicar una política fiscal. Nuevamente, la noción de que incluso en un régimen de tipo de cambio flexible los países en desarrollo requieren divisas para el funcionamiento de la economía y, por lo tanto, pueden enfrentar una restricción externa, parece escapar al análisis. Para una visión alternativa de la hiperinflación, ver Cámara Neto y Vernengo (2005).

¹⁵ Esto fue sugerido como respuesta a una pregunta de uno de nosotros en la mesa redonda en la Reunión del EEE. Agradecemos al profesor Wray por esta aclaración, pero seguimos escépticos de que una política fiscal más convencional sería inflacionaria, o al menos más que un programa JG. La razón de esto es que un JG podría estar supuestamente más dirigido a sectores en los que hay recursos no utilizados. En particular, no está claro que JG proporcionaría "un ancla nominal contra la inflación" (Mitchell et al., 2019: 303; énfasis agregado). Tenga en cuenta que si hay una depreciación de la moneda nacional, y los bienes importados son parte de la

No hace falta decir que las depreciaciones son inflacionarias, ya que aumentan los precios de los bienes importados, y eso a menudo se ve agravado por la resistencia salarial, que conduce a espirales de tipo de cambio / salario que pueden salirse de control. La teoría alternativa de la inflación, desarrollada por los estructuralistas latinoamericanos y que tiene orígenes en La Escuela Alemana de Balanza de Pagos y Joan Robinson son un complemento necesario de MMT para comprender el proceso inflacionario en los países en desarrollo.

Los límites de la deuda en moneda nacional.

Con seguridad, los países en desarrollo también piden préstamos en sus propias monedas y, de hecho, desde el colapso de la burbuja de las punto-com a principios de siglo, el entorno internacional ha permitido una expansión significativa de los préstamos de los países en desarrollo en sus propias monedas, y la acumulación de cantidades significativas de reservas en dólares, la moneda de reserva internacional. En este caso, en deuda en su propia moneda, el país ciertamente no puede incumplir,¹⁶ como señalaron correctamente hace mucho tiempo los autores de Finanzas Funcionales y los autores de MMT más recientemente.

Con el fin de analizar la dinámica del endeudamiento en su propia moneda, desarrollamos un modelo extendido de dinámica de deuda similar a Domar, y proporcionamos una simulación simple de resultados con parámetros razonables. El modelo simple de Domar muestra la dinámica de la deuda interna, que responde al déficit primario más la diferencia de la tasa de interés y la tasa de crecimiento de la economía, multiplicada por la relación *deuda / PIB*:

$$\dot{d} = ((G-T)) / Y + (i-g) d \quad [2]$$

La ecuación 2 sugiere que el crecimiento de la relación *deuda / PIB* (*d-punto*) depende del saldo primario como parte del PIB, donde las variables tienen sus significados tradicionales (*G*, para gastos,

canasta de consumo de los trabajadores, entonces los salarios reales caerían, y se produciría resistencia salarial y demandas por mayores salarios, erosionando la depreciación y propagando el shock inflacionario inicial. El salario de JG tendría que ser ajustado, y no sería un ancla para los precios.

¹⁶ Está claro que un gobierno puede elegir hacerlo, a pesar de que es difícil ver cuál sería el punto de incumplimiento, cuando la monetización o la venta de bonos es siempre una alternativa para el banco central. En cualquier caso, el gobierno de Argentina, bajo Mauricio Macri en 2019, incumplió los bonos nacionales en pesos. Nuestra sugerencia es que en este caso la razón era política, para asustar a los votantes, después de su derrota en las elecciones primarias y antes de las elecciones reales.

T para impuestos e Y para PIB), más la diferencia entre la tasa de interés (i) sobre la deuda y la tasa de crecimiento del PIB (g), ponderada por la relación $deuda / PIB$. Tenga en cuenta que, a medida que aumenta el tamaño de la relación $deuda / PIB$, el segundo componente, es decir, el que depende de la diferencia entre la tasa de crecimiento de la deuda, representada por la tasa de interés, versus la tasa de crecimiento de la capacidad de pago, que en moneda nacional depende del crecimiento de la economía, se convierte en la dominante.¹⁷ Este resultado sugiere que el sesgo de los autores de MMT para una política monetaria relativamente laxa con bajas tasas de interés es particularmente importante cuando la relación $deuda / PIB$ es alta.¹⁸

Además, suponemos que el crecimiento del gasto público determina el crecimiento de la producción a través de un simple proceso multiplicador, y que los impuestos crecen con el crecimiento de la economía:

$$g = \alpha \gamma \quad [3]$$

Donde α es el multiplicador y γ es la tasa de crecimiento del gasto gubernamental autónomo. Y finalmente:

