

La teoría monetaria moderna como teoría alternativa. Sus orígenes, sus transiciones y su consideración en países periféricos.

Fernando CÓRDOBA²⁹, Alejandro FIORITO³⁰ y
Florescia MÉDICI³¹

Resumen

Fecha de recepción: 17/03/2023

Fecha de aceptación: 20/06/2023

Palabras clave:

- *Finanzas Funcionales*
- *Clásico Keynesiano*
- *Teoría Monetaria Moderna*
- *Restricción externa,*
 - *Minsky*
 - *Lerner*
- *Economía cerrada*
- *Economía abierta.*

Clasificación:

JEL: E40-E62-F41

En los últimos años, la denominada Teoría Monetaria Moderna (TMM) ha ganado lugar en la literatura económica, como así también en la política económica norteamericana de la mano de una facción de izquierda del Partido Demócrata que ha impulsado su difusión. El objetivo de este trabajo es repasar los orígenes teóricos de los cuales se nutren los autores actuales de la Teoría Monetaria Moderna, desde una perspectiva estructuralista y clásica keynesiana, buscando identificar similitudes de enfoques y diferencias. Más precisamente, la idea de este trabajo es repasar dichos orígenes desde los economistas Abba Lerner y Hyman Minsky. Además, tendremos en cuenta que la base de las Finanzas Funcionales es una prolongación lógica del principio de la demanda efectiva y del dinero endógeno, a las cuales tanto Minsky como Lerner y la TMM adhieren. Por último, se analizarán los alcances y límites de la TMM de manera separada. En primer lugar, poniendo el foco en las economías cerradas como caso general de los países grandes, y luego analizando a los países pequeños y abiertos. Concluimos que las Finanzas Funcionales se mantienen cuando hablamos de deuda en moneda nacional en ambos casos. Sin embargo, desde la TMM se omiten las particularidades de los países periféricos con la necesidad de obtener moneda de reserva internacional.

29 CEEPYD – UNM jcordoba@unm.edu.ar

30 CEEPYD- UNM afiorito@unm.edu.ar

31 CONICET/ CEEPYD- UNM fmedici@unm.edu.ar

Abstract

In recent years, the so-called Modern Monetary Theory (TMM from now on) has gained a place in the economic literature, as well as in North American economic policy at the hands of a leftist faction of the Democratic Party that has promoted its dissemination. The objective of this work is to review the theoretical origins from which the current authors of Modern Monetary Theory are nourished, from a structuralist and classical Keynesian perspective, seeking to identify similarities of approaches and differences. More precisely, the idea of this work is to review these origins from Lerner and Minsky. In addition, we will take into account that the basis of Functional Finance is a logical extension of the principle of effective demand and endogenous money, to which both Minsky, Lerner and TMM adhere. Finally, the scope and limits of the TMM will be analyzed separately. In the first place, focusing on closed economies as a general case of large countries, and then analyzing small and open countries. We conclude that Functional Finance is maintained when we talk about debt in national currency in both cases. However, from the MMT, the particularities of peripheral countries with the need to obtain international reserve currency are omitted.

Keywords:

- *Functional Finance*
- *Classical Keynesian*
- *Modern Monetary Theory*
- *External Constraint*
- *Minsky*
- *Lerner*

INTRODUCCIÓN

La Teoría Monetaria Moderna (TMM), que en su línea de pensamiento se nutre de los aportes de Abba Lerner (1943) en lo que se refiere a temas como el dinero cartal y las finanzas funcionales, ha incorporado y reforzado otra fuente de la que se toma en consideración en su genealogía. Se trata de la obra de Hyman Minsky (1975) un notable economista muy conocido por sus desarrollos e ideas sobre las crisis financieras y sus formas de proliferación.

La idea de este trabajo es repasar dichos orígenes en Lerner y Minsky y su consideración por los principales autores actuales del TMM desde una lectura estructuralista y clásica keynesiana buscando identificar similitudes de enfoque y diferencias, teniendo en cuenta que la base de las finanzas funcionales es una prolongación lógica del principio de la demanda efectiva y dinero endógeno de la que las tres corrientes participan.

En esa intención se considera a las Finanzas Funcionales como totalmente válidas para países de moneda soberana, donde el banco central actúa como prestamista de última instancia y garantiza la imposibilidad de que dicho país quiebre en su propia moneda. Dicha práctica se produce en el contexto en que la institución monetaria puede fijar la tasa de interés a un nivel donde no necesariamente consolide una monetización de la deuda del tesoro y, por lo tanto, que no genere elevación de precios por un “exceso de demanda”, o bien desvalorizaciones cambiarias. El banco central, una vez que determina la tasa de interés, puede comprar en el mercado secundario todos los títulos que el sector privado no desee mantener (Serrano y Pimentel, 2017).

Es claro que, en términos jerárquicos, la generación de dinero por parte del Estado (reservas y dinero) ocupa el nivel superior, frente al dinero generado en los bancos (depósitos) que se encuentra por debajo del anterior. Sin embargo, esto no debe confundirse con el carácter endógeno del dinero, en el sentido de que sus cantidades efectivas son el resultado de la interacción de actores privados como bancos, empresas y consumidores como del propio Estado. Piegay y Rochon (2003).

En la primera parte del trabajo, se avanzará en las definiciones de Finanzas Funcionales, mostrando estilizadamente las principales determinaciones de los dos autores reivindicados como fuentes de la TMM: Abba Lerner y Hyman Minsky. Se los describirá de manera sencilla en gráficos, donde por medio del herramental macroeconómico se visualizarán sus principales recomendaciones de política económica y sus fundamentos teóricos. En esta parte queda afuera la restricción externa, como así también los elementos vinculados con la tasa de interés norteamericana y las consideraciones del manejo del dólar como moneda mundial sobre el manejo de las tasas de interés domésticas (Serrano, 2008). En suma, se analizará separadamente a las economías cerradas como caso general de los países grandes y luego los países pequeños y abiertos. Por último, se expondrán las conclusiones.

A-ECONOMÍA CERRADA

1-Abba Lerner: finanzas funcionales y dinero como criatura del Estado

La obra de Lerner es extensa y obliga a intentar rescatar sus principales ideas en algunos trazos teóricos que se vinculan fuertemente con el principio de la demanda efectiva de Keynes. Ambos autores, aun sin haber roto con la visión distributiva marginalista, dudaban de la efectividad del canal monetario para alcanzar el pleno empleo, fundamentalmente por la dificultad de bajar la tasa de interés más allá de un piso mínimo, o bien por la inelasticidad de la inversión con tasas bajas de interés.

Lerner acepta el principio de demanda efectiva con rigidez de salarios y precios. En la década del 40, es él quien da respuesta a la posibilidad de combatir el desempleo por medio de la actividad fiscal gastando en déficit ante la eventualidad de una menor recaudación debida a la caída de actividad por la crisis económica.

En 1943, define al principio de juzgar las medidas fiscales por la forma que funciona la búsqueda de objetivos en la economía como “Finanzas Funcionales”. La primera responsabilidad financiera del gobierno (dado que nadie más puede asumir esa responsabilidad) es mantener la tasa total de gasto en bienes y servicios ni mayor, ni menor que la tasa con la cual a precios actuales se comprarían todos los bienes que son posibles de producir. Si se permite que el gasto total la supere, habrá inflación, y si es inferior, habrá desempleo. El gobierno, por ejemplo, puede aumentar el gasto total gastando más él mismo o reduciendo los impuestos para que a los contribuyentes les quede más dinero para consumir³².

De esta manera, según las Finanzas Funcionales, el Estado cuenta con seis herramientas para alcanzar el objetivo de pleno empleo con estabilidad de precios. En primer lugar, prestar dinero y endeudarse; en segundo lugar, la compra y venta de bienes; por último, los impuestos y subsidios con arreglo a la política fiscal.

Keynes, evidentemente acuerda en privado con Lerner, pero sus cuestionamientos eran otros. En 1944, le escribió lo siguiente a Lerner respecto a *The Economics of Control*, su más reciente libro en esa época:

It is a grand book worthy of one's hopes of you. A most powerful piece of well-organized analysis with high aesthetic qualities, though written more perhaps than you see yourself for the cognoscenti in the temple and not for those at the gate... I shall have to try when I get back to hold a seminar for the heads of the Treasury on Functional Finance. (Colander, 1980, p. 353)³³

En línea con lo anterior, es importante señalar que el dinero por sí solo no guarda ningún efecto en la economía si este es creado y guardado bajo llave. Es a través de los instrumentos señalados que el dinero puede tener alguna influencia sobre la economía. Esto significa que para las Finanzas Funcionales necesariamente la impresión de dinero va de la mano de política fiscal. Cabe mencionar esto último para no caer en el error de contar dos veces los mismos efectos. En definitiva, el uso de los instrumentos no debe verse obstaculizado por la falta de dinero en el Tesoro Nacional. El objetivo principal es evitar la deflación y, por lo tanto, el desempleo.

Respecto a la toma de deuda pública, Lerner explica que si el objetivo de evitar el desempleo y la inflación requiere de un aumento de la misma, esto no tendría ningún problema *per se* en una economía cerrada (1951, p.132). Ningún Estado se puede ver obligado a quebrar con deudas denominadas en su propia moneda³⁴. El aumento de la emisión monetaria junto con el aumento de la deuda nacional no debería ser un impedimento para evitar la inflación o deflación. Nada impediría que el gobierno compre y venda, otorgue subsidios, imponga impuestos o preste y tome deuda si estos persiguen los objetivos de las Finanzas Funcionales.

32 Estos procedimientos nos son necesariamente lo mismo, dado que gastar desde el Estado tiene una propensión a gastar igual a uno, mientras que la propensión de los consumidores privados es menor a uno.

33 “Es un gran libro digno de las esperanzas que uno tiene de usted. Una pieza muy poderosa de análisis bien organizado con altas cualidades estéticas, aunque escrito quizás más de lo que usted mismo ve para los cognoscenti en el templo y no para los que están en la puerta... Tendré que probar cuando vuelva para hacer un seminario para los jefes de Hacienda sobre Finanzas Funcionales” Trad. propia.

34 Por supuesto, sí puede hacerlo si decide no pagar la deuda nominada en moneda doméstica de todas formas, como fue el caso en la Argentina de 2019 en el gobierno del presidente Macri.

En suma, la idea de las Finanzas Funcionales es simple y guiada por resultados: “Tan simple que el público sospeche que es demasiado hábil” (Lerner, 1943, p.39). La idea central es que la política fiscal del gobierno, su gasto y tributación, su toma y devolución de préstamos, y su emisión y extracción de dinero se llevarán a cabo teniendo en cuenta únicamente los resultados de estas acciones en la economía, en vez de basarse en alguna doctrina tradicional establecida sobre lo que es bueno o malo (pragmatismo político).

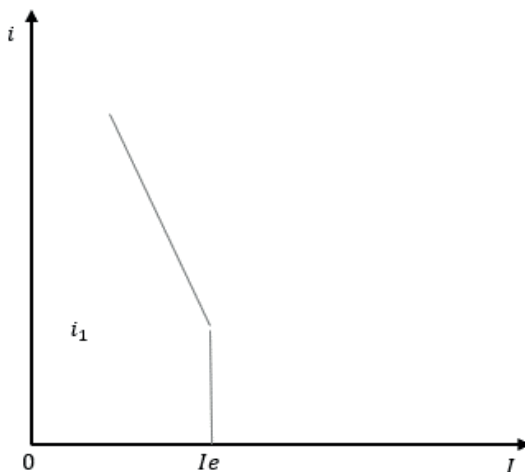
Convencionalismo teórico y pragmatismo político

Lerner, como Keynes, fue formado en la tradición neoclásica del equilibrio parcial y del pleno empleo, pero nunca terminó de abandonar a la teoría marginalista³⁵. Por lo tanto, para llegar a estos resultados, dado que era escéptico sobre la existencia de fuerzas automáticas de pleno empleo, solo podía encontrarse con una falta de flexibilidad en los precios y salarios, y/o definir inelasticidades en las funciones de demanda de factores.

Según Lerner (1944), la inversión puede no responder a la tasa de interés, es decir que puede haber dificultades por razones institucionales o psicológicas para reducir la tasa de interés a un nivel lo suficientemente bajo como para generar la tasa de inversión que, con la propensión existente a consumir, es necesaria para lograr el pleno empleo. Esto significa que la inversión por estos motivos puede ser insensible a la tasa de interés. Por lo tanto, en la ecuación de la inversión $I = I_A - b(i_r)$, donde I_A es la inversión autónoma, b es la pendiente que tiende a cero para i_r baja.

