

VOL 1 N° 1

Mayo - Octubre 2019

Moreno, Provincia de Buenos Aires, Argentina
2019

REVISTA DE

ECONOMÍA POLÍTICA Y DESARROLLO

**PUBLICACIÓN SEMESTRAL DEL DEPARTAMENTO DE ECONOMÍA Y
ADMINISTRACIÓN DE LA UNIVERSIDAD NACIONAL DE MORENO**

ISSN 2618-5253 (impresa)

ISSN 2618-5539 (en línea)



**UNIVERSIDAD
NACIONAL
DE MORENO**

REVISTA DE ECONOMÍA POLÍTICA Y DESARROLLO

VOL 1 - Nro 1

Mayo - Octubre 2019

PUBLICACIÓN SEMESTRAL DEL DEPARTAMENTO DE ECONOMÍA Y
ADMINISTRACIÓN DE LA UNIVERSIDAD NACIONAL DE MORENO

Moreno, Provincia de Buenos Aires, Argentina

2019

ISSN 2618-5253 (impresa)

ISSN 2618-5539 (en línea)

La REVISTA DE ECONOMÍA POLÍTICA Y DESARROLLO es una publicación semestral impresa y electrónica del Departamento de Economía y Administración de la Universidad Nacional de Moreno, cuyo objetivo es la difusión e intercambio de la producción científica en temas de teoría económica, relaciones internacionales y economía política internacional, alentando la reflexión y el debate bajo la premisa de la libertad de pensamiento, la pluralidad de ideas y la rigurosidad científica. Su finalidad es la divulgación de trabajos teóricos e investigaciones prácticas, de autores nacionales e internacionales, internacionales, dirigida a estudiantes de grado y posgrado, investigadores y profesionales interesados en la disciplina.

El idioma oficial de la REVISTA DE ECONOMÍA POLÍTICA Y DESARROLLO es el español, pero se aceptarán contribuciones en inglés, francés y portugués, de docentes e investigadores de universidades, organismos de ciencia y técnica y agencias de desarrollo, nacionales y del extranjero.

Los artículos publicados están sujetos a condiciones de referato doble ciego y versarán en los temas antes indicados, en formato de artículos originales de investigación científica, artículos de revisión y reseñas de libros.

La reproducción total o parcial de los contenidos de esta Revista está autorizada a condición de mencionarla expresamente como fuente, incluyendo el título completo del trabajo correspondiente y el nombre de su autor de acuerdo a la sugerencia de citación indicada en cada uno de ellos.

Contacto:

REVISTA DE ECONOMÍA POLÍTICA Y DESARROLLO
DEPARTAMENTO DE ECONOMÍA Y ADMINISTRACIÓN
UNIVERSIDAD NACIONAL DE MORENO
Av. Bmé. Mitre N° 1891, Moreno (B1744OHC),
Prov. de Buenos Aires
Edificio Histórico – Ala Oeste 1° Piso
Oficina A 102 – Interno: 100 3620
Correo electrónico: repyd@unm.edu.ar
Teléfonos: (+54 237) 425-1619/1786,
(+54 237) 460-1309, (+54 237) 462-8629,
(+54 237) 466-1529/4530/7186,
(+54 237) 488-3147/3151/3473
Internos: 123 y 124
Página web: <http://www.repyd.unm.edu.ar/>

La edición en formato digital de esta publicación también se encuentra disponible en el REPOSITORIO DIGITAL de la UNIVERSIDAD NACIONAL DE MORENO (UNM), aprobado por la Res. UNM-R N° 468/13 -ratificada por la Res. UNM-CS N° 98/14 (<http://www.unm.edu.ar/index.php/unm-virtual/biblioteca-digital>), incorporado al Sistema Nacional de Repositorios Digitales (SNRD) dependiente de la Secretaría de Gobierno de Ciencia, Tecnología e Innovación Productiva de la Nación y a la Base de Datos Unificada (BDU2) (cosechador de repositorios institucionales) del Sistema de Información Universitaria (SIU) dependiente del dependiente del Consejo Interuniversitario Nacional (CIN).

REVISTA DE ECONOMÍA POLÍTICA Y DESARROLLO

DEPARTAMENTO DE ECONOMÍA Y ADMINISTRACIÓN
UNIVERSIDAD NACIONAL DE MORENO

EDITORORA

Florencia MÉDICI

COMITÉ EDITORIAL

Hugo O. ANDRADE, Universidad Nacional de Moreno, Argentina

Mario E. BURKUN, Universidad Nacional de Moreno, Argentina

Roxana S. CARELLI, Universidad Nacional de Moreno, Argentina

Eduardo A. CRESPO, Universidad Federal do Rio de Janeiro, Brasil y

Universidad Nacional de Moreno, Argentina

Alejandro FIORITO, Universidad Nacional de Moreno, Argentina

Alejandro L. ROBBA, Universidad Nacional de Moreno, Argentina

Adriana M. del H. SÁNCHEZ, Universidad Nacional de Moreno, Argentina

Pablo A. TAVILLA, V, Universidad Nacional de Moreno, Argentina

REVISTA DE ECONOMÍA POLÍTICA Y DESARROLLO

(Disposición UNM-DEYA N° 01/2019)

COMITÉ CIENTÍFICO

Aldo BARBA, Università degli Studi di Napoli Federico II, Italia.

Robert BOYER, Institute des Ameriques, Francia.

Carlos AGUIAR de MEDEIROS, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Brasil.

Sergio CESARATTO, Università degli Studi di Siena, Italia.

Eladio FEBRERO, Universidad de Castilla-La Mancha, España.

Thomas LAMARCHE, Université Paris-Diderot Paris 7, Francia.

Gary MONGIOVI, St. John's University, Estados Unidos.

Juan C. MORENO BRID, Universidad Nacional Autónoma de México, México.

Julio C. NEFFA, CEIL/CONICET, Argentina.

Pascal PETIT, Centre d'Économie de l'Université Paris-Nord, Francia.

Martín PUCHET ANYUL, Universidad Nacional Autónoma de México, México.

Carlos PINKUSFELD MONTEIRO BASTOS, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Brasil.

Mario D. RAPOPORT, CONICET, Argentina.

Verónica ROBERT, Universidad Nacional de San Martín/CONICET, Argentina.

Juan Eduardo SANTARCANGELO, Universidad Nacional de Quilmes/CONICET, Argentina.

Franklin L. PERES SERRANO, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Brasil.

Martín SCHORR, CONICET, Argentina.

Antonella STIRATI, Università degli Studi Roma Tre, Italia.

Eric VERDIER, Aix-Marseille Université, Francia.

ASISTENTE EDITORIAL

Cristian SAMANIEGO - Universidad Nacional de Moreno, Argentina

APOYO TÉCNICO

Gisela COGO,

M. Guadalupe DE PAULA

SUMARIO

- 6 Presentación
Pablo A. TAVILLA

INVESTIGACIÓN CIENTÍFICA

- 7 Estimaciones alternativas de crecimiento y distribución para Argentina 1950-2006
Pablo G. BORTZ
- 27 El surgimiento de la inestabilidad financiera a través de los bancos sombra: el caso de Estados Unidos
Manuel GÓMEZ LIRA
- 45 La acumulación de capital en Argentina: estimación del stock y análisis de los determinantes durante el período 1993-2015
Pablo A. TAVILLA, Roberto A. PEREYRA BERBEJILLO y Agustín A. MARIO
- 61 Descaminhos do desenvolvimento: Brasil no fundo do abismo
Alexandre J. DE FREITAS

RESEÑA DE LIBROS

- 75 “Sei lezioni di economia. Conoscenze necessarie per capire la crisi più lunga (e come uscirne)”, Sergio CESARATTO, (2016) IMPRIMATUR, Italia
(edición argentina: “Seis clases sobre economía. Conocimientos necesarios para entender la crisis más larga (y cómo salir de ella)”, 2019 UNM Editora)
Alejandro FIORITO



INFORMACIÓN GENERAL

- 82 Pautas para publicación de trabajos
- 83 Guía para la presentación de artículos

PRESENTACIÓN

La REVISTA ECONOMÍA POLÍTICA Y DESARROLLO surge en el marco del desarrollo de las actividades de investigación en sus diferentes modalidades, de vinculación tecnológica, de extensión universitaria y de relaciones internacionales, llevadas adelante por el CENTRO DE ESTUDIOS DE ECONOMÍA POLÍTICA Y DESARROLLO (CEEPyD) en la órbita del DEPARTAMENTO DE ECONOMÍA Y ADMINISTRACIÓN de la UNIVERSIDAD NACIONAL DE MORENO, en cumplimiento de sus LINEAMIENTOS ESTRATÉGICOS GENERALES 2017-2020, y que fueran aprobados por la Disposición DEYA N° 02/17.

Creada por la Disposición UNM-DEYA N° 01/2019 del Consejo del DEPARTAMENTO DE ECONOMÍA Y ADMINISTRACIÓN, y bajo la dirección de la Dra. Florencia MÉDICI, se propone conformar un espacio de reflexión, debate y difusión de conocimiento científico relevante en torno a la teoría económica, las relaciones internacionales y la economía política internacional, desde los más diversos enfoques, temas y problemáticas vinculados a estos campos.

Este nuevo espacio académico-científico y de investigación creado por el Departamento, aspira a reunir opiniones, reflexiones y propuestas desde las más diversas orientaciones teóricas, ideológicas y políticas, en procura de un debate interdisciplinario y pluralista que favorezca el avance teórico y metodológico de la disciplina y el mejoramiento de la calidad educativa en el Nivel Superior.

En suma, nos complace presentar esta REVISTA ECONOMÍA POLÍTICA Y DESARROLLO de la UNIVERSIDAD NACIONAL DE MORENO, quedando cordialmente invitados a participar en su próxima edición.

Moreno, marzo de 2019

Pablo A. TAVILLA

Director-Decano del Departamento de Economía y Administración
UNIVERSIDAD NACIONAL DE MORENO

Estimaciones alternativas de crecimiento y distribución para Argentina 1950-2006¹

Pablo G. BORTZ^{2 3 4}

Resumen

Fecha de recepción: 30/07/18
Fecha de aceptación: 14/12/18

Palabras Claves:

- *Crecimiento guiado por demanda*
- *Distribución del ingreso*
- *Argentina*

Clasificación JEL:

C22, C32, E12, E64, F43.

Presentamos un estudio de los efectos macroeconómicos en Argentina de una mayor participación de ganancias en el ingreso para el periodo 1950-2006, a través de un modelo macroeconómico kaleckiano. Se estiman dos versiones distintas del modelo. Utilizando un enfoque de ecuación única, en el que se supone la exogeneidad de la participación de ganancias, un aumento en la misma reduce el crecimiento del PBI, aunque los resultados no son muy significativos. Usando un enfoque VAR Estructural (SVAR) en el que la distribución es una variable endógena, encontramos débil evidencia de un impacto negativo de una mayor participación del ingreso sobre la actividad económica. Los resultados rechazan el argumento que la restricción salarial y una menor participación asalariada estimulen el crecimiento de la economía argentina.

1 Sugerencia de citación: Bortz, P. (2019). Estimaciones alternativas de crecimiento y distribución para Argentina 1950-2006, Revista de Economía Política y Desarrollo N° 1 VOL 1 - Nro 1, Mayo - Octubre 2019, ISSN 2618-5253 (impresa)/ISSN 2618-5539 (en línea).

2 CONICET- CEED/IDAES, Universidad Nacional de San Martín. Dirección: Av. Roque Saenz Peña 832, 7° piso, Código Postal 1035, Ciudad Autónoma de Buenos Aires, Argentina.

Correo Electrónico: pablobortz@yahoo.com

3 Este artículo está basado en trabajo hecho para mi disertación de maestría y de doctorado, en particular el capítulo 3 (Bortz, 2014). Una versión revisada fue publicada en Bortz (2016, capítulo 3).

4 Quisiera agradecer los comentarios y sugerencias, en distintas etapas de esta investigación, de Mario García Molina, Alfred Kleinknecht, Marc Lavoie, Susan Newman, Malcolm Sawyer y Servaas Storm. También quisiera aprovechar la oportunidad para agradecer la ayuda en la recolección de los datos y el análisis econométrico de Daniel Azpiazu, Eduardo Basualdo, Camilo Beltrán, Ariel Coremberg, Juan Cuattromo, Adriana Diaz Arias, Marcelo Dinenzon, Mirta Gallo, Juan Graña, Ricardo Martinez, Cecilia Nahón, Susan Newman, Manuela Robba, Juan Santarcángelo, Servaas Storm, Johana Suarez, Luis Suarez y María Florencia Ventura. Errores y omisiones son de mi entera responsabilidad.

Abstract

We analyse the macroeconomic effects of a rising profit share for Argentina (1950-2006), through a Kaleckian macro-model. Two separate versions of the model are estimated. Using a single equation approach, in which the profit share is taken to be exogenous, we find no significant impact of a higher profit share on Argentina's GDP. By means of a Structural VAR (SVAR) approach in which distribution is endogenous, we obtain weak evidence of a negative impact on aggregate activity of a higher profit share. Both pieces of econometric evidence reject the argument that real wage restraint and a lower wage share will stimulate the growth rates of the Argentinean economy.

Keywords:

- *Demand-led growth*
- *Income distribution*
- *Argentina*

I. INTRODUCCIÓN

Los países desarrollados han experimentado un dramático cambio en la distribución del ingreso en las últimas cuatro décadas. Se adoptó un enfoque macroeconómico que favorecía la restricción salarial y menores participaciones asalariadas en el ingreso, con el supuesto objetivo de estimular el crecimiento de la actividad, del empleo y la productividad. Las políticas implementadas fueron exitosas en sus objetivos inmediatos, ya que los salarios se estancaron y la participación asalariada disminuyó en la mayoría de los países de la OCDE (entre otros, Stockhammer, 2009; Storm y Naastepad, 2012; Hein, 2012). Sin embargo, estos cambios no surtieron los efectos sobre el empleo y el crecimiento que sus impulsores pronosticaron: el desempeño macroeconómico durante este período ha sido mucho más pobre que en las décadas previas, cuando altas tasas de crecimiento de la productividad y la actividad económica coexistían con elevados niveles de participación asalariada en el ingreso nacional.

Estos temas fueron abordados en diversos artículos que adoptaron un enfoque kaleckiano sobre el crecimiento económico, en el cual el efecto de menores salarios reales sobre el crecimiento no está (positivamente) predeterminado. Por el contrario, son factibles una variedad de resultados donde un salario real mayor, o una menor participación de

ganancias, puede tener un impacto positivo en la actividad económica y la inversión real. Ha habido contribuciones tanto teóricas como empíricas a esta rama de la literatura. En los trabajos pioneros de Rowthorn (1981) y Dutt (1984), aumentos en los salarios reales tenían impactos inequívocamente positivos sobre la inversión y el crecimiento económico.

Sin embargo, el trabajo más influyente ha resultado ser el de Bhaduri y Marglin (1990, B&M en adelante), particularmente en lo que se refiere a aplicaciones empíricas, ya que da lugar a una variedad de regímenes macroeconómicos. En términos generales, se supone que mayores salarios estimulan el consumo, pero tienen un efecto sobre la inversión indeterminado *a priori*: aunque los márgenes de ganancia puedan caer, el uso de la capacidad puede subir, por lo que el efecto final depende de la importancia relativa de estos dos impactos. Se asume también que el impacto sobre la balanza comercial es negativo, por lo que no se puede afirmar anticipadamente que una mayor participación de ganancias estimule la inversión y el crecimiento.⁵ Esa es la tarea del trabajo econométrico, habiendo florecido recientemente numerosos artículos empíricos

⁵ Para una reseña de modelos kaleckianos de crecimiento, ver Blecker (2002), Hein (2014), Lavoie (2014) y Bortz (2016, capítulo 3). En Setterfield (2010) hay varias contribuciones sobre diversos temas dentro del mismo enfoque.

sobre el tema, con estudios que adoptaron una u otra versión del modelo kaleckiano de crecimiento para analizar la naturaleza de los regímenes de demanda de los países desarrollados.⁶

En este trabajo nos proponemos realizar la misma tarea para una economía en desarrollo, Argentina, que ha experimentado cambios dramáticos y repentinos en los últimos sesenta años, el periodo cubierto en este artículo. En las primeras décadas de la posguerra, había una coexistencia entre una estrategia de desarrollo basada en la expansión del sector manufacturero con una mayor participación asalariada en los ingresos (aunque no en el mismo nivel que en economías industrializadas). Pero a partir de 1976, hubo una reorientación en la estrategia de desarrollo económico, con un proceso desindustrializador que avanzó junto con movimientos regresivos en la distribución del ingreso. Dado el carácter relativamente cerrado de la economía en el primer período señalado, se enfatizaba la necesidad de una mayor competitividad para mejorar el crecimiento económico, idea que respaldó la apertura comercial (y la reforma de la cuenta de capital) efectivizada en el segundo período. En esta ocasión queremos analizar si el aumento en la competitividad, traducido en indicadores de rentabilidad más elevados (y la participación de ganancias es uno de ellos), efectivamente tuvo el impacto sugerido por sus impulsores, no solo sobre la balanza comercial, sino además sobre la inversión y la actividad económica.

La estructura de este trabajo es la siguiente: en la próxima sección, se presentarán dos variantes del modelo kaleckiano de crecimiento que han sido utilizadas numerosamente en la literatura empírica. Nos estamos refiriendo a los trabajos de Hein y Vogel (2008) y a los de Onaran y Stockhammer (2004, 2006). En la tercera sección, resumiremos estudios previos sobre distintos países que hayan adoptado el mismo tipo de enfoque. Le sigue a continuación una breve reseña de la literatura sobre distribución y crecimiento vinculada a la experiencia argentina durante el período que nos ocupa. Luego de una sucinta exposición, en el cuarto apartado presentamos los resultados de los estudios

⁶ En las páginas siguientes se presenta una reseña de los mencionados artículos.

econométricos realizados. Los comentarios finales concluyen la sección seis.

II. MODELO KALECKIANO: DOS VERSIONES

Hay dos variantes distinguibles en la literatura referida a la corroboración empírica de la validez del modelo kaleckiano de crecimiento. La primera, más popular, considera a la distribución del ingreso como un factor exógeno, y evalúa cómo los cambios en los parámetros distributivos afectan a los componentes privados del PBI (consumo, inversión y balanza comercial). Las diferencias surgen a causa de distintas variables explicativas en cada función, pero se puede establecer a priori una dirección de causalidad específica. Esto es lo que hicieron Hein y Vogel (2008, H&V en adelante), trabajo que presentaremos a continuación.

La otra vertiente aplica lo que se ha llamado “enfoque sistémico” en el cual la determinación de la distribución del ingreso es igualmente endógena. Usualmente, utiliza un modelo VAR, o a veces VEC, en caso de que haya una relación de cointegración entre algunas o todas las variables endógenas. Este ha sido el método adoptado por Onaran y Stockhammer (2004, 2006; O&S en adelante).

II.1 Distribución exógena

El modelo no incluye mercados financieros ni progreso técnico,⁷ por lo que la productividad laboral y el cociente capital/producto potencial permanecen constantes. Se modela una economía abierta sin sector gubernamental, que depende de insumos importados para la producción de un único bien transable, apto como bien de consumo y como bien de inversión. El tipo de cambio nominal es determinado por la política monetaria, y es asumido exógeno.

⁷ En la mencionada compilación editada por Setterfield (2010), se destaca un capítulo de Hein y Van Treeck, que provee una reseña de artículos y trabajos que incorporan aspectos y variables financieras a modelos kaleckianos, mientras que el capítulo de Naastepad y Storm aborda el tema del cambio tecnológico.

Los modelos kaleckianos suponen que los precios se determinan por reglas basadas en algún tipo de margen sobre costos.⁸ En nuestro caso, las firmas computan un *mark-up* sobre costos variables unitarios (trabajo e insumos importados), determinado por las condiciones competitivas del mercado de bienes y por los poderes relativos de negociación de firmas y trabajadores en el mercado de trabajo (Kalecki, 1971). Con un poco de álgebra, los precios son explicados por las siguientes ecuaciones, equivalentes entre sí:

$$p = (1 + \theta) \left[\frac{w}{y} + p_f e \mu \right] \quad (1)$$

$$p = (1 + \theta) \frac{w}{y} \left[1 + \frac{p_f e \mu}{w/y} \right] = (1 + \theta) \frac{w}{y} (1 + z) \quad (1')$$

En estas ecuaciones, θ describe la tasa de *mark-up*, w representa el salario nominal, y es el producto real, p_f es el precio externo nominal, e representa el tipo de cambio nominal, μ simboliza los insumos importados unitarios. A su vez, z expresa el cociente entre los costos unitarios materiales (los insumos importados) y los costos laborales unitarios: $z = \frac{p_f e \mu}{w/y}$

Se puede demostrar que, con las definiciones previas, la participación de las ganancias en el ingreso agregado está dada por:

$$m = \frac{1}{\frac{1}{(1+z)\theta} + 1}$$

Un cociente mayor entre costos materiales y costos laborales implica una mayor participación de ganancias, para un determinado *mark-up*. Y un mayor *mark-up* también implica una mayor participación de ganancias, dado el mencionado cociente. La misma conclusión es válida para un tipo de cambio nominal más alto (más depreciado).

El tipo de cambio real es: $e_r = \frac{ep_f}{p}$, y en n términos dinámicos, tenemos:

$$\hat{e}_r = \hat{e} + \hat{p}_f - \hat{p}$$

Si calculamos la derivada de e_r con respecto al margen de ganancia θ y al salario nominal w , podemos ver que ambas son negativas, por lo que la derivada total $\frac{\partial e_r}{\partial m}$ es indeterminada *a priori*. Movimientos en las variables distributivas pueden tener efectos contradictorios en la competitividad-precio

⁸ Lee (1998), Downward (1999) y Lavoie (2014), entre otros.

externa, por lo que no es posible afirmar con anticipación si una mayor participación de ganancias provee un estímulo al crecimiento vía su impacto en el tipo de cambio.

Todos estos parámetros son exógenos, por lo que en términos estrictos debemos tomar a la participación de ganancias como dada; a la hora de realizar las simulaciones, se impondrán los shocks sobre el *mark-up*.

A fin de analizar el efecto de cambios en la distribución del ingreso sobre la actividad económica, se debe estudiar el equilibrio en el mercado de bienes en una economía abierta. La igualdad entre ahorro e inversión más las exportaciones netas es una identidad contable, pero tienen distintos determinantes. Para asegurar un estado estacionario, la tasa de ahorro (normalizada por el stock de capital, $\sigma = S/K$) debe ser igual a la suma de la tasa de inversión ($g = I/K$) más las exportaciones netas ($b = NX/K$).

El ahorro puede provenir tanto de salarios como de ganancias, aunque la propensión a ahorrar cuando el ingreso proviene de ganancias (s_p) es mayor que cuando proviene de salarios (s_w). Con u representando el uso de la capacidad, siendo v el cociente capital/producto, simbolizando el ingreso y g expresando la masa bruta de ganancias, tenemos la siguiente ecuación:

$$\sigma = \frac{s_p P + s_w (Y - P)}{K} = [s_w + (s_p - s_w)m] u/v \quad (2)$$

La inversión es explicada en base a la especificación propuesta en B&M, aunque no está exenta de críticas.⁹ Sin embargo, a diferencia del modelo presentado en Rowthorn (1981), permite la existencia de una variedad de regímenes de demanda, lo cual ha estimulado su extenso uso en aplicaciones empíricas. La función es la siguiente:

$$g^i = \gamma + \gamma_u u + \gamma_m m \quad (3)$$

En esta formulación, γ representa una inversión autónoma, explicada por alguna tendencia esperada de ventas, o los “espíritus animales” keynesianos. La inversión es reactiva a presiones de capacidad

⁹ Ver Mott y Slattery (1994), Lavoie (1995, 2014).

(medida por el uso de la capacidad) y la rentabilidad. Es turno de observar la balanza de pagos, para la cual adoptamos una especificación muy simple, hallada también en otros trabajos, como se explica en la tabla 2. La única representación de la balanza de pagos es la balanza comercial, que depende positivamente del tipo de cambio real y negativamente del uso de la capacidad (como indicador del estado de la demanda). A su vez, el tipo de cambio real también depende de variables distributivas, que son simbolizadas por la participación de ganancias. Por ende, tenemos:

$$b = \psi e_r(m) - \phi u, \psi \text{ y } \phi > 0 \quad (4)$$

Las condiciones de estabilidad requieren que el ahorro reaccione más vigorosamente a cambios en la demanda (representada por el uso de la capacidad) que la reacción conjunta de la inversión y las exportaciones netas. De otro modo, pequeños cambios en la actividad económica causarían una explosión imparable en la inversión, o un total colapso de la misma. En términos matemáticos, los parámetros deben cumplir la siguiente desigualdad:

$$[s_w + (s_p - s_w)m] \frac{1}{v} - \gamma u + \phi > 0 \quad (5)$$

En equilibrio, los valores del uso de la capacidad y de la tasa de crecimiento del stock de capital son:

$$u^* = \frac{\gamma + g_m m + \psi e_r(m)}{[s_w + (s_p - s_w)m] \frac{1}{v} - \gamma u + \phi} \quad (6)$$

$$g^* = \gamma + \frac{\beta[\gamma + g_m m + \psi e_r(m)]}{[s_w + (s_p - s_w)m] \frac{1}{v} - \gamma u + \phi} + g_m m \quad (7)$$

Este trabajo trata de analizar el efecto de cambios en la distribución del ingreso sobre el crecimiento económico. La variable independiente en este modelo es, y el impacto de su variación sobre los valores de equilibrio del uso de la capacidad y la inversión son:

$$\frac{\partial u^*}{\partial m} = \frac{g_m - (s_p - s_w) \frac{u}{v} + \psi \frac{\partial e_r}{\partial m}}{[s_w + (s_p - s_w)m] \frac{1}{v} - \gamma u + \phi} \quad (8)$$

$$\frac{\partial g^*}{\partial m} = \frac{g_m \left(\frac{s_w}{v} + \phi \right) + (s_p - s_w) \left(g_m \frac{m}{v} - g_u \frac{u}{v} \right) + g_m \psi \frac{\partial e_r}{\partial m}}{[s_w + (s_p - s_w)m] \frac{1}{v} - \gamma u + \phi} \quad (9)$$

Las condiciones de estabilidad requieren que el denominador sea positivo. Las ecuaciones (8) y (9) pueden ser de un signo u otro, dependiendo del numerador. Respecto del impacto sobre el uso de la capacidad, el incremento en la participación de ganancias tiene un efecto positivo a través de su impacto en la inversión (g_m), un efecto negativo a través del consumo ($(s_p - s_w) \frac{u}{v}$) y un efecto indeterminado en la balanza comercial ($\psi \frac{\partial e_r}{\partial m}$). Este último depende del origen del cambio: se supone que salarios más bajos aumentan la competitividad, pero márgenes de ganancia más elevados la deterioran. El efecto sobre la inversión es también de signo indeterminado, y depende de la magnitud relativa de los signos g_m y g_u . Bien puede ocurrir que el signo de la ecuación (8) sea positivo mientras que la ecuación (9) sea negativa.

II.2 Distribución endógena

O&S (2004, 2006) siguieron una ruta diferente. En sus trabajos, los autores cuestionan el carácter autónomo de la distribución del ingreso, argumentando en favor de un análisis simultáneo de estos tópicos, donde la distribución, la demanda y la inversión sean todas variables endógenas. Para ello, adoptan una metodología de Vectores Auto-Regresivos Estructural (SVAR, por sus siglas en inglés). Sin embargo, no aplican un modelo econométrico desprovisto de teoría, sino todo lo contrario. Lo que caracteriza la metodología SVAR, lo que le da el carácter de "estructural", es que uno puede imponer restricciones sobre la interacción contemporánea de las variables y luego testear hipótesis a fin de corroborar o rechazar su pertinencia empírica. Estas restricciones están basadas en un modelo teórico, que en el caso de O&S sirven el propósito de estimar muchas de las hipótesis incluidas en el trabajo de H&V. O&S enfatizan que, aun imponiendo restricciones contemporáneas sobre el comportamiento de las variables, uno todavía puede observar en el largo plazo, con esta metodología, valores opuestos a los efectos contemporáneos.

Las restricciones impuestas sobre las interacciones contemporáneas de las variables representan el núcleo teórico del modelo. En el cuadro 1 se presenta una lista completa de las mismas, aunque

no será factible un testeo de todas ellas, debido a las características de los datos y otros problemas econométricos que serán explicados en su debido momento.

La ecuación A es similar a la ecuación (3), con variables rezagadas para reflejar un efecto acelerador, e incluye a las exportaciones netas como variable explicativa. Según O&S, esta especificación intenta testear la relevancia de una estrategia inversora orientada hacia las exportaciones (en el artículo de 2006, aplican este modelo a Corea del Sur y Turquía). La inversión, a su vez, también afecta el uso de la capacidad, así como la participación de ganancias, aunque en este último caso el signo de es a priori indeterminado: si es positivo, se puede afirmar que el régimen de demanda es tirado por ganancias; y si es negativo, se puede caracterizar al sistema como tirado por salarios.

Aunque no es objetivo de este artículo explorar en profundidad los determinantes de la distribución del ingreso, la metodología SVAR nos obliga a echar una mirada sobre el tema, y no resultan irrazonables las variables escogidas. En la ecuación C, se supone que un mayor uso de la capacidad instalada impacta positivamente sobre la participación de ganancias, que es afectada negativamente por un mayor nivel de empleo, debido a un mayor poder de negociación de los trabajadores. La ecuación de exportaciones netas es similar a la ecuación (4), con el uso de la capacidad instalada (y d_1 con signo negativo, reflejando presiones de demanda y mayores importaciones) y la participación de ganancias a fin de reflejar la competitividad de la economía,

esperando un signo positivo de d_2 . En caso de que no lo sea, o que no resulte estadísticamente significativo, estaría indicando que no resultarían suficiente las devaluaciones y las transferencias de ingreso que las acompañan (o deberían ser de una magnitud excesiva) para mejorar el desempeño de la balanza comercial.

Finalmente, la ecuación E expresa el movimiento en el empleo, usando como factores explicativos los valores rezagados de la misma variable (a fin de reflejar un proceso de histéresis), la inversión, el cambio en la capacidad instalada, y dos variables que pueden capturar el efecto de una estrategia de desarrollo orientada a las exportaciones: la participación de ganancias y las exportaciones netas. La primera variable también pretende capturar la hipótesis neoclásica según la cual una distribución regresiva del ingreso es un requisito para estimular la ocupación.

III. ARTÍCULOS PREVIOS SOBRE DISTINTOS PAÍSES

El cuadro 2 presenta un resumen de diversos estudios que utilizaron alguna u otra versión del modelo kaleckiano de crecimiento para analizar distintos países. Esta tabla está basada e inspirada en H&V (2008, pp. 488-489), a la cual se le añadieron estudios más recientes. Se incluyen las técnicas econométricas, los períodos, las especificaciones funcionales y los resultados. En el apéndice D de Onaran y Galanis (2012) se encuentra una reseña más exhaustiva en términos de países, pero menos detallada en términos de técnicas y especificaciones. Resulta evidente que la metodología adoptada

Cuadro 1. Lista de ecuaciones del modelo de Onaran y Stockhammer (2004; 2006)

A. Inversión	$g_t = a_0 + a_1u_{t-1} + a_2m_{t-1} + a_3nx_t$
B. Uso de la capacidad	$u_t = b_1g_t + b_2m_t$
C. Participación de ganancias	$m_t = c_0 + c_1u_t + c_2L_{t-1}$
D. Exportaciones netas	$nx_t = d_1u_t + d_2m_t$
E. Empleo	$L_t = e_0 + e_1g_t + e_2\Delta u + e_3L_{t-1} + e_4m_t + e_5nx_t$

por Hein y Vogel fue la más utilizada, aunque las especificaciones exactas varían de acuerdo a los estudios.

Los resultados cambian considerablemente entre los estudios, dependiendo de las especificaciones de las regresiones, el período de análisis, la frecuencia de las observaciones, etcétera, aunque en general se encuentra una mayoría de países tirados por salarios. Quizá sea una excepción los Estados Unidos, que resultó ser tirado por ganancias según la mayoría de los estudios (aunque no todos), pero los mismos no incluyeron medidas del endeudamiento de hogares, por ejemplo, que pueden empañar una nítida distinción entre inversiones financiadas con ganancias y consumo financiado con salarios.

Onaran y Galanis (2012) adoptan un método nuevo, haciendo una pregunta relativamente novedosa. Ellos realizan los mismos tests que Hein y Vogel para el consumo y la inversión, mientras

que para las exportaciones netas siguen a Ederer, Onaran y Stockhammer (2009). No obstante, ese trabajo presenta una innovación con respecto a los anteriores.

Los autores desarrollan, sin embargo, un “multiplicador global”, el cual toma en cuenta un punto pocas veces recordado en las recetas de austeridad enunciadas con el fin de “mejorar la competitividad” para países en crisis: si todos (o la mayoría de) los países bajan sus salarios al mismo tiempo, aunque alguno reaccione positivamente por sí mismo, el efecto es anulado por el impacto agregado de la austeridad global. Este resultado se corrobora en la zona euro y en 15 de los 20 miembros del G20. Como los autores afirman:

“el resultado más novedoso de este trabajo es que aún si hay algunos países que sean tirados por ganancias, la economía global es tirada por salarios. Por ende, un recorte simultáneo de salarios en una economía global altamente integrada dejará a la mayoría de los países solamente el efecto negativo de la demanda doméstica, y la economía

Cuadro 2. Reseña de aplicaciones empíricas del modelo kaleckiano de crecimiento, basado en Hein y Vogel (2008, 488-489)

Autor	Países	Método econométrico	Economía cerrada	Economía abierta
Caballero y Boyer (1995)	Fr., Alem., Jap, RU y EEUU	MCO con ajuste AR (1)	Todas x salarios	Fr., Alem., Jap: x salarios; RU y EEUU: x ganancias.
Gordon (1995)	EEUU	MC2E (con ajuste	x ganancias	x ganancias
Onaran y Stockhammer (2004)	Fr., RU y EEUU	SVAR	No estimada	No significativa*
Onaran y Stockhammer (2006)	Turquía y Corea del Sur	SVAR	No estimada	x salarios, Turquía in corto plazo, Corea del Sur en largo plazo
Naastepad (2006)	Países Bajos	MCO (con ajuste AR(1))	Wage-led	x salarios (pero solo marginalmente)
Naastepad y Storm (2007)	Fr., Alem., It., Jap., PaBa., Esp., RU, EEUU	MCO (con ajuste AR o ARIMA)	Fr., Al., It., Esp., PaBa., RU: x salarios; Jap., EEUU: x ganancias.	Fr., Al., It., Esp., PaBa., RU: x salarios; Jap., EEUU: x ganancias.
Ederer y Stockhammer (2008)	Austria	MCO (estimado como ECM)	x salarios.	x salarios en 1960, x ganancias en 2005.
Hein y Vogel (2008)	Austria, Fr., Alem., PaBa., RU y EEUU	MCO (con ajuste AR(1), otros estimados como ECM)	Austria, Fr., Al., RU y EEUU: x salarios; PaBa: x ganancias	Fr., Al., RU y EEUU: x salarios; Austria y PaBa: x ganancias.
Ederer, Onaran y Stockhammer (2009)	Area euro	MCO (con ajuste AR(1))	x salarios.	x salarios.
Stockhammer y Stehrer (2011)	Australia, Can., Alem., Fin., Fr., Ir., Jap., Lux., PaBa, Sue., RU y EEUU	MCO (estimado como ECM)	Al., Fin., Fr., Irl., Lux., PaBa., Sue.: x salarios; Australia, RU x ganancias; Jap., EEUU: no signif.	
López Gallardo (2012)	Francia, Alem, Japón, España, RU y EEUU	VEC	No estimado	Francia, Alem, Japón, España, RU y EEUU: x salarios.
Caballero Urdiales y López Gallardo (2013)	México	VEC	No estimado	x salarios.

global se contraerá. Encima, algunas economías tiradas por ganancias se contraerán si disminuyen la participación asalariada, en caso de que sus socios comerciales implementen una estrategia similar.” (Onaran y Galanis, 2012, p. 42, traducción propia).

La última línea de literatura a mencionar es el trabajo de Julio López Gallardo, en particular López Gallardo (2012) y Caballero Urdiales y López (2013). El autor estima modelos similares para seis economías desarrolladas, usando modelos de Vectores de Corrección de Errores (VEC), tomando en cuenta la participación asalariada, el producto mundial, la tasa de interés, algún indicador del estado de liquidez de la economía y el gasto público. En el último trabajo, utiliza un modelo similar para la economía mexicana, agregando el impacto negativo sobre el PBI de los impuestos. Este artículo es de gran importancia ya que está entre los primeros en analizar una economía latinoamericana con una perspectiva teórica similar.

