

UNIVERSIDAD NACIONAL DE LA MATANZA

Doctorado en Ciencias Económicas

CRISIS INTERNACIONAL E IMPACTO EN LOS PAÍSES PERIFÉRICOS PERIODO 2007-2010

**Tesis presentada para obtener el título de
Doctor en Ciencias Económicas
Mención en Economía**

Directora de Tesis: Dra. Noemí Brenta

Tesista: Juan Carlos Latrichano

Buenos Aires, 17 de Octubre de 2012

Índice

Capítulo 1. Cuestiones generales

1.1. Objetivos.....	4
1.2. Antecedentes.....	4
1.3. Hipótesis.....	5
1.4. Caracterización de las crisis económicas.....	5
1.5. Tipo de crisis objeto de la investigación.....	7
1.6. El ciclo económico en los países desarrollados.....	8
1.7. Modelos de crisis financieras.....	9
1.8. Crisis en países desarrollados y en países en vías de desarrollo.....	10
1.9. Impacto de la moneda extranjera en el equilibrio de las naciones periféricas.....	11
1.10. Material empírico a analizar.....	18
1.11. Tratamiento Metodológico.....	19
Apéndice. Inversión y ciclo económico	20

Capítulo 2. Caso de estudio: Argentina

2.1. Análisis previo. Evolución del PBI de Argentina y Estados Unidos.....	21
2.2. Relación de la cuenta servicios financieros versus las exportaciones.....	24
2.3. Fuga de Capitales ¿Un problema del modelo?.....	56
2.4. Acerca de la independencia del Banco Central.....	59
2.5. El sistema financiero.....	60
2.6. Enfoque teórico acerca de la consistencia del modelo heterodoxo.....	66
2.7. Un vuelo por la historia económica de Argentina. Las aplicaciones monetaristas y liberales en cuestión.....	69
2.8. Conclusiones preliminares.....	77
Apéndice. Modelo de regresión	79

Capítulo 3. Caso de estudio Países de Latinoamérica con relación a países desarrollados en el período 2007-2011

3.1. El contexto internacional y el rebrote de la crisis.....	83
3.2. Acerca de la brecha entre países ricos y pobres.....	86
3.3. Crisis contemporáneas. Denominadores comunes.....	88
3.4. El modelo de Mundell-Fleming propuesto para países pequeños.....	90
3.5. Crítica al modelo propuesto de Mundell-Fleming propuesto para países pequeños.....	95
3.6. Acerca del Capitalismo Periférico.....	95
3.7. Moneda de cuenta y divisa.....	101
3.8. El señoreaje.....	103
3.9. La fortaleza relativa de América Latina en el periodo 2003/2007.....	106
3.10. Evolución del tipo de cambio en los países elegidos.....	114
3.11. Evolución de la relación de los términos de intercambio en los países elegidos.....	115
3.12. Saldo de la cuenta corriente real y proyectada.....	116
3.13. Conclusiones para el presente capítulo.....	118

Capítulo 4. Conclusiones finales

4.1. El problema internacional actual.....	119
4.2. Tipo de cambio múltiple o economía estancada. El caso argentino.....	120
4.3. Conclusiones finales.....	122

Bibliografía	123
---------------------------	-----

Índice de Cuadros	127
--------------------------------	-----

Índice de Gráficos	129
---------------------------------	-----

Capítulo 1. Cuestiones generales

1. 1. Objetivos

Esta tesis tiene como objeto principal investigar las razones por las cuales la crisis económica y financiera internacional iniciada 2007 no impactó en forma aguda en los países periféricos, en especial, en América Latina, y, al mismo tiempo analizar cómo los países desarrollados exportan sus crisis hacia los países periféricos, excepto cuando en estos se verifican condiciones estructurales, como las observadas durante la actual crisis, a favor de estos últimos. Por último se tratarán de comprender los mecanismos que se utilizan para exportar las crisis. La restricción crediticia suele ser la principal herramienta para producir ahogos en las economías periféricas, excepto que éstas cuenten con reservas internacionales suficientes, deuda soberana baja y condiciones fiscales favorables.

1. 2. Antecedentes

Se entiende por crisis financiera cuando se produce un desplome del sistema financiero que tiene repercusiones en la actividad económica, el empleo y la distribución del ingreso. Al respecto Rapoport y Brenta (2010, 22) señalan que merece un tratamiento particular el análisis de las fluctuaciones de los mercados financieros, los que juegan un rol propio y a menudo fundamental en los procesos de expansión y contracción posterior.

Debido al proceso de globalización, que se intensificó en la década del noventa, y la interrelación de las economías mediante los flujos financieros y comerciales, los países desarrollados y los periféricos están conectados a través del movimiento de capitales, además de los de las mercancías y servicios.

Los orígenes y consecuencias de las crisis financieras internacionales son tratados en numerosos estudios, por ejemplo, Marichal (2010, 15 y ss) en un trabajo reciente analiza las crisis internacionales ocurridas en el período 1873 - 2008. Asimismo Rapoport y Brenta (2010); Roubini (2010); Reinhart y Rogoff (2011), entre otros, señalan que las crisis tienen denominadores comunes. En tiempos de bonanza se suelen acumular burbujas que luego explotan generando la quiebra de empresas, la ruina de muchos inversores, recesión y desempleo.

Además, las crisis incluyen pánicos bancarios y bursátiles y efectos de contagio entre los agentes económicos (comportamiento de manada). El rol de la prensa y las calificadoras de riesgo generan retroalimentación de información acelerando los rumores y profundizando la crisis.