A su vez, observó que mucho antes de llegar al pleno empleo del trabajo, los salarios podían elevarse por puja distributiva generando una inflación de costos (Lerner, 1951). Dicho nivel de inflación lo denominó “Low Full Employment”, a diferencia del “High Full employment”, punto a partir del cual la escasez de mano de obra comienza a ejercer presión también. De uno a otro término pueden verse reinterpretados los argumentos posteriores de la curva de Phillips original de 1958, donde empíricamente un mayor nivel de inflación era correspondido con un menor desempleo con la versión de Lipsey (1960).

Figura 1. Esquema IS-LM explicativo



35 Keynes cuestionó la dificultad de llegar a tasas de interés tan bajas como para que la demanda de ahorro sea la de pleno empleo, pero no discutió la distribución marginalista del ingreso, vg. su gráfico de escalera donde la inversión sube con las menores tasas de interés.

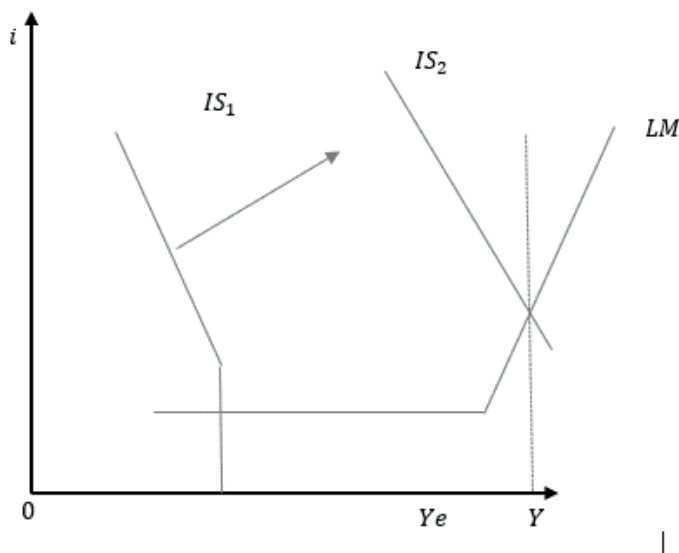
Es debido a tales dificultades que, según Lerner, Keynes piensa que las obras públicas son y pueden volverse cada vez más necesarias a medida que aumentan la riqueza y el capital de la comunidad.

En el contexto deflacionario de la crisis de la década del 30, la economía se encontraba en zonas de bajas tasas de interés que hacían prever a Keynes sobre la dificultad de seguir bajándolas (en la búsqueda de una Wickseliana tasa de “interés natural”). Así mismo, Lerner observaba que la inversión se mostraba insensible a las variaciones de la tasa de interés efectiva. Por ende, su radicalidad fiscal lo lleva a la visión de que las finanzas deben ser calificadas según su función y objetivos, en vez de llegar a “equilibrios” que descuidan los objetivos primarios de una política económica como el pleno empleo.

La insensibilidad de la inversión a la tasa de interés está asociada a dos cuestiones; por un lado, la gente desea ahorrar más producto del mayor ingreso correspondiente al pleno empleo, lo que debilita el proceso de expansión a través de la disminución del consumo. Por otro lado, la acumulación de capital reduce el programa de eficiencia marginal del capital. Entonces, la inversión solo podría aumentar con la producción estatal de bienes de capital, cuya eficiencia es inferior a la tasa de interés; por el gasto del Estado en servicios sociales; o por la redistribución del ingreso de los ricos a los pobres (Lerner, 1936). Es decir que el trabajo público se vuelve necesario para activar la demanda desde el punto de vista fiscal.

Desde un esquema simplificado de síntesis neoclásica de IS-LM que no le era ajeno, puede plantearse que Lerner promovía el corrimiento de la curva IS con gastos “discrecionales” para alcanzar el pleno empleo. Y, por otra parte, la imposibilidad de seguir bajando la tasa de interés puede graficarse como una curva LM horizontal³⁶.

Figura 2. Esquema IS-LM explicativo LM horizontal



Lerner critica la flexibilidad de precios de la teoría marginalista (“clásica” en términos de Keynes) y el ajuste de los excesos de oferta y demanda hacia el equilibrio sin desempleo. Sostiene que si lo anterior sucediera no habría lugar para las políticas keynesianas. Es decir, cualquier exceso de demanda sería solucionado por la disminución del valor real de la moneda cuando los precios suben. De manera contraria, cualquier insuficiencia de la demanda se solucionaría con el aumento del valor real de la moneda (Lerner, 1960, p. 134).

³⁶ Ver Summa (2022)

Ahora bien, Lerner, citando a Pigou, sostiene que no es recomendable confiar en la flexibilidad de precios. Tampoco en cualquier medida de política económica disponible que conduzca a aumentar esta flexibilidad. Además, argumenta que existen diferentes grados de imperfección en la flexibilidad de precios y salarios por resistencias a las presiones hacia la baja. Esto implica periodos prolongados de depresión económica. Entonces, resulta apropiado provocar el aumento del valor real de la masa monetaria por métodos menos dolorosos, es decir por el aumento de la oferta monetaria en términos nominales a través de la autoridad monetaria. Si la política monetaria es inadecuada, entonces el gobierno puede aumentar sus gastos o reducir impuestos (1960, pp. 134-135).

Otra cuestión de la inflexibilidad a la baja también la podemos observar en el mercado de dinero respecto de la tasa de interés, la cual no disminuye frente al aumento del saldo real de dinero producto de la deflación de precios y salarios (el denominado efecto Keynes). De esta manera, al no bajar la tasa, no habría tal impacto en la inversión ni, por lo tanto, en el mercado de bienes, el empleo y el producto (porque el dinero es endógeno o la tasa de interés exógena—Curva LM horizontal). Por eso, es conveniente que el gobierno en este caso aumente su gasto o trate de inducir a otros a gastar a través de la disminución de impuestos. Por último, según Lerner, también Pigou critica el efecto al sostener que opera la rigidez de precios y salarios, por lo que no habría tal efecto riqueza al aumentar el saldo real de dinero que incrementaría los gastos de consumo y, por ello mismo, el empleo y el producto (1960, p. 135).

2- La teoría de la inversión en Minsky

Un origen alternativo de la TMM que defiende Wray (2018) es la obra de Minsky. Al disputar su lugar con Lerner, se analizará la concepción teórica del primer autor respecto a la inversión y la demanda efectiva, aspecto que, como se vió, Lerner se manifiesta a favor aun dentro de una distribución convencional. Para Minsky, el funcionamiento de la economía capitalista está marcado por intercambios de dinero actual por dinero futuro (1992). En este sentido, la demanda efectiva se manifiesta como inestable debido a una función de inversión que depende del precio de los activos y las condiciones financieras de las variables que afectan los precios de oferta y demanda de bienes de capital. De esta manera, este sistema dual permite integrar el sistema financiero con el real (Minsky, 1975).

En línea con lo anterior, el autor sostiene que si bien Keynes no entró en los detalles de cómo las finanzas afectan el comportamiento del sistema, enfatizó que, en una economía con prestamistas y prestatarios, las finanzas adquirieron una importancia crucial en la determinación de la inversión.

En definitiva, la decisión fundamental por la que atraviesa una empresa es la de cómo financiar los activos de capital que necesita: cuánto con recursos propios de la empresa y cuánto con recursos prestados. Esta decisión está determinada por el tamaño de la empresa, medido por los activos de capital o las ventas, como así también de la tasa de crecimiento de los activos de capital y las ventas de la empresa (Minsky, 1975).

Siguiendo con el análisis, cuando se habla del riesgo del prestamista se establece que es el riesgo de no pago en el cual incurre el agente, ya sea un banco comercial u otro tipo de institución financiera, al realizar un préstamo a un tercero. El aumento del riesgo del prestamista se explica por el hecho de que a mayor deuda, mayor es el riesgo de insolvencia y, por consiguiente, el prestamista tiende a cubrirse de dicho riesgo imponiendo normas y cláusulas más estrictas en las condiciones de nuevos préstamos.

Así mismo, el riesgo del prestamista aparece en los contratos financieros de varias formas, algunos de ellos son: tasas de interés más altas, plazos de vencimiento más cortos, un requisito para dar en garantía activos específicos y restricciones en los pagos de dividendos y préstamos adicionales. El riesgo del prestamista

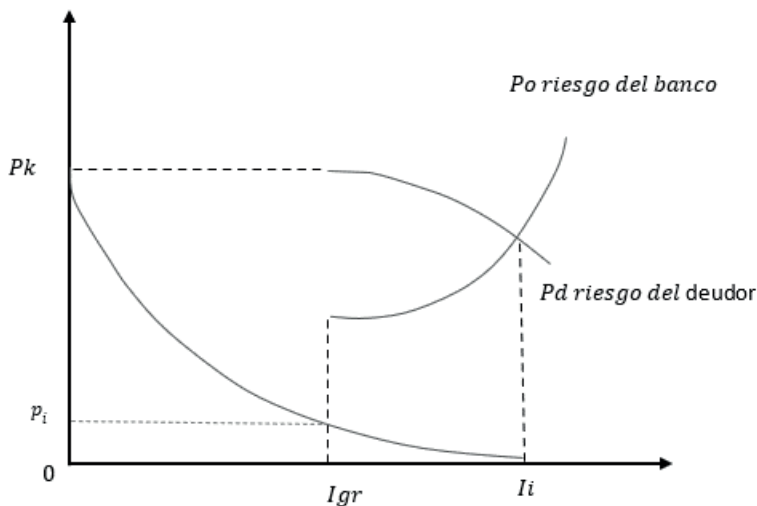
crece con un aumento en la proporción de financiamiento de deuda a capital o la proporción de flujos de efectivo comprometidos a flujos de efectivo prospectivos totales (Minsky, 1975, p. 107).

Contrariamente al riesgo del prestamista, el riesgo del prestatario es subjetivo y nunca aparece en los contratos; este, según el autor, refleja la incertidumbre y los “animal spirits” (Minsky, 1975, p. 107).

De esta manera, Minsky plantea su visión del ciclo a partir de una base microeconómica a nivel de la empresa que luego extiende al nivel agregado para una economía en su conjunto. En este sentido, hace depender a la inversión de una combinación entre la restricción de financiamiento interno y el precio de oferta y demanda de capital, ajustados por los riesgos de prestamista y prestatario respectivamente.

Cabe señalar que el riesgo del prestatario disminuye a medida que aumenta el nivel de inversión deseado y la capacidad de financiarse con fondos propios. En este sentido, la causa principal de la disminución del riesgo del prestatario es la tasa de capitalización (Minsky, 1975).

Figura 3. Inversión en Minsky riesgo del prestamista y prestatario



Fuente: Minsky (1975).

En el gráfico puede verse el precio de oferta de un activo P_i luego de avanzar por encima de la inversión. Esta última, que es financiada con ganancias retenidas I_{gr} (dada por la curva hiperbólica), se eleva por el riesgo creciente objetivado en el préstamo.

A su vez, el precio del prestatario es subjetivo y obedece a las expectativas de venta futura. El riesgo de este disminuye a medida que aumenta el nivel de inversión deseado y la capacidad de financiarse con fondos propios. En este sentido, Minsky argumenta que la causa principal de la disminución del riesgo del prestatario es la tasa de capitalización.

La ecuación de la inversión sería dada por una inversión autónoma más una inversión que depende de la diferencia entre la rentabilidad del proyecto menos el riesgo (subjetivo) del prestatario; lo que configura

la rentabilidad neta del prestatario, menos el riesgo y preferencia por la liquidez del prestamista (bancos):

$$\bullet I = I_0 + f(\text{rentabilidad neta del prestatario} - \text{rentabilidad prestamista})$$

$$\bullet I = I_0 + F((\rho_b - \tau) - (i + \rho_l))$$

Donde i es la tasa de interés, ρ_l es el riesgo real del prestamista, y ρ_b y τ los retornos esperados y el riesgo del prestatario respectivamente.

Siguiendo con el planteo, el autor sostiene que en un mundo de incertidumbre existen varias razones que inducen a las empresas a tener un portafolio diversificado. Así, a medida que las empresas diversifican sus carteras, su tasa de capitalización disminuye.