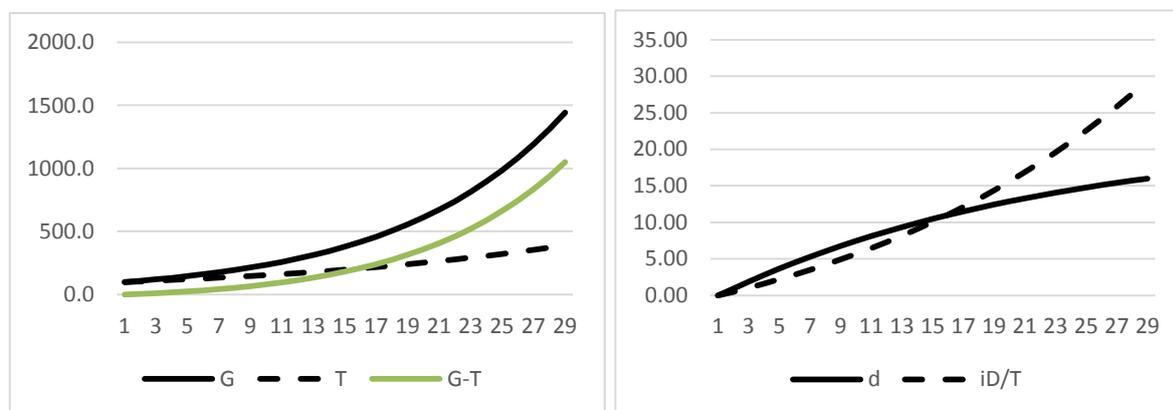
$$\tau = \beta g \quad [4]$$

Donde τ es el crecimiento de los ingresos fiscales, β es un coeficiente y los impuestos crecen proporcionalmente con el PIB. Ahora la tasa de crecimiento y el saldo primario se han endogenizado, y solo el gasto público y la tasa de interés son exógenos. La política fiscal y monetaria exógena está asociada con el gasto autónomo y la fijación de la tasa de interés, y la política monetaria es importante porque establece límites a cuánto se puede pedir prestado (y cuánto costaría pagar la deuda pendiente).

¹⁷ Josh Mason señaló en la mesa redonda en el EEE que este es esencialmente un resultado similar al obtenido en un artículo suyo. Ver Mason y Jayadev (2018).

¹⁸ Las bajas tasas de interés parecen apropiadas en estas condiciones. Discutiremos situaciones en países en desarrollo en las que son necesarias altas tasas. Una noción diferente y más problemática asociada a algunos autores de MMT, a este respecto, es la suposición de que hay una tasa de interés natural y que es cero. Ver Forstater y Mosler (2005). Vale la pena notar que, en nuestra opinión, la tasa normal en realidad puede ser cualquier tasa que las condiciones sociales y las presiones impuestas a las autoridades monetarias permitirían.

Figura 3 - Carga de interés / simulaciones



Bajo supuestos razonables, con tasas de interés relativamente altas, más bien normales, pero no un multiplicador pequeño o grande, bajo efecto del crecimiento en los impuestos ($i = 0.1$; $\alpha = 0.5$, $\beta = 0.5$) no solo es posible tener, como en el modelo de Domar se indica que la relación *deuda / PIB* aumenta exponencialmente, pero también lo hace la carga de la tasa de interés, lo que significa que los pagos de intereses como parte de los impuestos, aumentan significativamente. En la simulación simple, incluso con deuda a *PIB* en niveles bajos (15 por ciento), la proporción de los pagos de intereses sobre los ingresos totales crece rápidamente a alrededor del 30 por ciento de los ingresos fiscales. En otras palabras, incluso si la relación *deuda / PIB* no crece excesivamente, la carga de la deuda crece relativamente rápido. Eso es más problemático que el aumento de la relación *deuda / PIB*. Los gráficos en la Figura 3 muestran la dinámica de las principales variables en la simulación.

Tenga en cuenta que no hay un problema real con el financiamiento de la deuda, y los impuestos ciertamente no están financiando el gasto, no solo porque la causalidad va desde el gasto, en este caso del gasto público exógeno, a los ingresos, como lo requeriría la lógica de la demanda efectiva, sino también porque todos los impuestos son el resultado de la economía en crecimiento en este modelo simplificado. Por supuesto, ningún gobierno puede gastar más del 100 por ciento de sus ingresos fiscales en el servicio de su propia deuda. Pero los límites deben establecerse mucho antes de eso, y es importante tener en cuenta que hay límites en cuanto a cuánto puede impulsar un gobierno, políticamente hablando, la carga de la tasa de interés. Aquí no hay nada que deje inoperantes los principios de Finanzas Funcionales, o MMT. Todavía es cierto que los países no dejan de pagar su propia deuda y que el gasto público genera ingresos y, por lo tanto, ingresos fiscales.