IV. ARTÍCULOS PREVIOS SOBRE DISTINTOS PAÍSES

Si bien los economistas argentinos se interesaron desde hace largo tiempo en los efectos de la distribución del ingreso sobre la actividad económica, no ha sido sino hasta años recientes que aparecieron estudios que abordan la cuestión en una forma econométricamente más formal, en particular Lanata Briones y Lo Vuolo (2008, 2011; LB&LV en adelante). Sin embargo, más informalmente, se pueden rastrear artículos hasta los años setenta, empezando con una discusión entre Lavagna (1978a, 1978b) y De Pablo (1978). El punto de Lavagna era que la tasa de inversión durante los gobiernos “populistas” (básicamente, los gobiernos peronistas) no era sustancialmente distinta que durante los gobiernos “liberales” (estirando la definición para englobar a las dictaduras de la época), aun cuando la participación asalariada en el ingreso era en promedio 6% más alta en los gobiernos populistas que durante los regímenes “liberales”. Usando otras definiciones de inversión (neta en vez de bruta), De Pablo encuentra argumentos opuestos, aunque no se refiere explícitamente a la distribución del ingreso.

Panigo, Depetris-Chauvín, Pasquini y Pussettol (2007) encontraron una influencia positiva y significativa de la participación de los *asalariados* sobre la inversión privada para el período 1970-2005. No obstante, en un modelo macroeconómico más completo (Panigo, Herrero, López, Montagu y Toledo, 2009) se encuentra que tanto el uso de la capacidad como la participación de *ganancias* eran variables explicativas positivas y significativas de la inversión privada para el período 1970-2007, aunque la participación de ganancias tenía un impacto negativo sobre el consumo privado, como era de esperarse. Lindenboim, Kennedy y Graña (2005, 2006, 2011), a su vez, hallaron una tasa de inversión relativamente constante en promedio (aunque no estable) durante largos períodos de tiempo, en contexto de fuertes cambios en la distribución ganancias-salarios, en particular a partir de mediados de los años setenta y durante los años noventa. La participación de ganancias creció a través de grandes saltos (en especial, en 1976, 1989 y 2002), sin experimentar caídas abruptas, pero la tasa de inversión no subió en la misma forma.

Esta explicación no es incompatible con la historia relatada por Basualdo (2006). Durante gobiernos peronistas y hasta alrededor de 1962, el ciclo económico estaba dictado por movimientos en la participación del salario, la única fuente de demanda en una economía relativamente cerrada, con un proceso industrializador orientado a los bienes de consumo. Luego del gobierno de Frondizi, las clases dominantes pudieron depender más del crecimiento de los productores de bienes intermedios y de las exportaciones manufactureras. En la tipología desarrollada por B&M y resumida por Blecker (2002), sería un régimen tirado por ganancias con rasgos cooperativos (aunque el conflicto social del período no lo reflejase).

En la última dictadura ocurrió un cambio en el régimen de demanda, con la dependencia del endeudamiento externo como principal atenuante de la restricción de divisas, según Basualdo. La rentabilidad se desligó aun más de la demanda doméstica, volcándose más a la inversión financiera que la inversión real, en un contexto de severo deterioro de la distribución del ingreso (la partici-

pación del ingreso cayó del 50% al 30% en solo un año). La demanda doméstica se estancó, y lo poco que floreció fue alimentado por la deuda externa, no por la inversión. Esto podría configurar un régimen tirado por salarios conflictivo, en la tipología mencionada.

Es tiempo de hacer una referencia a LB&LV, en especial a su último trabajo, ya que se basa en el anterior, al que le agrega unos años a los datos (1960–2008). Los autores encuentran que la economía argentina tuvo durante esos años un régimen de demanda tirado por los salarios, pero con características que no fueron homogéneas a lo largo del período. En el primero, que data de 1960 a 1981, la propensión a ahorrar del ingreso asalariado era muy inferior a la propensión a ahorrar del ingreso proveniente de ganancias, por lo que la participación asalariada guiaba el consumo privado y creaba un importante efecto acelerador, influenciando por ende la inversión.

Para el segundo período, los resultados también indican un régimen tirado por salarios, pero con características más atenuadas, al punto de decir que los resultados no son significativos. Las propensiones a consumir de ambas clases son muy parecidas pero, al mismo tiempo, hay una fuerte escisión entre la participación de ganancias y la tasa de inversión. Ambos factores se pueden interpretar de forma similar a Basualdo (2006). Ocurrió un cambio de régimen, basado en la apertura de la cuenta capital y la desregulación del sector financiero, en el que el aumento de la riqueza financiera se convirtió en el principal mecanismo de generación de ganancias, un proceso identificado recientemente en el mundo desarrollado y conocido como financiarización, en el cual el consumo es impulsado por el endeudamiento (por eso es que aumenta tanto la propensión a consumir del ingreso por ganancias) y en el cual el excedente es canalizado al sector financiero y, en el caso argentino, a activos externos como ser la tenencia de dólares y depósitos en centros financieros globales. Por consiguiente, se tratará de corroborar estos hallazgos con los datos disponibles (la mayoría de los datos de LB&LV fueron elaborados por ellos mismos basados en diferentes fuentes; nosotros tomaremos datos de fuentes primarias, como se explicará luego).

Finalmente, Onaran y Galanis (2012) encontraron que, domésticamente hablando (esto es, mirando solo el consumo y la inversión privada), Argentina era entre los años 1970–2005 una economía tirada por salarios, pero que el efecto positivo del aumento de la participación de ganancias sobre las exportaciones netas era de una magnitud suficiente para convertir al país en una economía tirada por salarios. Sin embargo, los autores mencionan (como lo dijimos anteriormente) que, si se incluye el efecto de una contracción global simultánea, la economía recobra su caracterización de tirada por salarios; y lo mismo se corrobora aun si solo sus socios comerciales (y no el mundo entero) siguen la misma ruta.

V. ENFOQUES ECONOMETRICOS Y DATOS

V.1 La econometría

Si vamos a realizar una estimación con Mínimos Cuadrados Ordinarios, debemos revisar la no-estacionariedad de las variables, revisar su orden de integración, y si hay alguna relación de cointegración entre las variables involucradas. Si no, estaríamos omitiendo una variable relevante, y H&V se cuidan de no cometer ese error. En su modelo, estiman una ecuación para cada componente del PBI excepto el gasto público. Para el consumo privado, usan la compensación laboral real y las ganancias brutas reales como variables independientes. Para la balanza comercial, usualmente se incluye alguna otra variable exógena como el crecimiento del PBI global (nosotros usaremos el PBI mundial), así como en la función de inversión. En el enfoque de VAR, la separación entre variables endógenas y exógenas es menos nítida.

O&S testean un modelo VAR estructural (SVAR) para cinco países, incluyendo dos emergentes. ¿Qué es lo que hace a un VAR “estructural”? Consideremos el siguiente modelo:

$$y_t = b_{10} - b_{12}x_t + \gamma_{11}y_{t-1} + \gamma_{12}x_{t-1} + \epsilon_{yt} \quad (10)$$

$$x_t = b_{20} - b_{21}y_t + \gamma_{21}y_{t-1} + \gamma_{22}x_{t-1} + \epsilon_{xt} \quad (11)$$

Reordenando y en notación matricial, tenemos:

$$\begin{bmatrix} 1 & b_{12} \\ b_{21} & 1 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} y_t \\ x_t \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} b_{10} \\ b_{20} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \gamma_{11} & \gamma_{12} \\ \gamma_{21} & \gamma_{22} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} y_{t-1} \\ x_{t-1} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \epsilon_{yt} \\ \epsilon_{xt} \end{bmatrix}$$

O:

$$Bx_t = \Gamma_0 + \Gamma_1 x_{t-1} + \epsilon_t \quad (12)$$

Si premultiplicamos por B-1 llegamos a (13):

$$x_t = A_0 + A_1 x_{t-1} + e_t \quad (13)$$

La ecuación (12) es un VAR primitivo o “estructural”, mientras que la ecuación (13) es un VAR estándar. La matriz B captura los efectos contemporáneos entre las variables endógenas, asumiendo que los errores de (10) y (11) son independientemente distribuidos y de ruido blanco, con desvío estándar σ_y y σ_x . Los errores del vector e tienen media cero y varianza constante, pero están correlacionados entre sí. La estabilidad del sistema, o su estacionariedad, requiere que la inversa de los autovalores de la matriz A sean menores a uno en valor absoluto, o en caso de que sean complejos, que tengan una parte real menor que uno.

El procedimiento usual para estimar este modelo, el cual seguiremos, es empezar estimando (13) por MCO, obteniendo la matriz A1 y el vector de errores. Con esa información se estiman los elementos de B por máxima verosimilitud. Inmediatamente surge el problema de que, como es evidente, (12) tiene más parámetros que (13), por lo que se le deben imponer un número de restricciones a los valores de B. El número de restricciones debe ser igual o menor que $(k^2 - k)/k$, con k siendo el número de variables.

Cabe resaltar que O&S no siguen exactamente este procedimiento porque requiere diferenciar las variables en caso de que tengan una raíz unitaria. Lo que hacen es añadir un intercepto y una tendencia temporal para lidiar con la raíz unitaria. O&S están del lado de Sims (1980) en este tema.

Sims enfatiza que el objetivo del análisis de VAR es analizar las relaciones entre las variables y no los parámetros en sí. Sin embargo, Enders (2010) está enfáticamente en contra de esta postura, especialmente si se quiere estimar un modelo estructural. Lo que se debería hacer si hay relaciones de cointegración entre las variables, análogamente al caso de una ecuación, es estimar un VECM. La expresión formal de un VECM es la siguiente:

$$\Delta x_t = \pi_0 + \pi x_{t-1} + \pi_1 \Delta x_{t-1} + \pi_p \Delta x_{t-p} + \epsilon_t \quad (14)$$

Donde π_0 es un vector con número de filas igual a la cantidad de variables k, las matrices π_i son de $k \times k$, al igual que la matrix π , que debe tener uno o más elementos distintos de cero (representando los vectores de cointegración) y ϵ_t es un vector con errores ϵ_{it} , que pueden estar correlacionados con ϵ_{jt} . En la metodología de Engel-Granger, el término $\pi x_{(t-1)}$ es reemplazado por los residuos de la regresión (13). Esta es la metodología que aplicaremos en caso de encontrar una relación de cointegración entre las variables.

V. 2. Los datos

Los datos han sido obtenidos de distintas fuentes, teniendo cuidado en asegurar su consistencia. El trabajo de Graña y Kennedy (2008) actualiza y corrige las series sobre distribución del ingreso y ocupación presentadas en la cual fue la fuente usada en versiones previas de este artículo.¹⁰ Las variables y las fuentes son las siguientes:

¹⁰ El autor cedió gentilmente los valores de las participaciones de salarios y ganancias para el año 2006.

Cuadro 3. Lista de variables y fuentes

Variable	Unidad	Fuente
PBI	Millones de pesos	Coremberg et al (2007) para 1950-1992; Dirección Nacional de Cuentas Nacionales para 1993-2006.
Consumo privado	Millones de pesos	Coremberg et al (2007) para 1950-1992; Dirección Nacional de Cuentas Nacionales para 1993-2006.
Inversión privada bruta fija	Millones de pesos	Coremberg et al (2007) para 1950-1992; Dirección Nacional de Cuentas Nacionales para 1993-2006.
Balanza comercial	Millones de pesos	Ferrerres (2005) for 1950-1992; Dirección Nacional de Cuentas Nacionales for 1993-2006.
Participación de salarios y ganancias		Graña y Kennedy (2008).
Empleo		Graña y Kennedy (2008).
PBI mundial	Millones de dólares de 1990, convertidos en Geary Khamis PPP	Conference Board Total Economy Database

El cuadro 4 muestra los resultados de los test de raíces unitarias de las variables. Los test usados son el Augmented Dickey-Fuller (el número de rezagos fue escogido de acuerdo al menor Criterio de Información Bayesiana, BIC) y el Phillips-Perron. No siempre produjeron las mismas conclusiones, pero se puede inferir lo siguiente: las variables no tienen el mismo orden de integración, ni en general ni durante los mismos períodos. La participación de ganancias no es una variable integrada, pero las ganancias brutas reales sí lo son, al igual que la compensación laboral real. Ambas variables fueron deflactadas por el deflactor de precios del PBI. Los logaritmos del nivel de empleo son I(1), aunque el nivel en sí es I(2). La balanza comercial, a su vez, tiene un comportamiento distinto según el período al que nos refiramos. Algunos de los test realizados con el menor BIC rechazan la hipótesis nula de raíz unitaria para el periodo 1950-1981, pero ninguno la rechaza para el período 1982-2006. Más abajo se ofrecerá una explicación acerca de la relevancia de ese año. Un asterisco en la tabla representa significatividad al 90%.

consistentes con estimaciones previas. Sosa-Escudero (1997), por ejemplo, analizó el PBI para 1900-1993 y concluyó que no se puede rechazar la hipótesis nula de raíz unitaria. Carrera, Félix y Panigo (1999) hallaron resultados similares para el PBI, la balanza comercial, el empleo y la inversión para el período 1980-1998 con data trimestral. Las mismas conclusiones fueron alcanzadas por LB&LV.

En general, los resultados acerca de la presencia de raíces unitarias en las variables mencionadas son

Cuadro 4. Test de variables unitarias

Variable	ADF	Phillips-Perron
Log(Inversión Privada)	-2.738658	-2.796128
D(Log(Inversión Privada))	-7.398887*	-7.411334*
Log(PBI)	-2.277453	-2.127428
D(Log(PBI))	-6.289574*	6.204729*
Log(Participación Ganancias)	-3.644979*	-2.738023*
Log(Empleo)	-3.458071*	2.579722
D(Log(Empleo))	-5.180338*	-4.849029*
Log(Consumo Privado)	-2.046322	-2.044508
D(Log(Consumo Privado))	-8.181970*	-8.076686*
Exportaciones netas	-5.198181*	-3.105646
D(Exportaciones netas)	-6.089349*	-6.043961*
Log(Comp. Salarial)	-1.263231	-2.316776
D(Log(Comp. Salarial))	-11.67320*	-14.11344*
Log(Ganancias reales)	1.435049	6.367711
D(Log(Ganancias reales))	-11.57621*	-26.98484*
Log(PBI Global)	-1.692615	-1.859402
D(Log(PBI Global))	-4.606323*	-4.606323*

VI. RESULTADOS**VI. 1 El modelo de H&V****VI.1.1 Consumo privado**

Todas las ecuaciones fueron estimadas usando la matriz de varianza-covarianza de White que provee correlaciones y desvíos estándar consistentes aun en presencia de heteroscedasticidad. En cuanto al consumo privado, los estudios que hemos reseñado utilizan distintas especificaciones. En nuestro caso seguiremos a Hein y Vogel (2008) y Onaran y Galanis (2012), trabajos en los cuales se estiman los efectos de un cambio en la distribución sobre el consumo agregado en base a la siguiente ecuación:

$$C = f(W, \Pi) \quad (15)$$

Donde C_t es el consumo privado, W_t es la compensación real al salario y Π son las ganancias reales brutas. Los logaritmos de las tres variables resultaron ser I (1), y no pudimos rechazar la existencia de una relación de largo plazo entre ellas, por lo que estimamos un Modelo de Corrección de Errores con la siguiente especificación:

$$d[\log(C_t)] = c + \beta_1 d[\log(W)_t] + \beta_2 d[\log(\Pi_t)] + \beta_3 d[\log(W_{t-1})] + \beta_4 d[\log(\Pi_{t-1})] + \beta_5 d[\log(C_{t-1})]$$

$$(16)$$

A fin de obtener las elasticidades de largo plazo con respecto a la compensación real salarial y las ganancias reales, hay que dividir los coeficientes β_1 y β_2 por uno menos el coeficiente de la variable dependiente rezagada, β_5 .

Los resultados hallaron que la compensación real salarial era una variable explicativa significativa del consumo privado a un 95% de confianza, pero no fue el caso de las ganancias reales brutas. Aun más, el coeficiente es muy pequeño y negativo, aunque el impacto de corto plazo fue positivo (pero igualmente no significativo). El test de Wald mostró que los coeficientes eran conjuntamente significativos, con un R2 ajustado de 0.2776. Se incluyó una variable *dummy* para el año 1993 a fin de controlar la distribución normal de los errores. El cuadro 5 resume los resultados, con DW representando el test Durbin-Watson.

Cuadro 5. Resultados de ecuación de consumo privado

Variable	Coefficiente	Estadístico t	Probabilidad
c	0,014485*	1,930572	0,0595
β_1	0,105177**	2,013342	0,0497
β_2	-0,008530	-0,161158	0,8726
β_3	0,065466	1,523126	0,1343
β_4	0,032052	0,531002	0,5979
β_5	0,085675	1,290225	0,2032
R^2	0,350979		
$R^2_{ajustado}$	0,269852		
F		4,326262	0,00145
DW		2,030320	

A fin de calcular los efectos directos parciales sobre el consumo de cambios en la distribución, los coeficientes β_1 y β_2 fueron divididos por $(1-\beta_3)$ a fin de obtener la elasticidad de largo plazo del consumo con respecto a ganancias y salarios. Posteriormente, se calcularon los efectos directos parciales de cambios en la participación asalariada de la misma forma que H&V y Onaran y Galanis (2012), de acuerdo a la siguiente condición:

$$\frac{\partial c}{\partial m} = \beta_2 \left(\frac{C}{\pi} \right) - \beta_1 \left(\frac{C}{W} \right)$$

Con los mencionados ajustes, β_2 vale -0,00933, mientras que β_1 0,115032. Para los términos entre paréntesis, usamos el valor promedio de cada cociente durante el período, que fue de 1,289 en el caso de $\frac{C}{\pi}$ y de 1,939 en el caso de $\frac{C}{W}$. En base a estos datos, un incremento porcentual en la participación de ganancias reduciría 0,23508% el PBI, considerando exclusivamente su impacto sobre el consumo.

VI. 1.2 Inversión privada

Dado el hecho de que tanto la inversión como el PBI son I(1), en nuestra especificación, cambios en la inversión están ligados a cambios contemporáneos y pasados en la participación de ganancias, y a cambios contemporáneos y pasados en el PBI. La lógica es que cambios en el PBI aceleran (o ralentizan) la inversión. Esto no refleja exactamente el principio del acelerador (ya que relaciona el nivel de inversión con el cambio en el PBI), pero es similar. Se puede asumir que hay un nivel necesario de inversión a fin de cubrir la depreciación del stock de capital, y que la inversión por encima

de ese nivel es estimulada por cuán rápido crezca la economía. Los efectos contemporáneos y rezagados de la participación de ganancias reflejan la idea keynesiana de que las expectativas se forman sobre la base de las circunstancias actuales –si no hay razones para esperar un cambio– y permiten que expectativas de rentabilidad pasadas se materialicen en las decisiones de inversión de las firmas. La especificación de la función de inversión es:

$$d[\log(I_t)] = c + \alpha_1 d[\log(GDP_t)] + \alpha_2 d[\log(m_t)] + \alpha_3 d[\log(GDP_{t-1})] + \alpha_4 d[\log(m_{t-1})] + \alpha_5 d[\log(I_{t-1})] \tag{17}$$

En este caso, α_2 no representa la elasticidad de largo plazo de la inversión con respecto a la participación de ganancias, ya que la misma no es una variable integrada. El impacto total de la participación de ganancias está dado por la suma de α_2 y α_4 , dividida por uno menos el coeficiente de la variable endógena rezagada, α_5 . El cuadro 6 muestra los resultados de la regresión, que fue conjuntamente significativa, con un elevado R2. Se usó una variable dummy para el año 1991 a fin de controlar la normalidad de los errores.

Cuadro 6. Resultados de ecuación de inversión privada

Variable	Coefficiente	Estadístico t	Probabilidad
c	0,140563	0,567686	0,5729
α_1	2,5320720***	8,357637	0,0000
α_2	-0,314988	-0,878394	0,3841
α_3	0,057361	0,182769	0,8557
α_4	0,375582*	1,746825	0,0871
α_5	-0,016998	-0,720802	0,4745
R^2	0,709715		
$R^2_{ajustado}$	0,673429		
F		19,559120	0,0000
DW		1,866924	

El efecto del PBI sobre la inversión fue el esperado. Hay una relación de largo plazo significativa entre el PBI y la inversión. Pero cuando vemos los coeficientes que capturan el impacto de la participación de ganancias, solo los cambios pasados parecen tener un efecto significativo sobre la inversión (con un nivel de confianza del 90%). Cambios más recientes impactan en verdad de forma negativa, de acuerdo al signo de α_2 , aunque no es un coeficiente significativo, y menor a α_4 en valor absoluto. Recordando que debemos ajustar por el valor de la variable endógena rezagada, el impacto parcial directo sobre la inversión está dado entonces por:

$$\frac{\partial I}{\partial m} = \frac{\alpha_2 + \alpha_4}{1 - \alpha_5} \left(\frac{I}{Y} \right)$$

El valor promedio del cociente $\left(\frac{I}{Y} \right)$ durante el período fue 0,154171. El cociente de los coeficientes es 0,059581. Por lo tanto, el efecto sobre el PBI a través de una mayor inversión sería de 0,009186%.

VII.1.3 Balanza comercial

El modelo teórico presentado anteriormente afirma que el efecto de una mayor participación de ganancias sobre las exportaciones netas es en principio ambiguo, ya que tanto un mayor margen de ganancias como un mayor salario nominal impactan negativamente en el tipo de cambio real. En cierto modo, la elasticidad-precio de la balanza comercial estaría capturada en dicho coeficiente. Como mencionamos, el comportamiento de la balanza comercial difiere de acuerdo al período que seleccionemos, ya que a partir de 1982 se puede

advertir la presencia de una raíz unitaria en la serie. No obstante, cuando realizamos las estimaciones para el período 1950–1981 se detectó un quiebre estructural en la regresión en el año 1976 (el test de Chow da una probabilidad de 0,00031, no se encontró ningún quiebre en 1964). Por lo tanto, haremos dos regresiones, una para 1950–1976, y la otra para 1982–2006. Para la primera, usamos la siguiente especificación:

$$\frac{NX_t}{GDP_t} = c + \varepsilon_1 d[\log(GDP_t)] + \varepsilon_2 [\log(GDP_t^f)] + \varepsilon_3 m_t + \varepsilon_4 AR(1) \quad (18)$$

Para el segundo período seguimos a H&V (2008) e incluimos los valores rezagados de las exportaciones netas y la participación de ganancias:

$$\frac{NX_t}{GDP_t} = c + \gamma_1 d[\log(GDP_t)] + \gamma_2 [\log(GDP_t^f)] + \gamma_3 m_t + \gamma_4 m_{t-1} + \gamma_5 \frac{NX_{t-1}}{GDP_{t-1}} \quad (18')$$

¿Por qué encontramos un cambio en 1982? Una explicación razonable es que fue recién con la crisis de la deuda a comienzo de los años ochenta que se hizo evidente el nuevo carácter de la restricción externa. La cuenta corriente ya no era el factor dinámico y autónomo de la balanza de pagos, sino la cuenta de capital y financiera.

Los resultados de los cuadros 7.a y 7.b están en términos porcentuales. De acuerdo a los mismos, durante el primer período la participación de ganancias no resulta significativa. El coeficiente del PBI tiene el signo esperado, aunque extrañamente no es significativo. La ecuación en sí no es significativa. Los resultados aparecen en el cuadro 7.a, y serán considerados para la estimación total.

Cuadro 7.a. Resultados de ecuación de exportaciones netas para el período 1950-1976

Variable	Coficiente	Estadístico t	Probabilidad
c	-0.033014	-1,468786	0.1574
ϵ_1	-0.027767	-0,74540	0.4647
ϵ_2	0.025185	0,224809	0.8244
ϵ_3	0.000569	1,282700	0.2143
ϵ_4	0.459642*	1,940890	0.0665
R^2	0.275489		
$R^2_{ajustado}$	0.130586		
F		1,901203	0.14964
DW		1,915557	

Para el segundo período, la participación de ganancias no es significativa y el efecto es mucho menor. El PBI es la variable más relevante, con el signo esperado. No se pudo corroborar el test de cointegración de Johansen al 99% de significatividad y no encontramos quiebres estructurales en los años esperados (1989 y 1992; hay pocas observaciones para testear un quiebre en 2002). Sin embargo, la ecuación tiene un extrañamente alto R^2 .

Sin olvidarnos el bajo nivel de significatividad de la variable que nos interesa, podemos afirmar que, en promedio, durante el período 1950-1976 el incremento en el PBI (a través de una mejor balanza comercial) dado un 1% de aumento en la participación de ganancias hubiera sido de solo 0,000569%.

Para el segundo tramo de años analizados, tenemos que ajustar el impacto de la participación de ganancias (dado por v_3 y v_4) por uno menos el valor de la variable endógena. **El efecto aumenta pero es igualmente pequeño, de 0,006181%**

del PBI. Aun cuando los resultados muestran los signos esperados, no tenemos evidencia para sostener que una distribución regresiva del ingreso (una caída en los costos laborales) haya sido un requerimiento para mejorar la posición exportadora de forma económicamente significativa.

VI. 1.4. Efecto total

Concluyendo con el testeado del modelo de Hein y Vogel, hasta aquí hemos obtenido que: un aumento del 1% en la participación de ganancias reduciría el PBI 0,23508% por su impacto sobre el consumo; aumentaría el PBI 0,009186% a través de una mayor inversión; y lo incrementaría un 0,006181% (usando los valores más recientes) por su impacto sobre las exportaciones netas. En total, tendría un impacto negativo de 0,219713% del PBI. Sin embargo, es importante tener en cuenta la baja significatividad de las estimaciones, particularmente en las ecuaciones de la inversión y las exportaciones netas. A continuación realizaremos un VAR estructural.

Cuadro 7.b. Resultados de ecuación de exportaciones netas para el período 1982-2006

Variable	Coficiente	Estadístico t	Probabilidad
c	-0.064417*	-1,983845	0.0627
γ_1	-0.278540***	-6,699556	0.0000
γ_2	-0.029837	-0,126280	0.9009
γ_3	0.001049	0,939697	0.3598
γ_4	0.000147	0,208151	0.8374
γ_5	0.806507***	12,384380	0.0000
R^2	0.918982		
$R^2_{ajustado}$	0.896477		
F		40,834510	0.0000
DW		2,104011	

VI. 2 El modelo de O&S

Dadas las mencionadas características de los datos sobre la balanza comercial, evitaremos incluir esa variable en el VAR, por lo que tenemos un sistema de cuatro variables: inversión, PBI, participación de ganancias y empleo. Las primeras dos variables y la ocupación son estimadas en logaritmos, los cuales son todos I(1), mientras que la participación de ganancias es estacionaria. Trabajamos con la primera diferencia en las variables integradas, mientras que la participación de ganancias fue usada sin modificarse. El número de rezagos (anuales) utilizados (uno) fue escogido de acuerdo a los tests del Cuadro 8.

Estimamos la ecuación 12, que repetimos aquí por conveniencia: $Bx_t = \Gamma_0 + \Gamma_1 x_{t-1} + \epsilon_t$

La matriz B captura los efectos contemporáneos de las interacciones entre las variables, pero no se puede estimar de forma directa, ya que se deben imponer restricciones sobre sus parámetros. En otras palabras, debemos suponer que varios elementos de esa matriz son iguales a cero para que sea identificable. De acuerdo a Quantitative Micro Software (2004) no se pueden poner restricciones sobre los elementos de la diagonal de B, o sea que no podemos suponer que son iguales a 1. Elegimos testear los siguientes efectos contemporáneos, representados en la matriz B:

$$B = \begin{bmatrix} b_{11} & b_{12} & b_{13} & 0 \\ 0 & b_{22} & b_{23} & 0 \\ 0 & 0 & b_{33} & 0 \\ 0 & b_{42} & b_{43} & b_{44} \end{bmatrix}$$

Esta matriz regula los efectos contemporáneos, pero no hay restricción sobre los comportamientos de largo plazo, por lo que se podrían observar comportamientos opuestos a los postulados. Los signos esperados de los coeficientes fuera de la diagonal son:

- $b_{12} > 0$, representando un efecto acelerador;
- $b_{13} > 0$, representando el impacto de las ganancias sobre la inversión (si fuese negativo, implicaría que la inversión y la participación de ganancias están inversamente relacionadas, reforzando la hipótesis tirada por salarios);
- b_{23} ambigua: si es negativa, implica un régimen de demanda tirada por salarios; si es positiva, un régimen tirado por ganancias.
- $b_{42} > 0$, esta hipótesis implica que el mercado de trabajo está regulado por lo que sucede en el mercado de bienes. De no ser así, la (des)regulación del mercado de trabajo sería un determinante más influyente del nivel de empleo. La primera visión está en concordancia con Panigo, Toledo y Agis (2008), la segunda con Gasparini (2005).
- $b_{43} > 0$, para testear la hipótesis neoclásica acerca del mercado de trabajo, en el sentido de que una mayor participación de ganancia actúa como estímulo para aumentar el empleo.

El procedimiento es el siguiente: primero estimamos un VAR estándar, obteniendo los residuos y los coeficientes sobre las variables rezagadas. Estos residuos son usados para estimar los coeficientes de la matriz B. Ambos grupos de coeficientes son usados posteriormente para calcular las funciones de impulso-respuesta del sistema a shocks externos. Hemos estimado el VAR con un intercepto

Cuadro 8. Resultados de tests de rezagos

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	97.21777	NA	3.04e-07	-3,655599	-3.504083*	-3,597700
1	128.4716	56.37938*	1.67e-07*	-4.253786*	-3,496208	-3,964293*
2	142.2352	22.66958	1.85e-07	-4,166087	-2,802446	-3,644999
3	150.4439	12.23246	2.59e-07	-3,860543	-1,890839	-3,107861
4	162.4775	16.04488	3.21e-07	-3,705000	-1,129233	-2,720723
5	171.6589	10.80169	4.65e-07	-3,437606	-0.255775	-2,221734

para capturar efectos de largo plazo. Como algunas de las variables están en diferencias, presentamos los resultados de los efectos contemporáneos de acuerdo al signo y la significatividad de los coeficientes.

Los resultados son significativos. Casi todos los coeficientes tienen los signos esperados salvo b_{43} , aunque es el menos significativo de los coeficientes. El cuadro 10 resume los resultados de corto y largo plazo de las hipótesis. Los coeficientes del VAR no han sido significativos. Los residuos fueron controlados por autocorrelación y normalidad. El valor absoluto de los autovalores de los sistemas son menores a uno, asegurando la estabilidad del VAR.

Cuadro 9. Resultados de tests de VAR

Coeficiente	Signo	Probabilidad
b_{12}	+	0,0000
b_{13}	-	0,0010
b_{23}	-	0,0016
b_{42}	+	0,0000
b_{43}	-	0,0919
Log Likelihood	130,086	
Test LR de sobreidentificación: Chi cuadrado (1)	0,024047	0,8768

Cuadro 10. Resultados de hipótesis

Hipótesis	Resultados
$\frac{\partial L}{\partial g}$	Positivo y significativo en corto plazo, no significativo en largo plazo
$\frac{\partial L}{\partial u}$	Positivo y significativo en corto plazo, no significativo en largo plazo
$\frac{\partial g}{\partial m}$	Negativo y significativo en corto plazo, no significativo en largo plazo
$\frac{\partial u}{\partial m}$	Negativo y significativo en corto plazo, no significativo en largo plazo
$\frac{\partial m}{\partial L}$	Negativo en corto y largo plazo, aunque no significativo
$\frac{\partial L}{\partial m}$	Negativo en corto plazo y positivo en largo plazo, aunque no significativo

VIII. COMPARACIONES Y CONCLUSIONES

El objetivo de este trabajo fue aplicar empíricamente y estimar, para la economía argentina, dos versiones de modelos kaleckianos de crecimiento y distribución ampliamente utilizados para analizar el impacto de diferentes patrones de distribución del ingreso sobre el desempeño económico. Uno de estos enfoques trata a la participación de ganancias como una variable determinada exógenamente mientras que el otro, adaptando un enfoque estructural de modelización econométrica, incluye la distribución del ingreso como una variable endógena del modelo.

Para resumir los resultados obtenidos, la principal conclusión es que en Argentina durante el período 1950-2006, la causalidad yendo en el sentido desde la distribución del ingreso hacia el crecimiento no es sistemática ni estadísticamente significativa desde un punto de vista económico. Sin embargo, la participación salarial ejerce una importante influencia positiva, particularmente en el corto plazo. La discusión acerca de la conveniencia de uno u otro patrón distributivo adopta un carácter político. Dada la baja significatividad del modelo VAR estructural, concluimos que los dos métodos arrojan resultados similares, aunque es más plausible una naturaleza del régimen de demanda doméstica tirado por salarios dado el sustancial impacto de la participación asalariada sobre el consumo.

Comparando con otros estudios previos sobre la economía argentina, nuestros resultados son compatibles con las conclusiones de Lavagna (1978a, 1978b) y Lindenboim, Kennedy y Graña (2005, 2006), ya que al igual que estos autores no encontramos una relación significativa y relevante entre la participación de ganancias, la inversión y el crecimiento. También hallamos raíces unitarias en el PBI, inversión privada, nivel de empleo y la balanza comercial (para un cierto período), como Carrera *et al.* (1999) y Lanata Briones y Lo Vuolo (2008, 2011).

El cambio en el carácter de la restricción externa luego de 1982 es quizá la principal coincidencia

con el trabajo de Basualdo (2006) y Lanata Briones y Lo Vuolo (2008, 2011), y aportaría similitudes con los resultados de Onaran y Galanis (2012). En este último estudio, la demanda privada doméstica es tirada por salarios, pero tiene un impacto importante sobre el sector externo. Sus lapsos de tiempo se superponen en su mayoría con nuestro segundo período, mientras que nuestros resultados no distinguen el impacto global de la austeridad (es propicio recordar que durante los años ochenta, por ejemplo, toda América Latina sufrió estancamiento). En cualquier caso, resulta razonable suponer que en las tres últimas décadas cubiertas en este estudio la balanza comercial no es el factor que restringió el crecimiento de corto plazo en la Argentina. La restricción externa, en esta interpretación, estuvo mayormente determinada por la entrada y salida de capitales financieros. Sin embargo, no encontramos cambios estructurales en la función de inversión.

Líneas futuras de investigación deberían profundizar en el estudio de variables adicionales que interactúen de forma compleja con las variables incluidas aquí. En tal sentido, creemos que el análisis debería incluir elementos vinculados a la desregulación financiera y la apertura externa, que ya muestran sus efectos en un modelo reducido como el nuestro, en particular en el comportamiento de la balanza comercial. Pero la principal implicancia de los resultados es clara: no es a través de reducciones salariales y restricción a la participación asalariada que la economía encontrará un sendero de crecimiento sostenible y equitativo.

REFERENCIAS

- Basualdo, E. (2006). *Estudios de historia económica argentina. Desde mediados del siglo XX a la actualidad*. Buenos Aires: Siglo XXI-FLACSO.
- Bhaduri, A. y Marglin, S. (1990). Unemployment and the real wage. *Cambridge Journal of Economics*, 14 (4), 375-393.
- Blecker, R. (2002). Distribution, Demand and Growth in Neo-Kaleckian Macro Models. En M. Setterfield (ed.), *The economics of demand-led growth*, Cheltenham: Edward Elgar.
- Bortz, P. (2014). *Financial Flows in a Kaleckian Framework*, Disertación de doctorado, Delft University of Technology.