Análiticamente, la disminución de dichas reservas de dinero en efectivo equivale a un aumento de las deudas; ambos cambios implican que ha aumentado el conjunto de eventos que pueden afectar seriamente la capacidad de la empresa para cumplir con los compromisos o llevar a cabo los planes. En definitiva, esto significa que ha disminuido el margen de seguridad (Minsky, 1975).

Abandono del acelerador rígido de la inversión por Minsky

Por último, en la teoría general, Minsky abandona sus primeros intentos de probar con el acelerador rígido (1957). Siguiendo a Keynes, sostiene que una fase de expansión económica se caracteriza por un aumento del nivel de inversión producto de un relajamiento del riesgo del prestatario y prestamista. Esto permite un mayor financiamiento vía deuda en relación con los recursos financieros propios: “Los datos disponibles sobre la deuda empresarial lo confirman” (Minsky, 1975, p. 110). De manera contraria, en la fase recesiva del ciclo, la inversión se contrae. Esto último es producto de un aumento de riesgo del prestatario y prestamista, es decir, de una disminución en el margen de seguridad.

En suma, en Minsky se produce un abandono del vínculo de la inversión con la utilización de la capacidad productiva y la demanda esperada. La teoría de la inversión que le asigna este autor a Keynes –a la cual corrige respecto al tema de la confrontación de riesgos– se corresponde, en realidad, con una teoría de “quién es el que invierte más” (Serrano, 2011)³⁷, en vez de “cuánto se invierte en el agregado” (Summa, 2022, p. 22). En efecto, una empresa mayor tendrá una superior capacidad de endeudamiento, pero ese dato microeconómico solo afecta al techo o límite al que puede llegar a tomar prestado una empresa y no al comportamiento efectivo inversor, que depende del acelerador de la inversión.

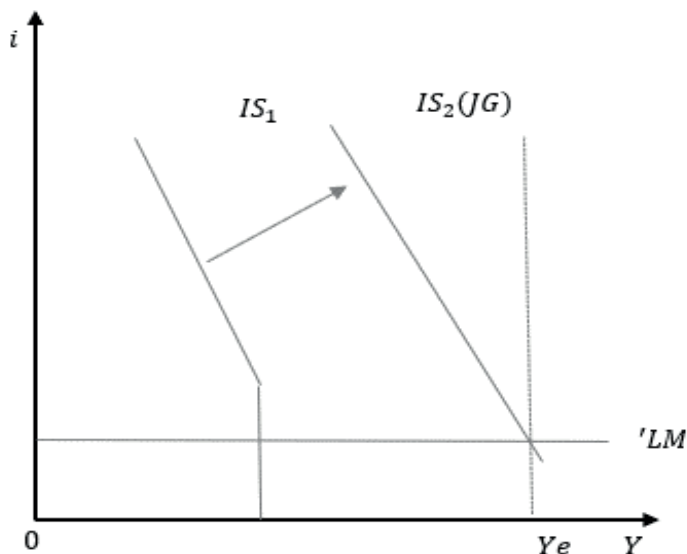
La definición de la inversión en Minsky deja de lado al vínculo de la inversión y su comportamiento con respecto a la demanda autónoma del producto. Esto es así dado que la demanda queda dependiendo de los riesgos de inversión y es subsumida en la intersección de ellos. La demanda autónoma ya no cumple un rol determinante para dirigir hacia el pleno empleo mediante un acelerador flexible a la economía. Por lo tanto, la demanda efectiva es muy inestable con la inversión agregada determinada así. De allí surge la necesidad de una demanda suplementaria para llegar al pleno empleo, la cual proviene del Estado como empleador de última instancia (Wray, 2020).

Por lo tanto, una demanda nueva es necesaria en su modelo. Según los autores de TMM, esta sería cubierta por el programa de *Job Guarantee (JG)*, el cual implica una demanda proveniente de la población que se

37 Serrano en una intervención del 2011 <https://grupolujan-circus.blogspot.com/2011/08/inversion-inducida-tasa-de-ganancia-y.html>

emplea voluntariamente a los salarios de dicho programa. A tal oferta de empleo Mitchell le adjudica un rol de estabilizador automático, como un stock de empleados que estabiliza la inflación y logra el pleno empleo (2020). Con los salarios del programa más altos, se tendrá más oferta de mano de obra. Por lo tanto, la figura de IS-LM, siguiendo a Summa (2022), se realiza con dinero endógeno y sin una curva LM, al estar determinada la tasa de interés por el banco central.

Figura 4. Esquema dinero endógeno con tasa de interés determinada por Banco Central



Por lo que se observa, el desplazamiento de la IS debido a la mayor demanda del programa de *Job Guarantee (JB)* permite acceder al pleno empleo y a la estabilización de la inflación considerada sin que se produzca un exceso de demanda (Mitchell et al., 2019; Wray, 2020).

En el caso de referirse a una economía abierta, el tipo de cambio juega un rol central ya que una depreciación sería expansiva. Según el TMM, al aumentar las exportaciones netas de importaciones, mientras se mantiene pleno empleo, se necesita de la adopción de un tipo de cambio flexible para lograr un resultado más eficiente.

Desde una visión clásico-keynesiana, la determinación en el nivel de la inversión agregada depende del acelerador flexible en el largo plazo y, por lo tanto, de la variación de la demanda autónoma (Avancini et al., 2015; Fiorito, 2018). Puesto que en el corto plazo las variables financieras o la tasa de interés pueden afectar los costos de los gastos, la competencia del capital hace que la inversión no pueda desviarse mucho tiempo de los niveles de gastos esperados. Por el lado de la flexibilidad del tipo de cambio esto tiene varios problemas con la existencia de restricción de divisas, donde, por lo demás, el “miedo a flotar” es moneda corriente (Calvo y Reinhart, 2002).

3-TMM y las preferencias por Minsky

Wray (2018) muestra que la corriente teórica TMM tiene una genealogía más próxima a Minsky que a Lerner, fundamentalmente a partir de la década del 70 con el avance del monetarismo, en un contexto donde la llamada “síntesis neoclásica” era dominante.

Reconociendo la falta de elasticidad de la inversión privada y la demanda respecto a la tasa de interés, la TMM sostiene que los bancos centrales tienen que evitar hacer una política monetaria discrecional, puesto que no resultaría eficaz para expandir la economía. Su recomendación es mantener la tasa de interés baja y estable (Wray, 2020). Los cambios y subas repentinas pueden llevar a la inestabilidad financiera, (la “estabilidad que desestabiliza” de Minsky). Además, las altas tasas de interés conducen a la desigualdad de ingresos y riqueza, lo que también puede disminuir el multiplicador y reducir la actividad. Otras versiones argumentan que, si es posible, una meta de tasa de interés cero a un día sería deseable (Wray, 2007).

La interpretación que da Wray (2018) del acercamiento de Lerner al monetarismo con el proceso de la estanflación de la década del 70, adosando su concepción a una inflación producto de un fenómeno de exceso de demanda y “siempre monetario”, encuentra abundante evidencia textual:

In my view, inflation in United State is not caused by excess demand, but by self fulfilling expectations...there is a vicious circle of rising prices, rising wages, and rising total spending in which none of these can stop because the others are going on. (Lerner, 1978, p. 492)

O ante la pregunta de qué tipo de inflación se estaba enfrentando la economía para 1980:

Your question reflects a common belief that inflation and recessions shouldn't come together, that inflation is based on too much money (by which is meant too much total spending in the economy) where as recession, or depression, is based on too little total spending. Having both together, then, means that you have too much total spending and too little total spending at the same time. That is a contradiction which doesn't make any kind of sense. This contradiction has led many people to the conclusion that there is something fundamentally wrong with the Keynesian approach that blames depression on too little spending. But the contradiction is based on combining the Keynesian approach with the traditional belief that every inflation is caused by too much spending. That belief is what is wrong.” (Lerner, 1980, p. 339)³⁸

En efecto, Lerner aclara que las medidas para frenar la inflación no corresponden a un fenómeno monetario, como afirma Friedman (1963), ni se trata de un exceso de demanda (Lerner, 1978). Para él, se trata de una suba de costos y salarios que traspasan los precios y, por lo tanto, no explican a la inflación por un exceso de demanda. Refiere a una solución “microeconómica” de la inflación, dado que no es generada por la demanda agregada. Así es que apunta a intervenir diferenciadamente en lo que respecta a la inflación de lo que incumbe a la demanda y al crecimiento de la economía. De esa manera, se diferencia del monetarismo de Friedman y, por consiguiente, quita pábulo a la idea de Wray (2018) que refiere a una adherencia de Lerner al cuantitativismo exógeno.

Las discusiones sobre la falta de restricciones para el gasto por autores postkeynesianos, por ejemplo, para economías de centro –como las europeas–, se manifiesta en Lavoie, a los que considera “compañeros de ruta” (2013, p. 3). Sin embargo, identifica similitudes entre ambas corrientes sobre la endogeneidad de la moneda, tanto con las posiciones horizontalistas postkeynesianas, como también con los circuitistas de Parguez y Seccareccia (2000), refiriéndose a la simetría y orden de pago de los consumidores luego de que han recibido un pago o tomado un crédito de los bancos (Lavoie, 2013; 2019).

38 “Su pregunta refleja una creencia común de que la inflación y las recesiones no deberían coincidir, que la inflación se basa en demasiado dinero (lo que significa demasiado gasto total en la economía) mientras que la recesión, o depresión, se basa en muy poco gasto total. Tener ambos juntos, entonces, significa que tiene demasiado gasto total y muy poco al mismo tiempo. Esa es una contradicción que no tiene ningún tipo de sentido. Esta ha llevado a mucha gente a la conclusión de que hay algo fundamentalmente erróneo en el enfoque keynesiano, el cual asigna la depresión a la falta de gasto. Pero la contradicción se basa en combinar el enfoque keynesiano con la creencia tradicional de que toda inflación es causada por un gasto excesivo. Esa creencia es la que está mal”. Traducción propia.

No obstante, una gran cantidad de investigadores postkeynesianos han publicado distintos puntos de vista sobre el programa del empleador de última instancia de la TMM, como Lopez-Gallardo (2000), Aspromourgos (2000), Seccareccia (2004), Palley, (2020), y Sawyer (2003). Lavoie aclara que otros críticos de aspectos monetarios de la TMM entendidos como verticalistas, en realidad, no lo son. También cuestiona el uso del vocabulario de los neo-cartalistas, que permite ese malentendido. Otros debates referidos a aspectos técnicos bancarios son trabajados por Fiebiger (2016).

En el siguiente apartado se verá el caso de las Finanzas Funcionales en economías abiertas y la posibilidad de adaptar la Teoría Monetaria Moderna a países periféricos. Analizaremos lo anterior junto con la crítica de Vernengo y Caldentey (2020) a las restricciones externas en países periféricos.

B-ECONOMÍA ABIERTA

“MMT no afirma que las tasas flotantes eliminen los déficits de cuenta corriente; de hecho, MMT no argumenta que la eliminación de los déficits de cuenta corriente sea siquiera deseable” (Wray, 2012, p. 131).

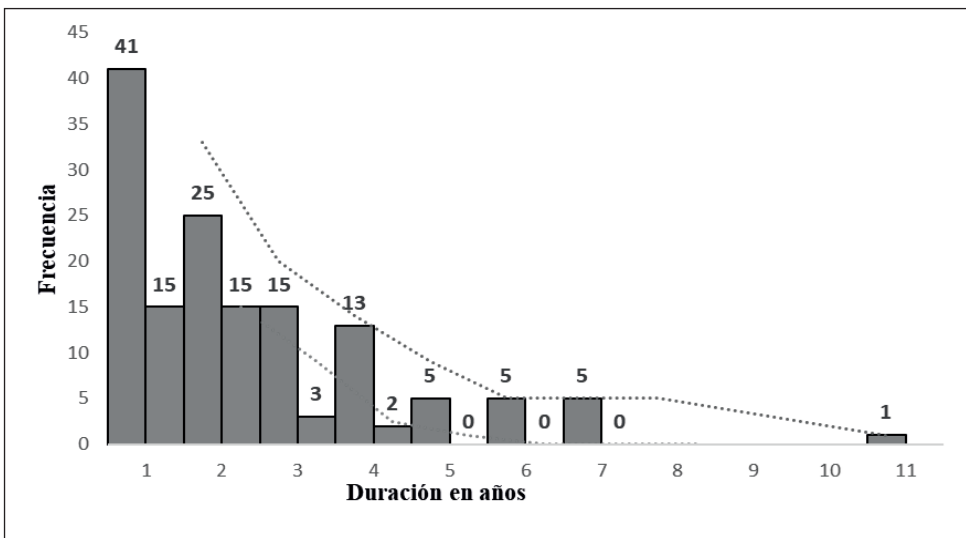
1-Restricción externa y déficits de cuenta corriente

Las Finanzas Funcionales en un país abierto no pierden generalidad en tanto, como Lerner suponía, la estabilidad económica para economías pequeñas –que no forman precios internacionales y no poseen una moneda transada internacionalmente– tiene que tener en cuenta una restricción que en EE.UU. no existe por ser el país que emite el dinero mundial³⁹. Los países que emiten su propia moneda poseen en general bancos centrales que determinan su tasa de interés básica comprando o vendiendo títulos públicos, del tesoro o del propio banco, y de corto plazo con los bancos privados. Nada impide a esos bancos poder financiar en su moneda un déficit fiscal con una correspondiente emisión de deuda pública.