Hay problemas distributivos, y los límites a la acción del gobierno son principalmente de naturaleza política. Los pagos de intereses son principalmente a bancos, corporaciones y personas adineradas que tienen deuda pública. En otras palabras, existen límites políticos claros para la expansión de la carga de la tasa de interés. La economía política del conflicto dependería de quién lleva la carga de los impuestos, que en este caso principalmente beneficia a los rentistas financieros,¹⁹ ya que cuando la carga de intereses es alta, una cantidad significativa de ingresos del gobierno termina en sus manos.

Cabe señalar que, en el caso histórico de Inglaterra en el siglo XVIII, cuando la deuda respecto al PIB alcanzó niveles altos, alrededor del 260 por ciento, una de las formas importantes en que los británicos tuvieron mayor capacidad de financiarse respecto a los otros grandes poderes europeos, fundamentalmente a Francia, era la capacidad de endeudarse a largo plazo a tasas bajas. Este no es precisamente el caso de un país en desarrollo, pero podría ser un ejemplo útil, ya que el Reino Unido aún no era el país hegemónico, su deuda era convertible en oro, al menos después del famoso error de Sir Isaac Newton que puso su economía como factor de un patrón oro (Eichengreen, 1996). Brewer (1988: 119) sugiere que una gran parte de la deuda del Reino Unido era deuda financiada, es decir, era una deuda para la cual se reservaron impuestos específicos para atenderla, y tendía a ser a largo plazo, mientras que la deuda no financiada era generalmente a corto plazo. El servicio de la deuda consumió una gran cantidad del presupuesto, pero eso fue simplemente el resultado de una cantidad increíblemente grande de deuda, ya que las tasas de interés se mantuvieron relativamente bajas. Aquí, el papel del banco central es crucial, ya que puede afectar, si lo desea, la tasa de interés de la deuda pública. Hay algunos ejemplos históricos de eso, con los Estados Unidos (EE. UU.) Durante la Gran Depresión y la Segunda Guerra Mundial, justo antes del Acuerdo del Tesoro de 1951, siendo este último el más destacado.²⁰

En el caso británico, en una economía que aún no era hegemónica, o al menos no del todo, surgiendo de una disputa con los holandeses por el acceso al comercio de larga distancia en Asia, y en una disputa más directa con Francia, el endeudamiento estaba en bonos, que finalmente fueron canjeables en un estándar metálico. Por lo tanto, está claro que el incumplimiento fue posible y, en cierta

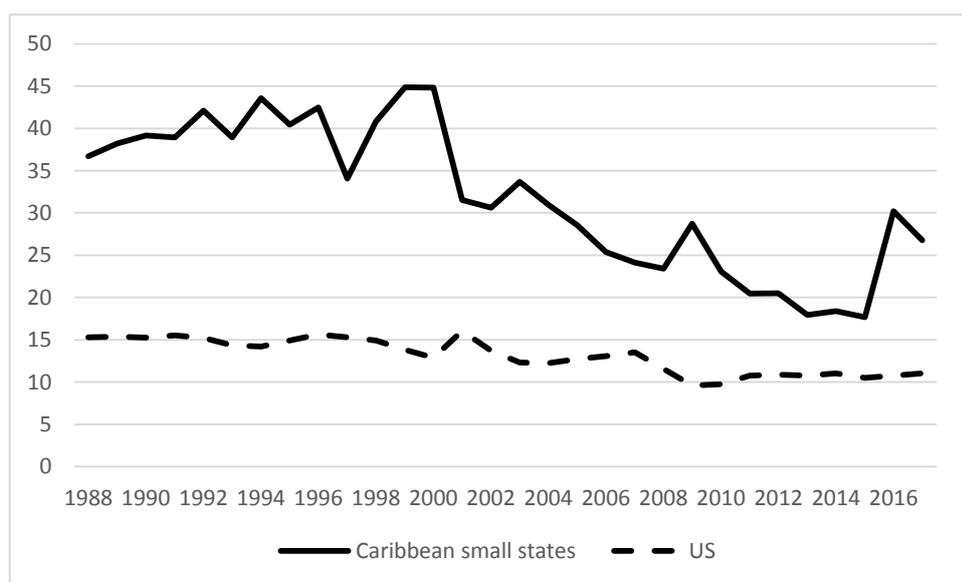
¹⁹ Siempre existe la opción de gravar a los rentistas. Los aspectos de economía política de los impuestos no han sido discutidos en gran detalle por los autores de MMT. En parte, tal vez, porque hay diferencias entre la escuela de pensamiento económico y los activistas políticos dentro de MMT, ya que Mosler (2019) está explícitamente en contra de los impuestos sobre el ingreso, tanto para familias como para corporaciones.