- (2016). *Inequality, Growth and 'Hot Money'*, Cheltenham: Edward Elgar.
- Bowles, S. y Boyer, R. (1995). Wages, aggregate demand, and employment in an open economy: an empirical investigation. En G. Epstein y H. Gintis (Eds.), *Macroeconomic policy after the Conservative Era. Studies in investment, saving and finance*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Caballero Urdiales, E. y López Gallardo, J. (2013). Effective demand and income distribution in the recent evolution of the Mexican Economy, *Investigación Económica*, 72 (285), 135-155.
- Carrera, J., Féliz, M. y Panigo, D. (1999). Unit root and cycles in the main macroeconomic variables for Argentina. *Anales de la Asociación Argentina de Economía Política*, Rosario.
- Comisión Económica Para América Latina y el Caribe. (1986). *América Latina y el Caribe: Balance de pagos 1950-1984*. Santiago de Chile: Cuadernos Estadísticos de la CEPAL.
- Coremberg, A., Marotte, B., Rubini, H. y Tisocco, D. (2007). *La Inversión privada en la Argentina (1950-2000)*, Buenos Aires: Temas Grupo Editorial: UADE – ANCE.
- De Pablo, J.C. (1978). Inversión, liberalismo y populismo. *Desarrollo Económico*, 18 (2), 131-137.
- Downward, P. (1999). *Pricing theory in Post-Keynesian economics. A Realist approach*. Cheltenham: Edward Elgar.
- Dutt, A. K. (1984). Stagnation, income distribution and monopoly power. *Cambridge Journal of Economics*, 8 (1): 25-40.
- Ederer, S., Onaran, O. y Stockhammer, E. (2009). Functional income distribution and aggregate demand in the Euro-area, *Cambridge Journal of Economics* 33 (1), 139-159.
- Ederer, S. y Stockhammer, E. (2007). Demand effects of the falling wage share in Austria, *Empirica* 35 (5): 481-502.
- Enders, W (2010): *Applied econometric time-series*, 3rd edn. Nueva York: John Wiley & Sons.
- Ferreres, O. (dir). (2005). *Dos siglos de economía argentina (1810-2004): Historia argentina en cifras*, Buenos Aires: El Ateneo.
- Gasparini, L. (2005). El fracaso distributivo de Argentina: el papel de la integración y las políticas públicas. En G. Marquez (Ed.), *¿Para bien o para mal?: debate sobre el impacto de la globalización en los mercados de trabajo de América Latina*, Washington: Banco Interamericano de Desarrollo.
- Gordon, D. (1995). Growth, distribution, and the rules of the game: social structuralist macro-foundations for a democratic economic policy. En G. Epstein y H. Gintis (Eds), *Macroeconomic policy after the Conservative Era. Studies in investment, saving and finance*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Graña, J.M. (2007). *Distribución funcional del ingreso en la Argentina 1935-2005*, Universidad de Buenos Aires: CEPED Documento de Trabajo no. 8.
- Graña, J.M. y Kennedy, D. (2008). *Salario real, costo laboral y productividad. Argentina 1947-2006*, Universidad de Buenos Aires: CEPED Documento de Trabajo no. 12.
- Hein, E. (2012). *The Macroeconomics of Finance-dominated Capitalism – and its Crisis*, Cheltenham: Edward Elgar.
- (2014). *Distribution and Growth After Keynes*, Cheltenham: Edward Elgar.
- Hein, E. y Vogel, L. (2008). Distribution and growth reconsidered – empirical results for six OECD countries, *Cambridge Journal of Economics*, 32 (3), 479-511.
- Kalecki, M. (1971). *Selected essays in the dynamics of the capitalist economy*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Lanata Briones, C. y Lo Vuolo, R. (2008). *El proceso de ahorro-inversión en la Argentina. Una aproximación a las relaciones causales de los procesos de crecimiento y distribución*, Centro Interdisciplinario para el Estudio de Políticas Públicas: Documento de Trabajo no. 63.
- (2011). *Regímenes de acumulación, cambios estructurales y límites al crecimiento económico en la Argentina de la post-Convertibilidad*, Centro Interdisciplinario para el Estudio de Políticas Públicas: Documento de Trabajo no. 81.
- Lavagna, R. (1978a). Aldo Ferrer y la política económica en la Argentina de posguerra, *Desarrollo Económico*, 18 (1), 654-664.
- (1978b). Distribución del ingreso e inversión, *Desarrollo Económico*, 18 (2), 138-144.
- Lavoie, M. (1995). The Kaleckian model of growth

- and distribution and its neo-Ricardian and neo-Marxian critiques, *Cambridge Journal of Economics*, 19 (6), 789-818.
- (2014). *Post Keynesian Economics*, Cheltenham: Edward Elgar.
- Lee, F. (1998). *Post Keynesian Price Theory*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Lindenboim, J., Kennedy, D. y Graña, J.M. (2005). *Distribución funcional del ingreso en Argentina. Ayer y hoy*, Universidad de Buenos Aires: CEPED Documento de Trabajo no. 4.
- (2006). Distribución, consumo e inversión en la Argentina a comienzos del siglo XXI, *Realidad Económica*, 218, 65-92.
- (2011). Wage share and aggregate demand: contributions for labour and macro-economic policy. Trabajo presentado en la 2da. conferencia *Regulating for Decent Work: Regulating for a Fair Recovery*, Ginebra: Organización Internacional del Trabajo.
- López Gallardo, J. (2012). Keynes, Kalecki and the real world, presentado en el seminario Cambridge Approach to Economics – History and Legacy, 20-22 de Marzo, Florencia.
- Mott, T. y Slattery, E. (1994), The influence of changes in income distribution on aggregate demand in a Kaleckian model: stagnation vs. exhilaration reconsidered. En P. Davidson y J. Kregel (Eds.), *Employment, growth and finance*, Aldershot: Edward Elgar.
- Naastepad, C.W.M. (2006). Technology, demand and distribution: a cumulative growth model with an application to the Dutch productivity growth slowdown, *Cambridge Journal of Economics*, 30 (3) 403-434.
- Naastepad, C.W.M. y Storm, S. (2006/7). OECD demand regimes (1960-2000). *Journal of Post-Keynesian Economics*, 29 (2), 211-246.
- Onaran, Ö. y Galanis, G. /2012). *Is aggregate demand wage-led or profit-led?*, Conditions of Work and Employment Series No. 40, Ginebra: Organización Internacional del Trabajo.
- Onaran, Ö. y Stockhammer, E. (2004). Accumulation, distribution and employment: a structural VAR approach to a post-Keynesian macro model. *Structural Change and Economic Dynamics*, 15 (3), 421-447.
- (2006). Do profits affect investment and employment? An empirical test based on the Bhaduri-Marglin model. En E. Hein, A. Heise y A. Truger (Eds.), *Wages, Employment, Distribution and Growth*, Basingstoke: Macmillan.
- Panigo, D., Depetris-Chauvín, E., Pasquini, R. y Pussetto, L. (2007). *Evolución y determinantes de la inversión privada en Argentina*. Centro para la Estabilidad Financiera: Documento de Trabajo.
- Panigo, D., Herrero, D., López, E., Montagu, H. y Toledo, F. (2009). *Modelo macroeconómico estructural para Argentina*. Ministerio de Economía y Producción: Dirección Nacional de Programación Macroeconómica Documento de Trabajo.
- Panigo, D., Toledo, F. y Agis, E. (2008). *Poder de mercado, crecimiento y distribución funcional del ingreso en Argentina*. Ministerio de Economía y Producción: Dirección Nacional de Programación Macroeconómica Documento de Trabajo.
- Quantitative Micro Software. (2004). *Eviews 5 User's Guide*.
- Rowthorn, R. (1981). *Demand, real wages and economic growth*, Thames Papers in Political Economy.
- Sims, C. (1980). Macroeconomics and reality, *Econometrica*, 48 (1) 1-48.
- Setterfield, M. (ed.) (2010). *Handbook of alternative theories of economic growth*, Cheltenham: Edward Elgar.
- Sosa Escudero, W. (1997). Testing for unit-roots and trend-breaks in Argentine real GDP. *Económica*, 43(1-2), 123-142.
- Stockhammer, E. (2009). *Determinants of functional income distribution in OECD countries*. Hans Boeckler Foundation: IMK Studies 05-2009, Macroeconomic Policy Institute.
- Stockhammer, E. y Stehrer, R. (2011). Goodwin or Kalecki on demand? Functional income distribution and aggregate demand in the short run, *Review of Radical Political Economy*, 43 (4), 506-522.
- Storm, S. y Naastepad, C.W.M. (2012). *Macroeconomics beyond the NAIRU*, Cambridge: Harvard University Press.

El surgimiento de la inestabilidad financiera a través de los bancos sombra: el caso de Estados Unidos¹

Manuel GÓMEZ LIRA ²

Fecha de recepción: 08/08/18

Fecha de aceptación: 04/02/19

Resumen

El objetivo de este artículo es plantear que los bancos sombra (*shadow banks*) son instituciones clave en el surgimiento de la inestabilidad financiera, ya que entre otras actividades se encargan de llevar a cabo operaciones de financiamiento tipo Ponzi. Se resalta también que la inestabilidad financiera y crisis son procesos endógenos al propio sistema capitalista, ya que el auge en el estado de confianza en los negocios además de generar una mayor inversión en el presente (dadas expectativas crecientes de utilidades futuras) va a desembocar a su vez en un efecto colateral caracterizado por una mayor aceptación de endeudamiento por parte de las unidades económicas, por lo que el mercado de crédito y deuda también entran en auge y se convierten en el principal combustible para los bancos sombra, confirmándose así el proceso financiero endógeno tipo Minsky.

Palabras Claves:

- Bancos sombra
- Inestabilidad financiera
- Crisis endógena
- Titulización
- Mercado de crédito y deuda.

Clasificación JEL:

E12, E32, E44, G24.

1 Sugerencia de citación: Gómez Lira, M. (2019). El surgimiento de la inestabilidad financiera a través de los bancos sombra: el caso de Estados Unidos. Revista de Economía Política y Desarrollo VOL 1 - Nro 1, Mayo - Octubre 2019, ISSN 2618-5253 (impresa)/ISSN 2618-5539 (en línea).

2 Facultad de Economía, Universidad Nacional Autónoma de México (UNAM), Circuito Interior s/n Ciudad Universitaria. Ciudad de México, Delegación Coyoacán, México.

Correo electrónico: manuel.gomez.lira@gmail.com

Abstract

The aim of this paper is to state that shadow banks are key institutions in the emergence of financial instability, because among other activities, these institutions are responsible for carrying out Ponzi-type financing operations. Also in this paper, it is highlighted that crisis and financial instability are endogenous processes to the capitalist system itself. It is because the boom in the state of trust in business, besides generating more investment in the present (due to increasing expectations of future profits) this will lead to a collateral effect, characterized by a growing acceptance of indebtedness on the economic units. Therefore, the credit and debt market also boom, and this becomes in the main fuel for the shadow banking, thus confirming the endogenous financial process indicated by Minsky.

Keywords:

- *Shadow banking,*
- *Financial instability*
- *Endogenous crisis,*
- *Securitization,*
- *Credit and debt market.*

I. INTRODUCCIÓN

El enfoque más usado para entender las causas de la crisis subprime en Estados Unidos ha sido el de Minsky, particularmente su Hipótesis de la Fragilidad Financiera y también lo que se conoce como el “Momento Minsky”. Aunque diversos estudios han utilizado estas ideas, en el presente trabajo se hace un acercamiento diferente recurriendo a un modelo estructuralista desarrollado por Taylor (2004) quien sintetizó las ideas de Keynes y Minsky para describir la dinámica económica previa al surgimiento de una crisis financiera endógena.

Este enfoque relaciona la tasa de valuación del capital, el estado de confianza en los negocios, la tasa de utilidad y la tasa de interés. Es de destacar el factor “estado de confianza en los negocios”, el cual está en función de la tasa de utilidad y de la tasa de interés y que además engloba la incertidumbre keynesiana y la “estabilidad desestabilizadora” de Minsky. Cuando dicho factor es reforzado por el comportamiento de la tasa de utilidad y la tasa de interés, se van a generar expectativas de utilidades futuras crecientes desembocando en una mayor inversión presente.

Este reforzamiento del estado de confianza en los negocios también va a generar un efecto colateral al echar a andar un proceso de fragilidad financiera a través de una disminución paulatina de

la preferencia por la liquidez y de las posiciones financieras cubiertas, comenzando a aceptarse un mayor endeudamiento y especulación por parte de las unidades económicas. Si además este proceso es validado por el banco central a través de una política monetaria laxa y una tasa de interés baja, la crisis financiera se convierte en algo altamente probable.

Ya echado a andar este proceso, endeudamiento y especulación van a tener un límite, un punto de quiebre que no se puede sobrepasar ya que endeudamiento y especulación no pueden crecer por siempre, y ese límite es el financiamiento Ponzi. Cuando este límite es alcanzado y comienzan a predominar unidades económicas con estas características, es cuando la fragilidad financiera ya está presente potencialmente. Un ejemplo claro de este tipo de financiamiento Ponzi (además de las propias hipotecas *subprime*) fueron los bancos sombra (*shadow banks*), instituciones que operaron con niveles de endeudamiento y apalancamiento elevadísimos.

Actualmente está tomando relevancia el estudio de este tipo de instituciones y el papel que desempeñan en la generación de inestabilidad financiera, ya que son las instituciones detrás de las finanzas estructuradas y sus instrumentos (CDO, CDO sintéticos y CDS que se describen en el apartado III). De este modo, el estudio de los bancos sombra

muestra una mayor ventaja para la comprensión de la crisis: la titulización y sus instrumentos inherentes son importantes solo porque son utilizados por los bancos sombra, y que por sí mismos no explican el carácter sistémico de la crisis.

En síntesis, en este trabajo se plantea que el auge en el estado de confianza en los negocios genera una mayor aceptación de endeudamiento por parte de las unidades económicas, por lo que el mercado de deuda también entra en auge y se convierte en el principal combustible para los bancos sombra, instituciones encargadas de llevar hasta el límite el financiamiento Ponzi.

El primer apartado hace una breve descripción de las transformaciones regulatorias y operativas del sector financiero estadounidense. El segundo apartado expone el surgimiento de las hipotecas *subprime*, además de una descripción de las finanzas estructuradas cimentadas sobre este tipo de hipotecas y la política monetaria de la Reserva Federal de Estados Unidos (en adelante FED) previa a la crisis. En el apartado tres se hace una síntesis de la crisis financiera en Estados Unidos. En la cuarta parte se describen las bases teóricas de la Hipótesis de la Inestabilidad Financiera y del “Momento Minsky”. En el apartado cinco se presenta tanto la teoría como los hechos estilizados del modelo de Taylor. En el apartado seis se expone la importancia de los bancos sombra en la profundización de la crisis financiera estadounidense y por último, en el apartado siete se presentan las conclusiones.

II. TRANSFORMACIONES REGULATORIAS Y OPERATIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO ESTADOUNIDENSE

Con la importancia que comenzó a tener el sector financiero en Estados Unidos a partir de la década de 1970, se inició un proceso de justificación para la caída de las reformas surgidas del *New Deal* y la desaparición de la línea divisoria entre banca comercial y banca de inversión impuesta por la Ley Glass-Steagall. Este proceso de desregulación empujó las prácticas financieras a nuevos límites, permitiendo captar mayores utilidades a corto

plazo, comenzando así una etapa de auto reforzamiento de poder económico y político que permitió a las instituciones financieras presionar aún más para revertir otras regulaciones (Wray, 2012).

Particularmente, con el debilitamiento de la Ley Glass-Steagall los bancos comenzaron a tener una mayor actividad dentro del mercado de capitales a través de la creación de filiales. Así, en 1988 iniciaron las autorizaciones otorgadas por la FED para el surgimiento del primer Vehículo de Inversión en Títulos³, creado por Citibank. Una década más tarde, específicamente en el año de 1999, se realizó la mayor reforma a la regulación bancaria de Estados Unidos, surgiendo una nueva ley de modernización de servicios financieros llamada Ley Gramm-Leach-Bliley, la cual permitió la creación de instituciones bancarias conocidas como bank-holding para llevar a cabo toda clase de actividades financieras. Esta reforma, junto con la creación previa de filiales bancarias, ayudó a establecer una nueva estructura caracterizada por la capacidad de las instituciones de encontrar caminos para sortear regulaciones. Así surge un circuito financiero donde se podía mandar fuera de balance de una institución concentradora una amplia gama de transacciones (Kregel, 2008).

El sector financiero estadounidense también comenzó a albergar grandes conglomerados con diferentes tipos de servicios e instrumentos. De esta manera, varias funciones fueron combinadas bajo un mismo techo, por ejemplo, la banca comercial, la banca de inversión, los administradores de fondos y de seguros, entre otras, aprovechando economías de escala y redes económicas surgidas de este mismo proceso. Este fenómeno permitió que las estrategias internacionales fueran más fáciles de realizar, convirtiendo a las finanzas en una actividad verdaderamente global. Se expandieron los portafolios internacionales y de segmentación del riesgo a nivel internacional; y el avance tecnológico de plataformas conectadas alrededor del mundo -a través de redes como SWIFT, CHIPS

³ Figura financiera legal expresamente creada para la administración de Valores Respaldados por Activos. Esto puede verse como el inicio de la consolidación de los bancos sombra.

e internet- otorgó al dinero y a los valores financieros una movilidad instantánea verdaderamente global (Guttman, 2009).

Otro cambio importante de las instituciones financieras se presentó al interior de su estructura administrativa y operativa, particularmente con la separación entre accionistas y el consejo administrativo. Esta separación comenzó a generar un nuevo esquema de incentivos donde el precio de las acciones se transformó en el único vínculo entre ambos, convirtiéndose en el canal por medio del cual los dueños evaluaban el desempeño del consejo de administración. De esta manera, los precios al alza de las acciones pasaron a ser la forma más eficaz de evaluar la salud de una compañía. El precio de la acción se tornó en la principal fuente de información no solo para los mercados, sino también para los dueños de las inversiones. Además, los miembros del consejo administrativo empezaron a ser recompensados en sus ingresos corrientes con opciones sobre acciones, por lo que se volvió todavía más imperativo subir el precio de las acciones (Galbraith, 2004).

Este sistema de incentivos operando, sumado a la regulación y supervisión debilitada, alentó el comportamiento altamente riesgoso. También el cambio en el orden de importancia de los bancos comerciales hacia los bancos de inversión desencadenó la verdadera innovación financiera e impulsó el crecimiento del nivel de apalancamiento. Aquellas instituciones que pudieran reducir sus razones de capital/deuda y perder reservas estarían más aptas para incrementar sus utilidades y por lo tanto recompensar generosamente a sus administradores e inversionistas, promoviendo así un círculo nocivo. De esta forma la especulación financiera comenzó su inmersión en áreas poco productivas para la sociedad en su conjunto (Wray, 2012; Bellofiore y Halevi, 2009).

III. AUJE HIPOTECARIO, HIPOTECAS SUBPRIME Y POLÍTICA MONETARIA DE LA FED

La transformación y expansión descrita del sector financiero se profundizó a inicios de la década del 2000 debido a la política monetaria de la FED,

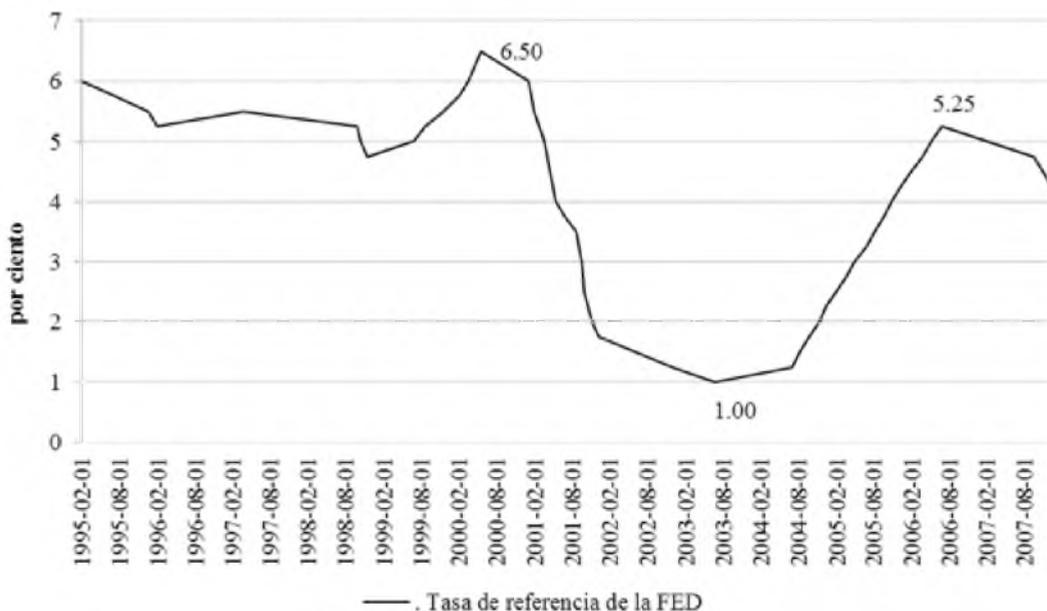
institución que respaldó la demanda de liquidez a través de abundancia de circulante y de una tasa de interés de referencia baja. Esto alentó la creación de nuevos instrumentos y valores financieros por parte de los conglomerados financieros, comercializados a su vez por los inversionistas institucionales más importantes (Bellofiore y Halevi, 2009).

La política monetaria implementada por Greenspan durante el período 2001-2004 fue conocida como una etapa de “dinero barato”. Esta política monetaria hizo que las finanzas de corto plazo fueran algo muy accesible comparado con las finanzas de largo plazo. Como se puede observar en la Grafica 1, a partir del comienzo de la década de 2000 la tasa de interés de referencia tuvo un descenso considerable, ya que pasó de 6.5% en el año 2001 a 1% en 2003. Sin embargo, ante la alerta de que el sector financiero estadounidense podría estar creciendo de forma desmedida, a partir del año 2005 comenzó un ajuste monetario a través del alza en la tasa de interés, la cual llegó a 5.25% en 2006, con la finalidad de revertir el auge desencadenado por la etapa previa de “dinero barato”.

Este factor también fue importante para el comienzo del período de fragilidad financiera al interior del sector financiero estadounidense, donde estructuras especulativas e incluso Ponzi se comenzaron a manifestar particularmente en el sector hipotecario. Por ejemplo, el promedio anual de casas vendidas de 2001 a 2005 fue de 1,280,000, una cifra elevada si se compara con el promedio anual de casas vendidas de 1995 a 2000 que fue de 609,000 (Sakbani, 2009).

Con el sector hipotecario en auge, los *brokers* comenzaron a colocar hipotecas en los peores términos posibles, otorgándolas a personas que no tenían ningún tipo de ingreso, trabajo o algún tipo de activo. Estos *brokers* también se caracterizaron por manipular los contratos aun después de ser firmados (Wray, 2012). Dentro de esta dinámica, la hipotecaria principal o institución financiera que apalancaba al *bróker* le convenía este proceso de venta de casas fraudulenta, ya que ante una mayor venta de casas (sin importar los términos en que se realizaban) mayor oportunidad de realizar titulaciones financieras.

Gráfico 1. Tasa de referencia de la FED 1995 – 2007



Elaboración propia con datos del *Board of Governors of the Federal Reserve System*.

Cerca de la mitad de las hipotecas otorgadas entre 2005 y 2006 calificaron con muy poca o nula documentación y estas hipotecas de alto riesgo se otorgaron con una tasa de interés llamada *subprime*, tasa no preferente y más alta que una tasa *prime* otorgada a clientes bien calificados (Kregel, 2008). Una característica de las hipotecas *subprime* es que éstas se pactaron a tasas de interés ajustable o con programas de pago de tasas de interés opcionales, lo que permitió pagos muy bajos en los primeros años de la hipoteca⁴. Después de los primeros años iniciales, la tasa de interés comenzaría a ajustarse a la tasa prevaleciente en el mercado de hipotecas, además de otros incrementos adicionales que hicieran posible recuperar la falta de pagos durante los años de gracia (Dymski, 2010). Aunque las corporaciones financieras sabían que estaban succionando a familias pobres a través de las hipotecas *subprime*, la participación de familias insolventes fue necesario para obtener mayores utilidades provenientes de la titulización (Bellofiore y Halevi, 2009).

III. 1. Titulización y valores respaldados en hipotecas *subprime*

Ya establecidas, estas hipotecas se convirtieron en el respaldo de instrumentos financieros más sofisticados con la intención de seguir aprovechando el auge hipotecario. Fue así que comenzó a expandirse la titulización de este tipo de hipotecas, innovación financiera que tomó la forma de un certificado que daba derecho sobre un flujo de intereses y principal de hipotecas *subprime* empaquetadas con otras hipotecas mejor calificadas. Así, el poseedor de este instrumento recibiría un ingreso proveniente del flujo de un subyacente real (Kregel, 2008).

El “empaquetamiento” fue un factor clave para lograr que este tipo de instrumentos fueran bien calificados (y por lo tanto fácilmente comerciables). Este proceso consistía en armar *pools* de valores respaldados por hipotecas, varios de ellos bien calificados y algunos mal calificados (*subprime*) con la intención de alcanzar una buena ponderación, aunque dentro del paquete estuvieran los valores tóxicos que posteriormente contaminarían al resto

⁴ Durante el período 2004–2006 el 90% de las hipotecas *subprime* estaban a tasas ajustables (Dymski, 2010).

del sistema⁵. Esta práctica no solo se quedó en el ámbito local debido a que estos valores empaquetados salieron a los mercados globales sin que se supiera el verdadero nivel de riesgo que había detrás, ya que se desconocía el subyacente “tóxico” que daba soporte al paquete titulizado llamado CDO⁶.

A este proceso se sumó otro eslabón dentro de la cadena especulativa, que consistió en asegurar dichos paquetes titulizados por medio de derivados de crédito y *swaps* (CDO sintéticos y CDS respectivamente), permitiendo especular con el riesgo de impago. Con la sola creación de los CDO sintéticos y los CDS se generaban utilidades por su venta y comisión, convirtiéndose en un negocio atractivo para instituciones de seguros e instituciones especializadas en derivados.

Muchos especuladores financieros estuvieron dispuestos a endeudarse para participar en este negocio, lo que aumentó el apalancamiento a niveles desproporcionados⁷. Un mayor endeudamiento (sin necesidad de tener capital) permitió

5 Los instrumentos característicos surgidos del empaquetamiento son los CDO (*Collateralized Debt Obligation*).

6 Es de destacar también el papel desempeñado por las agencias calificadoras encargadas de la evaluación del riesgo de impago de los instrumentos empaquetados. Recordando que las utilidades de las agencias calificadoras provienen de las mismas instituciones que les piden calificar sus riesgos financieros, se puede inferir que en ciertos casos sus utilidades también dependen de la sobreestimación de buenas calificaciones o la subvaloración del riesgo, convirtiéndose en una verdadera falla de mercado, ya que el riesgo debe quedar bien establecido en el precio del activo financiero para que el inversionista tenga toda la información necesaria antes de llevar a cabo una operación (Kregel, 2008). El comportamiento dudoso y poco ético de las agencias calificadoras al otorgar calificaciones triple A para paquetes tóxicos, incrementando la poca transparencia de los instrumentos respaldados por hipotecas. Estas valoraciones equivocadas se llevaron a cabo de forma masiva y a nivel internacional, lo que agravó aún más la fragilidad del sistema financiero como un todo (Wray, 2012).

7 Considerando al apalancamiento como la razón entre deuda y capital propio (Bellofiore y Halevi, 2009).

a los especuladores aumentar sus tasas de retorno ante cualquier movimiento de precios financieros en la dirección correcta. Fue así que se generó una retroalimentación entre la existencia de la capacidad de saldar deudas y el incremento de las utilidades, elevando la capacidad de pedir prestado nuevamente y aumentando, a su vez, el precio de este tipo de activos (Guttman, 2009).

IV. LA CRISIS FINANCIERA EN ESTADOS UNIDOS

Los inicios de la crisis subprime pueden situarse en el año 2006, cuando los precios de las viviendas empezaron a declinar. Un año después, en agosto de 2007, la caída de los precios de las viviendas fue de 7% y el inventario de casas no vendidas fue de 39%, alcanzando un pico histórico. En el caso de los deudores de hipotecas, éstos comenzaron a entender que a menos que pidieran prestado nuevamente o consiguieran un refinanciamiento, no podrían continuar soportando los pagos de su deuda hipotecaria. El golpe definitivo a los deudores sobrevino cuando el valor monetario de las hipotecarias excedió el valor de venta de las casas, lo que provocó el inicio de los impagos y de las ejecuciones hipotecarias. Fue así que los instrumentos que tenían como subyacente las hipotecas subprime vulneraron las hojas de balance de casi todo el sistema financiero (Sakbani, 2009).

Los bancos e inversionistas institucionales que habían participado en la compra de CDO y habían suscrito derivados y papeles estructurados sobre estos instrumentos, de pronto encontraron que los deudores habían devuelto la hipoteca o ésta había sido ejecutada, convirtiendo dichos valores financieros en paquetes huecos. De esta forma, la crisis se desarrolló de forma rápida y con un gran alcance (Bellofiore y Halevi, 2009).

Al final de 2008 el Citibank necesitó de una inyección de 27 mil millones de dólares provenientes de fondos soberanos, los cuales se vieron complementados con 40 mil millones de dólares provenientes directamente del gobierno estadounidense. En marzo de 2009, la FED intervino otorgando soporte financiero a los colaterales de Bear Stearns

con el fin de que éstos pudieran servir de garantía para que JP Morgan Chase pudiera comprarlo a solo 10 dólares la acción. Merrill Lynch, el segundo banco de inversión más grande de Estados Unidos, fue comprado por Bank of America también a un precio muy bajo. Freddie Mac y Fannie Mae, los dos gigantes hipotecarios que acumularon más de 550 mil millones de dólares en hipotecas bien calificadas mezcladas con activos tóxicos, fueron salvados y adquiridos por el gobierno. Los casos de Morgan Stanley y Goldman Sachs resultaron menos dramáticos aunque, al no poder conseguir compradores privados, terminaron operando bajo el respaldo de la FED (Sakbani, 2009).

La etapa más profunda de la crisis financiera internacional se desencadenó en septiembre de 2008 con la quiebra de Lehman Brothers. En este caso la FED dio un paso atrás argumentando que la institución carecía de los colaterales apropiados para un posible rescate. Un año después, AIG, la aseguradora más grande del mundo (y que participó activamente de los instrumentos CDOs y CDS durante el auge especulativo hipotecario), reveló que necesitaba de 85 mil millones de dólares para poder salvarse de la quiebra, pero en este caso la FED sí salió al rescate (Hieronymi, 2009).

Haciendo a un lado el caso de Lehman Brothers, los rescates selectivos no sirvieron de mucho ya que los mercados financieros sabían que la razón subyacente de estos problemas permanecía sin resolverse, y fue así que el mercado de crédito, tanto al interior de Estados Unidos como a nivel internacional, literalmente quedó congelado como resultado de una incertidumbre total con respecto a sus contrapartes.

Ante estas dificultades, un plan de rescate estructural para intentar subsanar directamente los instrumentos que contenían las hipotecas tóxicas fue implementado por el gobierno de los Estados Unidos, que aprobó un programa de 700 mil millones de dólares. Aunque este programa tuvo como primera intención comprar la totalidad de los activos tóxicos, se optó por la opción de recapitalizar las instituciones financieras a través de la compra de sus acciones después de comprender que se necesitaría una cantidad mucho mayor para

poder realizar la maniobra prevista. Sin embargo, esto tampoco fue suficiente ya que la crisis continuó escalando a través del colapso de los valores estructurados, convirtiendo a la crisis *subprime* en una crisis estructural sistémica que tuvo alcance internacional (Sakbani, 2009).

V. LA TEORÍA DETRÁS DE LA HIPÓTESIS DE LA INESTABILIDAD FINANCIERA Y DEL “MOMENTO MINSKY”

Cuando la crisis financiera detonó en Estados Unidos se habló de una crisis que estaba presentando características muy similares al “Momento Minsky”, debido a la transición de una economía con una estructura financiera robusta y en crecimiento a una economía con una estructura financiera frágil. El planteamiento inicial de la fragilidad financiera de Minsky está inspirado en las ideas de Keynes y su Teoría General. En su estudio y reinterpretación de este libro, Minsky mostró que la Teoría General en verdad fue una obra “revolucionaria” para la teoría económica, ya que fue una respuesta a algo evidente: la tendencia de una economía capitalista al estancamiento y a profundas depresiones acompañadas de derrumbes financieros. Minsky destacó que en una economía capitalista existe un proceso cíclico y transformador ocasionado por las instituciones financieras y monetarias que la conforman. Estas instituciones determinan como se van a obtener los fondos para la inversión, y es aquí donde se gestan los ciclos económicos (Minsky, 1987).

El autor destaca también que en la Teoría General se hace referencia a la existencia de carteras privadas y a una naturaleza especulativa en la tenencia de activos, lo cual tiene impacto directo en la inversión. Este aspecto especulativo en la tenencia de activos (y por lo tanto en la integración de una cartera) tiene la característica de convertirse en un instrumento financiero que ofrece protección en caso de ocurrir alguna contingencia desfavorable. Esto es posible bajo el supuesto de que los activos dentro de una cartera son altamente sustituibles. Por lo tanto, dentro de la composición de una cartera quedan plasmadas las etapas de auge

de la economía y también las opiniones cambiantes acerca del futuro. De esta forma, se desprende del trabajo de Keynes una teoría financiera de las fluctuaciones de la inversión: la causa más profunda de los ciclos económicos dentro de una economía capitalista con instituciones financieras desarrolladas es la inestabilidad de la cartera (que determina la inversión) y la inestabilidad de las relaciones financieras (Minsky, 1987).

Así, la inversión no solo es cambiante por las condiciones de la capacidad técnica que rigen la Eficiencia Marginal del Capital (en adelante EMgK) o por las motivaciones individuales de la propensión marginal a ahorrar o consumir, sino también por razones ligadas a la preferencia por la liquidez, plasmadas en la preferencia de composición de una cartera. Incluso Minsky señala que aun manteniendo estables y definidas tanto la EMgK como las propensiones marginales a ahorrar o consumir, la inversión seguiría fluctuando debido a factores de preferencia por la liquidez, mostrando que la incertidumbre keynesiana es un componente intrínseco en las variaciones de la inversión (Minsky, 1987).

V. 1. La incertidumbre keynesiana

Financiar posiciones de cartera depende de condiciones históricas y también actuales, pero también de un alto componente de expectativas sobre el futuro, donde la incertidumbre keynesiana desempeña un papel crucial. La incertidumbre convierte a la economía en una ciencia que trata con valuaciones surgidas también de la introspección, de motivaciones personales, de expectativas y de inseguridades psicológicas. Por lo tanto, el futuro puede cambiar de acuerdo a valoraciones hechas en el presente influidas por aspectos personales y no solo aspectos probabilísticos (Skidelsky, 2011).

La incertidumbre va a intervenir por lo menos en dos aspectos fundamentales: a) en las decisiones de composición de cartera de individuos, familias, empresas o instituciones financieras y b) en los criterios económicos de las empresas, inversionistas y banqueros respecto a los rendimientos futuros de los bienes de capital. Así, la incertidumbre tiene efectos tanto en la función de producción como en las preferencias individuales, factores determinantes

en el comportamiento de un sistema económico (Minsky, 1987). El impacto de la incertidumbre del inciso (b) es crucial para entender la taxonomía de Minsky con respecto a las posiciones financieras que puede adoptar una empresa. Es decir, la incertidumbre va a influir en el grado de liquidez de una compañía reflejado en sus márgenes de seguridad con respecto a sus flujos de efectivo⁸.

En la hipótesis de la inestabilidad financiera de Minsky, existen dos teoremas fundamentales: a) la economía tiene regímenes financieros bajo los cuales es estable y regímenes financieros bajo los cuales es inestable y b) durante períodos prolongados de prosperidad, la economía transita de relaciones financieras que hacen a un sistema estable a relaciones financieras que hacen a un sistema inestable⁹. De este modo, Minsky señaló que la estabilidad es desestabilizadora, pues se pueden presentar equilibrios que duren un período corto de tiempo y que, a su vez, echan a andar procesos que “desequilibrarán” al sistema (Minsky, 1987).

8 Minsky logró una taxonomía de posiciones financieras para clasificar las unidades económicas capitalistas: a) Unidades cubiertas: pueden cumplir con todas sus obligaciones de pago con sus propios flujos de efectivo (tanto el pago de intereses como el pago del principal). Este tipo de unidades son algo que se esperaría observar en una economía en período de bonanza; b) Unidades especulativas: caracterizadas por tener flujos de efectivo que en algunos períodos no son suficientes para cubrir sus pagos, por lo que requieren de financiamiento durante ciertos períodos para el pago del principal, ya que pueden hacer frente al pago de intereses con sus propios flujos de efectivo y c) Unidades Ponzi: sus flujos de efectivo no son suficientes para cumplir con el pago del principal ni con el pago de intereses debido a otras deudas pendientes que no han podido ser cubiertas. Estas unidades económicas pueden vender activos o pedir prestado para pagar tan solo los intereses de sus deudas, lo que provoca una disminución en el valor de su propiedad (Minsky 1992; 1986).

9 Es aquí donde se presenta la transición de empresas con cobertura, las cuales pueden pasar a un régimen especulativo, y la transición del régimen especulativo al régimen Ponzi. La transición puede ser causada por la propia dinámica endógena del sistema capitalista que en períodos de auge provoca niveles insostenibles de endeudamiento, o también la transición puede ser provocada por una elevación de la tasa de interés del Banco Central.