En el caso de la crisis reciente iniciada en el año 2007 aún en curso, las causas aparentes fueron endógenas (se gestaron dentro de los Estados Unidos y en países europeos) y obedecieron a problemas en las respectivas instituciones. En especial, la desregulación financiera y de los mercados inmobiliarios, la expansión excesiva de productos financieros derivados y estructurados y los incentivos para la irresponsabilidad y el exceso de riesgo y de apalancamiento

Estos problemas en la economía estadounidense y europea se vieron agudizados por el

fenómeno de la globalización financiera, el cual alimentó la burbuja y permitió que grandes flujos de capitales ingresaran a los países con el fin de especulación, incrementando en forma desmesurada los mercados de crédito e inmobiliario.

No obstante, el efecto de la crisis financiera en la periferia, por ejemplo en América Latina, fue distinto al de otros periodos.

En otras épocas, particularmente la comprendida entre 1960 a 1990, los países centrales exportaban sus crisis a los países periféricos reduciendo el impacto final en sus economías y perjudicando notoriamente a estos últimos. Al respecto Prebisch (1981, 41) señala que los países centrales realizan una succión exagerada del excedente económico en virtud de la superioridad técnica y económica.

Durante la década de 1990, los colapsos financieros en los países asiáticos y de América Latina estaban asociados a la globalización de los flujos de capitales que generaban una alta volatilidad en los mercados financieros, cambiarios y bancarios.

Pero esta vez, los países de América Latina y Asia no sufrieron grandes problemas y se mantuvieron en cierta forma protegidos de los vaivenes y los problemas económicos que sí sufren las economías desarrolladas. No hubo crisis de la deuda externa ni pánicos bancarios ni corridas bursátiles en el período 2007 – 2011.

En el caso particular de Argentina, la crisis mundial la encontró relativamente aislada de los mercados financieros y con el Banco Central con altas reservas debido al nuevo modelo económico implementado a partir de 2003, donde la demanda interna y las exportaciones volvieron a ser protagonistas del crecimiento y el empleo. Además, el canje de deuda, con quitas en los años 2005 y 2009, redujo sustancialmente las erogaciones en conceptos de interés y pago de capital.

1.3. Hipótesis

La hipótesis principal de esta tesis sostiene que existe una correlación entre la situación estructural (deuda externa, reservas en divisas, resultado fiscal, saldo de la balanza comercial y saldo de la cuenta corriente.) de las naciones periféricas y su capacidad para evitar que los países desarrollados exporten hacia ellas sus crisis.

La hipótesis secundaria sostiene que la política cambiaria es tanto o más importante que la mejora de los términos de intercambio para alcanzar resultados externos positivos.

1.4. Caracterización de las crisis económicas

El denominador común de toda crisis es la depresión económica. No hay una definición exacta sobre el concepto de depresión y la duración de la misma. A pesar de ello, podemos definir que una depresión presenta dos características. La primera tal como señala Tamames (2009, 8), surge cuando el producto bruto interno (indicador de la evolución de la actividad económica) sufre una caída que supera el 10% en términos anuales. Este ha sido el caso de la Argentina en 2002. La otra surge cuando la recesión dura más de tres años, entonces es habitual hablar de depresión económica. Con respecto a las causas y consecuencias Marichal (2009, 15)

señala que las crisis suelen incluir una sucesión de burbujas y pánicos bursátiles o bancarios, la quiebra de empresas y la ruina de muchos inversores.

Existen algunos parámetros o tendencias que permiten detectar la presencia de una crisis económica. Los mismos han aparecido en las crisis contemporáneas (Ej.: Argentina 2001). La producción desciende en forma significativa durante varios años. La caída del producto (y del ingreso) genera un alza en la tasa de desempleo, aumentando en forma significativa el número de personas sin empleo. La caída en el consumo reduce las ventas y se suceden quiebras de empresas y corridas bancarias. Aparece el pánico y se producen cambios de los portafolios de activos desde los menos seguros hacia los más seguros. Esto repercute en forma negativa en los valores de acciones y títulos públicos y empeora el escenario de la crisis.

1.4.1. Causas de la crisis mundial de 2008/2009

Una de las principales causas de la crisis como señala Tamames (2009, 18) ha sido la gran expansión desmesurada del crédito que llegó hasta segmentos de la población que no podían pagar. Al respecto Rapoport y Brenta (2010, 24) señalan que Minsky distingue tres tipos de resultados en cuanto al financiamiento de las inversiones: el financiamiento cubierto; en el cual el pago de intereses y amortizaciones se solventa por la rentabilidad esperada; el financiamiento especulativo, en el cual el rendimiento anticipado de la inversión no cubre más que el pago de los intereses y la deuda es constantemente renovada; y, por último, el financiamiento más riesgoso, cuando la supervivencia del proyecto, que ni siquiera puede responder por los intereses, depende de nuevos endeudamientos o de la posibilidad de vender activos.

Otras de las causas, han sido los aspectos de orden psicológico. La especulación inmobiliaria se transformó en un fenómeno claramente irracional. Había expectativas extremadamente optimistas que luego no se cumplieron y se generó un rápido movimiento desechando los activos más riesgosos. En el punto anterior se citó el impacto que según Marichal (2009, 15) tiene la burbuja. Se refiere especialmente a la burbuja inmobiliaria que se provoca por la expansión desmesurada del crédito. Cuando la burbuja explota sobreviene la crisis.

Respecto a la situación especial de América Latina, la crisis no ha repercutido debido a varios factores. El principal ha sido los bajos niveles de endeudamiento y de deuda dolarizada. Le siguen en importancia sus pequeños déficit presupuestario (algunos países observan superávits) y los altos niveles de reservas internacionales. Todo esto será demostrado en los próximos capítulos con el análisis empírico pertinente.