Sin embargo, lo que no puede hacer el banco es sostener un déficit en moneda que no emite y tampoco posee señoreaje. Por lo tanto, cuanto mayor es el déficit de cuenta corriente, menos probable es que sea sostenible en el tiempo, demostrado por Vernengo y Caldentey (2020) –en la figura 7 se realiza una actualización; en cada barra aparece el número de años que se revelan con déficits de cuenta corriente–. Como se dijo anteriormente sobre la validez de las propuestas de las Finanzas Funcionales, a EE.UU. puede perfectamente serle indistinto un déficit fiscal de uno comercial, en tanto ambos están en la moneda que emite. Esto se da debido a que, en el sistema jerárquico y asimétrico de monedas, el dólar es la moneda mundial.

39 Países con monedas internacionales en la práctica pueden acceder a un amplio relajamiento de una restricción por acceso a dólares. Si un cuello de botella de divisas se puede solucionar con una devaluación, no se trata de una restricción externa.

Figura 7: Duración de déficits de Cuenta Corriente para Latinoamérica 1980-2020



Fuente: elaboración propia en base a CEPAL

Sin embargo, exponentes de la TMM hacen centro en el análisis del tipo de cambio que solo está en el régimen cambiario, es decir, en su flexibilidad o rigidez, en vez de entender al tipo de cambio como una variable distributiva. Cuando, por ejemplo, se afirma que: “La insolvencia nunca es un problema con moneda no convertible y tipos de cambio flotantes” (Mosler, 2010, p. 97).

Como se verá en los siguientes acápite, los países periféricos, en particular los latinoamericanos (ver figura 7), pueden agudizar problemas de insolvencia con déficits prolongados de su cuenta corriente en divisas. Además, dichos problemas pueden agravarse en presencia de deudas externas de vencimiento en el corto plazo (Vernengo y Caldentey, 2020).

1.1-Restricción externa y cómo modifica a las finanzas funcionales

En el análisis de las herramientas económicas, la variable tipo de cambio en economías abiertas, en tanto se trata de un indicador distributivo, guarda el rol equivalente al papel antagónico que juega la tasa de ganancia en oposición al salario real. No obstante, esto no es leído así por la TMM quién más que analizarla como una variable distributiva, cuyo nivel importa porque sus variaciones afectan a la inflación vía costos y puja distributiva, considera más importante su regulación, es decir, el elegir entre un régimen de tipo de cambio fijo o flexible.

En efecto, el rol que otorgan al tipo de cambio flotante es el de “una condición necesaria para obtener independencia política” (Mitchell et al., 2019, p. 519). O bien lo toman como una variable que acolcha las variaciones de su valor a las necesidades de reservas:

Lo que es importante para nuestro análisis, sin embargo, es que, con un tipo de cambio flotante, un gobierno no necesita temer que se quedará sin reservas de moneda extranjera (o reservas de oro) por la simple razón de que no convierte su moneda nacional a moneda extranjera a un tipo de cambio fijo. De hecho, el gobierno no tiene que prometer hacer ninguna conversión en absoluto. (Wray, 2012, p. 161)

No hay una oposición a la fijación del tipo de cambio, no obstante, la TMM aboga por su libre flotación:

Tipos de cambio controlados o fijos, con algún grado de restricción de los flujos de capital, puede proporcionar el espacio de política nacional necesario para alcanzar el objetivo de pleno empleo, aunque las cosas son más sencillas para una nación que permite que su moneda flote. (Wray, 2012, p. 214)

El análisis de diversos países latinoamericanos facilita el acercamiento a autores que a partir de la década del 50 se han encargado, desde visiones heterodoxas –y a pesar de no contar con una teoría coherente al respecto–, del estudio de las economías de la región. Estos han señalado acertadamente los problemas vinculados con el tipo de cambio para las necesidades del desarrollo económico.

López y Cruz hallan las bajas elasticidades-precio del comercio (2004). Este descubrimiento marca que, a los fines del crecimiento, las devaluaciones de la moneda no juegan un rol importante y, en cambio, al ser una variable distributiva, conviene su estabilidad, más que su libertad para flotar (Calvo y Reinhart, 2000). Vemos así que: “La evidencia empírica disponible muestra que ni los sistemas de tipo de cambio fijo ni los de libre flexibilidad han producido estabilidad monetaria y del producto en esta relevante connotación keynesiana” (López Gallardo, 2006, p. 239). Además, en punto al crecimiento económico, se ha señalado que los efectos-ingreso son mayores a los efectos sustitución para el comercio (López Gallardo y Cruz, 2004). Los autores de esta corriente dejan en claro que las devaluaciones del tipo de cambio son contractivas de la demanda doméstica y por lo tanto del nivel de actividad (Albert Hirschman, 1958; Díaz-Alejandro, 1963; Krugman and Taylor, 1978).

Aun cumpliéndose la condición de Marshall-Lerner (un aumento de las exportaciones como consecuencia de devaluaciones del tipo de cambio) puede pasar que:

Sobre la base del enfoque de Kalecki, llegamos a la conclusión de que la producción puede contraerse como resultado de la depreciación de la moneda, porque la depreciación tiende a reducir la participación de los salarios en el valor agregado. Además, esta caída puede tener lugar incluso cuando se cumple la condición de Marshall-Lerner. (López Gallardo y Perrotini, 2006, p. 231)

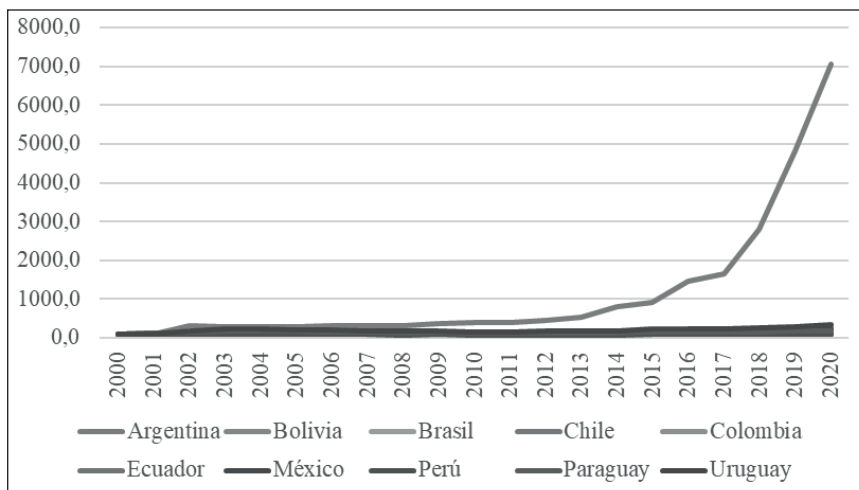
Al mismo tiempo, los países periféricos pueden determinar su tasa de interés desde el Banco Central para la moneda que emiten. Esto se fundamenta en el hecho de que, si la deuda pública está nominada en la moneda doméstica, los Estados no pueden nunca caer en una situación de impago de dicha deuda (salvo deliberadamente). En efecto, manteniendo un diferencial de tasas nominales de interés positiva, se puede estabilizar el mercado de cambios y, por lo tanto, manejar la distribución del ingreso y la inflación.

1.2- Tipo de cambio nominal y composición de deuda en el caso argentino

Un interesante ejercicio para el análisis de la región latinoamericana es la comparación de las políticas llevadas adelante para salvar la restricción externa (a partir de ahora RE) en los diversos países. La idea es que esto pondrá en evidencia el error de la TMM, siendo que se la ignora al tomar en consideración la realidad de países de centro sin RE actuante.

En tanto el dólar es un activo sujeto a especulación, queda afuera de la definición normal que se usa para cualquier mercancía que posee la moneda del país analizado en un precio normal vía coeficientes de producción y distribución, como está ya bien probado en la literatura clásica (Garegnani, 1987).

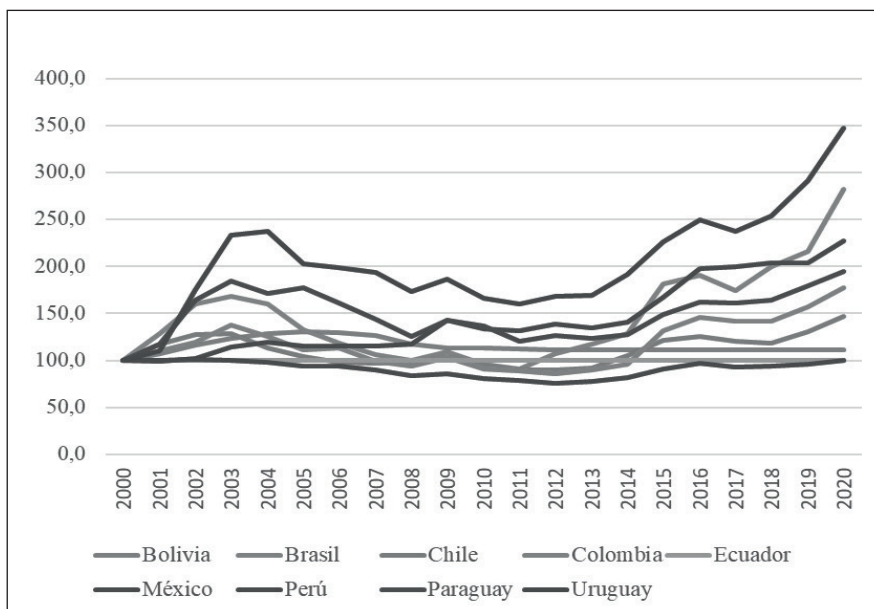
Figura 8. Tipo de cambio nominal 2000=100 (2000-2020)



Fuente: Cepal, elaboración propia

Las variables nominales en economías abiertas a la distribución del ingreso pasan a ser representadas por los salarios y el tipo de cambio nominal. Estas explican su conflicto en las variaciones de precios que experimentan las economías analizadas. Una puja distributiva fuerte debido a la presencia de una alta densidad sindical, como en la Argentina, refuerza la resistencia salarial ante cambios devaluatorios provenientes de variaciones del tipo de cambio nominal (TCN), o bien de subas de precios internacionales de productos que figuran en la canasta de consumo asalariado; ver figuras 8 y 9.

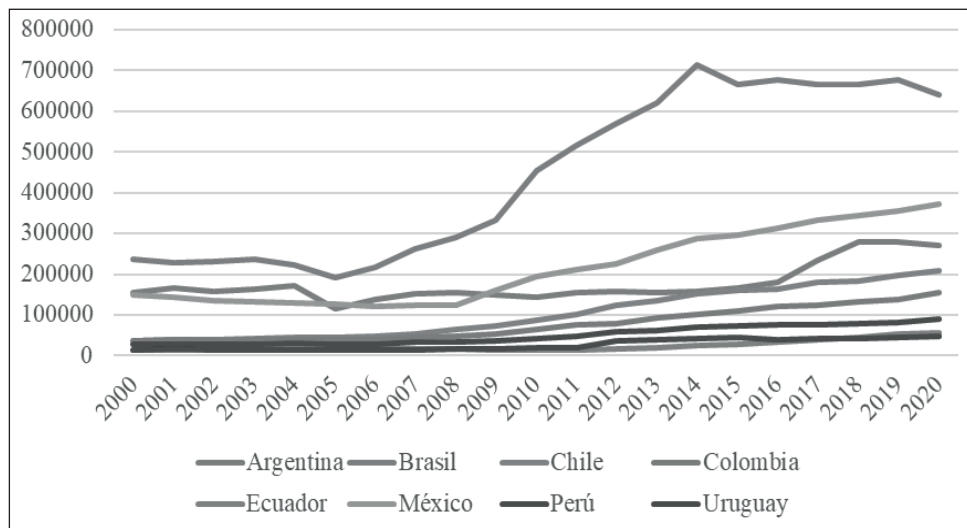
Figura 9. Tipo de cambio nominal 2000=100 (2000-2020)



Fuente: Cepal, elaboración propia

Si se compara con el resto de la región, puede apreciarse que la Argentina es el país que más devalúa la moneda (luego de Venezuela que no aparece en la figura 9).