²⁰ La Reserva Federal bajo Marriner Eccles garantizó una tasa del 2.5 por ciento sobre los bonos a largo plazo de los Estados Unidos. Del mismo modo, la flexibilización cuantitativa (QE) puede verse como una política efectuada para tratar de reducir las tasas de interés a largo plazo. Ver Vernengo (2009).

medida, vinculado a la fortuna militar. Tenga en cuenta que, en este contexto, era crucial proporcionar garantías sobre la capacidad de pagar la deuda.

Los impuestos eran centrales no porque financiaran el gasto, sino porque la corriente de impuestos futuros garantizaba el pago de intereses a los rentistas. Esencialmente un proceso de redistribución que favoreció a los mercados financieros. Una mayor tributación sobre los ricos podría compensar la desigualdad causada por una alta carga de pagos de intereses, cuando la acumulación de deuda es en moneda nacional. Wray (2012: 146) argumenta que: "MMT no se opone al uso de impuestos sobre altos ingresos y alta riqueza en un intento por reducir la desigualdad". Y sugiere eliminar los valores del Tesoro que benefician a los rentistas como una posible medida para reducir la desigualdad (Ibíd.)²¹

Figura 4 - Carga de interés (% gastos) / Pequeños Estados del Caribe y EE. UU.



Fuente: Indicadores económicos del Banco Mundial.

²¹ Aquí nuevamente las diferencias entre el lado profesional y el lado más académico de MMT se hacen evidentes, con Mosler (2019) sugiriendo en una presentación en la Nueva Escuela que estaría a favor de eliminar los impuestos a las ganancias personales y corporativas, y los impuestos a las ventas también. Tenga en cuenta que, en ese sentido, Wray tiene un mensaje un tanto confuso, y ha dicho en una entrevista que estaba: "*un poco decepcionado* de que Ocasio-Cortez haya conectado los aumentos de impuestos al Green New Deal" (apud Coy y Dmitrieva, 2019; énfasis agregado). En otras palabras, existe una cierta reticencia cuando se trata de las prescripciones de políticas para apoyar impuestos más altos, incluso cuando se trata de impuestos más altos para los ricos que tendrían un efecto positivo en la distribución y, lo que es más importante, crearían apoyo político para la política en mano.

Sin embargo, para los países en desarrollo hay circunstancias en las que la carga de intereses se vuelve alta, y podría ser más difícil e incluso contraproducente reducirla. Es el caso de los países pequeños del Caribe, por ejemplo. Las altas tasas de interés reales son una herramienta necesaria para atraer flujos de capital y hacer frente a los malos resultados de exportación. Las altas tasas de interés no solo causan una carga relativamente alta de pagos de intereses (ver Figura 4), sino que además crean las condiciones políticas para forzar políticas de austeridad.²² Incluso si el mayor gasto es financiero, los gobiernos locales, a menudo dependientes de instituciones internacionales como el Fondo Monetario Internacional (FMI) y los estadounidenses como la Agencia de los Estados Unidos para el Desarrollo Internacional (USAID) tienden a ser presionados para reducir los déficits fiscales. En este caso, es menos la disputa entre rentistas y aquellos con intereses en actividades productivas que chocan. El papel de las instituciones de los países desarrollados en forzar una determinada agenda política afecta las políticas fiscales.

Una vez más, los problemas de no emitir una moneda de reserva, incluso si se trata de una moneda soberana que no está vinculada a la moneda de reserva, se vuelven relevantes. Los países en desarrollo podrían verse obligados a tener tasas de interés internas más altas para evitar la fuga de capitales. Aún así, es posible hacer una política fiscal expansiva, por supuesto, a menos que se alcance la restricción de BOP, pero con tasas de interés más altas, si la sociedad está dispuesta a aceptar la mayor carga de la tasa de interés y las transferencias fiscales a los rentistas que conlleva. En otras palabras, la carga de intereses de la deuda en moneda nacional está vinculada a la restricción externa y la necesidad de atraer capital, o al menos evitar la fuga de capital, incluso cuando la deuda está en moneda nacional. En este sentido, creemos que Mitchell et al. (2019: 555; énfasis agregado) no son del todo correctos cuando argumentan que: "*Con un tipo de cambio flotante, el objetivo de la tasa de interés se puede establecer para ser coherente con los objetivos de la política interna*", lo que significa fundamentalmente el pleno empleo.