El rol de los organismos de crédito internacional, especialmente el FMI, ha jugado un papel importante. Su retracción como órgano de control y garante de última instancia permitió que los países tengan más libertad para la determinación de sus políticas nacionales.

Como señalan Burkun y Vitelli (2010, 287) los hacedores de políticas en momentos que se desencadena una crisis deben atender múltiples objetivos. Quizás el más importante es atender a las demandas que surgen del nuevo contexto. En él, la intervención del Estado, sea en materia económica o regulatoria es esencial.

Surgen varias preguntas. ¿Qué hacer con las empresas en problemas? ¿Se las deja caer o se las financia para evitar el ciclo recesivo? En los Estados Unidos, la Reserva Federal dejó caer a Lehman Brothers y así se profundizó la crisis y empeoró la confianza de los agentes económicos.

1.5. Tipo de crisis objeto de la investigación

Esta investigación se enfoca en las crisis que se desatan por razones económicas y financieras, enfatizando en las crisis observadas en la década del noventa y comienzos de este siglo en general y la de 2008 en particular.

1.5.1. Alcance de las crisis a estudiar

Se estudiarán crisis de países y regiones. Deberá tenerse en cuenta que la mayoría de las crisis se inician en un país y luego se propagan con alcance regional o mundial (Ej.: Crisis actual de Grecia luego propagada a varios países de Europa). En especial se analizarán las crisis contemporáneas (México 1994, Sudeste Asiático 1996, Brasil 1997, Rusia 1998, Argentina 2001, Estados Unidos 2008 y Grecia 2010).

El estudio apuntará a revisar condiciones estructurales existentes al momento de desatarse la crisis en cada uno de los países citados.

1.5.2. Causas endógenas y exógenas

Las causas que dan origen a las distintas crisis pueden reconocer su inicio en el país alcanzado por la misma (endógenas) o en terceros países y ser contraídas por contagio (exógenas). Desde luego para que el contagio se produzca deben existir algunas causas de debilidad propia, caso contrario la crisis puede evitarse o su intensidad puede ser irrelevante.

Con relación a la propagación de la crisis Marichal (2010, 261) señala que el tema de contagio financiero se transmite de un país a otro y causa corridas sobre las monedas que desembocan en devaluaciones, crisis de balanzas de pagos, resquebrajamiento de las finanzas públicas, el hundimiento de bancos y bolsas, la quiebra de empresas y el aumento del desempleo

1.5.2.1. Causas endógenas

Las causas endógenas hallan su origen en el acelerador de la inversión (véase el punto 1.6 “El ciclo económico en los países desarrollados”) particularmente debido a la disminución de la propensión marginal a consumir a medida que la economía crece. Esto provoca una disminución de la inversión con el consecuente descenso de la producción. Para atenuar el impacto de la caída se recomiendan las políticas contracíclicas basadas en expansión del gasto público neto. Para que ello sea factible hay que acumular recursos en el auge (Keynes, [1936] 1984, 279). Otra causa endógena, aparecida en los ochenta y vigente hasta nuestros días, concierne al uso irracional de la política crediticia cuyo análisis fue realizado en los puntos 1.4 y 1.4.1.

1.5.2.2. Causas exógenas

Este tipo de crisis halla su origen en el contagio, por ejemplo a través del sistema financiero por la interdependencia de los flujos de capital.

1.6. El ciclo económico en los países desarrollados

El ciclo económico de corto plazo en el capitalismo de los países desarrollados se produce

por aceleraciones y desaceleraciones que en distintos momentos produce el cambio de la inversión.

Esta afirmación no niega que esto ocurra también en los países periféricos. Simplemente en estos últimos los ciclos se producen además, por otras causas aún más potentes y, las soluciones clásicas difícilmente pueden ser utilizadas. Cabe destacar que nos referimos al ciclo económico motivado por causas endógenas, (ver Cuadro N° 1, en apéndice al final del presente capítulo).

De este modo la economía queda expuesta a ciclos sucesivos de auge y depresión. Cabe señalar que para evitar la depresión, se pueden aplicar políticas fiscales contracíclicas. Estas políticas las aplican los países desarrollados. Ejemplos de este tipo de aplicación se aprecian en Estados Unidos en el año 2008 cuando el Tesoro expandió el gasto y la Reserva Federal expandió liquidez para prestar a bancos y empresas. Otro tanto ocurrió en Europa con préstamos otorgados por el Banco Central Europeo.

En cambio, en los periféricos las políticas sociales expansivas se aplican sólo si existen recursos acumulados en etapas anteriores, debiendo destacarse que esto normalmente no ocurre debido a que el fuerte endeudamiento de estos países les exige destinar los excedentes fiscales al pago de intereses y amortizaciones

Otra característica distinta entre los países desarrollados y los países periféricos reside en que las expansiones monetarias en estos últimos se suelen canalizar hacia la compra de divisas. En consecuencia lejos de activar la producción se activa la especulación. Esto se atempera cuando existen reservas suficientes para atender sin sobresaltos la demanda especulativa, o el gobierno logra controlarla. Este tema será tratado con amplitud en capítulos siguientes.

Finalmente debemos tener en cuenta que las expansiones desmesuradas de crédito constituyen otro motivo que da origen a movimientos cíclicos. Esto produce el crecimiento de burbujas y llega al límite en el que los precios de los activos que garantizan los créditos citados comienzan a bajar. Allí ocurren las corridas con quiebras y parálisis de la economía.