Figura 10. Deuda externa total en dólares



Fuente: Cepal, elaboración propia

Buscando las razones de esta singularidad, se encuentra que no es la deuda externa total, donde países como Brasil superan ampliamente su nivel, ni su relación con el PIB, como se verá en la figura 14.

1.3 Programa de empleador de última instancia y sus obstáculos en economías abiertas

Aquí se retoman los obstáculos comentados en el punto A para economías cerradas.

1.3.1 La inflación como un fenómeno del conflicto distributivo en economías abiertas

Expresión del conflicto por el producto, los salarios se encuentran enfrentados con otros costos vinculados a los márgenes de ganancia (esta última es representada por el tipo de cambio nominal en economías abiertas y pequeñas). Como resultado, su no concordancia es trasladada a precios. Entonces, se pueden relativizar los efectos de un exceso de demanda (al no estar las economías capitalistas normalmente en pleno empleo) sobre los precios y priorizarse los que tengan que ver con la mejora de las condiciones de empleo y de la posición negociadora de salarios, que serán traspasados a precios. En tanto el conflicto es la causa de la inflación, parafraseando a Minsky⁴⁰, no todas las subas de precios persistentes son iguales en sus efectos, dado que dependen de quien lleve la delantera en la puja. En un modelo de formación de precios clásico, se puede observar que los salarios forman parte de los costos de la expresión agregada⁴¹:

$$P_t = IW + kP_{(t-1)}(1 + i) + meP_t^* \quad [1]$$

40 "Our slogan must be: ¡notallinflation are bad!" (Minsky, 1965, p. 185).

41 Ver Fiorito (2020); Amico & Fiorito (2017); Summa (2016) y Morlin (2021).

42 Aquí la tasa de interés nominal es tomada sin las ganancias netas de empresa por simplificación, igualándola al mark-up nominal.

Donde P_t es el nivel de precios, l , k y m son los coeficientes técnicos de insumos de trabajo, de capital e importados respectivamente, W es el salario nominal y P_t^* es el precio en divisas del insumo importado.

A su vez, la inflación de demanda, vía la brecha entre producto potencial y efectivo, queda desestimada porque el acelerador flexible de la inversión automáticamente vía competencia cierra esa brecha (Serrano, 2019, pp. 12-15).

Tomando logaritmos y diferenciando la ecuación [1]:

$$\pi_t = lw + ki + m(e + \pi_t^*) \quad [2]$$

La variación de precios π_t consta de cuatro términos: la variación de salarios w ; la variación de la tasa de interés i ; la variación del tipo de cambio e ; y la variación de la inflación internacional π_t^* pueden ser disparadores de una puja distributiva. El modelo postula que la variación de salarios depende asimismo de la inflación anterior, de la tasa de desocupación U y de factores institucionales. Se puede representar de la siguiente manera:

$$w = q\pi_{t-1} + tU + c_t \quad [3]$$

Siendo q el parámetro que acompaña la inflación pasada y t el coeficiente que acompaña a $U = \frac{L-N}{N}$, la cual es definida por la diferencia entre el total de los ocupados (L) y la población activa (N). El parámetro c_t representa factores institucionales que suelen ser muy importantes para definir la evolución del salario, aunque no son tan fácilmente medibles directamente⁴³. Es claro que, para los salarios, los subsidios representan una transferencia que puede mejorar su capacidad de compra, así como la suba de tarifas o precios regulados puede representar una merma en ella. Aunque esto no está formalmente reflejado en la ecuación [3].

Entonces, si se reemplaza la ecuación [3] del salario en la [2], operando convenientemente, se obtiene una relación más específica del vínculo entre precios y la puja distributiva (y otros costos):

$$\pi_t = a\pi_{t-1} + \varphi U + lc_t + ki + m(e + \pi_t^*) \quad [4]$$

Aquí se supone que la inercia a es parcial ($a < 1$) y cualquier shock tendrá un efecto temporal sobre la inflación al tener un efecto temporario. Los shocks de demanda, debido al ajuste de la capacidad productiva vía acelerador de la inversión, cierran la brecha más allá del corto plazo. Del mismo modo, la tasa de interés i también se elimina de la ecuación [4] al tener un efecto temporario sobre la inflación (la i tiene efectos sobre el nivel de precios más que con su variación). Así, esta queda dependiendo de la inflación internacional π_t^* , de la variación del tipo de cambio e ⁴⁴, del nivel de conflicto c , del nivel de desempleo U , y de la persistencia inflacionaria a ⁴⁵.

$$\pi_t = \frac{\varphi U + lc_t + m(e + \pi_t^*)}{1 - a} \quad [5]$$

43 La variable c , afectando el crecimiento de los salarios, no guarda una necesaria correlación con el nivel de actividad.
44 En la sección 3 se desarrolla la formación del tipo de cambio y sus efectos.

45 Otra variable que se incluye para explicar la evolución del salario es la variación de la productividad en tanto que, si los salarios crecen por debajo de la misma, su incidencia en la formación del precio caerá.

En [5] la causa inflacionaria no está en este factor inercial a , dado que puede tener efectos de amplificación sólo si existe puja distributiva y suba de costos macroeconómicos con el numerador positivo⁴⁶.

La conclusión teórica indica que la inflación es un fenómeno transmitido por costos macroeconómicos, dependiente de salarios, tipo de cambio y precios internacionales multiplicados por efectos inerciales. Los resultados teóricos también nos advierten que para limitar o reducir la inflación no deberá recurrirse a ajustes de demanda en sus múltiples versiones, sino que deberá apuntarse a la moderación de estas variables de costos e intentar moderar la puja distributiva.

Esto mismo alertaba Lerner cuando señalaba sus diferencias con el monetarismo, el cual asignaba un problema “microeconómico” a la inflación de salarios que no dependía de la magnitud de los gastos públicos, sino a una inflación de costos:

In my view, inflation in the United States is not caused by excess demand, but by self-fulfilling expectations, with prices rising at about 6 percent to keep up with the cost of production, compensation rising at about 9 percent to keep up with the cost of living and increasing productivity, while the government keeps increasing total spending in the economy to prevent catastrophic unemployment” (1978, p. 491).

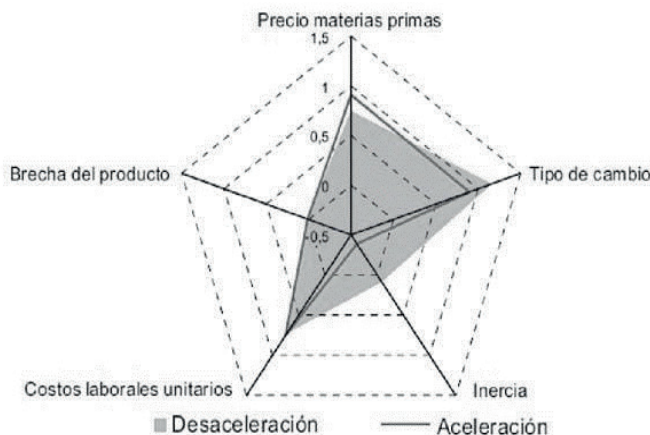
Empíricamente, existen buenos indicadores de inflación observados para once países de Latinoamérica en el período de 1990 a 2013 (Trajtemberg et al., 2015). Se evidencia que:

1. El coeficiente de la brecha de producto es muy pequeña (0.147). Es decir que el exceso de demanda no aparece como una posible causa aceptable de la variación de precios persistente, ni explica la inflación núcleo en oposición al convencionalismo económico. Esto último choca con la aceptación de esta causa por parte de varios de los autores de la TMM.
2. El tipo de cambio nominal (0.326) afecta a productos importados que forman parte de la canasta del consumidor y por lo tanto afectan los precios como parte de costos.
3. Los costos laborales unitarios autónomos (0.762) sobresalen en su contribución a la inflación, teniendo en cuenta que son netos de la variación de precios pasada y que abarcan a todos los factores institucionales junto a la puja por el ingreso. Este último dato salarial avala al modelo presentado de inflación, donde los salarios son una causa importante de la inflación en condiciones normales, aún sin un programa que intente mejorar la posición negociadora de los trabajadores con el pleno empleo.

Claramente, si los salarios toman la iniciativa respecto a otros elementos de costos, el resultado distributivo puede ser favorable, en principio, para los trabajadores. Esto último se observa en Argentina en el período 2003–2011, donde los salarios crecieron sistemáticamente (salvo por dos trimestres) por encima de la inflación, la que fue en promedio superior al 20% por lo que los salarios no fueron reducidos por ella.

46 Ver Amico y Fiorito (2017).

Figura 11. America Latina (11 países) contribución promedio de las causas de la inflación a la variación de la tasa de inflación, 1990-2013



Fuente: Trajtemberg et al. (2015)

Si esto es así en condiciones normales de desempleo, se pone en evidencia que el plan Empleador de última Instancia (EUI), propuesto por los teóricos de la TMM, probablemente no puede llamarse “anti-inflacionario” al mejorar la posición negociadora de los trabajadores con el acceso al pleno empleo sin mediar otros acuerdos con la patronal⁴⁷. A este funcionamiento normal debe agregarse la crítica de Seccareccia –citada más arriba–, quien sostiene que en vez de quedarse en movimientos de precios de una vez y para siempre, como afirma Wray (1998), puede fácilmente disparar su aceleración por puja distributiva ante una resistencia salarial.

Cabe mencionar que esta explicación por costos y puja distributiva difiere de la visión mainstream de la existencia de una tasa de desocupación que haría a la inflación igual a cero. Por el contrario, lo que sostiene es que solo disminuyendo la puja distributiva y el conflicto se la puede mermar (Serrano, 2019).

1.3.2-Obstáculo de la balanza de pagos: la restricción externa en Latinoamérica

Aquí retomamos el hilo iniciado en la sección 1.2 de economías abiertas, lo vinculamos al balance de pagos como obstáculo al pleno empleo y a los programas del estilo JG.

De manera independiente al seguimiento de una política de pleno empleo, desde la década de los 80 hasta el día de hoy, en los países con restricción externa, son cada vez más importantes los fenómenos de flujos financieros que pueden minar las reservas de una nación, o hacer que procesos devaluatorios induzcan a procesos de *stop-goy*/o de crecimiento inflacionario.

Una política de pleno empleo en condiciones de restricción externa puede complicarse, porque la propia restricción de divisas, como ya vimos para Latinoamérica, da lugar a una elevación de precios a partir de la devaluación del tipo de cambio. En efecto, en la figura 11 se puede observar la implicación de costo que tiene el tipo de cambio en la inflación, donde el obstáculo de falta de divisas se vuelve fundamental en

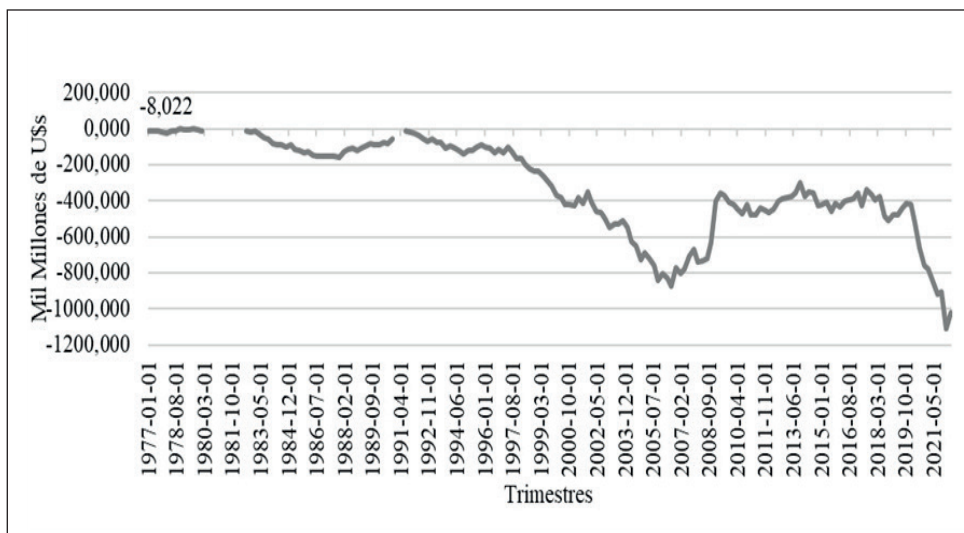
⁴⁷ El periodo de “gran moderación salarial” producida desde finales de los años setenta en Europa fue originado como respuesta a una mayor puja salarial, Kalecki (1943) lo relata muy bien.

países abiertos y pequeños. Esto es así porque no pueden determinar el precio de la venta de sus productos y, muchas veces, a causa de modificaciones en sus balances comerciales y de cuenta corriente, podrían no estabilizar su tipo de cambio y por lo tanto derivar en procesos inflacionarios, de distribución del ingreso regresiva y de recesión. En esa situación, una política de pleno empleo se vuelve muy difícil por la propia resistencia salarial agudizada por la mejora de la posición negociadora de los sindicatos; por otro lado, sucede que la suba del nivel de actividad insume divisas que están faltando.