Cuadro 1. Hojas de balance para un modelo de inestabilidad financiera tipo Minsky

Hogares		Empresas		Sistema Bancario	
M	Ω_h	qPK	L_h	T	M
L_h			L_b	L_b	
P_vV			P_vV		
			Ω_f		
Gobierno					
			T		

En este enfoque de Minsky, los flujos de efectivo toman gran relevancia ya que es aquí donde se reflejan tanto los ingresos en efectivo sujetos a movimientos abruptos (ingresos inciertos) así como la serie temporal de los pagos en efectivo (pagos seguros con fecha de vencimiento). Así, la inversión se convierte en el proceso de financiamiento del stock de capital el cual está financiado por pasivos ligados al tiempo a través de plazos de vencimiento¹⁰. Del rubro de flujos de efectivo surge la dinámica entre la estructura de pasivos (estructuras de deuda) y las utilidades esperadas. Esta dinámica va a ser validada o invalidada por la propia actividad económica: los pasivos van a poder ser cubiertos siempre y cuando las utilidades esperadas se cumplan, es decir, la deuda es validada o no por las utilidades.

VI. EL MODELO ESTRUCTURALISTA DE LANCE TAYLOR: TASA DE INTERÉS, TASA DE UTILIDAD Y ESTADO DE CONFIANZA EN LOS NEGOCIOS.

La Hipótesis de la Inestabilidad Financiera de Minsky es un modelo de crisis endógena inherente al sistema capitalista. Para representar esto, existen algunos modelos que han formalizado este aspecto, siendo uno de ellos el enfoque de Taylor (2004). Dicho autor incorpora al análisis la tasa de

10Y en este proceso de financiamiento los bancos son el actor central, ya que poseen el momento inicial de financiar la inversión (el momento posterior es del prestatario para el cumplimiento de los acuerdos financieros). Los bancos son “mercaderes” de la deuda y se esfuerzan por innovar en los activos que adquieren y los pasivos que comercializan (Minsky, 1987).

valuación de los activos de capital (q), de donde se desprende otro factor relevante que es el estado de confianza en los negocios (ρ), el cual incorpora tanto la incertidumbre keynesiana como las expectativas de utilidades futuras. Para poder entender estos conceptos, es necesario primeramente representar las cuatro hojas de balance que propone Taylor (2004) para realizar posteriormente el desarrollo teórico de las variables mencionadas, principalmente de ρ .

Esta es una simplificación e integración del lado financiero de la economía con el lado real, basado en gran medida en su propio trabajo seminal de crisis tipo Minsky en Taylor y O’Connell (1985). A partir de las hojas de balance presentadas, la atención se centra en la interpretación que Minsky hace de la tasa de valuación de los activos de capital (q) y a partir de lo cual se plantea que los cambios en la confianza de los inversionistas puede conducir a ciclos macroeconómicos potencialmente desestabilizadores aun cuando la tasa de interés sea relativamente estable.

Considerando la regla de partida doble, lo que es un activo para un agente se convierte en pasivo para otro agente. A continuación se describen los rubros de cada hoja de balance: a) Hogares: lo constituyen el activo M , que es el dinero en circulación; L_h que son los préstamos de las familias a las empresas; y P_vV que es el valor de las acciones empresariales en poder de las familias. En el pasivo está Ω_h , que es el patrimonio neto de los hogares y que es igual a la suma de los términos del lado del activo. b) Bancos: en el activo encontramos T , que es la deuda del gobierno; y L_b , que son los préstamos

de los bancos a las empresas. Por el lado del pasivo esta M. c) Gobierno: solamente está T (deuda del gobierno) formando parte de su pasivo. Finalmente d) Empresas: el activo está conformado por ${}_qPK$ que es la tasa de valuación del valor del capital (PK es el valor del capital el cual está afectado por una tasa de valuación q). Por el lado del pasivo está $L_h, L_b, P_v V$ y el término Ωf que es el patrimonio neto corporativo, el cual no está restringido a cero y se considera como una variable endógena (Taylor, 2004).

La forma de determinar el patrimonio neto corporativo es $\Omega_i = {}_qPK - L_h - L_b - P_v V$. La diferencia o residuo para que $\Omega f \neq 0$ se encuentra en el estado de confianza en los negocios por parte de los inversionistas como un factor que determina q . Retomando la definición de q como la tasa de valuación de activos de capital¹¹, ésta afecta directamente el valor del stock de capital (PK). Donde q se puede expresar de la siguiente forma:

$$q = (r + \rho) / i \quad (1)$$

Donde r es la tasa observada de utilidades, ρ es un indicador del estado confianza en los negocios (consistente con el valor de utilidades r) e i es la tasa de interés. El término $(r + \rho)$ también se llama “tasa esperada de utilidades” (re) quedando $re = r + \rho$. Sustituyendo, se puede decir que re (y considerando la tasa de interés) determina a q :

$$q = (re) / i \quad (2)$$

De esta forma q puede ser razonablemente igual a re capitalizado por el costo de los préstamos i (Taylor, 2004; Taylor y O’Connell, 1985).

11 Una forma de describir q sin incorporar aspectos de estados de confianza en los negocios o incertidumbre es solamente expresar q como el valor por unidad de un activo, el cual debe ser igual a su retorno capitalizado: $q = r / i$

Cuando la actividad económica se incrementa debido a un alto grado de inversión, significa que hay una i estable que responda a un alto grado de inversión, lo que a su vez implica que r se incrementará en mayor medida que i (la cual es estable) lo que hace que q se incremente (Taylor, 2010).

Gran parte del sistema recae en ${}_qPK$. Los pasivos de la empresa están sustentados en ${}_qPK$, y dichos pasivos conforman los activos para el resto de la economía. Si el activo de la empresa se derrumba (${}_qPK$) sus pasivos también lo harán, lo que significa que los activos de los otros agentes de la economía se derrumbarán también. Por eso toma relevancia la variación del estado de confianza ρ , ya que esto afecta la tasa de valuación de los activos de capital y que transmite este efecto al resto de la economía.

La riqueza neta de las empresas (Ωf) se establece endógenamente para un nivel de q (y este nivel de q despeja el mercado de deuda y acciones). De este modo se puede señalar lo siguiente: la riqueza neta de las empresas está en función de la tasa de valuación de los activos de capital y ésta a su vez está en función del estado de confianza en la economía ρ .

$$\Omega f = f(q) \quad (3)$$

$$q = f(\rho) \quad (4)$$

Cuando ρ es elevado y el estado de confianza en los negocios es sólido, los inversionistas ratifican sus puntos de vista, incrementando sus estimaciones de la riqueza de las empresas. De esta forma, el residual Ωf es saldado con la valuación de la empresa q .

Retomando la ecuación (1), ésta se puede reescribir ρ como sigue:

$$\rho = i(q) - r \quad (5)$$

Esta variable clave, el estado de confianza en los negocios ρ , ocasiona una retroalimentación positiva que puede generar ciclos. Un mayor valor de ρ intensifica la inversión y la tasa de crecimiento, generando una mayor confianza económica en el futuro (Taylor, 2004). Entonces, si la economía va bien se eleva el estado de confianza, el cual se proyecta hacia el futuro, lo que intensifica la inversión presente y la tasa de utilidades esperadas.

La forma cómo se comporta ρ en el tiempo es la siguiente:

$$\delta = f(r/i) \quad (6)$$

Donde δ es el estado variable de ρ y f es una función creciente. La confianza en los negocios aumenta cuando la actual tasa de utilidad r es elevada o la tasa de interés i es baja. Esto sugiere que cambios en el estado de confianza en los negocios dependen del ratio de r con respecto a i . Por lo tanto, cuando la brecha entre r e i se abre, se fortalece la confianza en el estado actual y futuro de la economía. Pero el sistema es potencialmente inestable, ya que la razón r/i puede hacer subir δ , pero también un valor elevado de ρ puede hacer subir la razón r/i en el tiempo (Taylor, 2004). Así, δ aumenta en el tiempo por incrementos en ρ y ambas variables se retroalimentan:

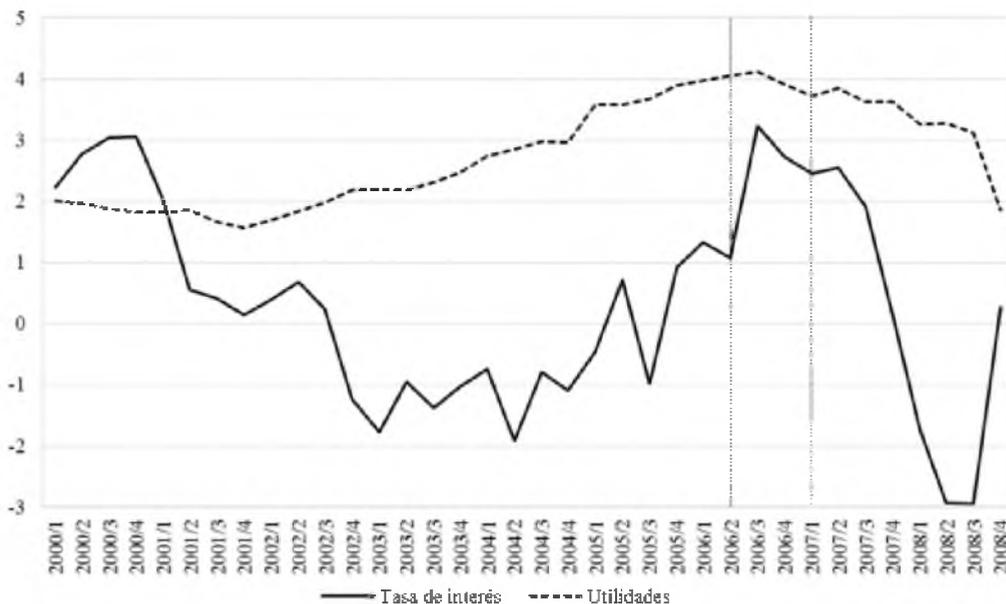
$$\partial \delta / \partial \rho > 0 \quad (7)$$

La ecuación (6) puede generar un movimiento cíclico, principalmente porque la otra cara de la moneda del estado de confianza en los negocios

es la deuda, lo que va a imponer restricciones a δ en el tiempo: un mayor estado de confianza en los negocios hace que comience a aceptarse un mayor endeudamiento dentro de la economía, haciendo a un lado las posiciones cubiertas y de preferencia por la liquidez (la incertidumbre se encuentra en niveles muy bajos).

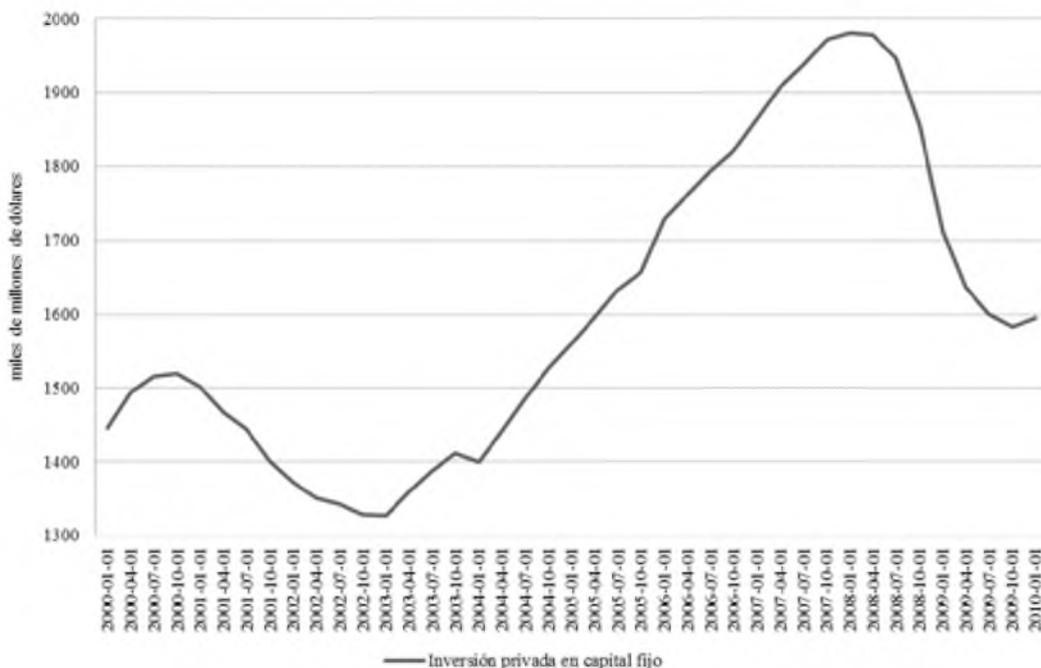
No obstante, estas oscilaciones del estado de confianza pueden ser suavizadas o profundizadas por la intervención del banco central. Si sube la tasa de interés, el estado de confianza se verá mermado dado el aumento de i en relación a r . Pero si el banco central interviene para validar la confianza bajando la tasa de interés, el estado de confianza se incrementará a través del tiempo, empujando la deuda a niveles insostenibles con las consecuentes posiciones financieras frágiles e incluso Ponzi. Así, aumenta la posibilidad de desembocar en una crisis financiera.

Gráfico 2. Tasa de interés real y tasa de crecimiento de las utilidades. Estados Unidos 2000-2008



Elaboración propia con datos de *Federal Reserve Bank of St. Louis* (FRED).

Gráfico 3. Estados Unidos. Inversión privada en capital fijo (miles de millones de dólares) 2000-2010.



Elaboración propia con datos de *Federal Reserve Bank of St. Louis* (FRED).

En el Gráfico 2 se puede observar el comportamiento de la tasa de utilidades (r) y la tasa de interés (i) para Estados Unidos¹². Durante el año 2000, la tasa de interés estaba por encima de la tasa de utilidades, pero a partir del año 2001 la tasa de interés comenzó a ser inferior a la tasa de utilidades. A partir de este año, la brecha entre r e i aumentó considerablemente en favor de las utilidades. Esto reforzó el estado de confianza en la economía, lo que posteriormente puso al sistema en su conjunto en una etapa de fragilidad financiera potencial.

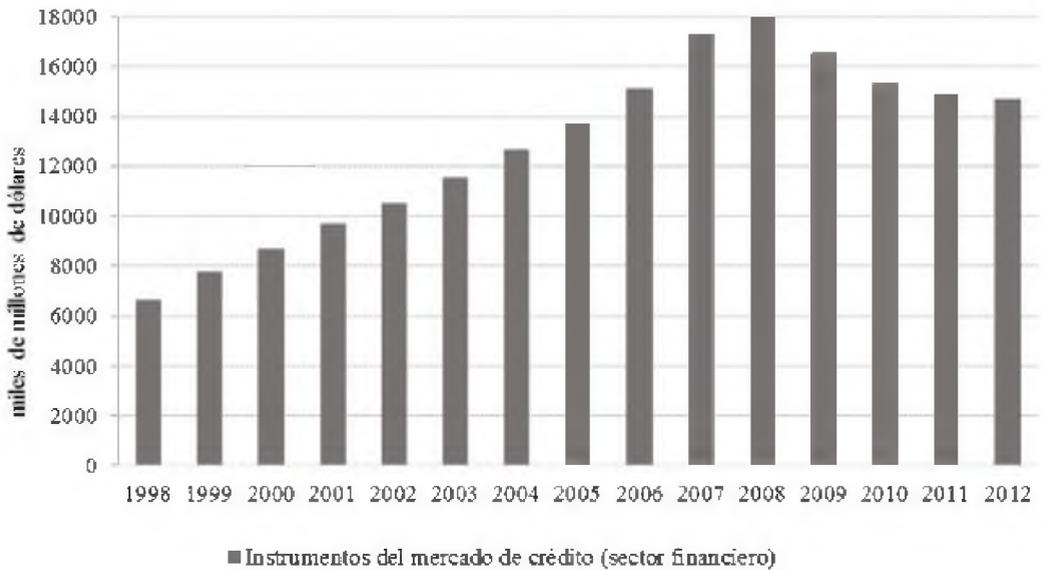
La brecha entre r e i tiene implicaciones importantes, ya que el estado de confianza en los negocios fue validado por la FED a través de la disminución de la tasa de interés. Como fue señalado anteriormente, la confianza en los negocios se refleja en un mayor impulso para invertir, principalmente en

la forma de capital fijo. Este proceso también es descrito por la Eficiencia Marginal del Capital de Keynes: si la EMgK es mayor a la tasa de interés, la inversión se lleva a cabo. El enfoque de Taylor es planteado en la misma línea pero acoplándolo con la teoría de Minsky: la confianza en los negocios (reflejado en la inversión) se retroalimenta por el comportamiento de r e i , lo que a su vez va a determinar la confianza futura en los negocios.

Al insertar la confianza en los negocios (recordando que su cara opuesta es la incertidumbre) se le da el carácter dinámico y temporal a lo planteado por Keynes con su EMgK. Como se observa en el Gráfico 3, la inversión tiene un crecimiento importante justo cuando la brecha entre r e i (en favor de r) comienza a ampliarse. Y la caída en la inversión comienza con el surgimiento de la crisis *subprime*, cuando la confianza en los negocios se vio devastada y el comportamiento de las variables r e i se volvió caótico (como se observa en el Gráfico 2).

12 Se consideró la tasa de utilidad con respecto al *stock* de capital y la tasa de interés real.

Gráfico 4. Instrumentos del mercado de crédito. Pasivos. Estados Unidos 1998-2012
(miles de millones de dólares)



Elaboración propia con datos del *Board of Governors of the Federal Reserve System*.

El estado de confianza elevado también desata un proceso donde la estabilidad es desestabilizadora, principalmente a través de la renuncia de posiciones financieras cubiertas y una mayor aceptación de endeudamiento debido a expectativas de utilidades futuras. La preferencia por la liquidez disminuye reflejándose en un período de elevada especulación. Este proceso de endeudamiento y especulación puede ser tan elevado que puede desembocar incluso en posiciones financieras Ponzi.

En el Gráfico 4 se puede observar un indicador relevante del mercado de deuda que muestra la renuncia a la preferencia por la liquidez y la aceptación de un mayor endeudamiento. Como se puede observar desde el año de inicio de la gráfica, la tendencia de los instrumentos del mercado de crédito es creciente, alcanzando el punto más alto en el año 2008¹³. En general, el mercado de deuda también ve incrementada su participación cuando el estado de confianza en los negocios se fortalece.

13 Un aspecto importante de este tipo de instrumentos es que incluye algunos créditos que sirven de base para la titulación, como es el caso de los créditos hipotecarios.

A partir de 2008 la tendencia de los instrumentos del mercado de crédito comenzó a descender de forma significativa.

De este modo, el mercado real de la inversión y el mercado de deuda entran en auge cuando reciben el impulso necesario proveniente de las utilidades elevadas y una tasa de interés baja. No obstante, también queda de manifiesto que no basta con una tasa de interés baja para desatar un período de especulación financiera, pues es necesaria una tasa de utilidades alta en relación con la tasa de interés, ya que esto refuerza la confianza en los negocios de forma dinámica (*i.e.* se incrementan las expectativas de utilidades esperadas, como muestra la ecuación 6). Esto es lo que vuelve este sistema potencialmente inestable, ya que este proceso provoca la transición desde posiciones financieras cubiertas hasta posiciones especulativas hasta las posiciones Ponzi. Este es el proceso que describe lo mencionado líneas arriba: la estabilidad es desestabilizadora.

De vuelta a el Gráfico 2, hay dos líneas señaladas que van del segundo trimestre de 2006 al primer trimestre de 2007. Durante este período se cerró la brecha entre r e i , principalmente por el ajuste al alza de la tasa de interés de la FED con la intención de terminar con el proceso especulativo observado. En el momento en el cual la brecha entre estas dos variables fue menor (aproximadamente en el tercer trimestre de 2006) se inició el deterioro de la confianza en los negocios, que a su vez actuó con rezagos sobre la inversión. Cuando predominó la incertidumbre y cayeron las expectativas de utilidades, comenzó a minarse poco a poco la confianza en la inversión, la cual declinó a partir del primer trimestre de 2008.

Posteriormente, a partir del tercer trimestre de 2007, comienza un descenso importante de la tasa de la FED en un intento por revertir el movimiento alcista anterior, pero el comportamiento de las utilidades ya no se vio favorecido, ya que continuaron descendiendo sin importar cuanto bajara la FED la tasa de interés, es decir, el estado de confianza en los negocios se había desvanecido.

VI. LOS BANCOS SOMBRA EN ESTADOS UNIDOS

Los bancos sombra son instituciones que parecen bancos y pueden actuar como bancos, pero no lo son, por lo que no están sujetas a la regulación bancaria tradicional y no tienen el respaldo del prestamista de última instancia. Tampoco poseen depósitos ni reservas, incluso algunas veces no poseen capital, lo que pone a estos bancos literalmente en las sombras. Aunque estas instituciones están fuera del marco regulatorio del sistema bancario, son proveedores de servicios de intermediación financiera similar a los bancos comerciales, aunque especializados en la titulización (Kodres, 2013; Financial Stability Board, 2015).

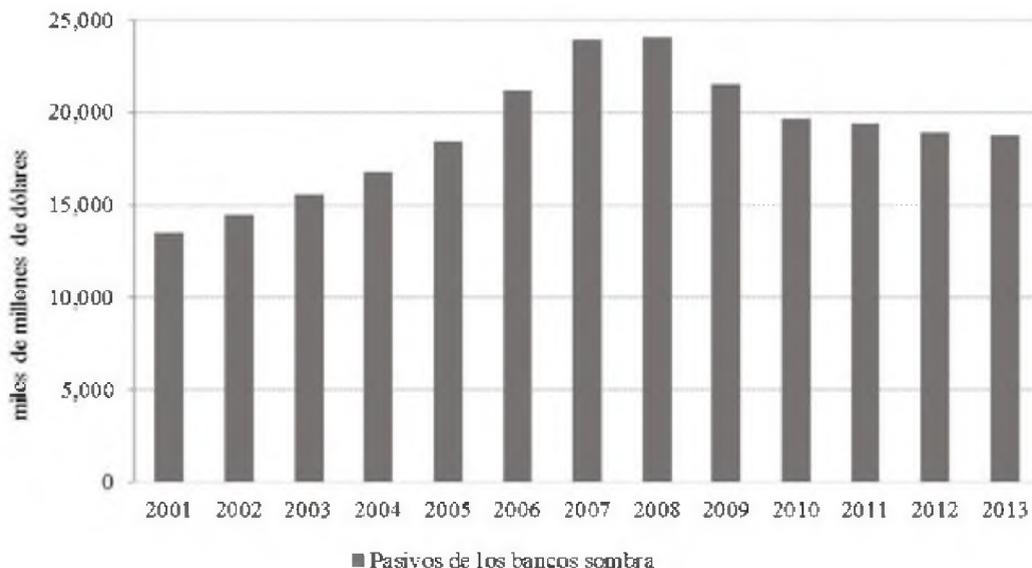
Estas fueron las instituciones que desarrollaron el financiamiento Ponzi, llevando hasta el límite el proceso de endeudamiento y apalancamiento. Una de las principales características de los bancos sombra es que toman prestado financiamiento de

corto plazo en el mercado de dinero y usan esos fondos para comprar activos con vencimientos de largo plazo (por ejemplo Valores Respaldados por Activos Hipotecarios), es decir, logran la transformación de vencimientos. La otra característica importante es que pueden convertir un activo financiero con muy poca liquidez (como un crédito hipotecario) en un activo con mucha liquidez, como un CDO. También se caracterizan por operar con elevados ratios de apalancamiento y lograr operaciones financieras de transferencia de riesgo (Kodres, 2013; Shin y Shin, 2010).

El ejemplo más claro de lo que es un banco sombra es el Vehículo de Propósito Especial (*Special Purpose Vehicle*). Este tipo de instituciones son las que validan la titulización, además de que operan con ella a través de los CDO y CDO sintéticos dentro de los mercados financieros no regulados (*Over the Counter*). Junto con el Vehículo de Propósito Especial, también existen otras instituciones que pueden realizar funciones de tipo banco sombra, como por ejemplo los Fondos Mutuos, los Fondos de Cobertura (*Hedge Funds*), los *Brokers-Dealers*, los Fondos de Inversión Inmobiliaria y las Sociedades Fiduciarias (Harutyunyan, Massara, Ugazio, Amidzic y Walton, 2015).

El comportamiento de los bancos sombra en Estados Unidos está completamente acoplado con el estado de confianza en los negocios, y por lo tanto, con la propia tendencia de los instrumentos del mercado de deuda. Las hojas de balance de los bancos sombra fueron creciendo conforme la economía estadounidense entraba en la etapa más elevada del proceso especulativo, como se puede apreciar en el Gráfico 5.

Gráfico 5. Pasivos de los bancos sombra. Estados Unidos, 2001-2013
(miles de millones de dólares).



Elaboración propia con datos del FMI.

Los pasivos de estas instituciones muestran una tendencia ascendente desde el año 2001 y alcanzando su nivel más alto en los años 2007 y 2008. Desde el año 2001 al año 2007 los pasivos de los bancos sombra en Estados Unidos crecieron 77%, muestra del período especulativo desarrollado en el sector financiero. Un dato aún más relevante es la medida de los pasivos de los bancos sombra como porcentaje del PIB estadounidense. Cabe resaltar que incluso en el año 2001 los pasivos ya eran mayores al PIB estadounidense, como se puede apreciar en el Gráfico 6.

El dato más elevado se alcanzó en 2007 y 2008, justo cuando la crisis comenzó a hacer su aparición. Los pasivos de los bancos sombra como porcentaje del PIB en 2007 y 2008 fue de 163 y 165%, respectivamente. A partir del año 2009 los pasivos de los bancos sombra comenzaron un marcado descenso, muestra de que estos pasivos solo tenían como único respaldo el apalancamiento desmedido alentado por un período previo de estabilidad económica validada por la baja tasa de interés de la FED.

Cabe resaltar que los bancos sombra son muestra de las finanzas endógenas tipo Minsky. Antes de

la crisis *subprime*, el sistema financiero estadounidense se caracterizó por estar inmerso en una gran liquidez. Esto ocasionó la “paradoja de la liquidez”, definida como una situación donde, después de un período de abundancia de liquidez, ésta se evapora rápidamente justo cuando más se necesita debido a que la confianza en los negocios colapsa y comienza a predominar la incertidumbre. En la visión de Minsky, esta paradoja se relaciona con el desarrollo de valores financieros con alta liquidez pero que no son dinero (es cuasi dinero) y que proviene de pasivos emitidos por cuasi bancos, conocidos ahora como bancos sombra (Lavoie, 2014).

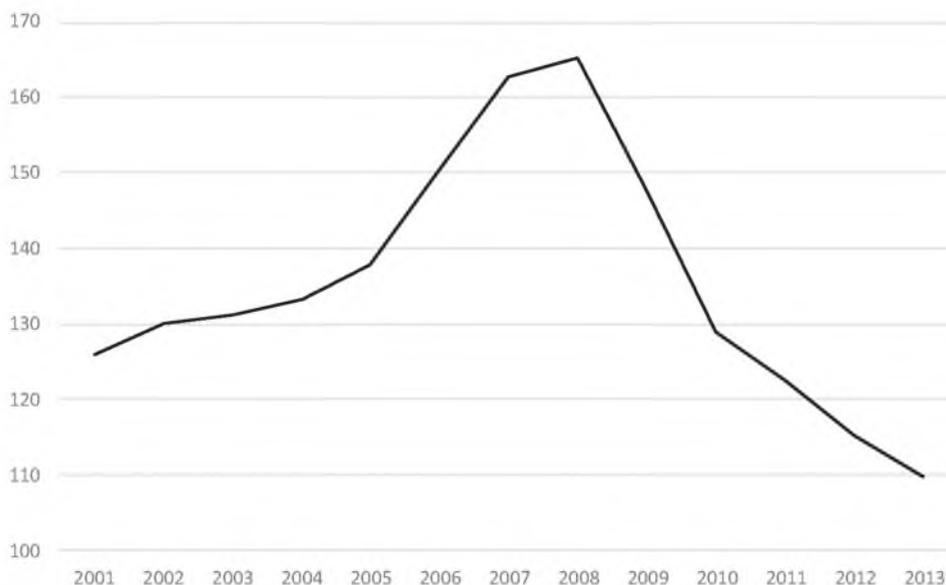
Así, estas instituciones fueron pieza clave en el surgimiento de la crisis. Ante una corrida financiera, los bancos sombra tienen que recurrir a la venta de activos financieros para poder cumplir con el pago a sus contrapartes, lo que resulta contraproducente ya que reducen el valor en libros de dichos activos, forzando a otros bancos sombra y a otras instituciones financieras (como bancos comerciales) a reducir también su valor en libros en caso de que tengan activos similares. Esto termina por desencadenar una mayor incertidumbre dentro de todo el sistema financiero. Cuando la poca confianza que queda se

desvanece, los poseedores de gran cantidad de activos financieros buscan moverse lejos del sistema de bancos sombra. Y así de fácil como la liquidez fue creada se desvanece, generando severos problemas financieros para aquellas instituciones vinculadas con los bancos sombra (Lavoie, 2014).

Los efectos nocivos de estas instituciones pudieron haber sido aislados y también pudieron haber cerrado de una forma más ordenada, pero la falta de conocimiento y regulación de este sector lo hizo imposible. En algunos casos, los bancos sombra fueron controlados por los bancos comerciales o fueron salvados por sus bancos parientes (su entidad matriz) por cuestiones de reputación. En los demás casos, los salvamentos no estuvieron al alcance de la mano y los bancos sombra tuvieron que retirarse de los mercados generando pérdidas financieras severas. La falta de conocimiento de este tipo de instituciones hizo que antes de la crisis la regulación y supervisión estuviera exclusivamente enfocada en los bancos tradicionales, lo que al final desembocó en una crisis de proporciones globales (Kodres, 2013).

Dentro de la búsqueda de regulación de los bancos sombra, el enfoque de Minsky resulta relevante, ya que dicha regulación puede partir de una teoría donde las crisis financieras sean algo inherente al sistema, considerando las intervenciones gubernamentales como restricciones a la posibilidad de ocurrencia de crisis. Por lo tanto, la regulación de estas instituciones se debe sustentar en la estabilización financiera y el impacto de ésta en la asignación económica eficiente para poder mantener el ciclo de negocios dentro de límites alejados del caos financiero (Minsky, 1986). La comprensión de los bancos sombra está en progreso, pero con un mejor conocimiento del tipo de instituciones a las cuales se les puede considerar bancos sombra y contando con información de algunos de los rubros de sus hojas de balance, se puede comenzar a idear una forma de regulación directa, aunque reconociendo la dificultad que esto implica dado el hecho de que operan en los mercados no organizados.

Gráfico 6. Pasivos de los bancos sombra como porcentaje del PIB. Estados Unidos 2001-2013



Elaboración propia con datos del FMI.

VIII. CONCLUSIONES

El objetivo general del artículo fue argumentar que, siguiendo el enfoque de Taylor, un estado de confianza reforzado por el comportamiento de la tasa de utilidad y la tasa de interés, generó un proceso donde la estabilidad resultó ser desestabilizadora para el caso de la economía estadounidense. De esta manera, se pudo observar que cuando la tasa de utilidad fue mayor a la tasa de interés, tanto la inversión como el mercado de deuda entraron en auge, tal como lo menciona la teoría. Así, el refuerzo del estado de confianza en los negocios proyectado hacia el futuro incrementa las utilidades esperadas, lo que a su vez retroalimenta la confianza para invertir en el presente. Este proceso es lo que vuelve al sistema potencialmente inestable debido a que si coincide posteriormente con movimientos alcistas abruptos de la tasa de interés, se produce una transición desde las unidades cubiertas financieramente hasta las unidades especulativas o incluso unidades Ponzi.

Durante el período que va del segundo trimestre de 2006 al primer trimestre de 2007, comenzó a cerrarse la brecha entre utilidades y tasa de interés por el ajuste al alza de la tasa de la FED, con la intención de terminar con el proceso especulativo observado. Este período, específicamente durante el tercer trimestre de 2006, puede ser identificado como el inicio de la declinación del estado de confianza en los negocios y el comienzo de las primeras señales de la crisis.

Posteriormente, a partir del tercer trimestre de 2007 se observa una reducción importante de la tasa de la FED, en un intento por revertir el movimiento alcista anterior para favorecer nuevamente el nivel de utilidades en relación con la tasa de interés y así poder reactivar la inversión. Sin embargo, las utilidades continuaron descendiendo sin importar cuánto la FED bajara la tasa de interés. Es decir, el estado de confianza en los negocios se había desvanecido, dando lugar a la incertidumbre.

El problema también se agudizó en el mercado de deuda, el cual inició un descenso en un intento tardío de recuperar posiciones cubiertas, aumen-

tando su preferencia por la liquidez. Pero cuando la incertidumbre se apoderó del sistema financiero estadounidense, el mercado de crédito quedó casi completamente congelado.

En cuanto a los bancos sombra, se pudo vislumbrar su papel relevante para potenciar el proceso especulativo y a su vez la fragilidad financiera. Estas fueron las instituciones que desarrollaron el financiamiento Ponzi a gran escala, llevando hasta el límite el proceso de endeudamiento y especulación a través de un apalancamiento excesivo. Además, estos bancos mostraron la existencia de una simetría entre el período de auge de la economía, el auge en el mercado de deuda y el incremento de los pasivos de dichos bancos, confirmando el planteamiento inicial de este trabajo.

REFERENCIAS

- Bellofiore, R. y Halevi, J. (2009). A Minsky Moment? The subprime crisis and the “new” capitalism. *International Economic Policy Institute*, Working Paper No. 2009-04.
- Dymski, G. (2010). Why the subprime crisis is different: A Minskyan approach. *Cambridge Journal of Economics*, 34 (2), 239-255.
- Financial Stability Board. (2015). *Global shadow banking monitoring report*. Recuperado de <http://www.fsb.org/2015/11/global-shadow-banking-monitoring-report-2015/>
- Galbraith, J. (2004). *La economía del fraude inocente: la verdad de nuestro tiempo*. España: Crítica.
- Guttman, R. (2009). Asset bubbles, debt deflation and global imbalances. *International Journal of Political Economy*, 38 (2), 45-68.
- Harutyunyan A., Massara, A., Ugazio, G., Amidzic, G., y Walton, R. (2015). Shedding light on shadow banking. *International Monetary Fund*, Working Paper No. 15/1.
- Hieronymi, O. (2009). *Globalization and the reform of the international banking and monetary system*. Nueva York: Palgrave Macmillan.
- Kodres, L. (2013). What is shadow banking?. *Finance and development*, 50 (2), 42-43
- Kregel, J. (2008). Minsky’s cushions of safety. Systemic risk and the crisis in the U.S. subprime mortgage market. *Public Policy Brief*, 93, 5-28.

- Lavoie, M. (2014). *Post-keynesian economics: new foundations*. Reino Unido: Edward Elgar Publishing Limited.
- Minsky, H. (1986). Global consequences of financial deregulation. *Washington University*. Working Paper No. 96.
- _____ (1987). *Las razones de Keynes*. México: Fondo de Cultura Económica.
- _____ (1992). The financial instability hypothesis. *Levy Economics Institute*, Working Paper No. 74.
- O'Connell, Stephen y Taylor L. (1985). A Minsky crises. *The Quarterly Journal of Economics*, 100, 871-885.
- Sakbani, M. (2009). The global financial crisis, central banking and the reform of the international monetary and financial system. En O. Hieronymi (Ed.), *Globalization and the reform of the international banking and monetary system*. Nueva York: Palgrave Macmillan.
- Shin, H., y Shin, K. (2010). Procyclicality and monetary aggregates. *National Bureau of Economic Research*. Working Paper No. 16836.
- Skidelsky, R. (2011). The relevance of Keynes. *Cambridge Journal of Economics*, 35, 1-13.
- Taylor, L. (2010). *Maynard's Revenge: the collapse of free market macroeconomics*. Cambridge: Harvard University Press.
- _____ (2004). *Reconstructing macroeconomics. Structuralist proposals and critiques of the mainstream*. Cambridge: Harvard University Press.
- Wray, R. (2012). Global financial crisis: a Minskyan interpretation of the causes, the Fed's bailout, and the future. *Levy Economics Institute*. Working Paper No. 711.

Consultas en línea:

Financial Stability Board. (2015). Global shadow banking monitoring report. Consultado el 12 de noviembre de 2015 en <http://www.fsb.org/2015/11/global-shadow-banking-monitoring-report-2015/>

La acumulación de capital en Argentina: estimación del stock y análisis de los determinantes durante el período 1993-2015¹

Pablo A. TAVILLA², Roberto A. PEREYRA BERBEJILLO³
y Agustín A. MARIO⁴

Fecha de recepción: 07/09/18
Fecha de aceptación: 11/02/19

Resumen

Palabras Claves:

- *Stock de capital*
- *Acumulación,*
- *Inversión*
- *Argentina*

Clasificación JEL:

E01, O47, O54

El artículo se divide en dos partes principales. En primer lugar, brinda una estimación, a la fecha inexistente, del stock de capital de la Argentina hasta 2015, la cual es consistente con las recomendaciones internacionales en la materia. En la comparación histórica del stock total, el período de 2003 a 2015 se destaca por ser una de las etapas de más rápido crecimiento del stock de capital, siendo superado solo por lo acontecido durante el “desarrollismo”. Más allá de las comparaciones del stock agregado, se observan en esta etapa significativas transformaciones en la composición del stock. En particular, debe destacarse el dinamismo del stock de maquinaria y equipo -especialmente, aquel de origen nacional-. En segundo lugar, se lleva a cabo un estudio preliminar de los determinantes de la acumulación de capital en la Argentina. Los resultados obtenidos indican que la acumulación de capital en el período 1993-2015 puede explicarse básicamente por dos factores: el exceso de capital en manos de las firmas, y la demanda efectiva.