Al respecto Rapoport y Brenta (2010, 158) señalan que en un principio se titularizaron créditos, suscriptos por deudores con adecuada solvencia a los que se les otorgaba una tasa fija a 30 años. Pero luego el atractivo de obtener mayores rendimientos llevó a los emisores a titularizar créditos más riesgosos otorgados a familias que, con sus escasos ingresos, no podían recurrir a los establecimientos clásicos. Esto sucedió en Estados Unidos y en Europa en los años anteriores al 2008, fecha en la que se produjo el estallido de la crisis.

Por su parte, Roubini (2010, 151) sostiene que las hipotecas tóxicas emitidas en 2005 y 2006 empezaron a mostrar tasas inusualmente altas de morosidad.

Esto es exactamente lo que se vivió a comienzos de 2009, especialmente en el mundo desarrollado. El cambio de condiciones estructurales en parte de los países periféricos (cantidad acumulada de reservas, menores tasas de endeudamiento, mejores resultados fiscales y externos) impidió parcialmente el traslado del problema que padecían los países centrales.

Sustentando este punto de vista Marichal (2010,313) sostiene que la crisis mundial encontró a la Argentina relativamente aislada de los mercados financieros internacionales ya su economía debilitada por la caída inicial en el precio de sus exportaciones de carne, cereales y soja. Pero el

banco central contaba con reservas altas debido a la experiencia exportadora favorable de los años precedentes. Señala además que la situación financiera del gobierno argentino se había beneficiado, además, por la moratoria de pagos de su deuda externa en 2002 y por el éxito en las negociaciones llevadas a cabo con acreedores internacionales, lo cual redujo el monto del servicio anual que había estado asfixiando al país.

1.7. Modelos de crisis financieras

Las crisis financieras tienen distintas causas, como se comentó en la sección 1.2., y la literatura especializada ofrece distintos modelos para explicarlas.

Los modelos de primera generación están asociados a desequilibrios macroeconómicos, entre ellos, los déficits fiscales crónicos que incrementan año tras año la deuda pública hasta hacer insostenible su refinanciación.

Los modelos de segunda generación refieren a desequilibrios institucionales que provocan excesos de demanda de moneda extranjera. Un ejemplo de este modelo ocurre cuando los agentes del mercado advierten riesgos de devaluación, de incumplimiento de los pagos soberanos, o de salida de capitales con pérdida de depósitos.

Finalmente los modelos de tercera generación conciernen a regulaciones financieras laxas que culminan en problemas de compleja solución.

1.7.1. Modelos de primera generación

Los modelos de primera generación sostienen que la crisis se origina por desequilibrios macroeconómicos (Fracchia y Adrogué, 2008). Cabe destacar que los autores citados basan su análisis en Kaminsky (Varieties of Currency Crisis, NBER 2003). Particularmente centran la atención en el déficit presupuestario, el déficit del saldo de la balanza comercial y el déficit de la cuenta corriente del balance de pagos. Este tipo de desequilibrio afecta tanto a países centrales como periféricos, pero en estos últimos el problema impacta de manera más severa.

Desde luego el problema se intensifica cuando este tipo de déficits, alternativo o conjunto, reviste el carácter de crónico. Más importante será el problema cuanto mayor sea el tamaño de los mismos.

El déficit fiscal engrosa la deuda pública y este camino es limitado. El límite está dado por la posibilidad de que el Estado obtenga préstamos. Cuando esa posibilidad se interrumpe no queda otra alternativa que la de realizar un ajuste mediante la suba de impuestos y/o la reducción del gasto público. Allí sobreviene la crisis.

El déficit externo (particularmente déficit del balance de pagos) hace necesaria la provisión de divisas. Dos fuentes principales son la existencia de reservas en divisas y el endeudamiento externo.

Estas fuentes no se pueden utilizar ilimitadamente. La primera está acotada por el volumen acumulado con anterioridad y la segunda por la capacidad de endeudamiento. Cuando las fuentes se agotan no queda otra alternativa que la de producir un ajuste recesivo. El mismo actúa

principalmente reduciendo las importaciones. Ello permite restaurar el equilibrio externo. Desde luego esta vía supone un alto sacrificio social porque está asociado a una devaluación del tipo de cambio, lo que provoca una transferencia de recursos entre los sectores asalariados y las empresas, a favor de los sectores exportadores y los tenedores de activos dolarizados.

1.7.2. Modelos de segunda generación

En estos modelos la crisis reconoce su origen en desequilibrios de tipo institucional (ver Fracchia y Adrogué, 2008) Los mismos instalan desconfianza y generan expectativas negativas con respecto al futuro. Entre los principales podemos enunciar: falta de previsibilidad, conflicto entre los poderes públicos, derrota electoral del Gobierno y falta de credibilidad en los datos públicos.

En medio de esta situación lo característico es la salida de fondos del país. Ello se materializa a través de una pérdida de reservas. Una vez que estas se agotan no queda otra alternativa al ajuste recesivo.

La crisis se intensifica cuando los agentes privados comienzan a tener expectativas sobre una posible devaluación del tipo de cambio, ya que esta situación se refleja en el tipo de interés que comienza a elevarse como medida para mantener activos en moneda nacional.

1.7.3. Modelos de tercera generación

En estos modelos la crisis reconoce su origen a partir de desequilibrios financieros (Fracchia y Adrogué 2008). Normalmente suceden cuando las regulaciones por parte del Banco Central son laxas. Esto da lugar a préstamos que no guardan relación con los patrimonios ni con la capacidad de pago de los tomadores. A consecuencia de ello se producen fenómenos encadenados en los que se inflan los precios de los activos desmesuradamente (especialmente propiedades inmuebles) y luego los deudores no pueden pagar sus deudas. Los activos que resguardan los créditos son vendidos para cubrir la falta de pago. Los precios se deprimen (estalla la burbuja). Los bancos comienzan a enfrentar problemas de liquidez y de solvencia. Se suceden quiebras bancarias. Si el Estado no interviene se desata una crisis de proporciones intensas.