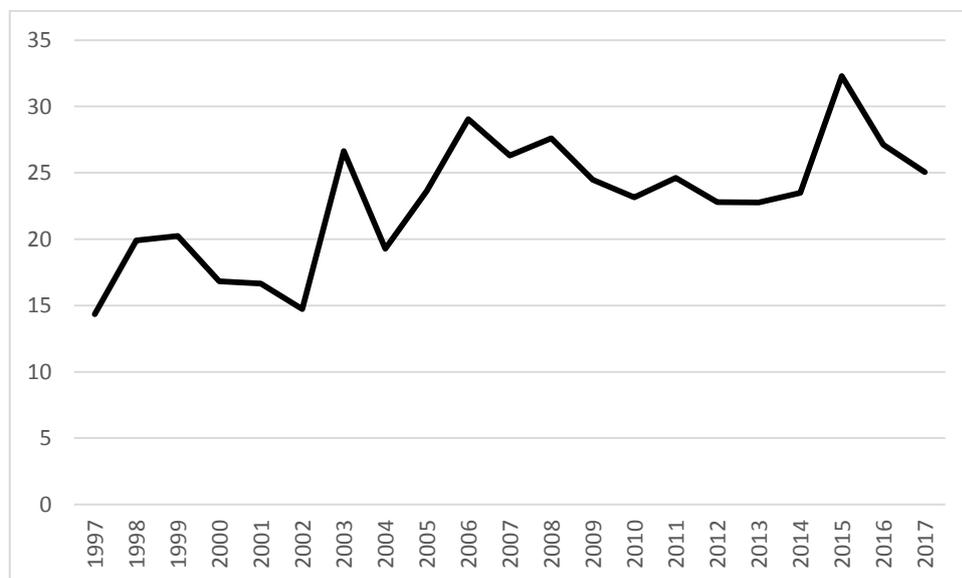
Las limitaciones de la política de tasas de interés en los países en desarrollo se pueden ver en la carga de la tasa de interés, que es persistentemente más alta, por ejemplo, para los países pequeños del Caribe que para los Estados Unidos (Figura 4). Esta ciertamente no implica que la política fiscal expansiva sea imposible en los países en desarrollo. Sugiere que su economía política es considerablemente más compleja de lo que incluso los autores de MMT tienden a entender, y tener deuda en la propia moneda del país, con una moneda flotante, podría no ser suficiente para retrasar la

²² Una de las consecuencias más importantes de la acumulación de deuda es que el papel del gobierno está divorciado de la provisión de bienes públicos, incluyendo salud, educación y pensiones, y servicios y de las finanzas funcionales. El gobierno gasta sus recursos en la gestión de su deuda. En el caso de Jamaica, por ejemplo, más del 70 por ciento del gasto del gobierno se gasta en gestión de la deuda.

aplicación de tasas de interés más altas, en un mundo con alta movilidad de capital y organizaciones internacionales que presionan por la austeridad.

Esto es cierto para las naciones en desarrollo aún más grandes, que tendrían un mayor grado de autonomía que las pequeñas naciones del Caribe discutidas anteriormente. La economía política del caso brasileño podría ser de interés para ilustrar nuestro punto. Después de la estabilización a mediados de la década de 1990, Brasil mantuvo tasas de interés reales muy altas, a menudo entre las más altas del mundo. Obviamente, esto implicaba una gran carga de intereses, como se puede ver en la Figura 5. El gobierno brasileño en el período que se muestra tuvo en su mayor parte, aparte del final de la serie, superávit primario y déficit fiscal nominal, y esa diferencia es esencialmente la carga financiera de la deuda pública. Para el período, el promedio corresponde a alrededor del 6,2 por ciento del PIB, y esa gran transferencia a los propietarios de bonos públicos es lo que corresponde a la gran parte de los pagos de intereses sobre el gasto total del gobierno.