Vernengo y Caldente (2020) enumeran una serie de objeciones a la propuesta de la TMM, la cual está pensada para un país sin problemas de escasez de divisas. Los autores refieren a que en los países periféricos existe la posibilidad de, en cierta coyuntura, encontrar una restricción externa al crecimiento y, por lo tanto, utilizar programas como “Trabajo Garantizado” para llegar al pleno empleo. En ciertas oportunidades, la capacidad de pago de los vencimientos de deuda externa nominada en una moneda que no emite el Estado en cuestión puede obturarse, pudiendo generar en el proceso devaluaciones que llevan a mayor inflación, o bien situaciones de default de la deuda. Enumerando los problemas con respecto a los países periféricos y la restricción externa en divisas, se abren al análisis la dimensión comercial y la financiera. Puede verse, en la figura 6, las diferentes duraciones medidas en años de déficit de cuenta corriente en países de América Latina que no emiten moneda internacional; mientras que, como diagrama la figura 12, EE.UU., el cual sí emite dólares, puede mantener el déficit de cuenta corriente indefinidamente con solo dar cuenta que:

- El dólar fiduciario global flexible genera asimetría de los ajustes: la desvalorización del dólar perjudica a los acreedores de su deuda, dado que la misma está en dólares. Además, las tasas de interés que ajustan dichos pasivos son regulados por EE.UU.
- Muchos activos externos de EE.UU están denominados en otras monedas (60% con U.E.) (Gourinchas y Rey, 2007). El default de deuda norteamericana no tiene muchas posibilidades de ocurrir.
- La devaluación no perjudica el crecimiento de las importaciones de EE.UU. dado que no se modifica su valor contra el resto de las monedas en la misma proporción y al mismo tiempo.
- El precio del petróleo y de la mayoría de los productos internacionales están nominados en dólares, por lo que sus variaciones de precios no afectan domésticamente.
- Una porción creciente de bienes importados no denominados en dólares tampoco aumentan los precios al tratar –los importadores– de mantener la porción de mercado norteamericano obtenida (Greenspan, 2005).
- En la década del 70, las desvalorizaciones del dólar tuvieron algún impacto inflacionario, pero luego de la “gran moderación”, no lo tuvieron más por la pérdida de la posición negociadora de los trabajadores.
- Facturación en dólares: EE.UU. es un importante consumidor y productor mundial. Por ello se factura a través de mercados organizados o mediante la fijación de precios de referencia en dólares (Fields y Vernengo, 2012; Serrano, 2008).

Figura 12. Cuarenta años de déficit de Cuenta Corriente en EE. UU. (1982-2022)



Fuente: FRED, elaboración propia

A diferencia del caso norteamericano, en la periferia la importación de bienes básicos se limita por la falta de divisas. Por ende, se impide el crecimiento del producto. En presencia de bienes básicos importados o vencimientos de deudas nominadas en divisas, los países que no emitan divisas internacionales necesitarán tener en cuenta el diferencial de las tasas nominales de intereses positivos para estabilizar su mercado de cambios, evitando así problemas financieros de formación de activos externos.

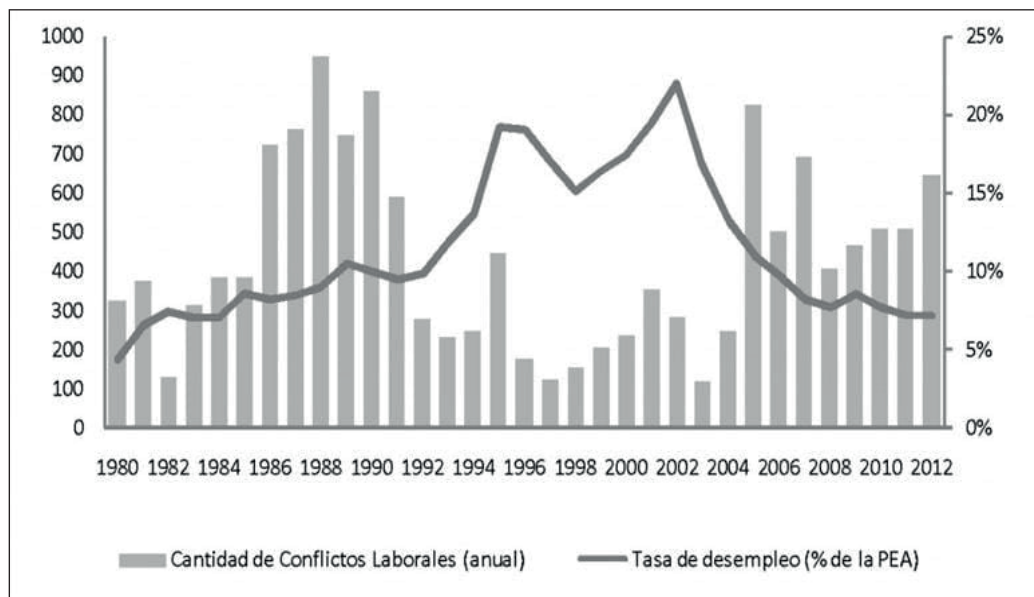
Como se sostuvo anteriormente, los bancos centrales pueden determinar su tasa de interés doméstica de corto plazo aun en los países periféricos. Debido a que no hay un mercado perfecto de capitales, los bancos privados no están obligados a prestar. Por lo que no hay un proceso endógeno de ajuste de tasas de interés (Serrano y Summa, 2012; 2015)

Sin embargo, lo anterior no significa que los bancos centrales en la periferia tengan un poder absoluto, pero pueden intervenir en el mercado de cambios para estabilizar el tipo de cambio (TC) corriente y esperado, variando la tasa de interés de manera discreta, con el fin de controlar algo la dirección y velocidad del tipo de cambio nominal (TCN) en el tiempo, de acuerdo a los objetivos políticos centrales. También ocurre lo mismo con los pagos nominados en divisas de corto plazo que no emite el Estado deudor, elevándose su riesgo de default soberano. Por último, se analizará el caso argentino, que actualmente se encuentra en situación de fuerte restricción externa.

2- El caso argentino de restricción externa de divisas y puja distributiva

El estudio del caso argentino puede servir como un ejemplo válido de lo que sucede en un país con restricción externa y una fuerte resistencia salarial cuando su producto crece y se eleva el nivel de empleo. En efecto, la figura 13 muestra que las caídas en el desempleo incrementan la puja salarial y los conflictos distributivos, los cuales derivan en procesos de mayor inflación⁴⁸.

48 Largos períodos de tiempo con desempleo alto y creciente en la década del 90 permiten observar esta relación inversa: <https://www.trabajo.gob.ar/estadisticas/conflictoslaborales/>

Figura 13. Desempleo y conflictos laborales (1980-2012)Fuente: Amico (2020)⁴⁹

Se puede inferir que, al no haber casos efectivos de estudio empírico con planes de “Empleo Garantizado” (EG), la evolución esperable de estos parámetros en la Argentina puede ser muestra de lo que ocurre en una situación de empleo creciente en una economía periférica, o lo que sería el empleo ante un programa como el de EG. A lo sumo, serviría para desvincular cualquier pretensión de considerar que dichos programas pueden ser no inflacionarios de manera general, como epígonos de la TMM afirman en base a la formación de un buffer stock de trabajadores (Mitchel et al., 2019).

Por otro lado, la devaluación no soluciona la falta de divisas, por lo que no significa que un precio adecuado del dólar pueda estabilizar la economía por medio de algún tipo de sustitución factorial. Esta es otra manera de cuestionar la preocupación de los autores de la TMM sobre el régimen de tipo de cambio flexible, al no considerar que el tipo de cambio es una variable distributiva que se mueve en oposición al salario real.

2.1-Composición de la deuda externa, riesgo soberano y tipo de cambio nominal comparada

Cuando se hace referencia a la “restricción externa”, se debe entender que, en una economía, a las condiciones de la cuenta corriente negativa hay que agregarles las que pueden derivarse del nivel y composición de la deuda externa pública. Estas pueden afectar variables estructurales como las reservas internacionales y también a los flujos de corto plazo (Amico y Fiorito, 2017).

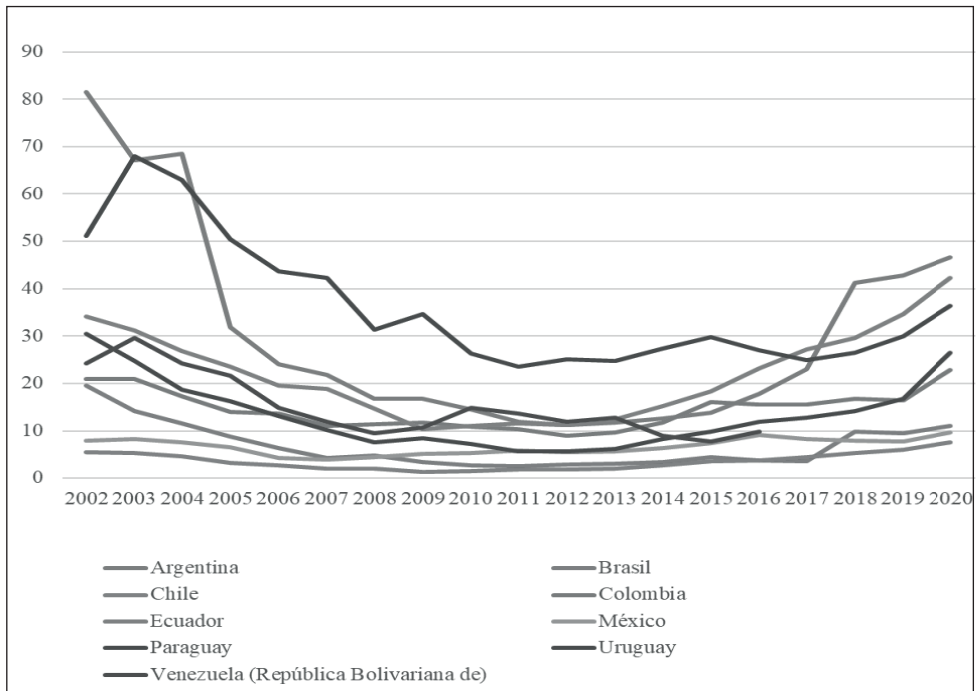
En Latinoamérica, el porcentaje de deuda en relación al PIB no difiere mucho con la de Argentina (como se observa en la figura 14 más abajo). Sin embargo, la mayor composición de deuda de este país nominada en dólares termina afectando el acceso a financiamiento en el mercado internacional vis a vis al resto de la región. Desde los inicios de la década del 80, los flujos internacionales comenzaron a tener mayor

49 <https://citra.org.ar/inflacion-objetivo-excluyente/>

importancia en los saldos de balanza de pagos de los países, agudizando y profundizando fenómenos como los stop-go en Argentina (Diamand, 1973).

Para la década del 2000, según el BIS, la Argentina termina siendo una excepción a este patrón latinoamericano de endeudamiento nominado en la moneda de emisión de cada Estado. Así, ha aumentado la emisión de deuda denominada en moneda extranjera. El gobierno central argentino tiene \$56 mil millones en títulos de deuda internacional en circulación, de los cuales \$37 mil millones están denominados en dólares estadounidenses. Alrededor del 56% de los bonos centrales emitidos en el país en circulación son denominados en moneda extranjera, por un monto de \$41 mil millones a fines de 2016.