1.7.4. Crisis objeto de estudio

En esta tesis se aplican todos los modelos mencionados, enfatizando en los de primera generación para el análisis de los países periféricos y en los de tercera generación para los países centrales.

1.8. Crisis en países desarrollados y en países en vías de desarrollo

En la etapa de la globalización financiera, las crisis en los países desarrollados fueron menos duraderas que las desatadas en los países periféricos. La excepción la constituye la actual crisis iniciada en el año 2008 que se mantiene, sin solución efectiva, a lo largo de estos últimos años. Al respecto Marichal (2009, 27) señala que la anatomía de la crisis de 2008 es bastante singular y que la recesión es fuerte y ha amenazado con convertirse en depresión.

La crisis actual en los países desarrollados es de carácter endógeno y se corresponde con los modelos de tercera generación. En efecto, la actual crisis mundial reconoce sus inicios en una sobreexpansión del crédito bancario y no bancario tanto en Estados Unidos como en Europa. A mediados del año 2008 se observaron bancos y aseguradoras de riesgos financieros con problemas de liquidez y /o de solvencia (Ej.: Lehman Brothers, Bear Stearns, American International Group, etc.). El caso más emblemático es el de Lehman Brothers que quebró después de haber operado durante 150 años en Estados Unidos. El tema vinculado con la delicada situación bancaria es tratado a fondo por Roubini y Mihh (2010, 186).

Lo dicho no pierde de vista que en el mundo desarrollado la crisis reconoce otros orígenes, entre ellos los encuadrados dentro de los modelos de primera generación (déficits fiscal y externo). No obstante no se reconocen problemas tan intensos como los verificados en la periferia (Ej.: México, Sudeste Asiático, Argentina etc.)

Como señalan Burkun y Vitelli (2010, 168) con respecto a la transmisión de crisis por parte de los países centrales, de las cinco crisis estadounidenses desde 1970 existieron medidas de política económica comunes y canales de derrames que se han repetido en cada crisis. Los distintos hacedores de políticas en los Estados Unidos han hecho uso de la política monetaria de manera de estimular su crecimiento, lo que ha provocado consecuencias negativas en las economías de los países con los cuales tiene vínculos comerciales y financieros.

También existen crisis iniciadas conforme a los restantes mecanismos descritos. Estas ocurren prioritariamente en los países en vías de desarrollo. Particularmente se observan características que tienen que ver con los modelos de segunda generación. Para colmo, tal como lo señala Prebisch (1981, 37), la dinámica de los centros si bien tiene considerable influencia en el desarrollo periférico, es de alcance limitado, debido a la índole centrípeta del capitalismo. Este impulsa el desarrollo periférico en la medida que atañe al interés de los grupos dominantes de los centros.

En general, las economías periféricas tienen escasa inversión directa en otros países, poca capacidad de influir sobre las decisiones de ingreso y retiro de capitales internacionales y son altamente vulnerables a los ciclos de excedentes y escasez de liquidez internacional.

1.9. Impacto de la moneda extranjera en el equilibrio de las naciones periféricas.

1.9.1. Consideraciones preliminares. El sistema monetario internacional

Cabe señalar que el sistema monetario internacional, de acuerdo al análisis de Noemí Brenta (2008, 27-28) opera esencialmente con los siguientes elementos:

1. Una moneda de aceptación internacional que permita desarrollar las transacciones entre países.
2. Un sistema de paridades cambiarias.
3. Mecanismos de ajuste de los desequilibrios del balance de pagos de los países miembros del sistema.

En el primer caso la principal moneda de uso internacional desde la segunda posguerra es el dólar. Desde luego los procesos de expansión y contracción de esta moneda están relacionados con políticas fijadas por el Gobierno de los Estados Unidos que no tienen en cuenta las necesidades internacionales.

En el segundo caso si bien los regímenes cambiarios son establecidos por los Gobiernos de cada país o bloque económico en función de sus propios objetivos de política económica, no es menos cierto que ese grado de discrecionalidad puede ser limitado por corridas cambiarias motivadas por ataques especulativos contra la moneda doméstica, por crisis de financiamiento externo, y por presiones por parte de organismos internacionales (ej.: FMI) y acreedores de deuda soberana.

En cuanto a los mecanismos de ajuste de los desequilibrios del balance de pagos, se observan los de carácter monetario y fiscal que habitualmente hacen recaer a la economía de los países en recesión.

Por lo expuesto, los países periféricos pueden tener crisis provocadas por ahogos financieros de carácter externo. Por lo tanto es menester estudiar el funcionamiento de la balanza comercial.

1.9.2. Supuestos teóricos de partida

1.9.2.1. Balanza comercial global

La balanza comercial global (conformada por todos los países) es igual a cero en cualquier período en que se la mida. Esto es así debido a que los superávits de algunos países surgen por déficits de otros. En consecuencia si un país persigue mejorar su balanza con otro país con el que tiene relaciones comerciales, indudablemente apunta a reducir su propio déficit o a pasar de déficit a superávit o a aumentar su superávit comercial.

1.9.2.2. Incidencia del sector externo en el PBI

Tanto las exportaciones como las importaciones inciden en la evolución del ingreso. Al respecto podemos señalar que un aumento de las exportaciones expande el ingreso, mientras que una baja de las exportaciones reduce el ingreso. A su vez un aumento de las importaciones reduce el ingreso, mientras que una baja de las importaciones expande el ingreso.