Figura 5 - Carga de interés (% gastos) / Brasil



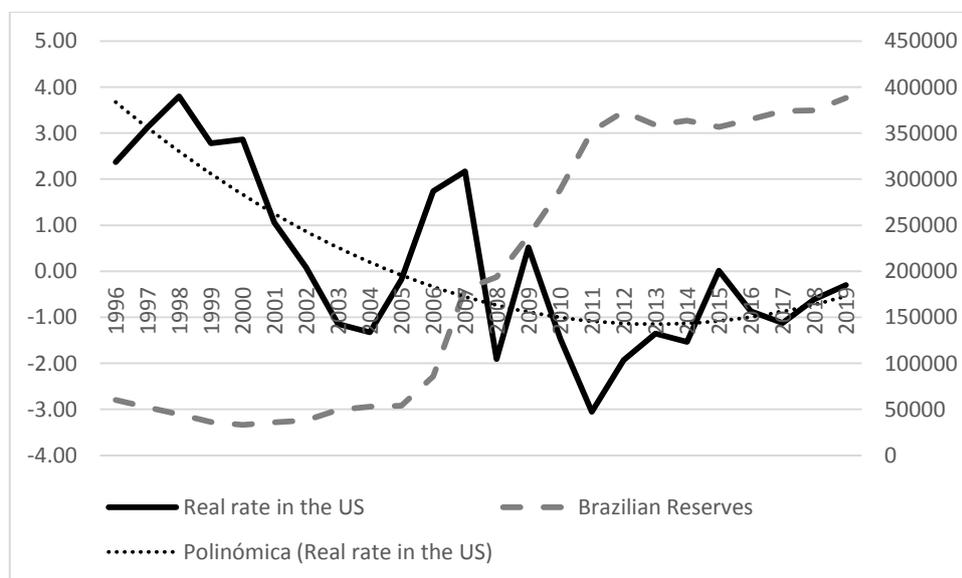
Fuente: Indicadores económicos del Banco Mundial.

La pregunta que uno podría hacerse es por qué un gobierno de centro izquierda, como los liderados por Luis Ignacio Lula da Silva y su sucesor, Dilma Rousseff, mantendría una transferencia tan grande a los relativamente ricos, que sería mucho más grande que el más famoso de los programas de

transferencia social, el programa Bolsa Familia. Tenga en cuenta que la administración del Partido de los Trabajadores de hecho utilizó una política redistributiva para reducir la desigualdad, como una política de aumento del salario mínimo, y que la desigualdad disminuyó en Brasil y, de hecho, en toda América Latina y en ninguna otra región del mundo durante la década de 2000, en parte porque políticas similares fueron aplicadas por otros gobiernos de centro izquierda durante la llamada Marea Rosa (Cornia, 2014).

Hay al menos dos respuestas razonables a esa pregunta, en nuestra estimación. Primero, eran necesarias altas tasas de interés para atraer flujos de capital y acumular reservas internacionales. Esto también fue fundamental para mantener el tipo de cambio bajo control, y con eso controlar las presiones inflacionarias que podrían derivarse tanto de la depreciación persistente como de los salarios más altos. En segundo lugar, y quizás de manera más especulativa, necesitaban mantener a los rentistas dentro de la coalición electoral, o al menos no abiertamente en la revuelta, y mantener la estabilidad política. Está claro que garantizar una remuneración estable para los rentistas era fundamental para los primeros bancos centrales, como el aludido caso del Reino Unido en el siglo XVIII.²³

Figura 6 - Tasa base real de EE. UU. Y reservas extranjeras brasileñas



Fuente: Ipeadata y FRED

²³ Aquí contradecimos, hasta cierto punto, el excelente análisis de Boito (2018) sobre el papel de los intereses financieros y el colapso del gobierno de PT en 2015 y 2016.

Podría decirse que la estrategia en Brasil fracasó. Las protestas en 2013, por grupos esencialmente de bajos ingresos preocupados por el alto costo del transporte urbano, se extendieron a las protestas de la clase media, y en 2015, los grupos de interés industrial y financiero criticaron abiertamente al gobierno y exigieron, de manera inconsistente, un ajuste fiscal. Pero, desde nuestra perspectiva, la cuestión importante es que Brasil acumuló cantidades significativas de reservas extranjeras, y eso impidió una crisis externa, algo que tuvo lugar, por ejemplo, en la vecina Argentina. Como se muestra en la Figura 6, a medida que las tasas reales en los Estados Unidos se volvieron negativas y las tasas reales se mantuvieron positivas en Brasil, hubo una acumulación significativa de reservas. En otras palabras, las altas tasas de interés, en este caso particular fueron fundamentales para crear espacio fiscal, incluso si los efectos redistributivos fueron fundamentalmente negativos, y tuvieron que compensarse con transferencias sociales y políticas para aumentar los empleos formales aumentando los salarios reales.