1 Sugerencia de citación: Tavilla, P., Pereyra, R. y Mario, A. (2019). La acumulación de capital en Argentina: estimación del stock y análisis de los determinantes durante el período 1993-2015. Revista de Economía Política y Desarrollo VOL 1 - Nro 1, Mayo - Octubre 2019, ISSN 2618-5253 (impresa)/ISSN 2618-5539 (en línea).

2 Profesor Titular Ordinario, Universidad Nacional de Moreno (DEyA-UNM), Argentina.

Correo electrónico: ptavilla@unm.edu.ar

3 Profesor Adjunto Ordinario, Universidad Nacional de Moreno (DEyA-UNM), Argentina. Correo electrónico: rperey@indec.mecon.gob.ar

4 Docente Ordinario, Universidad Nacional de Moreno (DEyA-UNM), Argentina. Correo electrónico: amario@sociales.uba.ar

Abstract

The article is divided in two main parts. First, it provides an estimate, currently nonexistent, of Argentina's capital stock until 2015, which is consistent with the international recommendations in this area. In the historical comparison of the total stock, the period from 2003 to 2015 stands out for being one of the fastest growing stages of the stock of capital. It was surpassed only by what happened during "desarrollismo". Beyond the comparisons of the aggregate stock, significant transformations in its composition are observed during this period. In particular, the dynamism of the stock of machinery and equipment should be highlighted. Secondly, a preliminary study of the determinants of capital accumulation in Argentina is carried out. The results obtained indicate that capital accumulation during the period 1993-2015 can be explained basically by two factors: the excess of capital of the firms, and effective demand.

Keywords:

- *Capital stock*
- *Accumulation*
- *Investment*
- *Argentina*

I. INTRODUCCIÓN

El propósito general de este trabajo es realizar un aporte en términos de actualización de las estadísticas sobre estimación de capital en la Argentina, dada la escasez de estudios de este tipo a la fecha, y contribuir al análisis y comprensión del proceso de acumulación subyacente en la historia reciente de nuestro país.

El artículo está organizado en dos partes. En primer lugar se sintetizan los resultados de evolución del stock de capital en Argentina desde mediados del siglo XX. En segundo lugar, se presenta un avance preliminar y provisorio sobre la modelización de los determinantes de la inversión en el período 1993-2015.

II. ESTIMACIÓN DEL STOCK DE CAPITAL EN ARGENTINA

Con el propósito de contribuir al análisis del proceso de acumulación de capital en la Argentina reciente, el artículo presenta una serie actualizada del stock de capital por grandes rubros, consistentes con las recomendaciones internacionales en la materia, en particular con el "Measuring Capital OECD Manual" (2009), para el período 1993-2015 y, a nivel de mayor agregación, para el

período 1950-2015. Conocer la composición del stock de capital y su evolución, desagregada por grandes rubros, permite una aproximación a uno de los condicionantes decisivos de la capacidad reproductiva de la actividad económica nacional.

Existen diversos antecedentes del cálculo del stock de capital para la República Argentina. Los principales trabajos son: Balboa y Fracchia (1959), Goldberg y Ianchilovich (1988) y Hofman (1991). Entre los trabajos más recientes encontramos a: Butera y Kasacoff (1997), CEP (1997), Maia, y Nicholson, (2001) y Coremberg (2004, 2009). Todos los trabajos citados anteriormente (salvo Coremberg) estiman los componentes del stock de capital fijo por el método MIP utilizando las series de inversión de las Cuentas Nacionales a un elevado nivel de agregación. Las estimaciones de Coremberg, en cambio, combinan el método MIP con valuaciones hedónicas para algunas tipologías de bienes y con una mayor desagregación. En esta línea de investigación, destacamos el aporte que implica obtener una estimación del stock de capital al año 2015, hasta ahora inexistente, tanto en su versión más desagregada (1993-2015) como en su versión agregada y de largo plazo (1950-2015).

Los resultados muestran que el stock de capital aumentó, entre 2003 y 2015, un 43,1%(3,3%

anual acumulativo). No obstante, el incremento del acervo de capital es un proceso de más largo alcance que no se limita a la etapa pos-convertibilidad.

A continuación se desarrolla la metodología y las fuentes de información utilizadas para realizar las estimaciones. Luego, se expondrán los resultados. La primera parte del artículo finaliza con algunas conclusiones.

II. 1 Datos y metodología de estimación por el método de inventario permanente (MIP)

Los datos de Formación Bruta de Capital Fijo, los índices de precios sobre los que se basó la obtención de valores a precios constantes y los cuadros de oferta y utilización provienen de la Dirección Nacional de Cuentas Nacionales, dependiente del Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC). En tanto, las tasas de depreciación utilizadas fueron extraídas del *Bureau of Economic Analysis* de los Estados Unidos.

El stock de capital se estimó por el Método de Inventario Permanente (MIP). El MIP genera una estimación del stock del bien de capital mediante la acumulación de los flujos de inversión pasados realizando una serie de supuestos acerca de la vida útil media y los patrones de retiros y depreciación.

Para la estimación del stock de capital se partió de la serie de Formación Bruta de Capital Fijo (FBCF) en millones de pesos corrientes, provista por la Dirección Nacional de Cuentas Nacionales (DNCN) para el período 2004–2015. La FBCF está compuesta por: construcciones, otras construcciones, maquinaria y equipo (MyE) (dividido, a su vez, en MyE nacional y MyE importado), equipo de transporte (ET) (dividido, a su vez, en ET nacional y ET importado), y otros activos fijos. A continuación, en base a los cuadros de oferta y utilización (COU) del año 2004–también provistos por la DNCN– se verificó la consistencia de los flujos de inversión totales de cada uno de los rubros mencionados anteriormente con los flujos de inversión por CPC (*Central Product Classification*) para el mencionado año. Ante la falta de disponibilidad de los COU para los años subsiguientes, se asumió fija la participación del gasto de inversión

en cada CPC en el total de cada uno de los grandes rubros (construcción, otras construcciones, MyE, ET y otros activos fijos).

Una vez que se contó con la serie de FBCF en millones de pesos corrientes por CPC –y cuyos totales en 2004 resultan consistentes con aquellos informados por la DNCN–, se deflactaron los valores utilizando los índices de precios de la FBCF, obteniendo, así, la serie de FBCF en millones de pesos de 2004.

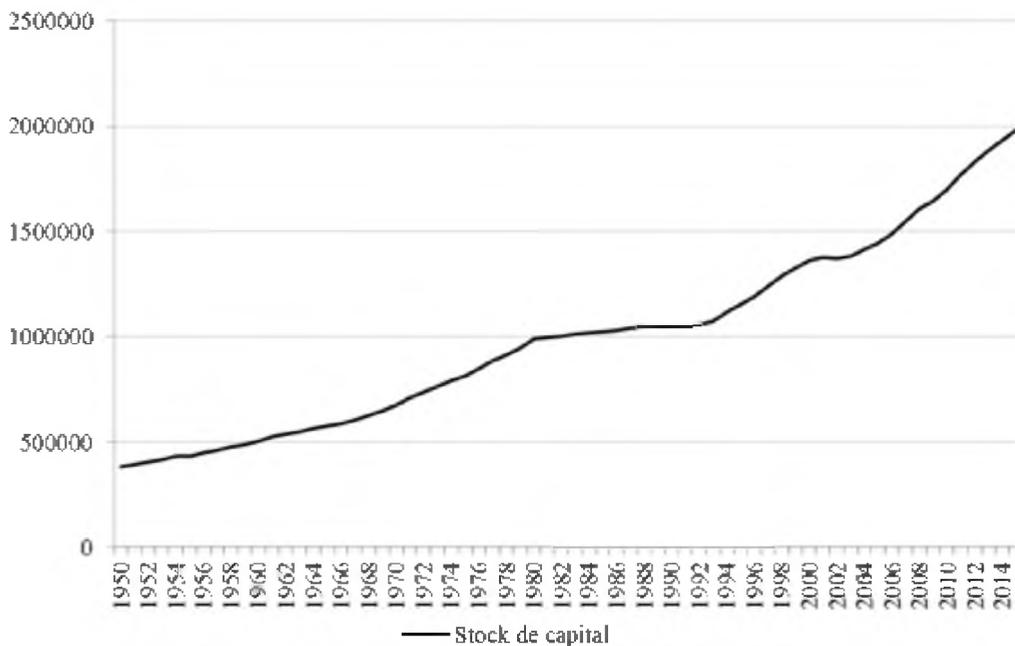
A continuación, se asignó a cada CPC una tasa de depreciación. En particular, en el presente trabajo se ha supuesto un patrón de depreciación geométrica y la ausencia de un patrón de retiros. Se han utilizado las tasas de depreciación del Bureau of Economic Analysis (BEA) de los Estados Unidos, las cuales se basan, a su vez, en estimaciones de Hulten y Wykoff (ver Fraumeni, 1997, pp. 18–19). Siguiendo el procedimiento del BEA, el cálculo del stock de capital inicial depreció la inversión corriente por la mitad de su tasa de depreciación, ya que se supone que los activos nuevos empiezan a prestar servicios a mediados de año.

Con el objetivo de estimar el stock de capital inicial para cada CPC se partió de los valores presentados en Pereyra (2007) para el año 2004.⁵ En tanto, se asumió que el stock de capital total en dicho año evidenciaba la misma estructura por CPC que el flujo de inversión. Luego, se estimó el stock de capital por CPC para el período 2005–2015.

Por último, en base a Pereyra (2007), se estimó una serie de stock de capital de largo plazo (que comienza en 1950). Desde 1950, esta serie se desagregó por grandes rubros, respetando las proporciones reportadas por Pereyra (2007).

5 Pereyra (2007) estimó el stock de capital inicial asignando una tasa de crecimiento del stock de capital de “largo plazo” (en base a Maia y Nicholson, 2005). En otras palabras, dados el flujo de inversión inicial del año 1993, una tasa de depreciación y una tasa de crecimiento del stock de capital de largo plazo, se estimó un stock de capital inicial para 1993.

Gráfico 1. Stock de capital, 1950-2015. En miles de pesos de 2004



Fuente: Elaboración propia en base a datos de DNCN y BEA.

II.2 Resultados

II.2.1 El “largo plazo”: el stock de capital en Argentina (1950-2015)

El gráfico 1 muestra un proceso sostenido de acumulación de capital reproductivo en las décadas de 1950, 1960 y 1970 (a una tasa promedio del 3,2% anual), que se ve interrumpido durante década del 80 (promedio de 0,53% anual), se recupera durante la Convertibilidad (promedio de 2,6% anual), colapsa de nuevo por la crisis de la Convertibilidad (promedio de 0,18% anual) y se retoma en la vigorosa recuperación reciente de 2004 a 2015 (promedio de 3,04% anual).

Como puede observarse en el cuadro 1, el stock de capital creció un 416,6% al cabo de 65 años, destacándose en la división por décadas el crecimiento que tuvo el stock en la década del 70: un 46,4% y la citada débil performance de período conocido como “década perdida” del 80, cuando el stock creció apenas un 5,4%, impulsado por el crecimiento del stock de construcciones, con tasas

negativas (disminución) del stock de maquinaria y equipo. El referenciado como mejor período industrial desarrollista de 1964/1974 muestra un crecimiento entre puntas del 40,4%.

Entre puntas, 1950 y 2015, el stock de capital de construcciones, que es el rubro principal, cayó en su participación desde el 91,6% al 77,4%, lo cual puede interpretarse como positivo en el sentido de que se trata de una tendencia histórica a crecer la participación del equipo durable de producción.

**Cuadro 1. Tasas de crecimiento del stock de capital, 1950-2015 (períodos seleccionados).
En porcentajes**

Años	Stock de capital	Construcción	Maquinaria y equipo nacional	Maquinaria y equipo importado	Equipo de transporte nacional	Equipo de transporte importado
1960/1950	31,9	28,5	55,8	26,5	743,4	264,7
1970/1960	33,9	29,9	30,7	74,9	406,3	-24,2
1980/1970	46,4	45,0	49,9	77,4	51,2	301,5
1990/1980	5,4	10,5	-23,7	-19,3	-25,4	-55,9
2000/1990	30,2	24,0	5,1	770,3	10,3	1126,6
2010/2000	25,0	15,7	66,7	93,6	25,9	-16,1
2015/2005	36,8	15,7	227,5	127,9	72,5	27,4
2015/1950	416,6	312,7	629,6	6287,1	9502,0	5959,2

Fuente: elaboración propia en base a DNCN y BEA.

**Cuadro 2. Estructura del stock de capital, 1950-2015 (años seleccionados).
En porcentaje del total**

Años	Stock de capital	Construcción	Maquinaria y equipo nacional	Maquinaria y equipo importado	Equipo de transporte nacional	Equipo de transporte importado
1950	100,0	91,6	7,5	0,6	0,2	0,1
1960	100,0	89,2	8,9	0,6	1,0	0,3
1970	100,0	86,6	8,6	0,8	3,8	0,2
1980	100,0	85,7	8,8	0,9	3,9	0,7
1990	100,0	89,9	6,4	0,7	2,8	0,2
2000	100,0	85,6	5,2	4,8	2,4	2,0
2010	100,0	81,8	6,9	7,5	2,4	1,4
2015	100,0	77,4	10,6	7,7	2,9	1,4

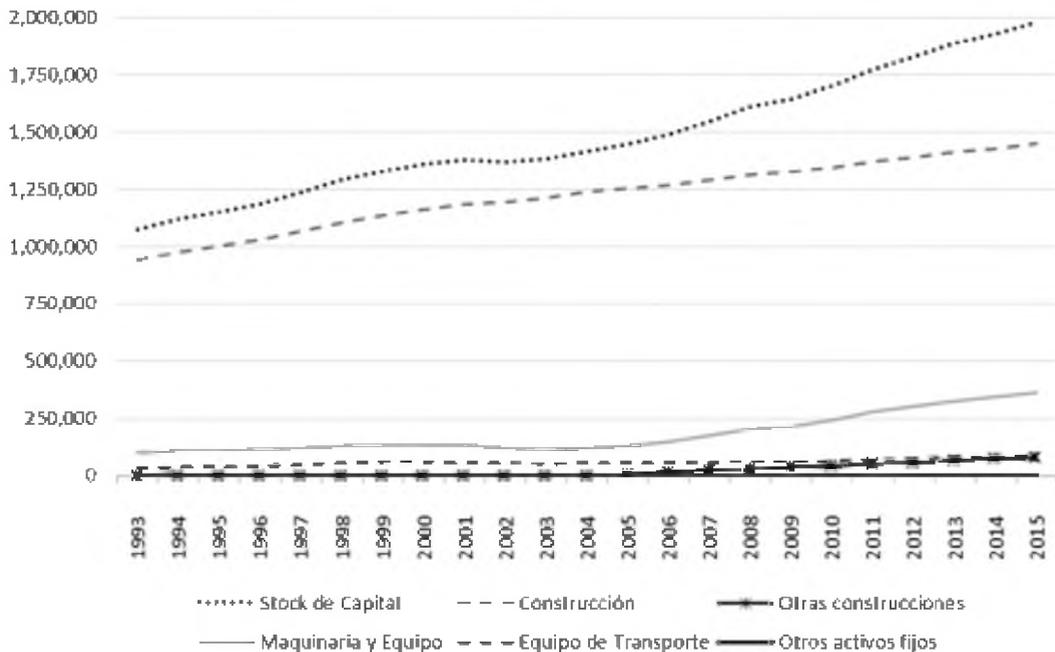
Fuente: elaboración propia en base a DNCN y BEA.

II.2.2 El stock de capital en las últimas dos décadas

El gráfico 2 muestra que el stock de capital se incrementó entre 1993 y 2015, aunque dicho crecimiento no fue lineal. De hecho, el stock tendió a estancarse en los últimos años de la década de 1990 y, por el contrario, creció más rápidamente desde 2004 (vis a vis los primeros años de la década previa). Podemos observar que buena parte del incremento del stock total que se verifica para el período 2004-2015 puede asociarse al crecimiento del componente maquinaria y equipo. Por el contrario, el rubro construcción parece explicar una porción significativa del stock total en la década del 90.

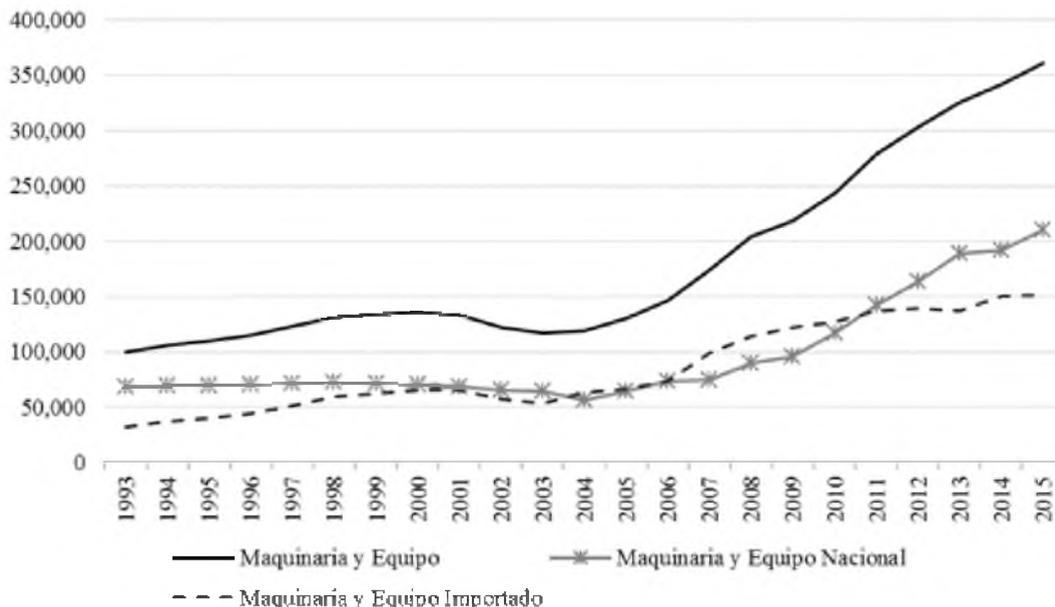
Los gráficos 3 y 4 permiten diferenciar el stock de capital según el origen nacional o importado de sus componentes. El stock de maquinaria y equipo nacional era mayoritario hacia 1993, año de comienzo del análisis. Sin embargo, el más rápido crecimiento del stock de maquinaria y equipo importado -vis a vis el nacional- durante la década de 1990 implicó que el stock importado superara al nacional entre 2004 y 2010; aunque ya desde 2001, las diferencia se reduce sustancialmente. En cambio, especialmente desde 2007, el stock de maquinaria y equipo nacional se incrementa a un ritmo superior al importado, llegando incluso a superarlo a partir de 2011.

Gráfico 2. Stock de capital por grandes rubros, 1993-2015. En miles de pesos de 2004



Fuente: Elaboración propia en base a datos de DNCN y BEA.

Gráfico 3. Stock de capital (Maquinaria y Equipo Nacional e Importado), 1993-2015. En miles de pesos de 2004



Fuente: Elaboración propia en base a datos de DNCN y BEA.

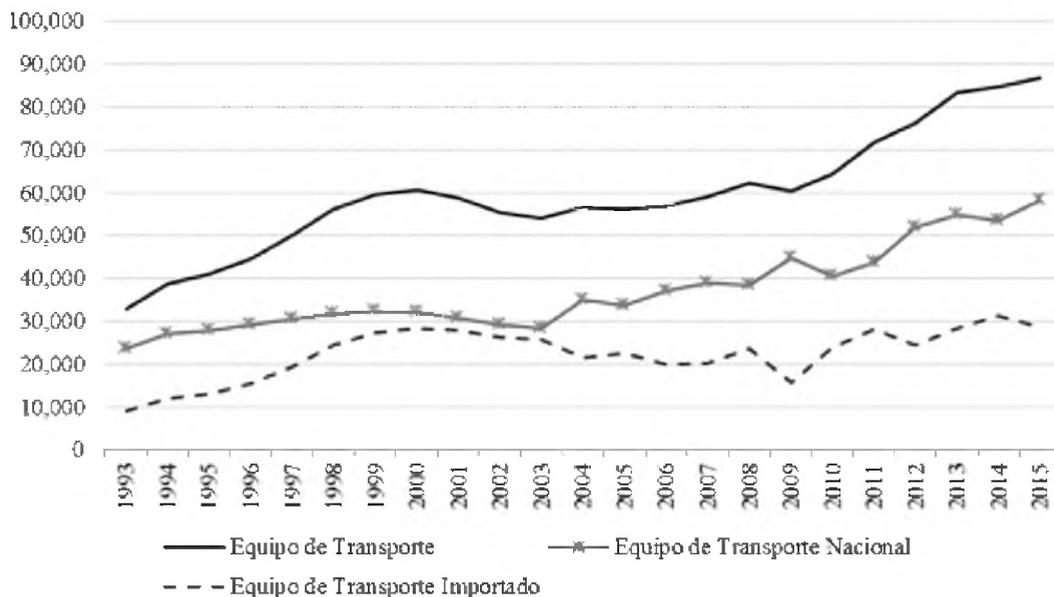
Algo similar se observa en el caso del stock de equipo de transporte (gráfico 4). En la década de 1990, el stock de equipo de transporte importado crece más rápidamente que el nacional, tendencia que se revierte desde 2003.

Adicionalmente, estas transformaciones pueden comprenderse analizando la estructura del stock de capital total según los principales rubros considerando dos sub-períodos, 1993-2001 y 2004-2015, entre los cuales tuvo lugar la explosión de la crisis a finales de 2001 (2002-2003). El cuadro 3 muestra que se reduce en 6,3 puntos porcentuales la importancia del stock de construcción (86,3 a 80%), al tiempo que se incrementa en 4 puntos porcentuales la de maquinaria y equipo (9,7 a 13,7%) y, queda prácticamente inalterada la de equipo de transporte (crece 0,1 punto porcentual). La mayor parte del incremento de la participación del stock de maquinaria y equipo -casi dos tercios- se debe al de origen importado (que crece más rápidamente, como mencionamos, hasta 2007). En cambio, si bien la participación del stock de equipo

de transporte se mantuvo inalterada, se observó un cambio en su composición -en comparación con la década de 1990- aumentando el de origen nacional y cayendo el de origen importado.

El cuadro 4 muestra las tasas anuales promedio de variación del stock de capital por rubros y considerando los sub-períodos mencionados en el párrafo anterior. Teniendo en cuenta las tasas de crecimiento desde 1994 en adelante, el stock crece más rápidamente durante la década de 1990, aunque ya vimos en la sección anterior que esto se modifica si incluimos los primeros años de la convertibilidad (la tasa promedio de crecimiento del stock de capital entre 1991 y 2001 es 2,56%), claramente inferior a la observada durante el período posterior. Pero más allá de la dinámica del stock total, se destacan además los (diferentes) rubros que impulsan el crecimiento en ambos sub-períodos. Así, mientras en la etapa neoliberal, el equipo de transporte crecía por encima del promedio -y maquinaria y equipo por debajo-, en el período 2004-2015 es el stock de maquinaria y equipo -y en menor

Gráfico 4. Stock de capital (equipo de transporte nacional e importado), 1993-2015.
En miles de pesos de 2004



Fuente: Elaboración propia en base a datos de DNCN y BEA.

medida el de equipo de transporte- el que lidera el crecimiento del stock total. En la distinción nacional/importado, se destaca el muy fuerte aumento del stock de maquinaria y equipo nacional, el cual crece entre 2005 y 2015 a una tasa anual media de casi 11%.

III. LOS DETERMINANTES DE LA INVERSIÓN EN ARGENTINA (1993-2015): ALGUNAS ESTIMACIONES PRELIMINARES

Como vimos en la primera parte, entre 2003 y 2015, la formación bruta de capital fijo se incrementó en la Argentina un 125% (9,6% anual acumulativo).

En tanto, el stock de capital aumentó, durante el mismo período, un 43,1% (3,3% anual acumulativo). No obstante, el incremento del acervo de capital es un proceso de más largo alcance que no se limita a la etapa pos-convertibilidad (gráfico 5). De hecho, el stock de capital creció un 28% (3,1% anual acumulativo) entre 1993 y 2001, a pesar del desplome del flujo de inversión que se redujo un 17% entre puntas (un 1,9% anual acumulativo) pero mucho más fuertemente desde 1998 y hasta el mínimo de 2002 en plena crisis. Eventualmente, la sostenida reducción de la inversión terminó provocando un proceso de destrucción de capital fijo durante todo el año 2002.

Cuadro 3. Estructura del stock de capital por períodos, 1993-2001, 2002-2003 y 2004-2015. En porcentaje del total

	1993-2001	2002-2003	2004-2015
Stock de Capital	100,0	100,0	100,0
Construcción	86,3	87,3	80,0
Maquinaria y Equipo	9,7	8,7	13,7
Maquinaria y Equipo Nacional	5,7	4,7	7,0
Maquinaria y Equipo Importado	4,0	4,0	6,7
Equipo de Transporte	3,9	4,0	4,0
Equipo de Transporte Nacional	2,4	2,1	2,6
Equipo de Transporte Importado	1,6	1,9	1,4

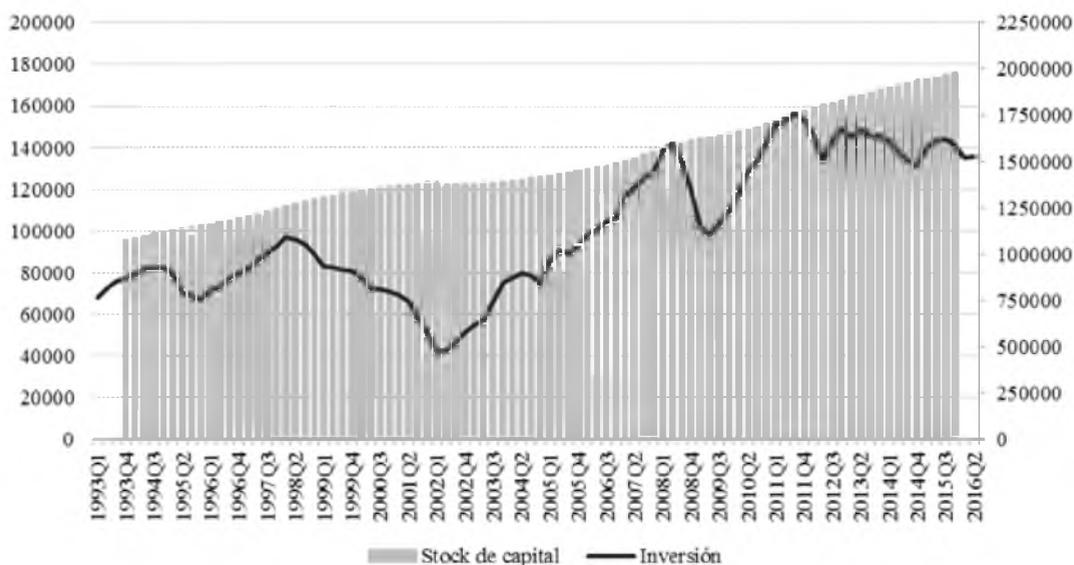
Fuente: Elaboración propia en base a datos de DNCN y BEA.

Cuadro 4. Tasa de variación promedio del stock de capital por períodos, 1994-2001, 2002-2003 y 2004-2015. En porcentaje

	1994-2001	2002-2003	2004-2015
Stock de Capital	3,17	0,18	3,04
Construcción	2,93	1,06	1,50
Maquinaria y Equipo	3,71	-6,04	9,94
Maquinaria y Equipo Nacional	0,03	-3,03	10,87
Maquinaria y Equipo Importado	9,49	-9,29	9,48
Equipo de Transporte	7,78	-4,00	4,08
Equipo de Transporte Nacional	3,52	-3,92	6,55
Equipo de Transporte Importado	15,46	-4,09	3,01

Fuente: Elaboración propia en base a datos de DNCN y BEA.

Gráfico 5. Stock de capital y formación bruta de capital fijo (desestacionalizada), 1993-2015 (en millones de pesos de 2004)



Fuente: elaboración propia en base a DNCN-INDEC

El objetivo de esta sección es llevar a cabo una primera aproximación al estudio de los determinantes de la acumulación de capital en la Argentina. La importancia de este propósito no puede exagerarse: poder dar cuenta de los factores que impulsan el crecimiento económico –y los mecanismos o canales a través de los operan– es clave, especialmente en términos de política económica.

Existe una frondosa literatura que se ocupó de estudiar la economía argentina en la pos-convertibilidad (ver, por ejemplo, CENDA, 2010, Panigo y Chena, 2011). Asimismo, varios autores han llevado a cabo estimaciones econométricas del comportamiento de la inversión (Coremberg, Goldszier, Heymann y Ramos, 2007; Panigo, Toledo, Herrero, López, y Montagu, 2009; Amico, Fiorito y Hang, 2011).

Los resultados obtenidos indican que la acumulación de capital en el período 1993-2015 puede explicarse básicamente por dos factores: el “exceso de capital” en manos de las firmas y la demanda efectiva.

A continuación se presenta el marco conceptual del que se desprende el modelo a estimar. Luego, se discute la metodología de estimación y se describen los datos utilizados. A partir de los resultados obtenidos de las estimaciones, se evaluará los pronósticos realizados en base al modelo.

3.1 Marco conceptual

Pretendemos explicar el stock de capital (K). Dado K , la formación bruta de capital fijo (I) se determina por identidad:

$$I_t = K_t - (1 - \delta)K_{t-1} \quad (1)$$

donde δ es la tasa de depreciación. En este sentido, la ecuación para el stock de capital puede ser considerada una ecuación de inversión ya que I queda determinada una vez que se conoce K .

La ecuación estimada para K se basa en las siguientes dos ecuaciones:

$$\log\left(\frac{K}{K_{-1}}\right) = \alpha_0 \log\left(\frac{K_{-1}}{KMIN_{-1}}\right) + \alpha_1 d\log(y) + \alpha_2 d\log(y_{-1}) + \alpha_3 d\log(y_{-2}) + \alpha_4 d\log(y_{-3}) + \alpha_5 d\log(y_{-4}) + \alpha_6 r \quad (2)$$

$$\log\left(\frac{K}{K_{-1}}\right) - \log\left(\frac{K_{-1}}{K_{-2}}\right) = \lambda \left[\log\left(\frac{K^*}{K_{-1}}\right) - \log\left(\frac{K_{-1}}{K_{-2}}\right) \right] + \mu \quad (3)$$

donde r es alguna medida del costo del capital. $KMIN$ es una estimación de la cantidad mínima de capital requerida para producir el nivel actual de producto y $K-1/KMIN-1$ es, por lo tanto, el cociente entre el stock de capital efectivo al final del período previo y el mínimo requerido para producir el producto de ese período. De modo que $\log(K-1/KMIN-1)$ es la cantidad de “exceso de capital” en poder de las firmas.⁶

K^* en la ecuación (2) es el valor del stock de capital que la firma desearía tener en el período actual si cambiar el stock de capital no tuviera costos. El cambio deseado, $\log(K^*/K-1)$ depende de: 1) la cantidad de exceso de capital; 2) la demanda efectiva esperada; y 3) el costo del capital. Las variaciones rezagadas del producto pretenden aproximar los cambios futuros del producto esperados. Todo lo demás igual, la firma desea incrementar el stock de capital si espera una mayor demanda efectiva. La ecuación (3) es una ecuación de ajuste parcial del stock de capital efectivo al deseado. Establece que el porcentaje de cambio corriente del stock de capital es una fracción del porcentaje de cambio deseado.

Ignorando el término del costo del capital en la ecuación (2), la ecuación implica que el stock de capital deseado se aproxima a $KMIN$ en el largo plazo si el producto no está cambiando. El costo del

capital afecta el stock de capital influyendo en los tipos de máquinas que se adquieren. Si de hecho hubiera alguna sustitución entre capital y trabajo en el corto plazo, sería probable que el costo del capital afectara el stock de capital deseado por la firma —esta es la razón para incluir el costo del capital en la ecuación (2) (para más detalles puede consultarse Fair, 2004).

Combinando las ecuaciones (2) y (3) se obtiene:

$$d\log(K) = \lambda \alpha_0 \log\left(\frac{K_{-1}}{KMIN_{-1}}\right) + (1 - \lambda) d\log(K_{-1}) + \lambda \alpha_1 d\log(y) + \lambda \alpha_2 d\log(y_{-1}) + \lambda \alpha_3 d\log(y_{-2}) + \lambda \alpha_4 d\log(y_{-3}) + \lambda \alpha_5 d\log(y_{-4}) + \lambda \alpha_6 r + \mu \quad (4)$$

La ecuación (4) será estimada a continuación.

3.2 Método de estimación

La técnica de estimación utilizada es mínimos cuadrados en dos etapas (2SLS) con la posibilidad de asumir, si correspondiera, correlación serial en los residuos. En tal caso, los coeficientes estructurales serían estimados junto con los coeficientes de correlación serial. El período de estimación es 1993:4–2015:4, totalizando 89 observaciones trimestrales. Los regresores de la primera etapa se presentan en la sub-sección que informa los resultados.

Las pruebas chi-cuadrado consisten en agregar una o más variables y determinar si hay significatividad estadística. Las pruebas incluyen la adición de valores rezagados de las variables explicativas, la adición de un supuesto de correlación serial y la adición de una tendencia temporal lineal. También se realiza una prueba de restricciones de sobre-identificación para 2SLS.

El agregar valores rezagados (lags test) es una prueba de especificación dinámica como también lo es la adición del supuesto de correlación serial, llamado “RHO test”.

6 Esto es consistente con el enfoque de Amico et al. (2011, p. 40), quienes destacan que “las firmas buscan mantener capacidad ociosa...”. La especificación del modelo también es capaz de reflejar “la observación empírica de que la capacidad productiva no resulta subutilizada en demasía por largos periodos...si la capacidad productiva es excesiva respecto de la demanda, luego la inversión neta se reducirá...la capacidad productiva se achica o aumenta a una tasa menor que la demanda, tendiendo así a adaptarse a la demanda” (Amico et al., 2011, p41).

El incorporar una tendencia temporal (T test) es una forma de controlar la correlación espuria entre variables con tendencias comunes.⁷

La prueba de sobre-identificación es simplemente la prueba estándar de regresar los residuos 2SLS en los regresores de la primera etapa y computar el R-cuadrado. Entonces el producto de T por el R-cuadrado sigue una distribución chi-cuadrado con q grados de libertad, donde T es el número de observaciones y q es el número de regresores de la primera etapa menos el número de variables explicativas en ecuación que está siendo estimada. La hipótesis nula es que todos los regresores de la primera etapa no están correlacionados con el término de error. Si el estadístico excede el valor crítico, la hipótesis nula es rechazada y se concluiría que al menos alguno de los regresores de la primera etapa no es predeterminado. Esta prueba se denota “overid” en las tablas.

Se intentó captar quiebres estructurales en la tasa de crecimiento del stock de capital aunque con sus limitaciones derivadas de los datos macroeconómicos. El supuesto realizado fue dividir las observaciones en 4 períodos: convertibilidad (1993:1-2001:4), crisis (2002:1-2003:1), posconvertibilidad 1 (2003:2-2007:4), posconvertibilidad 2 (2008:1-

⁷ Es bien sabido que todas las pruebas de raíz unitaria – incluidos aquellos que incorporan cambios estructurales al test, como Perron (1989)– “Tienen muy baja potencia para distinguir entre un proceso con raíz unitaria y uno que está cerca de tenerla –pero no la tiene-. Un proceso estacionario en tendencia puede ser arbitrariamente bien aproximado por un proceso de raíz unitaria, y un proceso de raíz unitaria puede ser arbitrariamente bien aproximado por un proceso estacionario en tendencia” (Enders, 2010, p. 257). En la misma línea, Fair sostiene: “Respecto del supuesto de estacionariedad, es bien sabido que es difícil testear si una variable es no estacionaria versus estacionaria alrededor de una tendencia determinística, y no veo un problema con tomar la ruta más fácil” (Fair, 2004, p 5). Por lo tanto, en el Fair Model (FM), “La hipótesis de trabajo en este libro es que las variables son estacionarias alrededor de una tendencia determinística” (Fair, 2004, p xvi y 5). De todos modos, el hecho de que sea usualmente imposible distinguir la estacionariedad de una serie no sería relevante, en el sentido de que los pronósticos de los modelos alternativos podrían tener una performance casi idéntica (Enders, 2010, p. 237).