Lo expuesto se deduce de la identidad entre la oferta y la demanda global conforme a la siguiente ecuación:

$$\text{Oferta Global} = \text{Demanda Global}$$

Siendo:

$$\text{Oferta global} = \text{PBI} + \text{Importaciones}$$

$$\text{Demanda global} = \text{Consumo} + \text{Inversión} + \text{Exportaciones}$$

Luego dado que oferta global y demanda global ex post son iguales tenemos que:

$$\text{PBI} + \text{Importaciones} = \text{Consumo} + \text{Inversión} + \text{Exportaciones}$$

Pasando importaciones al otro extremo tenemos:

$$\text{PBI} = \text{Consumo} + \text{Inversión} + \text{Exportaciones} - \text{Importaciones}$$

En consecuencia vemos que el consumo, la inversión y las exportaciones juegan positivamente con relación a la producción. Un cambio positivo de alguna de ellas incide positivamente en la producción. Un cambio negativo produce el efecto contrario. A su vez las importaciones al tener signo negativo inciden de manera opuesta. Un cambio positivo de las importaciones afecta negativamente la producción en tanto que un cambio negativo afecta positivamente la producción.

Cabe mencionar que cualquier modificación de las variables citadas afecta a la producción en el valor del cambio por el multiplicador del gasto, siendo este último el siguiente:

$$K = 1 / (1 - b + z)$$

Siendo:

b = propensión al consumo

z = propensión a importar

1.9.2.3. Competitividad y tipo de cambio

Los puntos de vista teóricos sobre la competitividad y el tipo de cambio se dividen fundamentalmente en dos ideas, una ligada al tipo de cambio adecuado para lograr la competitividad y la otra ligada a la productividad.

En el primer caso, conforme al análisis de Diamand (1999,137) y de Latrichano (2007,141) el tipo de cambio debería establecerse en un nivel necesario para que los precios internos traducidos a dólares sean aproximadamente equivalentes a los externos de tal modo que la producción sea competitiva internacionalmente. Es este mecanismo de adaptación de precios por vía cambiaria el que hace posible que países de productividades muy diferentes compitan entre sí a precios similares en el mercado mundial. En el segundo caso la competitividad debe lograrse mediante una mejora de la productividad. Si ello no se logra en uno o más sectores productivos los mismos deben desaparecer.

Teniendo en cuenta lo expuesto en lo relativo al ajuste del tipo de cambio (primera alternativa) cabe formularse la siguiente pregunta:

¿Un solo tipo de cambio puede lograr la competitividad de los productos de un país en desarrollo? La respuesta es no y harían falta tipos de cambio diferenciales. Básicamente la propuesta, para países de nuestras características, apunta a establecer un tipo de cambio efectivo más alto para los bienes industriales (se le agregan al tipo nominal reembolsos y/o subsidios a la exportación y aranceles de importación estos últimos para las compras externas) y un tipo de cambio efectivo más bajo para los bienes primarios (se le aplica al tipo de cambio nominal un

descuento en concepto de derechos de exportación).

Como señala De Pablo (2010, 176), entre otros autores, en los países que dentro de su canasta de bienes alimentarios hay bienes que se pueden vender en el país o se pueden vender afuera (exportación) una política devaluatoria o un cambio en los precios internacionales no es neutral y genera grandes efectos distributivos.

Los distintos niveles de productividad en los sectores agropecuarios (en los países en los que estos tienen ventajas) y el industrial (que no las tiene) son muy significativos y plantean problemas a los hacedores de políticas económicas.

Con relación a la alternativa ligada a la productividad, Sachs y Larrain (1994, 417) sostienen que la competitividad se logra con mejoras de la productividad, donde el tipo de cambio puede producir ventajas iniciales, pero las mismas se erosionan con el paso del tiempo por el impacto del proceso inflacionario. Sus ideas se resumen en el siguiente párrafo: *“La devaluación produce mejoras iniciales e incrementa precios internos especialmente por el encarecimiento de los productos importados. Los asalariados pujan para recuperar terreno perdido. Luego de esto las ventajas de la devaluación se pierden por el crecimiento generalizado de los precios internos. En resumen, el tipo de cambio real queda igual”*.

La búsqueda de competitividad exclusivamente basada en mejoras de la productividad se ensayó en nuestro país en la década del noventa. Allí vimos la aplicación de un tipo de cambio fijo y bajo. Quienes implementaron esta política pretendían que las empresas mejoraran sus costos y de este modo pudiesen competir con los precios de terceros países. El fracaso de esta política fue evidente.

En nuestra opinión claramente entre las ideas en pugna es más ajustada a la realidad argentina y latinoamericana la competitividad ligada al tipo de cambio, al menos en el corto plazo, sin desconocer la importancia de la productividad. Pero un nivel cambiario adecuado constituye un elemento necesario para iniciar un camino hacia una competitividad estructural.

Sin perjuicio de las ideas expuestas también corresponde afianzar los valores éticos. Las políticas económicas por buenas que ellas sean suelen ser neutralizadas parcial o totalmente por maniobras del mercado. El desmadre moral colabora para que esto sea así. Al respecto Kliskberg y Sen (2009, 226) afirman que hay una omisión dentro del escenario con respecto a discutir valores éticos en economía. Los únicos valores que predominan son los de la ganancia y la maximización.

Además, los valores éticos de los empresarios y profesionales (dos grupos claves de una sociedad) son parte de los “activos productivos” de esa sociedad. Si los empresarios y profesionales están a favor de invertir en el país y generar progreso tecnológico genuino y en pagar impuestos, el crecimiento compartido será de alta positividad.

Si en cambio, están a favor de maximizar el lucro inmediato, de aprovecharse de cada oportunidad para corromper a todo funcionario público corruptible, de extraer todo lo posible del país para enviarlo a un paraíso fiscal, es otra cosa. Va a ser totalmente distinta la situación.