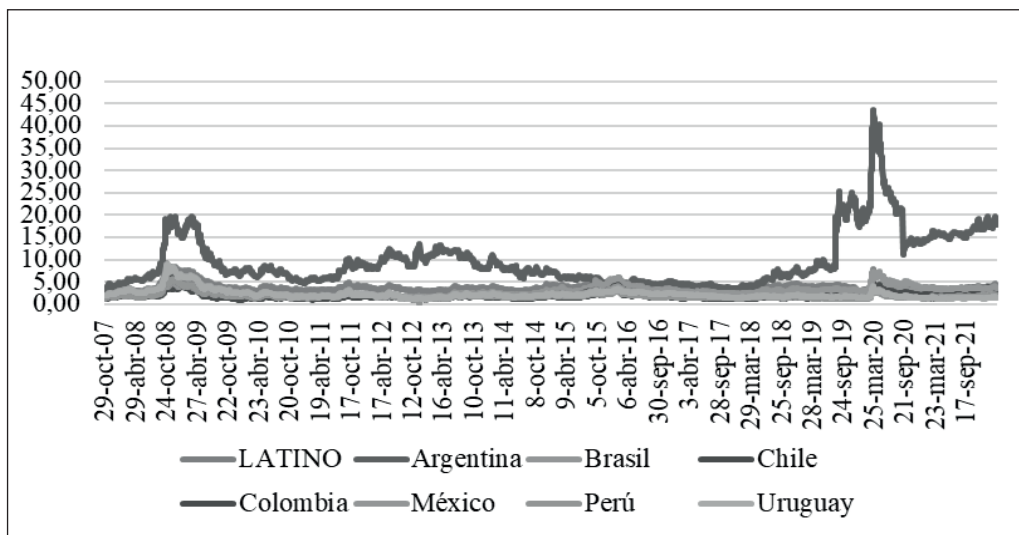
Figura 14. Deuda externa del Gobierno Central en % del PIB



Fuente: Cepal, elaboración propia

Esta participación ha ido aumentando constantemente desde 2007, cuando se situó en 28% (Amico, 2021). Por ello, el “riesgo país”, medido por el Emerging Markets Bonds Index (EMBI) del JP Morgan, arroja resultados también excepcionales:

Figura 15. Riesgo País Emerging Markets Bonds Index(EMBI)



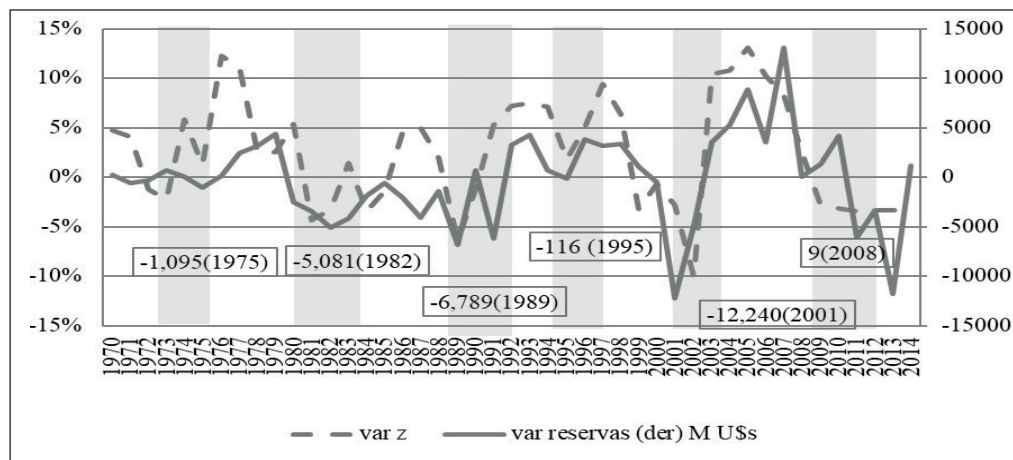
Fuente: BIS y elaboración propia

Si al riesgo país medido por el EMBI se agrega el riesgo cambiario para un inversor internacional, el problema de la estabilización cambiaria y su repercusión inflacionaria se amplifica (Aidar y Braga, 2020). Por lo tanto, en un último cuadro podemos observar el por qué de la enorme diferencia de la devaluación nominal de la Argentina. Esto está vinculado a la composición mayoritaria de la deuda en dólares e influye en un intento de “acomodar” la rentabilidad empresarial frente a la resistencia salarial, que también es muy importante en Argentina.

Resumiendo, en el caso argentino este segundo obstáculo de balance de pagos muestra, aún sin pleno empleo o un programa al estilo de un *JG* que lo tenga como objetivo, los límites que existen para un país periférico en la restricción externa en divisas. Al mismo tiempo, tiene una fuerte resistencia salarial que necesariamente tendrá una tendencia a niveles altos de inflación, a consecuencia de una mayor devaluación nominal⁵⁰. Por lo que la propia inflación no será el resultado de un exceso de demanda por un déficit fiscal inadecuado, o discrecional, como se suele presentar en las propuestas de política de la TMM.

⁵⁰ Ver figura 7.

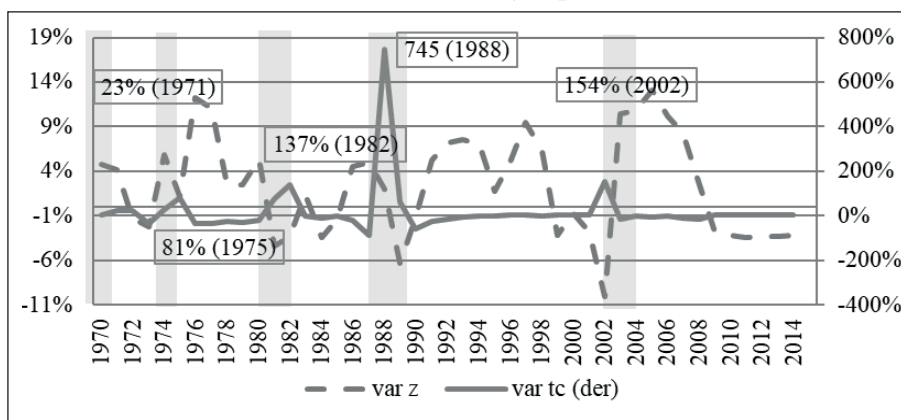
Figura 16. Variación de demanda autónoma Z y reservas (1970-2014)



Fuente: Ferreres (2010). Puede verse los valores de la diferencia de reservas internacionales (picos inferiores rojos) que son acompañados por caídas de la demanda autónoma en línea punteada. Años: 1975, 1982, 1989, 1990, 1995, 2001, 2008.

Finalmente, el generalizado “miedo a flotar” (Calvo y Reinhart, 2001) pone de manifiesto los problemas de la libre flotación postulada por la TMM, dado que una mayor volatilidad conlleva problemas de distribución regresiva, mayor inflación y recesión del producto inducido. Ya sea en la década del 1990, por acumulación de pasivos en divisas, o en la década del 2000, por ingresos de exportaciones con precios relativos favorables, la reticencia a flotar es general y creciente, debido efectivamente a la inestabilidad que puede generarse de una libre flotación (Malagón y Orbegozo, 2021). Por último, existe una correlación importante para la Argentina entre años con mayor restricción de divisas⁵¹ y caídas del gasto autónomo real. Esto afecta la posibilidad del Estado de llevar a cabo políticas de expansión de la demanda, transferencias sociales o cualquier programa como el “Empleo Garantizado” planteado por la TMM.

Figura 17. Variación de demanda autónoma Z y Tipo de Cambio Real (1970-2014)



Fuente: Ferreres (2010). Puede verse en los valores de la variación del tipo de cambio los momentos que las devaluaciones (picos superiores verdes) son acompañados por caídas de la demanda autónoma en línea punteada. Años: 1971, 1972, 1975, 1982, 1988, 2002.

51 Medidas por devaluaciones o caídas de reservas internacionales en figuras 8 y 9.

Las figuras 16 y 17 muestran que las intervenciones públicas de demanda son solo “autónomas” del producto corriente en pesos, pero no lo son respecto de las divisas. Por consiguiente, la existencia de límites en una moneda que el Estado no puede emitir limita también la soberanía monetaria expresada en las bases de la teoría monetaria moderna.

A MODO DE CONCLUSIÓN

En el trabajo se ha visto que, en sus bases cartalistas, las visiones heterodoxas, postkeynesianas y sraffianas tienen un eje keynesiano en común: el principio de la demanda efectiva como conductor del crecimiento económico. Luego, a partir del análisis de sus autores principales, se fue elaborando las diferencias en el propio recorrido de la TMM como así también con la visión clásica keynesiana.

Perspectivas como las de Keynes y Lerner, que sin deslindarse totalmente de una visión marginalista presente –las curvas de pendiente negativa de demanda de factores–, permiten abrir paso a la explicación del crecimiento de la producción que los clásicos habían defecionado.

El apego a la observación empírica de la economía fuerza la búsqueda de Abba Lerner hacia dar cuenta de las inelasticidades de la inversión respecto a la tasa de interés cuando estas son bajas en la economía de la década del 30. De tal suerte, modifican y corrigen los modelos de recomendación de políticas pragmáticas y realistas, haciéndolos en base a la intervención pública sobre la política fiscal y nutriéndose en el cartalismo junto a las finanzas funcionales.

En la década del 70, los fenómenos de estanflación llevan a una reformulación de cuan discrecional debe ser el consumo y la inversión pública programadas. Esta es una de las primeras divergencias que se han mostrado con las versiones actuales de la TMM. En particular, Wray refiere como fuente teórica a otro autor: Hyman Minsky; dejando así de lado a Lerner por su supuesta adhesión al monetarismo en boga de Friedman. Lerner solo da indicaciones de la inflación por un tema de puja distributiva en función del bajo desempleo, como un fenómeno “micro” a tener en cuenta, pero nunca a la emisión monetaria.

Además, la TMM, a partir de Minsky, rompe con el esquema marginalista y adopta la distribución del ingreso exógeno. Pero al postular que es más importante el régimen del tipo de cambio como flexible o rígido, en vez de como variable distributiva, se diferencia de la teoría clásica. El otro punto de divergencia es el uso e intervención desde los bancos centrales con la tasa de interés, en tanto señala que puede provocar procesos de desestabilización de la economía y de desigualdad, junto a la caída del multiplicador del ingreso. Por este motivo, la TMM postula al programa de Empleador de Última Instancia al ser un elemento endógeno del establecimiento del salario de trabajo garantizado, además que al autorregularse sería un arma contra la inflación.

La visión clásica no postula un programa del pleno empleo ni absolutiza los resultados del uso e intervención del banco central con la tasa de interés para regular la distribución. En cambio, niega que esta tasa deba ser baja con la crítica de Sraffa a la distribución marginalista, donde las tasas de interés no juegan un rol importante ni sensible con la inversión y las cantidades producidas (1960).

A su vez, se observan por varios autores postkeynesianos críticas a los objetivos de pleno empleo y estabilidad postulados por la TMM, mostrando obstáculos ya presentados por el propio Minsky tempranamente. En suma, ambos obstáculos discutidos aquí en países periféricos con restricción externa pueden dificultar la obtención del pleno empleo vía trabajo garantizado en base a un buffer stock de trabajadores. Puesto que no hay libre flotación del tipo de cambio, existe inflación por puja distributiva que puede ser incentivada por el pleno empleo y se halla restricción de divisas que, en algunas coyunturas, puede agravar el conflicto, elevar la inflación e inducir la recesión, como se vio para el caso de Argentina.