2015:4). Si las variables dicotómicas que identifican cada uno de estos períodos son significativas, esto es evidencia a favor de un cambio estructural en el intercepto.

Recordemos que bajo el enfoque de la Comisión Cowles (CC)⁸ –en el que se basa esta sección–, la teoría se utiliza para elegir las variables explicativas (RHS) y la variable explicada (LHS) de ecuaciones estructurales, aunque las ecuaciones se estiman, en general, sin más restricciones. Algunas veces, sin embargo, hay teorización “extra” acerca de la dinámica, y esto se discute más abajo. También, usualmente se utilizan variables dependientes rezagadas como variables explicativas. Este procedimiento puede justificarse por la captación de efectos de ajuste parcial y/o efectos de expectativas adaptativas.

Para facilitar la discusión, una variable será “significativa” si el estadístico t es mayor a 2 en valor absoluto. Una prueba será “rechazada” si el valor-p es menor que 0,01 y “superada” si es mayor o igual que 0,01. La hipótesis nula para una prueba chi-cuadrado es que lo que sea que se agregue tiene un efecto nulo y, si se usa un nivel de significación de 0,01, la hipótesis nula se rechaza para un valor-p menor que 0,01.

La ecuación no es perfecta. La especificación que fue elegida es aquella que pareció funcionar mejor luego de experimentar con diferentes especificaciones, pero probablemente pueda mejorarse.

3.3 Los datos

El cuadro 5 detalla todas las variables utilizadas, su construcción y las fuentes de información. La depreciación (dep) requiere alguna explicación. Dadas las observaciones trimestrales del stock de capital (obtenida luego de interpolar linealmente la serie anual) y la formación bruta de capital fijo (desestacionalizada mediante el método X-12 ARIMA), la serie de depreciación se obtuvo despejando $dep = 1 + (I-K)/K_{-1}$.

⁸ Este enfoque se remonta al menos hasta Tinbergen (1939).

Cuadro 5. Las variables en orden alfabético

Variable	Descripción	Fuente
CONVERT	Variable dicotómica (vale1 entre 1993:1-2001:4)	Elaboración propia
CRISIS	Variable dicotómica (vale1 entre 2002:1-2003:1)	Elaboración propia
D011	Variable dicotómica (vale1 en 2001:1)	Elaboración propia
D091	Variable dicotómica (vale1 en 2009:1)	Elaboración propia
D101	Variable dicotómica (vale1 en 2010:1)	Elaboración propia
DEP	tasa de depreciación del Stock de capital	Elaboración propia en base a INDEC-DNCN
I	Formación bruta del capital fijo (millones de pesos de 2004; desestacionalizada)	INDEC-DNCN
K	Stock de capital (millones de pesos de 2004; extrapolación lineal de la serie anual)	Elaboración propia en base a INDEC-DNCN
KIRCH1	Variable dicotómica (vale1 entre 2003:2-2007:4)	Elaboración propia
KIRCH2	Variable dicotómica (vale1 entre 2008:1-2015:4)	Elaboración propia
KMIN	Stock de capital requerido para producir Y (millones de pesos de 2004): $KMIN=Y/MUH$	Elaboración propia en base a INDEC-DNCN
MUH	Cantidad de producto capaz de ser producido por una unidad de capital (interpolación lineal entre picos de Y/K)	Elaboración propia en base a INDEC-DNCN
PY	Índice de precios implícitos del PIB (2004=100)	INDEC-DNCN
RPAS_REAL	Tasa de interés pasiva (30 A 59 DIAS) menos tasa de inflación anual (puntos porcentuales anuales)	Elaboración propia en base a INDEC-DNCN
Y	PIB (millones de pesos de 2004; desestacionalizado)	INDEC-DNCN
YS	Producto potencial (millones de pesos de 2004; interpolación lineal entre picos de $\log Y$)	Elaboración propia en base a INDEC-DNCN

3.4 Resultados

La ecuación estructural estimada se presenta en el cuadro 6 y se estima bajo el supuesto de correlación serial de primer orden del término de error y tres variables dicotómicas son agregadas para dar cuenta de las crisis de 2001 y 2009 –y la recuperación desde 2010–. Todas las variables tienen los signos esperados y son significativas. Los términos rezagados del producto no fueron significativos por lo que no se incluyeron en la estimación. La variable de “costo del capital” que se probó fue la tasa de interés (pasiva) real pero resultó no significativa y no se incluyó en la estimación.

Las variables dicotómicas que pretendían captar quiebres estructurales en la constante no resultaron significativas. La ecuación superó todas las pruebas realizadas.

La estimación de $1-\lambda$ es 0,92 y por lo tanto el valor implícito de λ es 0,08. Entonces, se estima que el stock de capital ajusta un 8% del total hasta el stock deseado cada trimestre. La estimación de $\lambda\alpha_0$ es $-0,0088$ y, por ende, el valor implícito de α_0 es $-0,1082$. Esto significa que un 10,82% del exceso de capital es eliminado cada trimestre, siendo todo lo demás igual. Esta es la estimación del tamaño del efecto del exceso de capital en el stock de capital deseado.

Cuadro 6. Variable LHS es dlog(K)

	Coefficiente	t-stat	Prueba	Chi-cuadrado	GL	Valor-p
C	6	20,496	LAGS	27,177	3	4,372
LOG(K(-1)/KMIN(-1))	-88	-23,539	RHO	26,424	1	1,040
DLOG(K(-1))	9,187	282,865	T	246	1	8,754
DLOG(Y)	259	49,188				
D011	-27	-280,904				
D091	-29	28,028				
D101	31	33,098				
AR(1)	-2,748	-23,925				
SE=0,0009						
R-CUADRADO=0,9028						
DW=2,0100						
OVERID(GL=2; VALOR-P=0,4076)						

El gráfico 6 muestra el ajuste “dentro de la muestra” de la ecuación estimada a través de pronóstico dinámico. Se observa el más que aceptable desempeño del modelo “dentro de la muestra”.

Más interesante resulta estudiar el desempeño del modelo para realizar pronósticos “fuera de la muestra”, esto es, estimar la ecuación hasta un determinado momento y, a partir de dicho momento, utilizar el modelo para predecir los valores subsi-

guientes. En el ejercicio realizado, se asumió que se contaba con información hasta 2014:4 y se llevó a cabo un pronóstico dinámico para todo el año 2015 (gráfico 7). El modelo estimó un stock de capital de 1.961.318,25 millones de pesos de 2004 en promedio para 2015, mientras que el valor real para el mismo período fue de 1.961.824 millones de pesos de 2004. Es decir, que el modelo subestima en apenas un 0,03% el valor real.

Gráfico 6. Pronóstico dinámico del stock de capital para el período de estimación (dentro de la muestra)

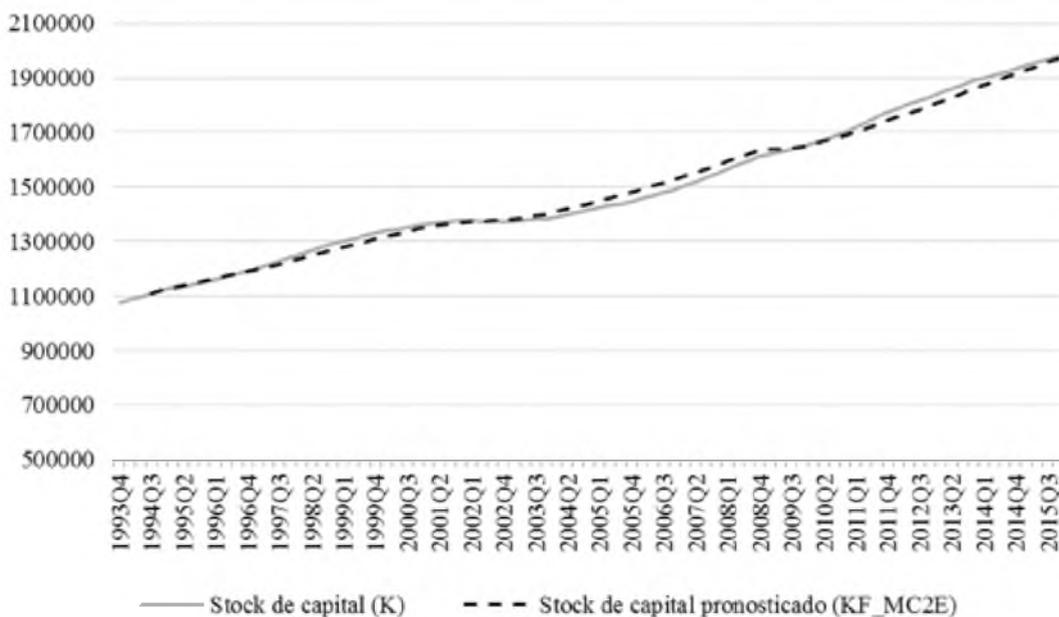


Gráfico 7. Pronóstico dinámico “out of sample” del stock de capital para el año 2015

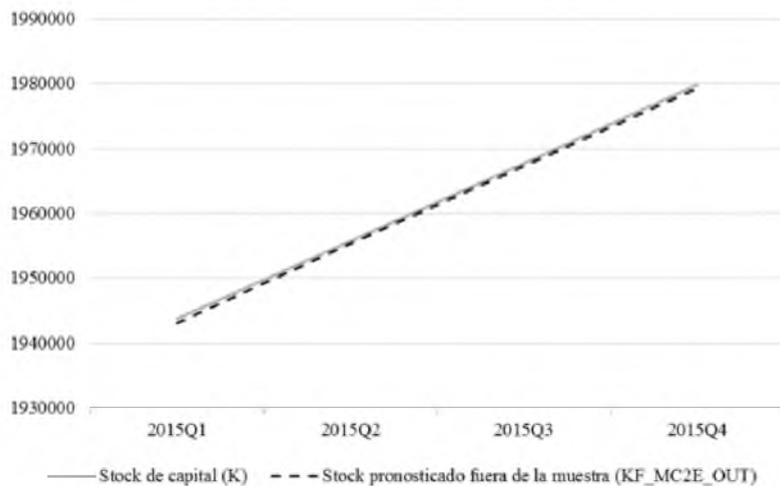
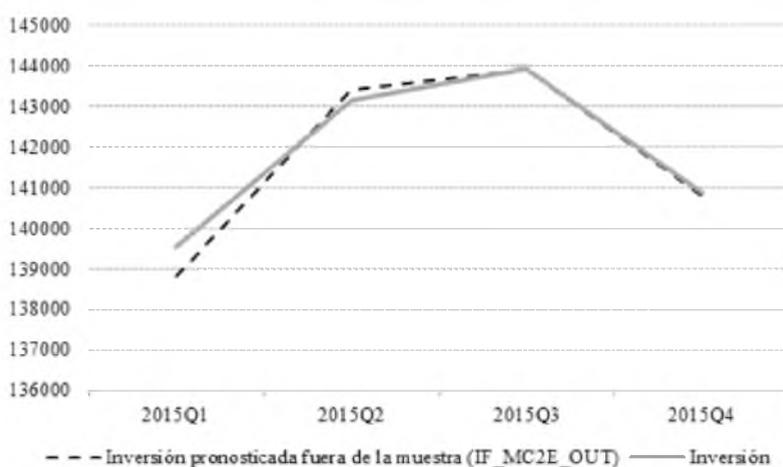


Gráfico 8. Pronóstico dinámico “out of sample” para la inversión de 2015 (en base a la ecuación de stock de capital estimada)



Por último, dado el pronóstico para K, se calculó el valor implícito de la formación bruta de capital fijo pronosticada por el modelo y se lo comparó con el valor real de la misma para el año 2015 (gráfico 8). En este caso, la inversión durante 2015 fue de 141.870,9 millones de pesos de 2004 y el modelo pronosticó dinámicamente un valor de 141.728,58 millones de pesos de 2004, lo cual implica una subestimación del 0,1%.

IV. CONCLUSIONES

El objetivo de la primera parte del artículo fue estimar la evolución del stock de capital argentino hasta la actualidad. El stock de capital se estimó por el Método de Inventario Permanente (MIP), asumiendo un patrón de depreciación geométrica y la ausencia de un patrón de retiros. Presentamos, por un lado, una serie de “largo plazo” que da cuenta de la evolución del stock total entre 1950 y 2015 y, por el otro, una serie desagregada

por grandes rubros para el período 1993–2015. En la comparación histórica del stock total, en este último período se destaca por ser una de las etapas de más rápido crecimiento del stock de capital –siendo superado solo por lo acontecido durante el “desarrollismo”–. Más allá de las comparaciones del stock agregado, se observan en esta etapa significativas transformaciones en la composición del stock. En particular, debe destacarse el dinamismo del stock de maquinaria y equipo, especialmente aquel de origen nacional.

No pueden dejar de mencionarse las que creemos son las principales limitaciones del artículo, las cuales se relacionan con la metodología empleada y las fuentes de información. En particular: i) utilizamos tasas de depreciación exógenas, obtenidas a partir de estudios para la economía norteamericana; ii) solo contamos con los cuadros de oferta y utilización para 2004, lo cual nos obligó a asumir fijas las proporciones de cada bien de inversión en el total; y, iii) solo contamos con la desagregación nacional/importado para los totales de maquinaria y equipo, y equipo de transporte (de modo que no fue posible determinar qué proporción de cada bien de inversión es de origen nacional o importado).

En la segunda parte del artículo, utilizamos un modelo econométrico para intentar dar cuenta de los determinantes de la evolución del stock de capital –y la inversión– en la Argentina durante el período 1993–2015. Cualquier modelo en la tradición de la CC debe juzgarse por la calidad de sus estimaciones. Sin dudas, es posible encontrar una mejor versión a la ecuación estimada en esa sección. Como se aclaró, este parte del trabajo constituye una aproximación preliminar de una tarea que requiere de ulteriores avances. Una cuestión clave es intentar dar cuenta de posibles cambios estructurales. Las variables dicotómicas para identificar períodos intentaron dar cuenta de algún cambio, pero probablemente se pueda hacer más.

Aun con sus limitaciones, el modelo brinda respaldo a la estimación del stock de capital llevada a cabo para el período 1993–2015. De acuerdo con las pruebas realizadas, el modelo es dinámica-

mente completo y, por lo tanto, los coeficientes son consistentes. Sería deseable mejorar la calidad de la estimación de algunos coeficientes, aunque ello no siempre es tarea sencilla con datos “muy” agregados (básicamente, puede haber demasiada colinealidad para el número de coeficientes estimados, especialmente cuando se incluyen rezagos de las variables explicativas).

El desempeño del modelo en términos del pronóstico dinámico “fuera de la muestra” resulta un aspecto a destacar en esta etapa de la investigación. Hacia el futuro, podría experimentarse con alguna variable del costo de capital vinculada al desempeño de los mercados financieros –la idea a testear sería que una mejora en el desempeño de las acciones facilitarían el financiamiento de las firmas–. Además, como ya fue mencionado, en relación con la cuestión de los cambios estructurales sería deseable ampliar la batería de pruebas empleadas para incluir algún test de estabilidad estructural de los coeficientes.

REFERENCIAS

- Amico E, Fiorito, A. y Hang, G. (2011). *Producto potencial y demanda en el largo plazo: hechos estilizados y reflexiones sobre el caso argentino reciente* (Documento de Trabajo No.35). Buenos Aires: CEFID-AR.
- Balboa, M. y Fracchia, A. (1959). Fixed reproducible capital in Argentina, 1935–55. *Review of Income and Wealth*, 8, 274–292.
- Butera, M. y Kasacoff, L. (1997). Evolución del stock de capital en la Argentina: el proceso de acumulación en las últimas tres décadas. *Anales de la Asociación Argentina de Economía Política*, Bahía Blanca.
- CENDA (2010). *La anatomía del nuevo patrón de crecimiento y la encrucijada actual*. Buenos Aires: Cara y ceca.
- CEP (1997). *Evolución del Stock de Capital en Argentina*. Buenos Aires: Centro de Estudios de la Producción, Secretaría de Industria, Comercio y Minería, Ministerio de Economía y Obras y Servicios Públicos.
- Coremberg, A. (2004). *Estimación del Stock de Capital Fijo para la Argentina 1990–2003*. Fuentes, métodos y resultados. Recuperado

- de <https://www.indec.gov.ar/ftp/nuevaweb/cuadros/17/stock%20capital.pdf>
- (2009). *Midiendo las fuentes del crecimiento en una economía inestable: Argentina. Productividad y factores productivos por sector de actividad económica y por tipo de activo*. Buenos Aires: CEPAL.
- Coremberg, A., Goldszier, P., Heymann, D., y Ramos, A. (2007). Patrones de la inversión y el ahorro en la Argentina. *Serie Macroeconomía del Desarrollo*, 63, CEPAL.
- Enders, W. (2010). *Applied Econometric Time Series*. New York: Wiley.
- Fair, R. (2004). *Estimating How the Macroeconomy Works*. Cambridge: Harvard University Press.
- Fraumeni, B. (1997). The Measurement of Depreciation in the U.S. National Income and Product Accounts. *Survey of Current Business*, 77(2), 7-42.
- Goldberg, S. y Ianchilovici, B. (1988). El stock de capital en Argentina. *Desarrollo Económico*, 28(110), 281-304.
- Hofman, A. (1991). *The Role of Capital in Latin America: A Comparative Perspective of Six Countries for 1950-1989* (Series históricas No.4). Santiago: CEPAL.
- Maia, J. y Nicholson, P. (2001). *El stock de capital y la Productividad Total de los Factores en la Argentina* (Dirección Nacional de Coordinación de Políticas Macroeconómicas). Buenos Aires: Ministerio de Economía.
- OECD (2009), *Measuring Capital OECD Manual*. Paris: OECD Publishing.
- Panigo, D., Toledo, F., Herrero, D., López, E., y Montagu, H. (2009). *Modelo Macroeconómico Estructural para Argentina* (Documento de trabajo, Secretaría de Política Económica). Buenos Aires: Ministerio de Economía y Producción.
- Panigo, D. y Chena, P. (2011). Del neo-mercantilismo al tipo de cambio múltiple para el desarrollo. Los dos modelos de la post-Convertibilidad. En P. Chena, N. Crovetto, y D. Panigo (Comps.), *Ensayos en honor a Marcelo Diamand. Las raíces del nuevo modelo de desarrollo argentino y del pensamiento económico nacional* (pp. 241-266). Moreno: UNM.
- Pereyra Berbejillo, R. (2007). *Estimaciones comparadas del stock de capital para Argentina* [Mimeo]. Buenos Aires: INDEC.
- Perron, P. (1989). The Great Crash, the Oil Price Shock, and the Unit Root Hypothesis. *Econometrica*, 57(6), 1361-1401.
- Tinbergen, J. (1939). *Statistical Testing of Business-Cycle Theories, Volume 2, Business Cycles in the United States of America, 1919-1932*. Geneva: League of Nations.

Descaminhos do desenvolvimento: Brasil no fundo do abismo¹

Alexandre J. DE FREITAS²

Fecha de recepción: 21/08/18

Fecha de aceptación: 06/02/19

Resumo

Palavras-chave:

- *Brasil*
- *Crise econômica*
- *Desenvolvimento*
- *Liberalismo*

O Brasil vive a pior crise econômica de sua história. Suas causas são motivo de grande debate entre os economistas brasileiros. Este artigo procura rever criticamente esta literatura através da revisão de três correntes de pensamento: uma liberal e duas do campo desenvolvimentista: novo-desenvolvimentismo e o social-desenvolvimentismo.

Abstract

Keywords:

- *Brazil*
- *Economic*
- *Crisis*
- *Development*
- *Liberalism*

Brazil is experiencing the worst economic crisis in its history. Its causes are the subject of great debate among Brazilian economists. This paper aims to critically review this literature through three currents of thought: one liberal and two from the developmental field: new-developmentalism and social-developmentalism.

Clasificación JEL:

O11, E20, O23

1 Sugerencia de citación: Freitas, A. (2019). Descaminhos do Desenvolvimento: Brasil no Fundo do abismo, Revista de Economía Política y Desarrollo VOL 1 - Nro 1, Mayo - Octubre 2019, ISSN 2618-5253 (impresa)/ISSN 2618-5539 (en línea).

2 Professor Adjunto Universidad Federal Rural de Rio de Janeiro (DeCE/UFRRJ), Brasil.

Correo Electrónico: alexandrefreitas76@yahoo.com.br

I. INTRODUÇÃO

O Brasil vive a pior crise econômica de sua história. Concomitantemente, uma crise política deu fim ao breve, porém maior período democrático da história do país (26 anos). O aprofundamento das duas crises torna difícil uma avaliação puramente econômica dos fatos ocorridos nos últimos anos. Porém, economistas brasileiros procuram encontrar quais erros cometidos teriam sido responsáveis pela atual crise. O objetivo deste artigo é fazer uma revisão crítica do debate brasileiro sobre as causas do atual cenário desolador da economia brasileira. Inicialmente serão apresentados alguns resultados macroeconômicos de forma a tentar mensurar a crise. Em seguida serão apresentadas três visões distintas sobre a crise: uma visão liberal e duas pertencentes ao campo desenvolvimentista. Breves considerações finais concluem o artigo.

II. MENSURANDO O DESASTRE

Após apresentar uma das maiores taxas de crescimento do pós-guerra, o Brasil experimentou um longo período de estagnação. Durante a década de 1980, após uma grave crise externa, o país conviveu com a ameaça de uma hiperinflação que foi finalmente superada com a adoção das medidas liberais recomendadas pelo Consenso de Washington através da implantação do Plano Real e da eleição de Fernando Henrique Cardoso em 1994.

Porém as promessas liberais de modernização da economia e crescimento econômico não sobreviveram a primeira crise internacional meses após a eleição de Cardoso. O país viveu então um período de baixo crescimento econômico e grande desemprego.

A eleição de Lula em 2002 a princípio não representou uma mudança nos rumos da estratégia de política econômica. A manutenção do chamado tripé macroeconômico composto pelo regime de metas de inflação, superávit primário e câmbio flutuante, foi mantido no novo governo.

Porém a partir de 2004, a substituição da equipe econômica representou uma mudança ainda que

limitada na condução da economia. Com uma flexibilização do tripé, que, aliada a melhores condições externas, permitiu o país vivenciar um inédito período de crescimento econômico, baixa inflação e distribuição de renda.

Esta conjuntura econômica favorável permitiu que Lula elege-se sua sucessora. Dilma Rousseff, então ministra da casa civil, venceu sua primeira eleição em grande parte devido a conjuntura econômica muito bem-sucedida vivenciada no fim do segundo governo Lula.

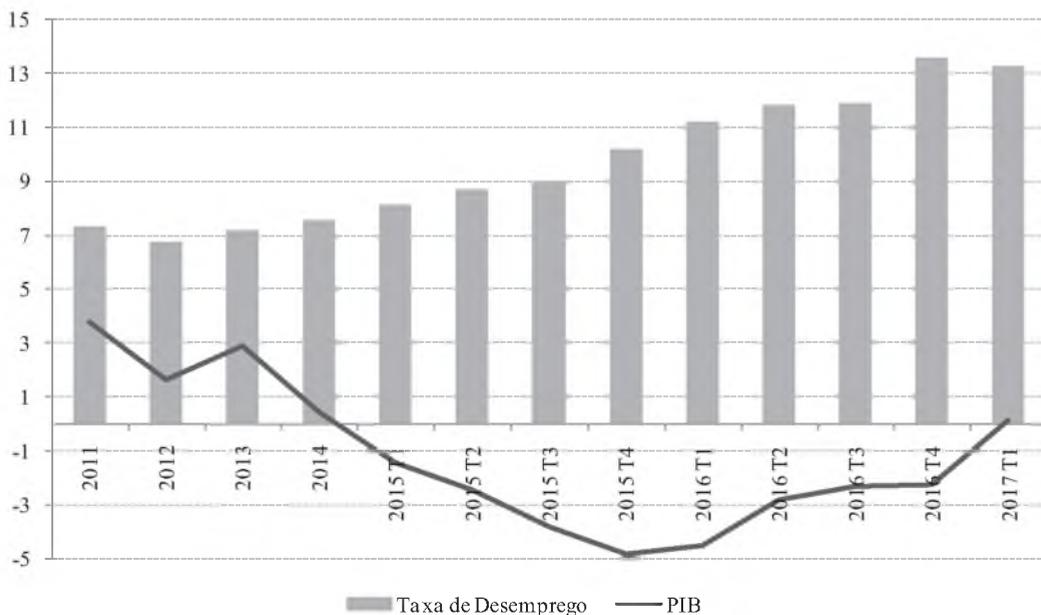
Porém, a partir do primeiro Governo Dilma o crescimento do PIB reduz seu ritmo (Gráfico 1). Por outro lado, a taxa de desemprego mantém-se baixa até as vésperas da eleição de 2014.

Na decomposição do PIB, é possível ver como o investimento passou a ter um comportamento instável ao longo do primeiro Governo Dilma, enquanto que o consumo continuou fortalecendo o crescimento da economia (Gráfico 2).

A situação se deteriora rapidamente a partir de 2015, com a mudança de política econômica adotada no segundo governo Dilma. O PIB inicia uma trajetória de queda inédita na história econômica brasileira puxada pela redução no investimento. A forte elevação do desemprego provoca uma deterioração da renda das famílias que resulta numa retração do consumo ao longo do mesmo período.

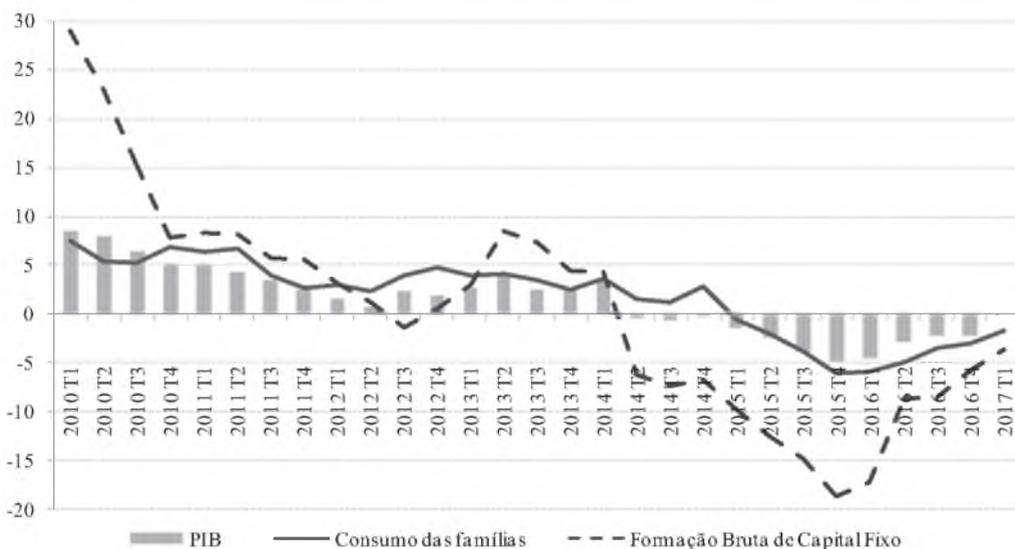
Após um período de recuperação da economia entre 2004 e 2010, o que teria causado o maior desastre econômico da história brasileira? O debate econômico sobre suas causas, consequências e possíveis saídas, será apresentado nas seções seguintes.

Gráfico 1. Taxa de Desemprego e PIB



Fonte: IBGE. Elaboração Própria

Gráfico 2. PIB, Consumo e Investimento (Var. Trimestral)



Fonte: IBGE. Elaboração própria

III. VISÃO LIBERAL

Para os autores do campo liberal a crise brasileira foi causada tanto por fatores conjunturais ocasionados por erros de política econômica do Governo Dilma, como também por aspectos estruturais relacionados com o contrato social estabelecido pela constituição de 1988. Logo a superação da crise exige correções na política econômica concomitantemente a reformas de cunho estrutural.

No curto prazo, o governo Dilma teria estimulado uma mudança no papel do Estado na economia em prol de uma política macroeconômica intervencionista. Conhecida como “Nova Matriz Econômica”, ela teria resultado numa deterioração das contas públicas e prejudicado o ambiente macroeconômico.

As causas da deterioração fiscal viriam da tentativa de estimular o crescimento econômico através da oferta de subsídios e desonerações fiscais a setores específicos da economia com objetivo de estimular o investimento e o consumo. Entre as principais medidas é possível destacar a redução em impostos como o IPI e PIS/Cofins de alimentos e de material de higiene, a recomposição incompleta do IPI da linha branca e móveis, a desoneração da folha de pagamento para setores intensivos em mão de obra e a redução de encargos setoriais na conta de eletricidade.

A maior intervenção do Estado também teria prejudicado a eficiência e a produtividade do setor privado da economia. Medidas como a alteração no marco regulatório do Pré-Sal, intervenção no setor elétrico, a expansão da política de conteúdo nacional, preferência para produtos locais nas compras governamentais, serviram para reduzir a concorrência com efeitos deletérios sobre a produtividade da economia. “A expansão disseminada de benefícios públicos, sem a adequada gestão e controle de resultados, resulta, apenas, em subsídios e privilégios privados” (Almeida, Mansueto e Pessoa, 2015).

Além das medidas fiscais já mencionadas, o governo Dilma teria adotado uma postura dirigista também com relação a política monetária. Primeiramente, o

governo teria reduzido a taxa de juros da economia arbitrariamente. A decisão teria mais um caráter político que técnico. O resultado foi aceleração da inflação e incerteza na economia. A redução da credibilidade do Banco Central elevou o custo do combate a inflação.

Ainda no âmbito da política monetária, o governo teria aumentado a participação dos Bancos públicos na oferta de crédito de forma a manter um ciclo de expansão do consumo doméstico. A adoção do programa de crédito consignado ampliou o acesso ao crédito a famílias que antes eram excluídas. Porém comprometeu grande parte de sua renda com o pagamento de dívidas tornando a manutenção do consumo insustentável. (Pastore, Gazzano e Carbone, 2016)

Outra questão foram os repasses do tesouro para a carteira de empréstimos de BNDES. Além de terem alimentado uma política de incentivos setoriais prejudiciais a eficiência da economia, os repasses teriam onerado ainda mais as finanças públicas e gerado distorções no mercado de crédito bancário do país.

Assim sendo, o ativismo macroeconômico do governo Dilma teria se revelado uma tentativa frustrada de estimular a demanda, via crédito ao consumo e subsídios e isenções fiscais para o investimento, que serviu apenas para deteriorar as finanças públicas e afetar a credibilidade da política econômica no que tange a capacidade do Banco central em combater a inflação.

Mas a crise não seria apenas causada por erros de política econômica. A sustentabilidade fiscal de longo-prazo do Estado brasileiro seria bastante precária devido ao contrato social estabelecido pela constituição de 1988, que teria mais de generosidade do que de responsabilidade fiscal. Um “ajuste inevitável” (Mansueto *et al.*, 2015) seria questão de tempo.

Os benefícios sociais garantidos pela constituição teriam elevado as necessidades de transferências sociais de forma que apenas as constantes elevações na carga tributária são capazes de garantir tal

acordo (Souza, 2017). Porém o país já teria uma carga tributária muito elevada para seus padrões de desenvolvimento.

Este modelo é também responsável pelos desequilíbrios atuais que impedem a economia de se recuperar.³ A rigidez dos gastos sociais dificulta a geração de poupança doméstica obrigando a necessidade de expandir a taxa de investimento através de absorção de poupança externa. Este arranjo termina por provocar déficits na conta de transações correntes insustentáveis no longo prazo.

Por outro lado, o desequilíbrio fiscal estrutural coloca em risco a solvência do Estado brasileiro através do crescimento da dívida pública. A trajetória expansiva da dívida foi alimentada pela redução do superávit primário de 2% para um déficit primário da ordem de 3% ao longo do governo Dilma. A alta na expectativa de risco dos agentes econômicos passa a ser incorporada no preço dos títulos de dívida do governo, encarecendo o custo de rolagem da dívida e comprometendo ainda mais as necessidades de financiamento do setor público.

A trajetória expansiva da dívida pública teria provocado um aumento do risco país. As agências de rating já estariam ameaçando retirar o grau de investimento do Brasil, o que tornaria mais cara a absorção de poupança externa dificultando ainda mais as possibilidades de elevação da taxa de investimento da economia.

A saída da crise exige que o modelo de finanças públicas e o contrato social do país sejam revisados de forma a tornar a economia brasileira mais eficiente e produtiva. A revisão do papel do papel do Estado também seria importante.

No que diz respeito a questão fiscal, uma profunda reforma estrutural é tida como fundamental. Em 2016, foi aprovada uma mudança constitucional com a instituição de um novo regime fiscal que determina um crescimento real zero dos gastos do

³ “[A] forte elevação da carga tributária e do gasto público que houve nos últimos anos deve-se a um contrato social que prioriza a queda da desigualdade em vez do crescimento econômico” (Barbosa Filho e Pessoa, 2017).

governo por um prazo de 20 anos. Há ainda em discussão uma reforma da previdência social que reduzirá as necessidades de financiamento do gasto social.

A partir de uma política fiscal crível haveria uma queda na percepção de risco de solvência do Estado pelos agentes econômicos. Isto permitiria uma queda sustentável da taxa de juros sem comprometer o combate a inflação, estimularia o crescimento da poupança pública liberando mais recursos para o investimento do setor privado e, por fim, a estabilização da dívida pública reduziria o risco país e o custo do capital estrangeiro. O novo regime fiscal criaria as condições para um crescimento sustentável da economia brasileira.

Complementar a reestruturação fiscal necessita-se de uma revisão do papel que o Estado obteve nos governos Lula e Dilma. A redução dos subsídios setoriais, o fim das exigências de conteúdo nacional nos investimentos e nas compras governamentais, e revisão das intervenções no setor elétrico e do Pré-Sal, melhoraria a produtividade do capital na economia. Já a produtividade da mão-de-obra seria aprimorada com reformas na legislação trabalhista e a permissão de terceirização de todas as atividades (Barbosa Filho, 2017).

Complementar a questão da produtividade é a melhora na competitividade da economia brasileira. Para isso uma maior abertura comercial seria muito importante. Os benefícios do comércio do exterior relacionados com acesso a tecnologia de ponta e aumento na escala de produção, criariam um regime de concorrência que induziria a inovação e ampliação da eficiência empresarial (Bacha, 2017).

IV. VISÃO DESENVOLVIMENTISTA

As discussões sobre o desenvolvimento econômico no Brasil ficaram em suspensão durante mais de 20 anos. Após a crise da dívida de 1980 e a aceleração da inflação no Brasil, o debate econômico ficou limitado às análises de curto prazo voltadas para o combate a inflação. A estabilização monetária trazida pelo Plano Real (1994) viria a consolidar no Brasil, de forma atrasada com relação ao resto

da América Latina, as ideias liberais do consenso de Washington.

A vitória de Lula e o crescimento econômico com distribuição de renda promovidos pelo seu governo a partir de 2004 serviram para restabelecer como prioridade a reformulação de uma estratégia de desenvolvimento para o país. Deste debate surgiram pelo menos duas correntes que terminaram dominando o debate: os chamados novos-desenvolvimentistas e os sociais-desenvolvimentistas (termos usados são os mesmos pelos quais os grupos de autores se autodenominam).

IV. 1. A Visão Novo desenvolvimentista

O novo-desenvolvimentismo encontra na figura de Bresser-Pereira seu principal postulante, porém conta já com um número considerável de outros autores no país. A partir da incapacidade da ortodoxia neoclássica em abarcar todos os condicionantes de uma estratégia de desenvolvimento, Bresser-Pereira vê a necessidade de reformular uma nova revivendo o que chama de desenvolvimentismo clássico (teorizado e aplicado no país entre 1930-1980).

Bresser-Pereira procura elencar as diferenças entre os dois desenvolvimentismos através de três pontos fundamentais. Primeiramente, o desenvolvimentismo clássico teria como principal objeto de análise os países pré-industriais, enquanto o novo-desenvolvimentismo preocupar-se-ia como países de renda média, já industrializados. O financiamento do desenvolvimentismo clássico se daria com endividamento externo, o novo-desenvolvimentismo enfatiza a poupança doméstica. Por fim, o modelo de substituição de importações aplicado pelo desenvolvimentismo clássico teria perdido sentido. O novo-desenvolvimentismo baseia-se numa integração internacional competitiva através de um modelo baseado na exportação de bens manufaturados (Bresser-Pereira, 2016).