1.9.2.4. Comercio internacional y crecimiento económico

Existe un consenso amplio en la comunidad académica acerca del impacto del comercio internacional con relación al crecimiento económico. Se sostiene que el comercio, basado en el principio que toma la división de la producción de los países, en función de las ventajas comparativas de cada uno de ellos, permite acrecentar la producción global. Esta doctrina tiene su origen con David Ricardo (1987, 103) y es aceptada por la teoría neoclásica de la economía. Al respecto Krugman (1997, 87) señala que hasta el momento la discusión ha omitido un factor que es crítico en la política real del comercio internacional, la distribución de la renta. Complementando este punto de vista Colombo (2009, 17) señala que han transcurrido 200 años desde la formulación de la teoría de Ricardo y que la misma permanece hasta nuestros días.

Se la podría resumir en la siguiente frase: si cada país se aplica a producir los bienes ventajosos el producto bruto mundial crece. Este principio es válido aún cuando existan países que no tengan ventajas absolutas. En este caso deberá asignarse la producción siguiendo el criterio de asignar a los países con ventajas relativas los bienes con mayores productividades y dejar que los restantes se dediquen a elaborar los de menor productividad.

Este principio resulta cuestionable en varios puntos. Argentato (1976, 163) sostiene que haya un crecimiento del producto mundial no significa que el mismo se distribuya en iguales proporciones en cada uno de los países. Incluso puede ocurrir que en algunos el PBI caiga después de la asignación de producción. Al respecto la teoría no proporciona ningún tipo de mecanismo que permita establecer el crecimiento y su modo de reparto.

El principio es vulnerado en forma continua especialmente por los países que más pregonan a favor de la división internacional. Los subsidios a la producción agropecuaria en la mayoría de los países desarrollados son una prueba al respecto.

En resumen, podemos señalar que la teoría de las ventajas comparativas resulta funcional al criterio de maximizar la producción de los países desarrollados en detrimento de los países periféricos. Cabe señalar que la Organización mundial del Comercio exhibe continuos fracasos en cada oportunidad en la que aspira a liberalizar el comercio exterior. Prueba de ello son los sucesivos fracasos que ha tenido la Ronda de Doha iniciada en el año 2001. Ante cada intento liberalizador de los países centrales los periféricos se niegan y las reuniones se malogran. Los países dominantes pretenden que los pequeños reduzcan los aranceles de importación de los bienes industriales y abran sus economías a los servicios, sin ellos reducir sus políticas proteccionistas que aplican sobre los bienes primarios.

Lo expuesto no significa terminar con la globalización. Al respecto, Kliskberg y Sen sostienen que:

“Al resistirnos al diagnóstico de la globalización como un fenómeno de origen esencialmente occidental, tenemos que sentir recelo no solamente de la retórica antioccidental, sino también del chauvinismo pro-occidental presente en muchos escritos contemporáneos” (Kliskberg y Sen, 2009,15)

Indudablemente se trata de ordenar de manera equilibrada el sistema económico internacional. Dicho equilibrio, en lo que atañe a la política comercial, no se produce debido a las propuestas asimétricas de los países desarrollados resistidas por los periféricos.

1.9.2.5. El balance de pagos en los países periféricos

El balance de pagos en los países periféricos presenta servicios financieros significativamente negativos. El déficit de la cuenta corriente no puede ser satisfecho con emisión de dinero interno.

Estos conceptos fueron ampliamente tratados por Diamand (1999). Con excepción de la balanza comercial normalmente todos los rubros que conforman el saldo de la cuenta corriente son negativos, o positivos con saldos insignificantes. Esto puede observarse al analizar los balances de pagos de los últimos años (Ej.: Argentina 1990 a 2010)

Podemos afirmar que el saldo de la cuenta corriente en este tipo de países tiene signo positivo, si el saldo de la balanza comercial resulta positivo y superior a los valores negativos que presentan los demás rubros; o es negativo si el saldo positivo de la balanza comercial es menor que los valores de los demás rubros; o también es negativo si el saldo de la balanza comercial también lo es.

A su vez debemos tener en cuenta que si el saldo de la cuenta corriente es negativo el mismo se compensa con las siguientes alternativas: a) con un saldo positivo de la cuenta capital (normalmente esto implica un aumento del endeudamiento externo). b) con una reducción de activos externos. c) con una combinación de las dos alternativas.

Desde luego estas alternativas se hallan limitadas en función de del valor máximo de financiación externa que los prestamistas estén dispuestos a atender y por el valor de las existencias de reservas.

En el último caso deberá tenerse en cuenta que antes de agotarse las reservas se produce una corrida cambiaria que acelera el problema. Para un mayor análisis de este tipo de problema corresponde tener en cuenta a Brenta (2008, 40).

Los límites expuestos unidos a las condiciones anteriores (saldo positivo de la cuenta corriente sólo con positivo de la balanza comercial) plantean la necesidad de alcanzar en el corto o mediano plazo (en este último caso por imperio de las circunstancias) un saldo positivo de la balanza comercial, para sustentar el crecimiento y el desarrollo.

1.9.2.6. Saldo positivo de la balanza comercial en los países periféricos

La balanza comercial tendrá saldo positivo mediante la fijación de un régimen cambiario adecuado o por la aplicación de un programa recesivo.

En caso de optar por el programa recesivo tendremos una caída de la actividad que ha de producir en el frente externo baja de las importaciones y disminución del consumo por caída del ingreso. Esto último incrementa la oferta exportable. Desde luego el programa recesivo tiene graves consecuencias sociales y también provoca la destrucción del capital empresario, sobre todo PYMES.