Observaciones finales

La teoría moderna del dinero es, en cierta medida, una rama de la economía poskeynesiana, que se ha vuelto cada vez más popular.²⁴ Compartimos muchas de las mismas preocupaciones y principios y la mayoría de sus conclusiones. Sin embargo, creemos que algunas aclaraciones sobre el papel de la restricción externa, los regímenes cambiarios, el uso de controles de capital, la relevancia de las reservas y la economía política del gasto y los impuestos son importantes cuando se trata de países en desarrollo. Estos son vistos como refinamientos necesarios del argumento necesario para comprender las finanzas funcionales en los países en desarrollo.

Aquí hay algunos argumentos MMT que necesitan alguna calificación en nuestra opinión:

La noción de que un gobierno que gasta su propia moneda flotante no puede ser obligado a entrar en default en esa moneda es correcta, pero aún puede hacerlo en moneda extranjera, y puede ser forzado a adoptar políticas de austeridad para reducir los desequilibrios externos. Entonces, incluso sin incumplimiento, existe un límite para la expansión de la deuda en moneda doméstica;

²⁴ Nos sorprendió un poco el comentario de Wray, en la reunión del EEE, de que los autores de MMT fueron expulsados de la economía postkeynesiana. No solo por la razón obvia de que nadie tiene esa autoridad, y ciertamente creemos que muchas de sus ideas permanecen firmemente postkeynesianas, sino también porque es uno de los coeditores del *Journal of Post Keynesian Economics*, el principal diario de esa escuela de pensamiento

Un gobierno debería estar preocupado de que pueda quedarse sin reservas en moneda extranjera, incluso si no convierte su moneda nacional a moneda extranjera (u oro), simplemente porque debe obtener reservas extranjeras para pagar al menos los bienes intermedios y de capital esenciales. Esto se ve agravado por la necesidad de pagar la deuda en moneda extranjera y, por esa razón, debe mantenerse al mínimo siempre que sea posible;

No está claro que los regímenes de tipo de cambio flotante o flexible siempre sean preferibles a los tipos de cambio administrados o fijos complementados por algún tipo de controles de capital, incluso en el mundo más abierto del estándar del dólar flotante en la era posterior a Bretton Woods.²⁵ Las tasas flexibles son tanto inflacionarias como contractivas, y el tipo de cambio tiene efectos distributivos, lo que puede implicar que, bajo ciertas condiciones, una tasa de cambio estable y apreciable podría conducir a un mayor crecimiento;

Las hiperinflaciones tienden a ocurrir porque los países necesitan hacer pagos en moneda extranjera, ya sea por las necesidades de desarrollo, los requisitos de la guerra, o simplemente por la imposición de poderes extranjeros (por ejemplo, reparaciones), y no están relacionados con problemas con el sistema de impuestos, y mucho menos la imprenta del banco central. Esa es una razón adicional para preocuparse por los regímenes de tipo de cambio flotante y la cantidad de reservas mantenidas por el banco central;

Si la deuda denominada en moneda extranjera debe mantenerse bajo control, para evitar una crisis externa que obligue a la austeridad en el país (para reducir las importaciones esenciales), entonces las exportaciones deben crecer más rápido que los intereses de la deuda externa. La estructura de las importaciones y exportaciones es central para el espacio fiscal de un país en desarrollo. Los factores geopolíticos se vuelven relevantes a este respecto, ya que el acceso a los mercados de exportación y al financiamiento externo en divisas está controlado por países hegemónicos.

Si bien es cierto que no hay incumplimiento en la moneda nacional, la economía política del gasto y los impuestos son importantes. Esto es cierto en las economías avanzadas, pero ciertamente aún más en los países en desarrollo. En las economías avanzadas, a menudo se trata de quién se beneficia y, fundamentalmente, una limitación política. En las economías en desarrollo, la restricción externa y la necesidad de evitar la fuga de capitales y acumular divisas fuertes es primordial.

²⁵ Debe quedar claro que no creemos que exista una posibilidad significativa de que haya un cambio en el futuro cercano en el estándar flexible del dólar, y que no abogamos por ningún retorno a un régimen de tipo de cambio fijo para el sistema monetario internacional. . Sobre la persistencia del estándar flexible del dólar, ver Fields y Vernengo (2013).

Referencias

Bresser-Pereira, L. C. 2016. "Reflexionando sobre el nuevo desarrollismo y el desarrollismo clásico", *Review of Keynesian Economics*, 4 (3): 331-352.

Boito Jr., A. 2018. *Reforma e Crise Política no Brasil: Os Conflitos de Classe nos Governos do PT*. Campinas: Editora da Unicamp.

Brewer, J. 1988. *The Sinews of Power: War, Money and the English State, 1688-1783*, Cambridge: Harvard University Press.