O novo desenvolvimentismo mais do que uma estratégia de longo prazo, possui na macroeconomia sua vertente teórica mais avançada. O arranjo macroeconômico capaz de impulsionar um projeto novo desenvolvimentista está baseado no ajuste de

cinco preços fundamentais: uma taxa de lucro suficiente para estimular o investimento privado, uma taxa de juros capaz de oferecer um custo de financiamento ou oportunidade para o investimento inferior à sua rentabilidade, a taxa de câmbio deve possibilitar que as empresas que usufruem de tecnologia de ponta consigam ter acesso da demanda interna e externa, os salários devem ser compatíveis com uma taxa de lucro satisfatória e evoluírem junto com a produtividade do trabalho e, por fim, a taxa de inflação deve permanecer baixa (Marconi, 2017)

É necessário analisar com mais detalhes a questão da taxa de câmbio, já que para os novos-desenvolvimentistas ela é fundamental para uma trajetória de desenvolvimento bem sucedida. Bresser-Pereira afirma que existe uma tendência a sobreapreciação de longo prazo da taxa de câmbio nos países da periferia que prejudica a competitividade industrial destes países. Esta condição prejudica as decisões de investimento do setor privado.

A taxa de câmbio determina em grande parte o acesso a demanda tanto externa quanto interna ao setor industrial. Uma moeda sobreapreciada torna a importação mais barata prejudicando as empresas industriais nacionais ao deslocar parte da demanda doméstica para os importados. Por outro lado, a sobreapreciação encarece os produtos nacionais no exterior, prejudicando a entrada de dos produtos manufaturados nacionais nos mercados externos (Bresser-Pereira, 2016).

Logo, a taxa de câmbio é um instrumento essencial para a estratégia novo-desenvolvimentista. Para Bresser-Pereira existiram duas taxas de câmbio de equilíbrio: a taxa de câmbio de equilíbrio corrente que equilibra a conta-corrente do país. Porém quando os países sofrem de sobreapreciação crônica existe outra taxa denominada de taxa de câmbio de equilíbrio industrial, que torna as exportações de bens manufaturados competitivas no exterior. Esta é mais importante para o processo de desenvolvimento.

A estratégia novo-desenvolvimentista é compatível com uma estratégia export-led (Bresser-Pereira,

Oreiro e Marconi, 2016). A partir de um custo reduzido da mão-de-obra nos países em desenvolvimento, a integração com a economia mundial deve ser feita através da exportação de manufaturados, e não simplesmente de commodities primárias. Esta integração exige um setor exportador competitivo que não se utiliza de um protecionismo tarifário semelhante ao desenvolvimentismo clássico. O papel de estimular ao setor exportador recai sobre a taxa de câmbio.

Para os expoentes do modelo novo-desenvolvimentista a retomada do crescimento da economia brasileira envolve uma desvalorização da taxa real de câmbio suficiente para tornar nossas empresas produtoras de manufaturados competitivas em relação a seus concorrentes externos, a qual induziria um processo de sofisticação produtiva, viabilizado por um aumento significativo da taxa de investimento (Oreiro e Marconi, 2016, p. 170).

Um ponto muito polêmico sobre a política cambial novo-desenvolvimentista é seu impacto sobre os salários reais e a distribuição funcional da renda. Vimos que o arranjo macroeconômico necessário busca oferecer uma taxa de lucro que estimule o investimento privado, o que exige uma taxa de salários compatível. Concomitantemente, a política cambial adotada impactará negativamente sobre os salários reais, resultando numa distribuição de renda favorável aos lucros e prejudicial aos salários.

Este seria um resultado temporário. O ajuste da taxa de câmbio provocaria uma mudança na estrutura produtiva de forma a estimular setores de maior complexidade e sofisticação industrial, com impactos positivos sobre a produtividade do trabalho e, por conseguinte, sobre o nível de salários (Oreiro e Marconi, 2016).

Para o novo-desenvolvimentismo este efeito sobre a concentração funcional da renda deveria ser compensado com gastos sociais que criassem um salário indireto com a maior oferta de bens públicos e programas de transferência de renda para a população. Estes seriam financiados por uma carga tributária relativamente alta e progressiva (Bresser-Pereira, 2016).

Esta reforma tributária deveria estar de acordo com um regime fiscal defendido cuja solvência do Estado e a geração de poupança pública são fundamentais. A estabilização da relação Dívida/PIB, através de superávits primários, deveria manter-se num nível que gerasse confiança na capacidade de pagamento do Estado e que permitisse que o investimento público pudesse ser financiado sem provocar desequilíbrios crônicos nas finanças públicas.

A necessidade de financiar investimentos públicos sem geração e déficits públicos e/ou endividamento externo exige a formação de uma poupança pública. A política fiscal pode ter como objetivo a estabilização da atividade econômica desde que seja mantida a solvência intertemporal das contas públicas (Oreiro, 2012).

Este regime fiscal é condizente com o papel do Estado nesta visão. Diferentemente do papel exercido no desenvolvimentismo clássico, atuar diretamente na produção, o objetivo do Estado novo-desenvolvimentista é de oferecer ao setor privado um ambiente econômico favorável a acumulação de capital e a geração de inovações e tecnologia. Para isso ele deve intervir em setores monopolistas e quase monopolistas, como na infraestrutura, mineração e serviços públicos. O Estado também não terá papel importante no planejamento econômico. Ele deverá regular setores não concorrenciais, mas deixará ao setor privado as definições quanto a estratégia de desenvolvimento a seguir (Bresser-Pereira e Theuer, 2012)

Em resumo, a estratégia novo-desenvolvimentista procura adotar uma postura *export-led* para a economia brasileira, onde o setor privado seria responsável por comandar a economia, e o Estado seria responsável por criar condições que facilitassem o investimento privado. A exportação de produtos manufaturados re-industrializaria o país criando setores de elevada produtividade e sofisticação produtiva que iriam sustentar um crescimento econômico sustentável de longo-prazo.

IV.1.1. Governo Dilma

A análise sobre a crise iniciada pelo governo de Dilma Rousseff combina elementos estruturais e conjunturais de forma a concluir que sua política econômica foi contrária ao receituário novo-desenvolvimentista. Pelo lado estrutural, um processo de sobrevalorização da taxa de câmbio provocado pela forte entrada de capitais atraídos pelo considerável diferencial de juros e por uma alta nos termos de troca, serviu para reforçar uma tendência de regressão produtiva na economia brasileira já manifestada durante o período liberal dos anos 1990.

A perda de competitividade da indústria brasileira provocada por esta sobrevalorização crônica da taxa de câmbio não apenas teria gerado seguidos déficits comerciais da indústria como elevado o coeficiente de importação tanto do consumo como dos investimentos. De tal forma, que as medidas adotadas pelo governo para incentivar a demanda após a crise financeira de 2007 “vazaram” ao exterior com a maior participação de importados na oferta doméstica. Por fim, dado que a indústria é vista pelos novo-desenvolvimentistas como setor o motor do crescimento da renda no longo-prazo, a regressão produtiva reduziu o PIB potencial e contribuiu para estagnação do crescimento da economia (Oreiro e Marconi, 2017).

A política macroeconômica do governo Dilma teria se distanciado de uma estratégia novo-desenvolvimentista. Primeiramente, não foram adotadas medidas em prol da formação de uma poupança doméstica que servisse para financiar o investimento. A taxa de poupança teria sido declinante e o crescimento econômico teria sido sustentado por poupança externa através de déficits em conta-corrente.

Como corolário desta situação, a baixa poupança pública se refletiu numa política fiscal expansionista que teria elevado os gastos do governo de forma a deteriorar as contas públicas, em contradição com o equilíbrio fiscal defendido pelos novos desenvolvimentistas (Curado, 2017).

Ainda para Curado (2017), outro elemento importante para afastar a política econômica das teses novo-desenvolvimentistas foi a política cambial.

A despeito da desvalorização sofrida pela taxa de câmbio, para o autor ela não teria sido fruto de uma política intencional do governo, mas sim um resultado puramente creditado ao mercado.

A adoção de políticas econômicas equivocadas teria contribuído para exacerbar estas tendências de longo-prazo servindo de estopim para a crise. A queda no investimento público e privado teriam sido as causas principais da crise. Ambos provocados pelas políticas erráticas do governo Dilma.

O excesso de gastos do governo teria levado a uma deterioração das finanças públicas e a explosão da relação Dívida/PIB. O governo, porém, procurou compensar isso com a redução do investimento público ao invés de reduzir duas despesas correntes. Por outro lado, a alta do Custo Unitário do Trabalho provocado pela elevação dos salários acima da produtividade estimulada pela política de reajustes do salário mínimo acabaram por corroer as margens de lucros do setor industrial levando a uma redução do investimento privado (Oreiro, 2017).

A saída da crise passa por rever a política econômica adotada no governo Dilma de forma a reajustar os preços macroeconômicos essenciais. Para Oreiro (2017), primeiramente é necessário recuperar as margens de lucro do setor industrial. Para isso é preciso reduzir o custo do trabalho através da queda do salário real. Em seguida um deve-se recuperar a capacidade de investimento do Estado com a recuperação da poupança pública. Por fim, a manutenção da taxa de câmbio num nível que ofereça competitividade ao setor industrial (Marconi, 2017).

IV.2. Social-Desenvolvimentismo

Ao longo dos debates sobre a necessidade de uma nova estratégia de desenvolvimento, um grupo de autores próximos ao governo Lula defenderam um conjunto de medidas que ficariam como social-desenvolvimentistas. Embora tenham pontos em comum com os autores mencionados no item acima, especificamente comungam juntos às críticas a visão mais liberal da economia, a ênfase no desenvolvimento econômico esta voltada para políticas que priorizem o mercado interno e

o papel do Estado na distribuição da renda e na determinação do investimento.

A estratégia do social-desenvolvimentismo, ou desenvolvimentismo distributivo do setor público (Bastos), nasce no âmbito do Governo Lula e prioriza três vetores de crescimento de longo prazo: consumo de massas, investimentos em infraestrutura e desenvolvimento de atividades relacionadas aos recursos naturais. Estes vetores devem ser potencializados por uma estratégia de inovação tecnológica e adensamento de cadeias produtivas (Bielschowsky, 2012).

No que tange ao primeiro vetor, a dinamização do mercado interno veio como consequência de medidas econômicas executadas principalmente a partir de 2006, durante o primeiro governo Lula. O crescimento do consumo privado no país foi estimulado pelo crescimento da massa salarial, transferências de renda às classes mais baixas e a ampliação do crédito ao consumo de forma a atingir as classes mais baixas.

Para Bielschowsky (2012) o aumento no consumo de massa levaria a expansão dos investimentos, resultando em aumento de produtividade e competitividade da indústria nacional. Esta elevação na produtividade permitira um crescimento dos ganhos salariais sem pressionar a taxa de lucro das empresas, levando a um novo aumento no consumo e nova ampliação dos investimentos.

Carneiro (2017) enxerga limites para esta estratégia, mais especificamente nas margens de lucro das empresas. Assim, se inicialmente o consumo estaria sendo estimulado pela distribuição funcional da renda, num momento posterior, a distribuição se estabilizaria com o crescimento dos salários proporcional ao da produtividade.

Por outro lado, o crescimento mundial da demanda por energia e fontes de matérias primas pode significar uma oportunidade para ampliar o crescimento da economia brasileira. A riqueza mineral do país não deve ser desprezada numa nova estratégia de desenvolvimento, mas sim estar integrada a mesma. Isso significa que as atividades voltadas para os

recursos naturais devem estimular o uso de equipamento e máquinas desenvolvidos no país, de forma que sua demanda implique em novos investimentos em serviços e segmentos produtivos de elevado conteúdo tecnológico (Bielschowsky, 2012).

Por fim, os investimentos em infraestrutura podem movimentar um volume significativo de recursos e emprego, com impactos sobre a produtividade, competitividade e custo da economia brasileira. Para Carneiro (2017) a demanda reprimida por infraestrutura não só econômica como também social deve se constituir no elemento autônomo de crescimento da demanda agregada.

Bielschowsky (2012) acredita que para que estes três vetores possam representar uma nova base para o desenvolvimento nacional, é preciso que eles estejam vinculados em dois eixos que moldem o desenvolvimento no longo-prazo. Primeiramente, a inovação. Todas as atividades devem ter como base a procura pela criação de novos processos produtivos e serviços que permitam ao país acompanhar o elevado ritmo da evolução tecnológica dos países desenvolvidos. Em seguida, os setores desenvolvidos nesta estratégia devem priorizar não só o aprofundamento dos encadeamentos produtivos nos setores de mais tecnologia, mas também ampliar a densidade das cadeias produtivas em setores tradicionais.

Esta estratégia de longo-prazo deve vir acompanhada de um arranjo macroeconômico que aprofunde a distribuição de renda e o investimento produtivo a partir da estabilidade macroeconômica da economia.

O regime macroeconômico é uma ferramenta capaz de auxiliar na obtenção dos objetivos de longo-prazo. As políticas fiscal, monetária e cambial, são capazes de influenciar preços-chave da economia como juros, taxa de câmbio, nível de preços e salários, na direção exigida pela estratégia de desenvolvimento planejada.

Para Rossi (2014), o regime macroeconômico deve privilegiar uma política econômica anticíclica ao mesmo tempo em que oferece um ambiente

macroeconômico favorável ao investimento produtivo. Neste sentido, a política fiscal deve permitir que o gasto público sirva para ampliar a demanda agregada quando a incerteza prejudicar o investimento privado, sendo o próprio investimento público autônomo elemento essencial para e elevação da taxa de investimento da economia.

A política monetária, por sua vez, deve privilegiar uma taxa de juros baixa que estimule o investimento produtivo em detrimento do investimento em ativos financeiros, criando condições de para o estímulo do financiamento de longo prazo da economia. Deve também privilegiar uma taxa de câmbio competitiva e uma taxa de inflação baixa como forma de estabilizar o ambiente macroeconômico (Rossi, 2014).

IV.2.1 Governo Dilma: Do Ensaio Desenvolvimentista a Austeridade

O social-desenvolvimentismo enxerga a crise brasileira atual como resultado de uma soma de fatores estruturais e conjunturais. A despeito das mudanças ocorridas na economia mundial, principalmente as políticas monetárias dos EUA, Japão e União Europeia que geraram uma imensa onda de liquidez internacional com impactos diretos sobre as taxas de câmbio, os Governos de Dilma Rousseff procuraram superar problemas herdados dos Governos Lula através de uma série de medidas econômicas que formaram um “ensaio desenvolvimentista” (Singer, 2015). Porém, as limitações do próprio Estado (Carneiro, 2017) e da coalizão de classes que sustentava o governo (Melo e Rossi, 2017) e, terminou com a segundo governo Dilma adotando uma política econômica de austeridade fiscal contrária ao que vinha executando, levando o país a entrar na atual crise em que vivencia.

O crescimento econômico durante o período de 2004–2010 proporcionou uma expansão do consumo alimentada por políticas de distribuição de renda e de maior oferta de crédito. Porém, seu ritmo foi perdendo força devido a queda no crescimento da massa salarial, ao limitado espaço fiscal para manutenção das transferências de renda e do endividamento das famílias (Carneiro, 2017).

A formação de um mercado de consumo de massas era limitada pela estrutura produtiva do país. A abertura comercial dos anos 1990 e os anos de baixo investimento provocaram uma especialização regressiva do parque industrial brasileiro. Logo, parte da demanda por máquinas e equipamentos foi atendida por importações, reduzindo o impacto do crescimento do consumo sobre o investimento produtivo. Havia uma incompatibilidade entre a demanda e a oferta que estava sendo compensada pela geração de déficits comerciais.

Para dar continuidade ao processo de crescimento econômico via mercado interno, conclui-se pela necessidade de políticas econômicas que gerassem maior diversificação industrial recuperando parte das cadeias produtivas desarticuladas durante o governo Cardoso (1995–2001). Sendo assim, a necessidade da reorientação do modelo privilegiando a diversificação industrial deu origem a uma “estratégia industrialista” (Melo e Rossi, 2017).

O governo identificou a queda da rentabilidade das empresas industriais como obstáculo principal a ser superado. Após um período de crescimento dos salários acima da produtividade, a margem de lucro das empresas teria sido reduzida prejudicando o investimento produtivo. Procurou-se então destravar o investimento privado através da redução de custos para a indústria nacional. Houve redução nos custos dos insumos (energia elétrica), custos de financiamento (queda na taxa de juros da economia) e os custos do trabalho (desonerações dos encargos trabalhistas) (Rugitsky, 2015). As medidas macroeconômicas procuram consolidar esta nova estratégia industrialista através da redução das taxas de juros da economia a níveis historicamente muito baixos, com uma política fiscal que ofereceu subsídios e isenções fiscais a vários setores industriais e, por fim, com uma significativa desvalorização cambial para contribuir com a competitividade das empresas nacionais (Melo e Rossi, 2017).

O “ensaio desenvolvimentista” acabou sendo um evento efêmero. Antes mesmo de terminar seu primeiro mandato, o governo Dilma reviu parte da estratégia industrialista. As políticas industriais que

buscavam diversificar a indústria brasileira foram constrangidas pela ausência de mecanismos de coordenação do Estado Brasileiro (Carneiro, 2017). Tratavam-se de reformas estruturais que terminaram sendo vítimas da mudança da conjuntura política e econômica.

A conjuntura econômica foi marcada pelos magros resultados da “Nova Matriz Econômica”. Pelo lado dos empresários, ela fracassou em promover uma melhora significativa da rentabilidade das empresas. A política monetária procurou reduzir os custos do financiamento produtivo através da queda nas taxas de juros. Porém, grande parte dos ganhos das empresas industriais está relacionada lucros não-operacionais advindos de operações financeiras cujos rendimentos foram prejudicados com a queda na taxa de juros.

A política fiscal de subsídios e isenções fiscais não serviu para estimular o investimento privado. As empresas se utilizaram das vantagens tributárias para recompor parte da margem lucros perdida pela queda nos juros.

Por fim, a política de desvalorização cambial que buscava aumentar a competitividade das empresas nacionais, terminou inibindo o investimento industrial já que sua composição incorporou muitos insumos e equipamentos importados em vários segmentos. Desta forma, a desvalorização encareceu o custo de produção de vários setores industriais.

A estratégia industrialista terminou afastando a classe empresarial da base do governo, provocando maior instabilidade política as vésperas da eleição de 2014. A vitória de Dilma Rousseff deveu-se primordialmente ao apoio das classes mais baixas. Apesar da redução do crescimento econômico os índices de desemprego se mantiveram em níveis historicamente baixos. A moderação salarial e o endividamento das famílias foram compensados com o crescimento dos gastos sociais.

Ao iniciar seu segundo mandato, Dilma Rousseff promove uma guinada em sua política macroeconômica. Singer (2015) acredita que a motivação

política teria sido uma tentativa de repetir a postura adotada por Lula em seu primeiro ano de governo (2003), de acomodar as tensões geradas pela eleição procurando recuperar a credibilidade com o mercado financeiro e atrair novamente os empresários para sua base política.

Economicamente isto significou a opção de implantar uma política econômica ortodoxa semelhante às políticas de austeridade na Europa. Era a aplicação da teoria da contração fiscal expansionista: a recuperação das contas públicas geraria maior confiança nos empresários que com isso voltariam a investir na economia.

A opção mostrou-se desastrosa. Politicamente perdeu a sustentação das classes que haviam votado no governo na eleição ao adotar um programa econômico muito próximo daquele proposto pelo candidato derrotado. Além disso, não foi suficiente para recompor com a classe empresarial e financeira.

Na esfera econômica, adotou-se uma política econômica contracionista numa economia já em recessão. O Banco Central promoveu um aperto monetário com alta dos juros e redução da oferta de crédito como forma de combater a inflação. Pelo lado fiscal, as medidas de austeridade fiscal reduziram gastos e comprometeram o investimento público. O resultado foi a criação da maior crise econômica da história do país.

Para a visão social-desenvolvimentista, a saída da crise implicará na criação de uma nova coalizão desenvolvimentista que permita o governo adotar novamente políticas voltadas a expansão da demanda agregada.

A política macroeconômica deverá adotar uma direção anticíclica através da expansão do crédito e queda dos juros e da ampliação dos gastos sociais cujos impactos sobre o crescimento econômico através do multiplicador keynesiano permitiria uma recuperação das receitas fiscais.

O papel do Estado voltaria a ser fundamental. Planejamento e coordenação de investimentos

em infraestrutura deveriam ser retomados. Estas medidas devem ser acompanhadas por uma política industrial que seja capaz de voltar a estimular o investimento produtivo.

V. CONSIDERAÇÕES FINAIS

A despeito do pouco espaço para analisar as três visões é possível fazer alguns comentários críticos acerca de suas análises do caso brasileiro. No que tange a questão liberal, a fixação por uma reestruturação das contas públicas como passo inicial para a retomada do investimento que leve a maior produtividade e competitividade da economia brasileira carece de comprovação empírica. A contração fiscal expansionista é criticada hoje até pelo FMI, um de seus propagandistas. Além disso, o caso europeu exemplifica na prática os limites que a teoria já deixava claro.

A concepção de que a crise brasileira é de natureza fiscal se fragiliza com a análise dos números. Durante praticamente todos os anos do Governo Dilma (e do Governo Lula) a economia apresentou superávits primários e queda na dívida pública, a exceção de 2015. Porém, a deterioração fiscal não foi causada por um excesso de gastos, mas sim de uma queda na arrecadação provocada pela política de austeridade aplicada no início do governo Dilma.

A estratégia de redução drástica do papel do Estado, abertura da economia, de reformas trabalhistas e da previdência que reduzam os gastos sociais e transferências de renda, como forma de responder a necessidade elevar a produtividade e competitividade da economia perpassam o sofismo e se restringem apenas aos limites da ideologia neoliberal de crença ilimitada no mercado.

A análise novo-desenvolvimentista apresenta pressupostos muito semelhantes a visão liberal e por isso acaba por perecer nas mesmas limitações, o que levou inclusive alguns de seus autores principais a apoiar o golpe e a adoção de medidas de austeridade. Sua grande diferença está na visão de que o mercado não é capaz de equilibrar os preços macroeconômicos de forma a criar um ambiente

propício ao investimento. Desta contestação inicial, surge um consenso com relação ao papel do Estado e do mercado, que foi seguido pelo governo Dilma.

A pressuposição de que o setor privado nacional é capaz de promover um ciclo sustentável de crescimento econômico através do investimento produtivo, da geração de inovação tecnológica e aumento da produtividade, provou-se uma mera quimera. Bastava que o regime macroeconômico gerasse um ambiente econômico favorável que o desenvolvimento seria liderado pelo setor privado. O Estado poderia se limitar a regular a economia e a promover o investimento em infraestrutura que estivesse fora da esfera de rentabilidade privada.

A aposta do governo Dilma nesta estratégia encontrou o mesmo destino que a aposta semelhante feita pelo Governo Geisel durante a fase final da ditadura brasileira (após 1974): o abandono do apoio político da classe empresarial. A atuação da principal instituição representativa da indústria nacional, a FIESP, de oposição ao governo Dilma e apoio ao golpe parlamentar demonstra claramente a falta de apoio empresarial a estratégia novo-desenvolvimentista.

Por fim, a visão social-desenvolvimentista avança em relação as duas primeiras vertentes, com relação a análise do governo Lula, aos desafios enfrentados pelo governo Dilma e pela crítica feita tanto a algumas medidas macroeconômicas adotadas em seu primeiro governo como a sua guinada em direção da austeridade.

O desenho estratégico para um ciclo sustentável de desenvolvimento de longo prazo, embora mais complexo e crível que o *export-led growth* novo-desenvolvimentista, também aposta na existência de uma burguesia nacional capaz de servir da parceira a tal empreendimento. O papel do Estado em planejar e coordenar tal estratégia foi analisado como limitado (Carneiro, 2017; Bielchowsky, 2012) durante o Governo Dilma, fazendo com que recaia sobre o setor privado um papel essencial no qual em falhou em cumprir durante o “ensaio desenvolvimentista”.

Os desafios para inaugurar um novo ciclo desenvolvimentista no século XXI podem ter se tornado grandes demais para atual estrutura econômica brasileira. Mais do que nunca será preciso que o país passe por reformas profundas de cunho político, econômico e social, que permitam que seja possível a retomada de uma estratégia de desenvolvimento capaz de superar as limitações impostas pelas características oligárquicas de nossa sociedade.

REFERENCIAS

- Almeida, M., Lisboa, M., e Pessoa, S. (19 de julho de 2015). O Ajuste Inevitável. *Folha de São Paulo*, Disponível em: <http://www1.folha.uol.com.br/fsp/ilustrissima/226576-ajuste-inevitavel.shtml> e https://mansueto.files.wordpress.com/2015/07/o-ajuste-inevitavel-vf_2.pdf
- Bacha, E. (2017). Saída Para a Crise Tem Mão Dupla. *Estudos Avançados*, 31 (89), 23-27.
- Bastos, P.P. (2012). A Economia Política do Novo-desenvolvimentismo e do Social desenvolvimentismo. *Economia e Sociedade*, 21, Número Especial, pp.779-810.
- Barbosa Filho, F. (2017). A crise econômica de 2014/2017. *Estudos Avançados*, 31 (89), 51-60.
- Barbosa Filho, F, e Pessoa, S. (2017) *Desaceleração Recente da Economia. Coletânea de Capítulos da Agenda "Sob a Luz do Sol"*. Centro de Debate de Políticas Públicas. INSPER.
- Bielschowsky, R. (2012). Estratégia de Desenvolvimento e as Três Frentes de Expansão no Brasil: Um Desenho Conceitual. 21, Número Especial, 729-747.
- Bresser-Pereira, L. (2016). Teoria Novo-Desenvolvimentista: Uma Síntese. *Cadernos do Desenvolvimento*, 11 (19), 145-165.
- Bresser-Pereira, L, Oreiro, J., e Marconi, N. (2016). *Macroeconomia Desenvolvimentista*. Rio de Janeiro: Elsevier.
- Bresser-Pereira, L., e Theuer, D. (2012). Um Estado Novo-Desenvolvimentista na América Latina? *Economia e Sociedade*, 21, Número Especial, 811-829.
- Carneiro, R. (2017). *Navegando a Contravento*. Textos de Discussão, 289. Unicamp.
- Curado, M. (2017). Por que o Governo Dilma Não Pode Ser Classificado Como Novo-Desenvolvimentista. *Revista de Economia Política*, 37 (1), 130-146.
- Marconi, N. (2017). O Papel dos Preços Macroeconômicos na Crise e na Recuperação. *Estudos Avançados*, 31 (89), 97-109.
- Mello, G., e Rossi, P. (2017) *Do Industrialismo à Austeridade: a Política Macro dos Governos Dilma*. Texto de Discussão, 309. Unicamp.
- Oreiro, J. (2012). Novo-Desenvolvimentismo, Crescimento Econômico e Regimes de Política Macroeconômica. *Estudos Avançados*, 26 (75), 29-40.
- Oreiro, J. (2017). A Grande Recessão Brasileira: Diagnóstico e Uma Agenda de Política Econômica. *Estudos Avançados*, 31 (89), 75-88.
- Oreiro, J., e Marconi, N. (2016). O Novo-Desenvolvimentismo e Seus Críticos. *Cadernos do Desenvolvimento*, 11 (19), 167-179.
- Pastore, A., Gazzano, M., e Carbone, C. (2016). A Caminho da Retomada do Crescimento. Fórum Nacional, Instituto Nacional de Altos Estudos. *Estudos e Pesquisas*, 661.
- Rossi, P. (2014). Regime Macroeconômico e o Projeto Social- Desenvolvimentista. Em: Calixtre, A., Biancarelli, A. Cintra, M. (Org). *Presente e Futuro do Desenvolvimento Brasileiro*. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada, Brasília.
- Rugitsky, F. (2015). Do Ensaio Desenvolvimentista à Austeridade: Uma Leitura Kaleckiana. Em: Beluzzo, L. Bastos, P.P. (org.) *Austeridade Para Quem? Balanço e Perspectivas do Governo Dilma Rousseff* (pp. 131-137). São Paulo: Carta Maior; Friedrich Ebert Stiftung
- Singer, A. (2015). Cutucando Onças com Vara Curta: O ensaio Desenvolvimentista no Primeiro Mandato de Dilma Rousseff (2011-2014). *Revista Novos Estudos*, 102, 39-67.
- Souza, F (2017). Para Que Desta Vez Seja Diferente. *Estudos Avançados*, 31 (89), 111-123.

RESEÑA DE LIBROS

“Sei lezioni di economia. Conoscenze necessarie per capire la crisi più lunga (e come uscirne)”

Sergio CESARATTO
IMPRIMATUR (2016), Italia^{1 2}

Alejandro FIORITO³



1 Edición argentina: “Seis clases sobre economía. Conocimientos necesarios para entender la crisis más larga (y cómo salir de ella)”, 2019 UNM Editora

2 Sugerencia de citación: Fiorito, A. (2019). Reseña sobre “Sei lezioni di economia. Conoscenze necessarie per capire la crisi più lunga (e come uscirne)” de Sergio CESARATTO, Revista de Economía Política y Desarrollo VOL 1 - Nro 1, Mayo - Octubre 2019, ISSN 2618-5253 (impresa)/ISSN 2618-5539 (en línea).

3 Profesor Asociado Ordinario, Universidad Nacional de Moreno (DEyA-UNM), Argentina.
Correo electrónico: alejandrofiorito@yahoo.com

Si existe hoy algún tipo de libro absolutamente necesario para las visiones alternativas de la economía, esos son los de divulgación para el público en general y para el estudio inicial para los estudiantes de grado. La razón principal es que la base de sustentación de un enfoque teórico y de su llegada a la praxis política no se mantiene “en el aire” a la espera de ser descubierto en algún arcón perdido. Más aun, es necesario bregar mucho por ir contra de la corriente mayoritaria, no solo contra el “mundo de la escasez” como sentido común, sino también contra el prurito empirista de que las teorías son resultado de la actividad econométrica.

Por otra parte, es claro que los desarrollos teóricos de punta son los que disputan la frontera del conocimiento con la ortodoxia, sin embargo, es fundamental cuidar e impulsar la base generadora de nuevos economistas que surjan del interés social y político y no solo el contable. Y más aun, también intentar disputar el sentido común del lego en materia del saber económico.

El libro del profesor Cesaratto, escrito en italiano, cumple con el objetivo de divulgar una visión alternativa particular de la economía históricamente previa al marginalismo dominante. En efecto, su base explicativa parte del núcleo clásico de deducción de precios de la economía política, recorriendo en tono ameno y lenguaje coloquial los principales tópicos de la macroeconomía. La teoría del excedente clásica a partir de su resurgimiento y desarrollo contemporáneo con Piero Sraffa, en “Producción de Mercancías por medio de Mercancías”, (1960) se despliega en el primer capítulo mostrando la importancia de la historia como insumo central para la teoría que involucra a Smith, Ricardo y Marx como sus más conocidos representantes en el siglo XIX.

Con lenguaje llano describe el núcleo hipotético de partida para la teoría de los precios o del valor, ya divulgados por autores como Garegnani (1960, 1970, 1985), entre otros economistas clásicos contemporáneos, basados en la producción física (utilización normal de la capacidad productiva) dada, salarios físicos dados y la tecnología dominante. En efecto, se muestra como de un núcleo

de hipótesis intermedias, las que vuelven en un momento analítico posterior a ser analizadas, se puede deducir los precios relativos y la otra variable de distribución (la tasa de ganancia). Ilustra que para los clásicos la consideración de “natural” a las variables económicas no es inamovible y está en relación persistente con los cambios históricos.

Un primer tópico tratado en el libro es la importancia científica de la teoría por sobre la discusión empiricista y positivista acrítica en base al gran avance manifestado por los paquetes econométricos. La historia por supuesto es la única que puede en un contexto no controlado de variables temporales, ayudar a identificar regularidades y sus causalidades. Para esto Cesaratto se nutre de otros aportes interdisciplinarios en favor de esta teoría, como lo es el enorme trabajo de Diamond (1998), que en “Armas, gérmenes y acero” expone las condiciones objetivas del paso de las comunidades humanas desde el nomadismo hasta la agricultura y el desarrollo económico. En efecto, Diamond resalta condiciones que eliminan cualquier respuesta racista sobre el por qué de la superioridad de ciertas regiones y países en su proceso de acumulación de capital como de los niveles de bienestar generados a su población.

Cesaratto muestra que aunque Diamond no conociera a los autores clásicos (como así parece), toda la orientación de su enorme trabajo va en total acuerdo con dicha teoría. Este autor en base a una investigación multidisciplinaria de geografía, arqueología, biología, historia y otras, muestra con evidencias comprobadas el por qué de la evolución exitosa de los procesos civilizatorios en distintas regiones, eliminando opiniones subjetivistas que suelen residir en formas proto-racistas o bien de inherencia meramente cultural.

Se da un pantallazo de Adam Smith en su faceta liberal con la división del trabajo y ampliación del mercado. Cesaratto describe la acción de la mano invisible dejando de lado cualquier consideración ética y moral, manteniendo in mente la tendencia a la igualación de la tasa de ganancia normal como una primera aproximación y sin por eso justificar el *laissez faire*. También se repasa su menos citada

descripción de la lucha de clases de su capítulo 8 sobre el salario, donde Smith muestra que en dicha confrontación los patrones están enfrentados totalmente y son más fuertes que los trabajadores en punto a determinar el nivel salarial. Smith señala así una simpatía con los trabajadores y permite ver que lo que conocemos de Smith representado casi como un “neoliberal”, solo indica la apropiación espuria realizada por la teoría marginalista sobre la obra de Smith que se reproduce en los manuales de texto y medios de comunicación.

El siguiente autor clásico analizado es David Ricardo fundamentalmente en su faceta innovadora como el padre del pensamiento abstracto en economía, su planteo de la hipótesis que las mercancías venden al valor del trabajo incorporado y la ecuación de la tasa de ganancia que homogeneiza primero con una “economía trigo” en 1815 y luego con una teoría del valor medida en trabajo. Se destacan los problemas que esa hipótesis implica para una economía que debe ser explicada en precios.

La herencia ricardiana la recibe Marx con los problemas inscriptos en dicho supuesto simplificador para resolver la tasa de ganancia (y no los precios). Ricardo supera la circularidad de Smith respecto de la tasa de ganancia, y lo ubica en un plano de confrontación por el excedente. Marx corrige a Ricardo sobre la misma base de una teoría del valor-trabajo, el delimitar un techo máximo a dicha tasa (Garegnani, 1984), con la introducción del capital constante en el denominador. Sin embargo lo obliga a nivel del libro III, a solucionar iteradamente el sistema de precios necesario para superar la hipótesis inicial de Ricardo y que Marx mantuviera también en los dos primeros tomos. Finalmente se discute brevemente el “mito de la tendencia de caída tendencial de la tasa de ganancia” que tanto atractivo literario ha suscitado siempre.

Este hilo argumental es dirigido desde el trabajo de recopilación y estudio de la obra de Ricardo de Piero Sraffa, como también desde su publicación de 1960, donde ofrece una solución simultánea al sistema de precios con la tasa de ganancia como

incógnita junto a los precios relativos. Resume este primer capítulo con distintos trabajos relativos a los avances de esta teoría clásica a partir de sus principales economistas e investigadores.

En el **segundo capítulo** se describe escuetamente la visión marginalista convencional, y se marca propositivamente con su núcleo característico y su enfoque subjetivo de la economía. Está claro que no se trata de una teoría nueva y que su nacimiento en 1870 genera la llamada “revolución marginalista”. Dicho núcleo hipotético es dominante en la economía mundial hoy desde esa fecha.

El autor pasa por la enumeración de curvas que deben comportarse de determinada manera para dar cuenta de los supuestos marginalistas. Se destaca que los clásicos no usaban curvas sino puntos temporales de oferta y demanda “efectuales”⁴. Las curvas de demanda en la visión marginalista deben tener pendiente negativa y las de oferta una positiva, o bien vertical, para garantizar la estabilidad del equilibrio que arribe a un sistema de equilibrio general. Desde una visión prekeynesiana ofertista, el ahorro es el requisito necesario y previo de la inversión, siendo un no-consumo que no irá a demanda, pero que financiará la inversión.

Otro punto destacado es el cúmulo de conceptos psíquicos y morales que supone esta visión dominante, con los cuales Sraffa ya desde los 20 del siglo XX había quedado desconcertado. En suma, el individualismo metodológico y el subjetivismo forman parte de una visión aditiva de la economía a partir de un supuesto hipotético de cómo es y cómo se comporta económicamente “el individuo representativo”. Luego, sabiendo esto último, se forman los “agregados” de variables que intentan explicar la macroeconomía de manera “microfundamentada”. La macroeconomía es en el marginalismo, una gran microeconomía. Tan es así que el último premio nobel de economía al tratar de hacer “más realistas” a esos “homúnculos económicos”, o robots como decía Lucas, más que una crítica puede verse en cambio como un intento de mejorar al *mainstream*.

4 A diferencia de Keynes con la demanda efectiva como concepto global, la “efectual” expresaba la demanda de un producto determinado en Smith.