BIBLIOGRAFÍA

- Aidar, G., Braga, J. (2020). "Country-Risk Premium in the Periphery and the International Financial Cycle 1999-2019". *Investigación económica (UNAM, Facultad de Economía)*, 79(313), 78-111.
- Amico, F. (2021). "El debate sobre el endeudamiento". CITRA.
- Amico, F. y Fiorito, A. (2017) "Inflación, crecimiento y balanza de pagos: el rol del tipo de cambio". En Medici, F., *Discusiones sobre el tipo de Cambio: el eterno retorno de lo mismo*. Moreno: UNM editora.
- Aspromourgos, T. (2000). "Is an employer-of-last-resort policy sustainable? A review article". *Review of Political Economy*, 12(2), 141-155.
- Avancini, D, Freitas, F y Braga, J. (2015). "Investimento e Crescimento Liderado Pela Demanda: um estudo para o caso brasileiro com base no modelo do Supermultiplicador Sraffiano". Rio de Janeiro: Universidade Federal do Rio de Janeiro. Instituto de Economia.
- Calvo, G. y Reinhart, C. (2000). "Fear of floating". *Working Paper*, 7993.
- Cesaratto, S. y Di Bucchianico, S. (2020). "Endogenous money and the theory of long period effective demand". *Bulletin of Political Economy*, 14 (1), 1-38.
- Ciccone, R. (2008). "Deuda Pública, Demanda Agregada, Acumulación: Un Punto De Vista Alternativo". *Revista Circus*, 2.
- Ciccone, R. (2020). "On the irrationality of the limits to public debt". En De Muro, P., Fratini, S. y Naccarato, A. (eds), *Economics, policy and law*. Roma: Roma Tre Press.
- Colander (1980). "Post-Keynesian Economics, Abba Lerner, and His Critics". *Social Research*, 47(2), 352-360.
- Diamand (1973) "La Estructura Productiva Desequilibrada Argentina y el Tipo de Cambio". *Desarrollo Económico* 12(45).
- Díaz-Alejandro, C. F. (1963). "A note on the impact of devaluation and the redistributive effect". *Journal of Political Economy* 71, 577-580.
- Ferreres, O.J. (2010). *Dos Siglos de Economía Argentina 1810-2010*. Buenos Aires: F. Norte y Sur.
- Fiebiger, B. (2016) "Fiscal policy, monetary policy and the mechanics of modern Clearing and settlement systems". *Review of Political Economy*, 28(4), 590-608.
- Fields, D. y Vernengo, M. (2012). "Hegemonic currencies during the crisis: The dollar versus the euro in a Cartalist perspective". *Review of Political Economy*, 20.
- Fiorito, A., Guaita, N. y Guaita, S. (2014). "Neodesarrollismo y el tipo de cambio competitivo". *Cuadernos de Economía*, 34(63), 57-100.
- Fiorito, A. (2018). "Supermultiplicador clásico y crecimiento económico dirigido por la demanda en la Argentina." (Trabajo Final de Posgrado. Universidad de Buenos Aires.) Recuperado de http://bibliotecadigital.econ.uba.ar/download/tpos/1502-1188_FioritoA.pdf
- Fiorito, A. (2020). "La Inflación en Tiempos Macristas". *Revista Circus*, 7.
- Freitas, F., Serrano, F. (2015). "Growth rate and level effects, the stability of the adjustment of capacity to demand and the Sraffian supermultiplier". *Review of Political Economy*, 27(3), 258-281.
- Freitas, F. y Christianes, R. (2020). "A baseline supermultiplier model for the analysis of fiscal policy and government debt". *Review of Keynesian Economics*, 8(3), 313-338.
- Friedman, M. y Schwartz, A. (1963). *A monetary History of the United States, 1867-1960*.
- Garegnani, P. (1979). "Notes on consumption, investment and effective demand". *Cambridge Journal of Economics*, 3(1), 63-82.
- Garegnani, P. (2015). "The problem of effective demand in Italian economic development: on the factors that determine the volume of investment". *Review of Political Economy*, 27(2), 111-133.
- Garegnani, P. (2007) "Professor Foley and classical policy analysis". *Review of Political Economy*, 19(2), 221-242.

- Girardi, D. y Pariboni, R. (2020). "Autonomous demand and the investment share". *Review of Keynesian Economics*, 8(3), 428-453.
- Gourinchas, P.-O. y Rey, H. (2007). "International Financial Adjustment". *Journal of Political Economy*, 115, 665-703.
- Hirschman, A. O. (1958). *The Strategy of Economic Development*. New Haven: Yale University Press.
- Kalecki, M. (1943). "Political Aspects Of Full Employment". *The Political Quarterly*, 14, 322-330.
- Keynes, J. M. (1936). *The general theory of employment, interest, and money*. Harcourt: Brace & World.
- Krugman, P., y Taylor, L. (1978). "Contractionary effects of devaluation". *Journal of International Economics*, 8(3), 445-56.
- Kurz, H. (2013). "Keynes, Sraffa, and the latter's "secret skepticism"". En Kurz, H. y Salvadori, N. *Revisiting Classical Economics: Studies in Long-period Analysis*. UK: Routledge, 2014
- Lavoie, M. (2013). "The monetary and fiscal nexus of neo-chartalism: a friendly critique". *Journal of Economic Issues*, 47(1), 1-32.
- Lavoie, M. (2013). "The Monetary and Fiscal Nexus of Neo-Chartalism: A Friendly Critique". *Journal Of Economic Issues*, 47(1).
- Lavoie, M. (2019). "Modern monetary theory and post-Keynesian economics". *Real-world economics review*, 89, 97-108.
- Lerner, A.P. (1943). "Functional Finance and the Federal Debt". *Social Research*, 10, 38-51.
- Lerner, A. (1936). "Mr. Keynes general theory of employment, interest and money". *Int'l Lab. Rev.*, 34, 435.
- Lerner, A. (1944). *Economics of control: Principles of welfare economics*. Nueva York: Macmillan and Company Limited.
- Lerner, A. (1951). *Economics of Employment*. Nueva York: McGraw-Hill.
- Lerner, A. (1978). "A wage-increase permit plan to stop inflation". *Brookings Papers on Economic Activity*, 491-505.
- Lerner, A. (1978). "The scramble for Keynes' mantle". *Journal of Post Keynesian Economics*, 1(1), 115-123.
- Lerner, A. y Colander, D. (1982). "Anti-Inflation Incentives". *Kyklos*, 35(1), 39-52.
- Levrero, E. (2019). "On the Criticisms of and Obstacles to the Employer of Last Resort Policy Proposal". *International Journal of Political Economy*, 48(1), 41-59.
- Lipsey, R. G. (1960). "The Relation between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom, 1862-1957: A Further Analysis". *New Series*, 27(105), 1-31.
- Lopez-Gallardo, J. (2000). "Budget Deficits and Full Employment." *Journal of Post Keynesian Economics*, 22(4), 549-564.
- Lopez-Gallardo, J. y Cruz, A. (2004). "Thirlwall's Law and beyond: the Latin American experience". En *Essays on Balance of Payments Constrained Growth*. UK: Routledge.
- Lopez-Gallardo, J.; Perrotini, I. (2006). "On floating exchange rates, currency depreciation and effective demand". *BNL Quarterly Review, Banca Nazionale del Lavoro*, 59(238), 221-242.
- Malagón y Orbegozo (2021) "Los determinantes dinámicos del llamado miedo a flotar: evidencia para Latinoamérica". (Repositorio del Banco Central de Colombia).
- Minsky, H. (1957) "The Role of employment policy", Bard College Bard Digital Commons.
- Minsky, H. (1965) "Monetary Systems and Accelerator Models". *The American Economic Review*, 47(6), 860-883.
- Minsky, H. (1975) *Las razones de Keynes*. México: FCE.
- Minsky, H. (1992) "The Financial Instability Hypothesis". *Working Paper* (The Jerome Levy Economics Institute of Bard College).
- Mitchell, W. (1998) "The buffer stock employment model and the NAIRU: The path to full employment". *Journal of Economic Issues*, 32(2), 547-555.

- Mitchell, W., Wray, L.R. y Watts, M. (2019) “Macroeconomics”. *Red Globe Press*, 96(315), 528-530.
- Mitchell, W. (2020). “The Job Guarantee and the Phillips Curve”. *The Japanese Political Economy*, 46(4), 240-260.
- Morlin, G. (2021). “Inflation and conflicting claims in the open economy”. En *Quaderni del Dipartimento di Economia Politica e Statistica*. Siena: University of Siena.
- Mosler, W. (2010). *Siete fraudes inocentes mortales de política económica*. EE.UU.:Valance Co. Inc.
- Palley, T. (2020). “What’s wrong with Modern Money Theory: macro and political economic restraints on deficit-financed fiscal policy”. *Review of Keynesian Economics*, 8(4), 472-493.
- Panico, C. (2000). “Monetary analysis in Sraffa’s writings”. En Cozzi, T. y Marchionatti, R. (Eds.), *Piero Sraffa’s political economy: A centenary estimate*. London: Routledge.
- Parguez, A. y Seccareccia (2000). “The Credit Theory of Money: The Monetary Circuit Approach.”. En *What is Money?*, 101-123. London: Routledge,
- Pariboni, R. (2006). “Household consumer debt, endogenous money and growth: A supermultiplier-based analysis”. *PSL Quarterly Review*, 69(278).
- Phillips, A. (1958). “The relation between unemployment and the rate of change of money wage rates in the United Kingdom, 1861-1957”. *Economica*, 25(100), 283-299.
- Piegay y Rochon (2003). *Teorías monetarias postkeynesianas*. Madrid: Akal.
- Pivetti, M. (1991). *An essay on money and distribution*. Londres: Macmillan.
- Pivetti, M. (2001). “Money endogeneity and monetary non-neutrality: A Sraffian perspective”. En Rochon-Vernengo (eds.), *Credit, Interest Rates and the Open Economy*, UK: Edward Elgar.
- Pivetti, M. (2006) “The ‘principle of scarcity’, pension policy and growth”. *Review of Political Economy*, 18(3), 379-390.
- Pivetti, M. (2021) *Economía Política*. Moreno: UNM Ed.
- Ranchetti, F. (2000) “On the relationship between Sraffa and Keynes”. En Cozzi, T y Marchionatti, R. (Eds.), *Piero Sraffa’s political economy: A centenary estimate*. London: Routledge.
- Sawyer, M. (2003) “Employer of last resort: could it deliver full employment and price stability?”. *Journal of Economic Issues*, 37, 881-907.
- Seccareccia, M. (2004) “What Type of Full Employment? A Critical Evaluation of Government as the Employer of Last Resort Policy Proposal”. *Investigación Económica*, 63(247), 15-43.
- Serrano, F. (2008). “A economia Americana, o padrão “dólar-flexível” e a expansão mundial nos anos 2000”. En Fiori, J., Serrano, F. E. y Medeiros, C., *O mito do colapso americano*. Rio de Janeiro: Editora Record.
- Serrano, F y Pimentel, K. (2017) “Será Que “Acabou O Dinheiro”? Financiamento Do Gasto Público E Taxas De Juros Num País De Moeda Soberana”. Rio de Janeiro: Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro.
- Serrano, F. (1995). “Long period effective demand and the Sraffian supermultiplier”. *Contributions to Political Economy*, 14(1), 67-90.
- Serrano, F. (2019). “Mind the gaps: the conflict augmented Phillips curve and the Sraffian supermultiplier”. *TD IE-UFRJ, Working Paper*, 11.
- Serrano, F., Freitas, F y Bhering, G. (2019). “The Trouble with Harrod: the fundamental instability of the warranted rate in the light of the Sraffian Supermultiplier”. *Metroeconomica*, 70(2), 263-287.
- Serrano, F y Summa, R. (2015). “Mundell-Fleming without the LM curve: the exogenous interest rate in an open economy”. *Review of Keynesian Economics*, 3(2), 248-268.
- Sraffa, P. (1960). *Producción de Mercancías por medio de Mercancías*. Barcelona: Oikos tau
- Stirati, A. (2001). “Inflation, unemployment and hysteresis: an alternative view”. *Review of Political Economy*, 13(4), 427-451.
- Summa, R. (2016). “An alternative model to the open-economy “new consensus” for the analysis of inflation targeting”. *Economía*, 17(3), 310-323.

- Summa, R. (2022). “Alternative uses of Functional Finance: Lerner, MMT and the Sraffians”. DOI:10.13140/RG.2.2.33533.90082.
- Vernengo, M. y Perez Caldentey, E. (2020). “Modern Money Theory (MMT) in the tropics: functional finance in developing countries”. *Challenge*, 63(6), 332-348.
- Wray, R. (1998). *Understanding modern money*. EE.UU.: Books.
- Wray, R. (2007). “A Post Keynesian view of central bank independence, policy targets, and the rules versus discretion debate”. *Journal of Post Keynesian Economics*, 30(1), 119-141.
- Wray, R. (2012). “Lessons from the subprime meltdown”. *Challenge*, 51(2), 40-68.
- Wray, R. (2018). “Functional Finance: A Comparison of the Evolution of the Positions of Hyman Minsky and Abba Lerner”. *Levy Economics Institute, Working Papers Series*.
- Wray, R. (2020). “The ‘Kansas City’ Approach to Modern Money Theory”. *Levy Economics Institute of Bard College*.