Camara Neto, AF y Vernengo, M. 2005. "Allied, German and Latin Theories of Inflation", en M. Forstater y LR Wray, (eds.), *Contemporary Post Keynesian Analysis*, Cheltenham, Reino Unido: Edward Elgar: 172-186 .

Cline, N. y Vernengo, M. 2016. Tasas de interés, términos de intercambio y crisis monetarias: ¿Estamos al borde de una nueva crisis en la periferia? en A. Gevorkyan y O. Canuto (eds.), *Profundización financiera y desarrollo posterior a la crisis en mercados emergentes: peligros actuales y amaneceres futuros*, Londres: Palgrave-Macmillan: 41-62.

Cornia, G-A. 2014. "Cambios distributivos recientes en América Latina: una visión general", en G-A. Cornia (ed.), *Falling Inequality in Latin America: Policy Changes and Lessons*, Oxford: Oxford University Press: 3-22.

Coy, P. y Dmitrieva, K. 2019. "Alexandria Ocasio-Cortez es la querida de la izquierda, la pesadilla de la derecha", *Bloomberg Businessweek* disponible en <https://www.bloomberg.com/news/features/2019-01-17/alejandria-ocasio-cortez-s-grandes-ideas-para-impuestos-y-medicare>

Eichengreen, B. 1996. *Globalizing Capital: A History of the International Monetary System*, Princeton: Princeton University Press.

Epstein, G. 2019. "Los límites institucionales, empíricos y políticos de la" teoría moderna del dinero", Documento de trabajo PERI No 481.

Fields, D. y Vernengo, M. 2013. "Monedas hegemónicas durante la crisis: el dólar frente al euro en una perspectiva cartalista", *Review of International Political Economy*, 20 (4): 740-59.

Forstater, M. y Mosler, W. 2005. "La tasa de interés natural es cero", *Journal of Economic Issues*, 39 (2): 535-542.

Instituto de Finanzas Internacionales 2019. Monitor de deuda global. Desaceleración en 2018. ¿Pausa de tendencia? Disponible en http://files.clickdimensions.com/iifcom-ai7nn/files/globaldebtmonitor_april_vf.pdf.

Mason, J. y Jayadev, A. 2018. "Una comparación de la interacción de la política monetaria y fiscal bajo regímenes financieros" sólidos "y" funcionales """, *Metroeconomica*, 69 (2): 488-508.

McCombie, J. y Thirlwall, A. P. 1994. *Crecimiento económico y restricción de la balanza de pagos*, Londres: Palgrave-Macmillan.

Mitchell, W., Wray, L.R., Watts, M. 2019. *Macroeconomía*, Londres: Red Globe Press.

Moreno-Brid, J. C. y Ros, J. 2007. "Las reformas del mercado de México en perspectiva histórica", en E. Pérez Caldentey y M. Vernengo (eds.), Ideas, políticas y desarrollo económico en América, Londres y Nueva York: Routledge: 123-156.

Mosler, W. 2010. Siete fraudes inocentes mortales de política económica, Valance Co. Inc.

Mosler, W. 2019. Presentación de "Impuestos" en la New School, disponible en https://docs.google.com/presentation/d/1UYQO5AwZuyf1gLJ0O2SOjGf8G2GHhzqioI_JdYv8zFI/edit#slide=id.g55034d3b01_0_52

Pérez Caldentey, E., Favreau Negront, N. y Méndez Lobos, L. 2018. "Deuda corporativa en América Latina y sus implicaciones macroeconómicas", Documento de trabajo de economía no 904, Levy Economics Institute.

Rodríguez, O. 2006. El Estructuralismo Latinoamericano, México: Siglo XXI.

Vera, C. y Pérez Caldentey, E. 2015. "El Financiamiento para el Desarrollo en América Latina y el Caribe". Serie de Financiamiento para el Desarrollo. LC / L.4115. Santiago, Chile: CEPAL.

Vernengo, M. 2009. "A Hands Off Central Banker? Marriner S. Eccles y la Política de la Reserva Federal, 1934-1951 ", en R. Leeson (ed.), American Power and Policy: Archival Insights into the Evolution of Economics, Palgrave Macmillan, Londres: 69-90.

Vernengo, M. y Rochon, L-P. 2000. "Regímenes de tipo de cambio y controles de capital", Challenge, 43 (6): 76-92.

Wray, L. R. 1998. Entendiendo el dinero moderno, (Cheltenham, Edward Elgar.

Wray, L. R. 2012. Modern Money Theory: A Primer on Macroeconomics for Sovereign Monetary Systems, London: Palgrave-Macmillan, 2nd edition, 2015.