Y por medio de los mercados de trabajo y de capital, Cesaratto indica cómo el principio de sustitución factorial se expresa en los diagramas de curvas de oferta y demanda, permitiendo y avalando los argumentos vulgares –como los denominaba Marx– de los políticos neoliberales respecto a la necesidad de una mayor flexibilidad laboral (aquí se supone una previa regulación del Estado o injerencia de instituciones). Un salario mayor que el de “equilibrio” portará al trabajador una mayor desocupación y por lo tanto la mayor flexibilidad “será para su bien” puesto que permitirá el pleno empleo al salario natural. Una mirada simétrica para todos los factores se extiende entonces para el capital y nos lleva al equilibrio general. Extendido esto hacia las retribuciones de dichos factores, se entiende que esta teoría adjudica dichas remuneraciones a la escasez relativa, las que son afectadas desde la producción cuando el inversor elige el método de producción, pero también desde el consumo cuando se demandan productos más intensivos en trabajo o en capital.

El resultado final redunda en la remuneración “natural” que deja en pleno empleo el trabajo y el capital surge de la intersección de las curvas de oferta y demanda para cada bien y luego agregadamente, en condiciones de competencia sin obstáculos.

Las oposiciones entre la visión clásica vs. la marginalista no pueden ser más elocuentes: los pares de opuestos entre conflicto vs. armonía social; relaciones de fuerza para explicar la parte apropiada del producto por cada clase social vs. el cálculo exacto de lo que aporta cada factor al producto; la aceptación que no existe pleno empleo vs. su suposición, y así respectivamente se van conformando explicaciones causales opuestas entre variables de crecimiento y formación de precios según la teoría adoptada.

Por último, el tema monetario en el marginalismo es anticipado por Cesaratto y referido para ampliarse en el capítulo cuarto. Notablemente, las relaciones entre variables inobservables como por ejemplo la tasa de interés “natural” (o su equivalente en la tasa de desempleo “natural de Friedman), que

es inferida de la existencia o no de inflación, abona a la causalidad monetarista en que la inflación es un fenómeno monetario con causas en las políticas expansivas de bancos centrales (emisión).⁵

El trabajo de reconstrucción clásica de Sraffa y la crítica de Keynes permiten una visión de demanda efectiva a largo plazo mostrando que el pleno empleo no se obtendrá ni siquiera con *laissez faire*, mientras que si no hay plena ocupación la política monetaria expansiva permite obtener efectos directos en la producción, pero no efectos directos en los precios.

Cesaratto pasa revista a los principales resultados de la crítica del capital entre los dos Cambridge en los 50: el resultado retirado de los libros de texto basado en que no puede medirse una “cantidad de capital” sin tener previamente como dato exógeno a la distribución del ingreso. Con ello desaparece cualquier intento de coherencia para la trillada observación de que la producción puede ser intensiva en capital o en mano de obra, y desaparece la posibilidad de deducir como endógena la distribución del ingreso y por lo tanto su determinación “armónica” y equilibrada de mercado. En la visión clásica, la distribución del ingreso precede conceptualmente a la determinación de precios.⁶

En el capítulo tres el autor se aboca al análisis de las cantidades producidas, por medio de la economía que surge con el principio de la demanda efectiva de Keynes. Este principio extendido al largo plazo con la ayuda de la teoría de los precios y distribución clásica, se vuelve un formidable instrumento de análisis del crecimiento.

La figura de Keynes resalta como artífice de la crítica a las ideas que él denomina “clásicas”, sin diferenciar clásicos de la teoría del excedente con los marginalistas: es central la crítica a que la oferta genera

5 Esto recuerda que la inflación o cualquier tema de la economía real se vincula indisolublemente con la moneda. Lo que no significa que las causas de algún comportamiento de alguna variable sea “monetaria”.

6 Sraffa, (1960) prueba que toda economía compleja puede hallarse su equivalente patrón o standard donde sus relaciones de precios se comportan como la de una sola mercancía, vg. economía trigo de Ricardo.

su propia demanda o conocida como Ley de Say. Sin embargo dicha idea en Ricardo no suponía que con *laissez faire* se obtuviese pleno empleo, como en cambio sí lo supone la teoría marginalista. La respuesta de Keynes finalmente es a la ley de Say (en la versión de Ricardo que no implica pleno empleo). Sin embargo, no responde a la versión de los marginalistas, los cuales dan lugar a la tasa de interés como un fiel de las curvas de oferta (ahorro) y demanda (inversión) para que se coordinen decisiones efectuadas por distintos agentes sobre una y otra.

Cesaratto señala que para salir de la relación circular entre ingresos y gastos, existe el rol de los gastos autónomos del ingreso financiado por los bancos, que además permiten explicar la causación de demanda que avala la crítica a la ley de Say. De tal forma que la banca otorgando crédito privado, implica una mayor producción de bienes de capital con una determinada distribución del ingreso (salarios y ganancias). Así, una parte de estos ingresos se gastará en bienes de consumo y otra parte se ahorrará. A su vez la fabricación de bienes de consumo implicará un similar proceso de ingresos con nuevos consumos y ahorros. A resultas de esta explicación se puede observar que la causalidad teórica se dirige desde la inversión hacia el ahorro. Es el principio de la demanda efectiva, donde el ahorro desaparece del grupo de variables causales de la inversión y por lo tanto del crecimiento de la economía.

El gasto público también forma parte de este gasto autónomo y el multiplicador también actúa aquí: el gasto genera mayores ingresos que derivan en mayores pagos de recaudación y de ahorro. Este último, financia *ex post* el gasto, que puede ser reforzado con deuda pública además de focalizar en un esquema progresivo de impuestos. Allí si la tasa de interés mostrará que cuanto más alta fuese, más perjudicaría el uso de dichos recursos en términos del gasto real, y que aun con superávit primario podría tener déficit fiscal total debido a un déficit financiero mayor.

El problema que Keynes no superó en su intento de crítica al esquema de Ley de Say –en su versión marginalista–, pues se basa en su reconocimiento

de que la inversión puede ser estimulada con tasas de interés más bajas. Con la crítica de Sraffa, tanto empírica como teóricamente, se puede comprobar que no hay relación necesaria entre “precio del dinero” y cantidades invertidas. Los resultados de la llamada trampa de liquidez a la que se arriba, dice Cesaratto, le pone una trampa a Keynes más que al dinero. En efecto, a partir de ella se permite al marginalismo “adoptar” la obra de Keynes como un caso particular suyo en el corto plazo, mientras que en el largo plazo sigue incólume la ortodoxia. La llamada “síntesis neoclásica” se vuelve entonces dominante capturando en el largo plazo a Keynes dentro de una óptica liderada por la oferta.

En suma, la crítica de Sraffa, Garegnani y Pasinetti, entre otros, fue realizada complementariamente con el esquema de demanda efectiva de Keynes, es decir que le agrega a la teoría clásica de los precios y la distribución⁷ (clásico-keynesiana) una ruptura con la ley de Say (tanto en la versión de Ricardo, como en la de los marginalistas). Así, esta crítica extiende la acción de la demanda al largo plazo y sus implicancias que abarcan tanto a los países desarrollados para mantener su Estado de Bienestar como para los países periféricos para poder desarrollarse. La tasa de interés no tiene relevancia teórica sobre la variación de la inversión ni pertinencia empírica. El capítulo cuatro termina con los siguientes avances postkeynesianos y sraffianos hasta llegar a las elaboraciones recientes del supermultiplicador clásico (multiplicador y acelerador de la inversión con distribución exógena).

El capítulo cuarto trata sobre el dinero y la política monetaria en el marco de un esquema general más propio de los países centrales. Pero también se examina la especificidad del grueso de países periféricos de la restricción externa, aunque centrados en ejemplos de Europa y Japón. La experiencia de Italia antes del euro, como también así de los procesos de desarrollo de los países asiáticos que enfrentan al no emitir moneda mundial es abordada de manera clara haciendo un repaso de las cuentas corrientes y las de capital. En suma, Cesaratto

⁷ Recordando que para la teoría de los clásicos no se supone pleno empleo y de allí la compatibilidad macro-económica de la obra de Keynes de corto plazo, con las posiciones de largo clásicas.

remarca la diferencia entre las deudas en moneda doméstica de las que están en divisas. Son estas últimas las únicas que pueden llevar al país al *default*. Por lo que, las deudas emitidas en moneda que imprime el Estado no son verdaderamente deudas. También se deja afuera países con moneda internacional como EEUU, Alemania, pero también otros anglosajones como Australia, Nueva Zelanda y Canadá, que tienen mayores posibilidades por su extensa tradición de confiabilidad financiera y recursos naturales.

La zona del Euro es analizada con los casos de España, país emisor de títulos de deuda en manos extranjeras, y de Alemania que en cambio no tiene deuda en propiedad de tenedores foráneos. El paso creciente del endeudamiento público doméstico y externo de España, hace que sus tenedores de deuda reaccionen retirándose de ese mercado, a lo cual coadyuvan a la suba de tasa de interés lo que empeora la situación inicial. Por lo que, aunque en ambos países la deuda es nominada en una moneda externa (euro), solo en España se agudiza el peso de la misma en el PIB. Ejemplos como el de Japón se cita al respecto, para mostrar como la deuda doméstica puede ser enorme y sin consecuencias de posibles *default*.

Cesaratto también muestra diferencias con los economistas heterodoxos de la Modern Monetary Theory, quienes no dan lugar al vínculo entre la restricción externa y las crisis financieras. En efecto, Cesaratto critica claramente esta aseveración, que en el grueso de países periféricos con moneda doméstica es determinante. El resultado de Australia en boca de Bill Mitchell que ha presentado balances de pagos persistentemente negativos, pero sin crisis financieras, se extiende como regla desde esta visión neocartalista a otros países periféricos. Sin embargo, la claridad de una posición teórica que es correcta en punto al poder del Estado para crear moneda soberana se suele perder cuando se analizan casos fuera de países anglosajones. El autor duda de la efectividad del tipo de cambio sobre el resultado comercial en general, aunque deja abierta la puerta a que mejore en algo la competitividad del país en cuestión.

En este capítulo se vuelve a remarcar en el plano internacional, que el ahorro no cumple ningún rol causal hacia el comportamiento de la inversión, por lo que cuando equivocadamente se habla de ahorros que buscan por el mundo oportunidades con mayor rendimiento solo se está hablando de liquidez y no de ahorro.

En el capítulo quinto Cesaratto retorna a la Europa del Euro (y desarrolla las vicisitudes italianas desde los sesenta hasta llegar al experimento de la zona euro), donde a diferencia del resto del mundo un país puede quebrar en moneda doméstica. Cabe señalar que se diferencia de las crisis externas latinoamericanas, en tanto que estas últimas son solamente en divisas y no en la propia moneda, como sí es el caso del euro. Precisamente, es como se encuentra hoy la configuración institucional y monetaria de países de la periferia europea como España, Irlanda, Portugal y Grecia, con la falta de integración en una sola balanza de pagos europea, como una verdadera federación. Cesaratto explica con ejemplos sencillos de cada país los dilemas entre seguir en el Euro sin sustentabilidad a largo plazo, vs. la salida del Euro y la readopción de una moneda nacional con enormes caídas de ingresos. El eje de decisión de estas políticas se encuentra alrededor de las medidas de política económica que establece Alemania en detrimento de la periferia europea. El resumen de Cesaratto sostiene que mientras no haya una sola balanza de pagos o bien no haya equiparaciones fiscales (como lo hace un país con sus provincias) no puede ser sustentable el área Euro.

En el último capítulo, el tema es la banca central y el debate entre ortodoxia y heterodoxia sobre la supuesta independencia que debe tener del gobierno y del tesoro siempre con nutridos y fáciles ejemplos de la realidad europea. El dinero endógeno y el dinero como criatura del Estado (dinero cartal) se vinculan en estas aproximaciones teóricas alternativas. En primer lugar, los banqueros centrales admiten hoy la endogeneidad del dinero y la futilidad de intentar controlar su cantidad en circulación. De hecho, la corriente del nuevo consenso marginalista adopta esta explicación endógena (aunque sin tasas de interés naturales por

parte de los clásicos). Mientras que la explicación del dinero cartal se tiene otra vez a la historia y la injerencia de los Estados que desarrollaron bancos centrales para financiar sus políticas expansivas y conflictivas. El caso de Inglaterra en el siglo XVIII muestra a las claras que no fueron creados para cuidar la inflación.

El resto de consideraciones políticas de la coyuntura europea están muy bien resumidas, y sus opciones se dirimen entre una izquierda que erró el camino y es ya una izquierda neoliberal, y una derecha nacionalista que juega un rol que le ha quitado a la izquierda: el de mejorar las condiciones domésticas de empleo y bienestar, pero priorizados a los ciudadanos locales. El problema de la izquierda no liberal es muy importante y difícil para Cesaratto, quien sostiene que ésta debe abandonar posiciones utópicas de solidaridad genérica con otros pueblos para adoptar la justicia social como razón de ser de la izquierda mostrando la factibilidad de dichos objetivos.

En suma, uno podría verse tentado a decir que para las visiones alternativas siempre es un buen momento la edición de un libro de estas características dada la debilidad o desarticulación que poseen en la academia y en los medios de comunicación.

El libro de Cesaratto, apuntando a un perfil de lector de economía bastante amplio –y es sin dudas el punto más sobresaliente del libro–, logra explicar amenablemente tópicos fundamentales que amplían la base de entendimiento económico con otro punto de vista, desconocido pero que a la vez posee un sentido más directo y simple que la explicación convencional económica.

Disputar el sentido común económico general depende además de la persistencia en este tipo de esfuerzos editoriales que buscan entender y pensar la economía como economía política en tanto teoría y práctica. Para esto, como pensaba Sraffa, la económica política debe emerger para poder mostrar toda su capacidad de análisis de la realidad, emerger de esa “ola marina” que la tapó, y donde hoy la mantienen sumergida propios y ajenos.

REFERENCIAS

- Diamond, J. (1998). *Armas, gérmenes y acero*, Madrid: Debate.
- Garegnani, P. (1960). Quantity of Capital. En: *Capital Theory*, The New Palgrave, London: Macmillan.
- (1970). Heterogeneous Capital, the production function and the theory of distribution. *Review of Economics Studies*, 37(3), 407-436
- (1979). La realidad de la explotación. I. En P. Garegnani (ed.), *Debate. sobre la teoría marxista del valor. Cuadernos de pasado y presente*, 82, pp. 30-41
- (1985). Sraffa: Análisis Clásico versus Marginalista. *Circus Revista Argentina de Economía*, 6, Primavera de 2014 .
- Sraffa, P. (1960). *Producción de Mercancías por Medio de Mercancías*. Vilassar de Mar: Oikos-Tau, S.A. de Ediciones, 1983.



**Seis clases sobre economía:
conocimientos necesarios para entender la
crisis más larga y cómo salir de ella**
Sergio Cesaratto.

ISBN 978-987-3700-94-1
1a edición. UNM Editora, 2018
332 p. ; 21 x 15 cm.
(Biblioteca de Economía)
Traducción de: María Emilia Pandolfi

PAUTAS PARA PUBLICACIÓN DE TRABAJOS

(Disposición UNM-DEyA N° 48/2018)

La REVISTA DE ECONOMÍA POLÍTICA Y DESARROLLO es una publicación semestral impresa y electrónica del Departamento de Economía y Administración de la Universidad Nacional de Moreno. Cada Volumen se compone de 2 ediciones anuales. El idioma oficial de la Revista es el español, pero aceptará contribuciones en inglés, francés y portugués.

El propósito de la publicación es la difusión e intercambio de la producción científica en materia de teoría económica, relaciones internacionales y economía política internacional, primordialmente y bajo la premisa de la libertad de pensamiento, la pluralidad de ideas y la rigurosidad científica; como así también, en procura de avances, tanto teóricos como metodológicos, de la ciencia económica en general y el mejoramiento de la calidad educativa de la disciplina en el Nivel Superior.

Asimismo, la Revista tiene el compromiso de cumplir los estándares generales de calidad académica. Todos los artículos serán evaluados por miembros del Comité Editorial, a efectos de verificar el cumplimiento de los requisitos y normas de redacción de la Revista y con posterioridad, por dos evaluadores externos, siguiendo la modalidad de doble ciego.

La REVISTA DE ECONOMÍA POLÍTICA Y DESARROLLO comunicará a los autores las decisiones y comentarios de los evaluadores, y mantendrá el carácter confidencial de las evaluaciones. El Comité Editorial de la misma es el responsable de emitir la decisión final de publicación de los artículos que se reciban.

Esta publicación no dependerá de la concepción teórica ni del punto de vista o la metodología empleada por los autores; sólo se tendrá en cuenta para su decisión de publicación, la calidad, el rigor y las normas implícitas de todo trabajo académico, dando preferencia a documentos inéditos.

En el caso particular, de los artículos empíricos, el Comité Editorial podrá requerir a los autores información adicional para replicar los ejercicios cuantitativos con el objetivo de certificar la calidad. La Revista invita a los autores a compartir voluntariamente sus bases de datos y los códigos de los programas estadísticos utilizados durante la etapa de evaluación del trabajo. En caso de ser aprobado para su publicación, este requisito podría ser obligatorio, en caso de considerarlo oportuno.

Bajo ninguna circunstancia la decisión del Comité Editorial puede ser apelada. La aprobación final de las publicaciones está sujeta a cambios de estilo, forma y contenido que el editor considere, las que serán comunicadas y/o requeridas al autor con indicación de plazo.

Los autores son responsables del contenido de su trabajo y del uso correcto de las referencias que han citado. La Revista se reserva el derecho de realizar cambios de acuerdo a su política editorial.

El autor debe manifestar en forma expresa que está de acuerdo con la política editorial de la Revista, mediante declaración jurada fehaciente. Todos los manuscritos deben ser originales e inéditos y no deben presentarse simultáneamente para su publicación en otro lugar. El requisito de originalidad será verificado por el Comité Editorial, como así también el plagio, mediante la consulta de expertos y asesores externos.

Los artículos deberán ser enviados al siguiente correo electrónico: repyd@unm.edu.ar

GUÍA PARA LA PRESENTACIÓN DE ARTÍCULOS

(Disposición UNM-DEyA N° 48/2018)

Indicaciones generales

Los artículos a presentar deberán contener una portada en la que se indique el título del trabajo, nombre e institución de todos los autores, las direcciones postales y de correo electrónico de los mismos.

Asimismo, la portada debe incluir un resumen en español e inglés de menos de 150 palabras, las palabras clave (en español e inglés) que indican el contenido del artículo y el número de clasificación de la Revista de Literatura Económica pertinente (Código JEL). El nombre de los autores y/o sus instituciones no deben aparecer en el cuerpo del artículo.

Textos

- I. El trabajo debe contar con una introducción en la que se enuncien claramente el objetivo, la hipótesis o argumento central, la metodología empleada, los antecedentes de la investigación y una descripción de la estructura organizativa del artículo. Asimismo, el mismo debe ser presentado formato MSWord, A4, fuente Times New Román, tamaño 12, interlineado 1.5, margen superior e inferior de 2.5 cm. y de 3 cm. para izquierda y derecha. La extensión del documento completo (trabajos de investigación científica, artículos de divulgación o tesis de posgrado) no debe exceder las 35 páginas (incluyendo portada, gráficos, tablas, bibliografía, etc.). Las reseñas bibliográficas tendrán una extensión máxima de 10 páginas.
No incluir espaciados antes y después de cada párrafo. Las notas al pie deben estar en Times New Román 9, espacio simple. La redacción en mayúscula el inicio de la oración y el resto en minúsculas, títulos, subtítulos y demás paratextos inclusive.
- II. Distinguir la jerarquía de los títulos en relación al texto indicando las divisiones y subdivisiones con clases numéricas (Por ej.: I, II., III., IV... y I.1, II.1, ..). La bibliografía no debe ir numeradas.

III. No utilizar encabezamientos ni pies de páginas con datos de autor y título. No utilizar efectos especiales de formato, letras capitales, etc. Justificar el texto. Sangrías de texto: colocar solo en primera línea de párrafo. El final del párrafo se hará con la tecla de retorno manual. Evitar las “tabulaciones” mediante emulaciones con la barra espaciadora

IV. Las tablas y gráficos deberán estar presentados en escala de grises. Los cuadros y gráficos, si los hubiere, deben ser entregados en sus programas originales en archivo diferente. Es decir, deben estar “pegados” en el mismo documento del Word y solo servirán para ver su ubicación; ya que se editará del archivo en su programa original (Excel o cualquier otro programa que se haya empleado para su elaboración).

Los gráficos y/o cuadros incorporados el texto deben consignar fuente. Los títulos, notas y fuentes de material deben ser presentados como parte del texto del documento, no en el cuerpo del gráfico, figura o tabla. Éstos no llevan punto final y su tipografía será Times New Román cuerpo 9 cursiva.

Los gráficos, figuras o tablas deben estar ordenados con numeración arábiga. Las letras y otros elementos en los gráficos y tablas deben ser lo suficientemente grandes para ser legibles cuando éstas sean reducidas para ajustarse a la página impresa de la revista. Debe identificarse el software y los formatos utilizados para los archivos de texto y gráficos.

V. Las cursivas en el cuerpo del documento deberán usarse únicamente para palabras extranjeras. Si los autores desearan resaltar algún concepto, frase, palabra, o expresión propia de otro idioma deberá hacerlo con “comillas”, pero no en negritas y evitar los subrayados.

VI. Las citas textuales de cuatro renglones o menos podrán hacerse seguidas en el texto, utilizando comillas para indicar que se trata

de una cita textual. Al final de la cita, se indicará entre paréntesis el número o los números de página en que aparece el texto original.

Las citas textuales de más de cuatro líneas deberán realizarse en un párrafo aparte, con un separación del margen izquierdo de 2.5 cm y con un renglón de separación del texto principal al comienzo y final de dicha cita.

Las referencias de citas en el texto deberán seguir la norma APA (American Psychological Association). Las referencias en el texto deben hacerse entre paréntesis, indicando apellido de autor(es), “,”, año. Por ejemplo: (Gandolfo, 1994) o (Titelman y Pérez Caldentey, 2015). En el caso de tres o más autores, se citarán todos ellos la primera vez que se haga referencia a su trabajo. De allí en adelante, se utilizará solamente el apellido del primer autor, seguido por las siglas et al. Por ejemplo: (Cesaratto, Serrano, F y Stirati, 2003), y luego (Cesaratto et al., 2003). Para indicar el número de página deberá agregarse “,” y “p.” para una sola página y “pp.” para una serie de páginas.

Referencias

Las referencias de citas en el texto deberán seguir la norma APA (American Psychological Association).

- La lista de referencias debe corresponder con las citas dentro del documento.
- Las referencias al final del trabajo deberán ordenarse alfabéticamente por apellido del primer autor.
- Si el primer autor es el mismo, pero el segundo autor es diferente, las citas se ordenarán tomando en cuenta el apellido de los segundos autores.
- Si el mismo autor o autores aparecen varias veces, la cita se ordenará basándose en el año de publicación (comenzando por el más antiguo y terminando con el más reciente).
- Si el mismo autor tiene varios trabajos publicados en el mismo año, se utilizará una letra minúscula (a, b, c) inmediatamente después del año de publicación para diferenciarlos.

De artículos en revistas académicas:

- Apellido del/os autor/es, iniciales del/os autor/es (autores separados por “,” cuando son más de dos y/o “., y”, según corresponda).
- Año de publicación entre paréntesis.
- Título del artículo.
- Nombre de la revista, en letra cursiva.
- Número del volumen, en cursiva (se podrá incluir también el número de la revista entre paréntesis).
- Páginas en que aparece el artículo.

Diamond, M. (1972). La estructura productiva desequilibrada y el tipo de cambio. *Desarrollo Económico*, 12(45), 1–23.

Cesaratto, S., Serrano, F, y Stirati, A. (2003). Technical change, effective demand and employment. *Review of Political Economy*, 15(1), 33–52.

De libros:

- Apellido, iniciales del/os autor/es del capítulo (autores separados por “,” cuando son más de dos y/o “., y”, según corresponda).
- Año de publicación entre paréntesis.
- Título del libro en letra cursiva.
- Lugar de publicación (ciudad, estado, provincia, país), seguido de dos puntos.
- Nombre de la editorial.

Bárcena Ibarra, A., y Prado, A. (2015). *Neoestructuralismo y corrientes heterodoxas en América Latina y el Caribe a inicios del siglo XXI*. Santiago de Chile: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).

Gandolfo, G. (1994). *International economics II. International monetary theory and open-economy macroeconomics* (2nd revised edition, 1st edition 1987). Berlin: Springer.

De capítulos de libros:

- Apellido, iniciales del/os autor/es del capítulo (autores separados por “,” cuando son más de dos y/o “., y”, según corresponda).
- Año de publicación entre paréntesis.
- Título del capítulo.
- La palabra “En”, seguida por las iniciales y apellido del editor del libro en el cual aparece el capítulo, seguido de “(Ed.)”

- Título del libro en el cual aparece el capítulo, en letra cursiva.
- Entre paréntesis, las páginas correspondientes al capítulo.
- Lugar de publicación (ciudad, estado, provincia, país), seguido de dos puntos.
- Nombre de la editorial.

Titelman, D., y Pérez Caldentey, E. (2015). *Macroeconomía para el desarrollo en América Latina y el Caribe: nuevas consideraciones sobre las políticas anticíclicas*. En A. Bárcena Ibarra y A. Prado (Eds.), *Neoestructuralismo y corrientes heterodoxas en América Latina y el Caribe a inicios del siglo XXI* (pp. 155-184). Santiago de Chile: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).

De documentos de trabajo:

El formato es similar al del libro. Si proviene de una serie reconocida, incluya el título de la serie y el número entre paréntesis después del título.

- Apellido, iniciales del/os autor/es del capítulo (autores separados por “.” cuando son más de dos y/o “., y”, según corresponda).
- Año de publicación entre paréntesis.
- Título del documento en letra cursiva.
- Título de la serie y número entre paréntesis.
- Lugar de publicación (ciudad, estado, provincia, país), seguido de dos puntos.
- Nombre de la editorial.

Bastourre, D., Carrera, J., Ibarlucia, J., y Sardi, M. (2012). *Dos síntomas y una causa: Flujos de capitales, precios de los commodities y determinantes globales* (Documentos de Trabajo BCRA No. 201257) (pp. 1-46). Buenos Aires: Investigaciones Económicas, Banco Central de la República Argentina.

Nota sobre el DOI

El DOI es el identificador de objeto digital, o “digital object identifier”. Este es un número único que se asigna a artículos científicos, libros electrónicos u otros documentos que se publican en Internet. El nuevo formato APA exige, en los casos en que esté disponible, utilizar el DOI. Ejemplo:

Valdecantos, S., y Zezza, G. (2015). *Reforming the international monetary system: a stock-flow-consistent approach*. *Journal of Post Keynesian Economics*, 38(2), 167-191. <https://doi.org/10.1080/01603477.2015.1065679>

Otras sugerencias para la redacción:

- Uso de mayúsculas:
Si se utilizan: nombres propios, marcas, asignaturas o materias, carreras, instituciones, títulos, premios, nombre de eventos, etc. Las siglas van completas con mayúsculas cuando son menores a 4 letras y mayúscula minúscula mayor igual a 5 letras. La primera vez que se las nombra debe indicarse qué significan. Ejemplo: ONU, Unicef. Se utiliza mayúscula cuando se consigna el nombre de una ley. Ejemplo: Ley de Ética en la Función Pública. Los cargos y las instituciones en mayúscula. Ejemplo: Ministro XXX / Ministerio de Justicia, Seguridad y Derechos Humanos. Los términos “provincia”, “ciudad”, “municipio” y similares van con minúscula, excepto cuando integran el nombre de una institución. Ejemplo: en la provincia de Buenos Aires... / Policía de la Provincia de Buenos Aires. Los meses y los días de la semana van con minúscula.
- Estilo:
Decimos “la década del 90” (sin apóstrofo) o “la década de 1990”, y “la década de los noventa” (o “los años noventa”). La abreviatura de página es p. (p. 54) y la de páginas pp. (pp. 54-58). Se prefiere la separación decimal entre parte entera de la decimal debe usarse la coma, según establece la normativa internacional. La leyes se escriben sin separación de puntos, ejemplo ley 25188.
- Uso de supra índices para notas al pie:
Se coloca el número después del punto. Ejemplo: “...entre otros problemas.¹”

Los trabajos y colaboraciones que deseen enviarse, deberán remitirse a:

**REVISTA DE ECONOMÍA POLÍTICA Y DESARROLLO
DEPARTAMENTO DE ECONOMÍA Y ADMINISTRACIÓN
UNIVERSIDAD NACIONAL DE MORENO**

Av. Bmé. Mitre N° 1891, Moreno (B1744OHC), Prov. de Buenos Aires

Edificio Histórico – Ala Oeste 1° Piso

Oficina A 102 – Interno: 100 3620

Correo electrónico: repyd@unm.edu.ar

Teléfonos: (+54 237) 425-1619/1786, (+54 237) 460-1309, (+54 237) 462-8629,

(+54 237) 466-1529/4530/7186, (+54 237) 488-3147/3151/3473

Internos: 123 y 124

Página web: <http://www.repyd.unm.edu.ar/>

NOVEDADES

- **Piero Sraffa.**
Los fundamentos de la teoría clásica del excedente
Alejandro FIORITO (Autor)

ISBN (Edición impresa): 978-987-782-008-9
ISBN (Edición digital): 978-987-782-009-6
160 págs. - 15x22 cm.
- **Seis clases sobre economía.**
Conocimientos necesarios para entender la crisis más larga (y cómo salir de ella)
Sergio CESARATTO (Autor)

ISBN (Edición impresa): 978-987-3700-94-1
330 págs. - 15x22 cm.
- **Discusiones sobre el tipo de cambio. El eterno retorno de lo mismo**
Florencia MÉDICI (Editora)

BE07 - ISBN 978-987-3700-67-5 - 2017
E-Book - ISBN digital 978-987-3700-72-9 - 2017
312 págs. - 15x22 cm.
- **Céfiro (ZÉPHYROS)**
REVISTA DE ECONOMÍA Y GESTIÓN
Departamento de Economía y Administración

ISSN: 2408-4638
Publicación semestral



PRÓXIMAMENTE

- **El financiamiento de la Educación Superior en la Argentina 1949-2019**

70° Aniversario del Decreto de Supresión de Aranceles Universitarios

Hugo O. ANDRADE (Editor)



Av. Bartolomé Mitre 1891, Moreno (B1744OHC) Prov. de Buenos Aires, Argentina

Teléfonos:
(+54 237) 425-1619/1786, (+54 237) 460-1309, (+54 237) 462-8629,
(+54 237) 466-1529/4530/7186, (+54 237) 488-3147/3151/3473 Interno: 154

unmeditora@unm.edu.ar



www.unmeditora.unm.edu.ar

AUTORIDADES

DEPARTAMENTO DE ECONOMÍA Y ADMINISTRACIÓN

Consejo del Departamento

Director-Decano:

Pablo A. TAVILLA

Autoridades:

Sandra M. PÉREZ

Alejandro L. ROBBA

Marcelo A. MONZÓN

Alejandro A. OTERO

Consejeros

Claustro docente:

Carlos J. ULLUA

Roxana S. CARELLI (s)

V Silvio SANTANTONIO

Marcelo C. CAFERATTA FERRI

Claustro estudiantil:

Maria M. FERNÁNDEZ JAIME

Kevin M. PÉREZ

Florencia LAFFUE

Devora Y. AGUIRRE

Consejo Asesor Carrera Licenciatura en Relaciones del Trabajo

Coordinadora-Vicedecana:

Sandra M. PÉREZ

Consejeros

Claustro docente:

Carlos J. ULLUA

Alejandro F. LAMADRID

Claustro estudiantil:

Ayelen A. LATRECCINO

Consejo Asesor Carrera Licenciatura en Economía

Coordinador-Vicedecano:

Alejandro L. ROBBA

Consejeros

Claustro docente:

Florencia MÉDICI

M. Florencia GOSPARINI

Claustro estudiantil:

Diego N. HUZA

Consejo Asesor Carrera Licenciatura en Administración

Coordinador-Vicedecano:

Marcelo A. MONZÓN

Consejeros

Claustro docente:

Gustavo C. BADÍA

Walter R. KLEIN

Claustro estudiantil:

Nicolás M. AQUINO

Consejo Asesor Carrera Contador Público Nacional

Coordinador-Vicedecano:

Alejandro A. OTERO

Consejeros

Claustro docente:

Valeria A. FASIOLO

Gustavo R. NIEVAS

Claustro estudiantil:

Juan L. BARRAZA

CONTACTO:

DEPARTAMENTO DE ECONOMÍA Y ADMINISTRACIÓN

Av. Bmé. Mitre N° 1891, Moreno (B1744OHC), Provincia de Buenos Aires, Argentina.

Oficina A 101

Teléfonos: (+54 237) 425-1619/1786, (+54 237) 460-1309, (+54 237) 462-8629,
(+54 237) 466-1529/4530/7186, (+54 237) 488-3147/3151/3473

Interno: 124

Correo electrónico: eya@unm.edu.ar

LICENCIATURA EN RELACIONES DEL TRABAJO

Oficina A 101

Interno: 133

Correo electrónico: relacionesdeltrabajo@unm.edu.ar

LICENCIATURA EN ECONOMÍA

Oficina A 101

Interno: 133

Correo electrónico: economía@unm.edu.ar

LICENCIATURA EN ADMINISTRACIÓN

Oficina A 101

Interno: 133

Correo electrónico: administración@unm.edu.ar

CONTADOR PÚBLICO NACIONAL

Oficina A 101

Interno: 133

Correo electrónico: contadorpublico@unm.edu.ar

CENTRO DE ESTUDIOS DE ECONOMÍA POLÍTICA Y DESARROLLO (CEEPyD)

Oficina A 102

Interno: 100 3620

Correo electrónico: ceepyd@unm.edu.ar

© UNM Editora, 2019
Av. Bartolomé Mitre 1891, Moreno
(B1744OHC),
prov. de Buenos Aires, Argentina
(+54 237) 425-1619/1786,
(+54 237) 460-1309,
(+54 237) 462-8629,
(+54 237) 466-1529/4530/7186,
(+54 237) 4883147/3151/3473
Interno: 154
unmeditora@unm.edu.ar
<http://www.unm.edu.ar/editora>
<https://www.facebook.com/unmeditora/>

La edición en formato digital de esta obra se encuentra disponible en
<http://www.repyd.unm.edu.ar/>
<http://www.unm.edu.ar/index.php/unm-virtual/biblioteca-digital>

La reproducción total o parcial de los contenidos publicados en esta obra está autorizada a condición de mencionarla expresamente como fuente, incluyendo el título completo del trabajo correspondiente y el nombre de su/s autor/es.

Los trabajos publicados reflejan exclusivamente la opinión de su/s autor/es. Su publicación en este medio no implica que la Universidad Nacional de Moreno o sus autoridades necesariamente compartan la postura académica ni los conceptos vertidos en ellos.

Este libro se terminó de imprimir en marzo de 2019 en Ofinsumos S. A., Tucuman 978 CABA. Libro de edición argentina.

Queda hecho el depósito que marca la Ley 11.723 Prohibida su reproducción total o parcial

UNM Editora Consejo Editorial

Miembros ejecutivos:
Alejandro A. OTERO (presidente)
Roxana S. CARELLI
Adriana M. del H. SÁNCHEZ
Jorge L. ETCHARRÁN
Pablo A. TAVILLA
Roberto C. MARAFIOTI
L. Osvaldo GIRARDIN
Pablo E. COLL
Juan A. VIGO DEANDREIS
Florencia MEDICI
Adriana A. M. SPERANZA
María de los Ángeles MARTINI

Miembros honorarios:
Hugo O. ANDRADE
Manuel L. GÓMEZ

Departamento de Asuntos Editoriales
Pablo N. PENELA a/c

Área Arte y Diseño:
Sebastián D. HERMOSA ACUÑA

Área Supervisión y Corrección:
Gisela COGO

Área Comercialización y Distribución:
Hugo R. GALIANO

Área Legal:
Cristina V. LIVITSANOS

Diagramación:
Josefina DARRIBA de Ja! Design

SUMARIO

INVESTIGACIÓN CIENTÍFICA

Estimaciones alternativas de crecimiento y distribución para Argentina
1950-2006

Pablo G. BORTZ

El surgimiento de la inestabilidad financiera a través de los bancos
sombra: el caso de Estados Unidos

Manuel GÓMEZ LIRA

La acumulación de capital en Argentina: estimación del stock y análisis
de los determinantes durante el período 1993-2015

Pablo A. TAVILLA, Roberto A. PEREYRA BERBEJILLO y

Agustín A. MARIO

Descaminhos do desenvolvimento: Brasil no fundo do abismo

Alexandre J. DE FREITAS

RESEÑA DE LIBROS

"Sei lezioni di economia. Conoscenze necessarie per capire la crisi
più lunga (e come uscirne)", Sergio CESARATTO, (2016)

IMPRIMATUR, Italia

Edición argentina: "Seis clases sobre economía.

Conocimientos necesarios para entender la crisis más larga (y cómo
salir de ella)", 2019 UNM Editora

Alejandro FIORITO