En nuestro país este ciclo se ha caracterizado por expansión económica liderada por la deuda externa, apreciación real del peso motivada por el ingreso de fondos externos y tipos de cambio fijos, incremento incesante de la deuda externa que genera dudas en los proveedores de

recursos externos, interrupción de préstamos y fuga de capitales, ajuste recesivo para equilibrar la balanza comercial y/o devaluación del peso, recupero de la estabilidad cambiaria con retorno de la provisión de fondos externos y vuelta al punto inicial. La predominancia de este ciclo lo podemos ver en la etapa 1976 – 2002.

Como vemos la economía se encuentra expuesta a un continuo proceso de arranque-parada que impide el desarrollo económico.

El modo de evitar este tipo de mecanismo perverso es mediante la fijación de un tipo de cambio adecuado. Una de las condiciones es la flexibilización cambiaria administrada. Al respecto Noemí Brenta señala:

“La flexibilización del sistema cambiario en los países periféricos les permitiría reducir su vulnerabilidad a los ciclos externos que desencadenaban el patrón oro y la tendencia de los centros financieros a cortar los préstamos en épocas de penuria financiera y expandirlos en las de holgura” (Brenta, 2008, 255)

1.9.2.7. Deuda externa, empresas transnacionales y servicios financieros

La visión ortodoxa, por ejemplo Cavallo (1984, 77), alude a la necesidad de acudir al ahorro externo para alcanzar el desarrollo económico. El ahorro interno es desechado, entre otras cosas, porque de lograrse se obtiene en pesos y no aumenta la capacidad importadora ni la de remunerar el capital externo. Desde luego el ahorro externo ingresa en divisas conforme lo sostiene Diamand (1999, 54). Todo esto se plantea con la utilización de un sistema de tipo de cambio fijo o semi fijo y un manejo monetario restrictivo. Con ello la tasa de interés interna resulta mucho más atractiva que la tasa de interés externa y se logra el ingreso de fondos provenientes del exterior.

Un aspecto no revisado por la escuela monetarista tiene que ver con el impacto que el ahorro externo produce en el comercio exterior. Al respecto podemos señalar que el ingreso de divisas no esterilizado aprecia el peso y dicha apreciación potencia las importaciones y deprime las exportaciones.

A su vez una parte del ahorro externo se canaliza hacia la inversión, especialmente hacia aquella que no produce divisas tal como ocurrió en la década del noventa (se posicionó en servicios debido a estos no sufrían competencia externa pese a la apreciación del peso) y estando estancado el ahorro interno vemos que tanto la brecha interna como la externa son negativas.

Esta última idea se desprende del modelo de doble brecha de Krugman (1997, 32) en la que tenemos que:

$$\text{Ahorro} - \text{Inversión} = \text{Exportaciones} - \text{Importaciones}$$

De acuerdo con esta ecuación tenemos que si la brecha interna es negativa la externa también lo es. Desde luego este mecanismo tiene el límite que impone la provisión de fondos externos.

A su vez debemos tener en cuenta que tanto la deuda externa como la inversión extranjera inciden desfavorablemente en el balance de pagos a mediano plazo, particularmente porque

incrementan el valor de los intereses y el de las remesas de utilidades al exterior.

En consecuencia la provisión de préstamos e inversiones empeora el desempeño de la balanza comercial (debido a la apreciación del peso) al tiempo que crea condiciones desfavorables en la cuenta servicios financieros del balance de pagos.

1.10. Material empírico a analizar

El material empírico para investigar el impacto de las crisis financieras en los países desarrollados y en los periféricos, abarca el periodo 1950 hasta el 2009.

Particularmente se tomará el PBI por habitante en dólares en moneda constante de 1990 en 3 países desarrollados (Estados Unidos, Inglaterra y Alemania) y en 7 latinoamericanos (Argentina, Brasil Chile, México, Perú, Colombia y Venezuela). El criterio de selección apunta a 3 de los más importantes del mundo y se eligen a su vez 7 de los países latinoamericanos representativos del conjunto.

También se tomarán datos estructurales de los países latinoamericanos (reservas, deuda externa, tipo de cambio, situación fiscal y situación externa)

El material, organizado en cuadros y gráficos será el siguiente:

- PBI por habitante en dólares a moneda constante (de 1990) de los países desarrollados elegidos (Estados Unidos, Inglaterra y Alemania). Los años son 1950, 1960, 1970, 1980, 1990, 2000 y 2007-2009.
- PBI por habitante en dólares a moneda constante (de 1990) de los países latinoamericanos elegidos. Los años son 1950, 1960, 1970, 1980, 1990, 2000 y 2007-2009.
- Evolución de reservas en divisas de los países latinoamericanos elegidos. Muestra la fortaleza del país para hacer frente a vencimientos de deuda externa y/o corridas financieras y ataques especulativos sobre el tipo de cambio. Años 1995, 2000, 2004 y 2007.
- Evolución de la deuda externa de los países latinoamericanos elegidos. Muestra el grado de sometimiento y dependencia externa de un país con respecto a otros. Años 1995, 2000, 2004 y 2007.
- Evolución del tipo de cambio real de los países latinoamericanos elegidos. Es un indicador de la competitividad de la economía. Años 1995, 2000, 2001, 2004 y 2007.
- Evolución de las cuentas del balance de pagos de los países latinoamericanos elegidos. Muestra el comportamiento de las transacciones económicas internacionales entre los residentes y no residentes. Años 1995 1997, 2000, 2001, 2004 y 2007.

- Evolución de la situación fiscal de los países latinoamericanos elegidos. Muestra el desempeño de ingresos y egresos del Estado y su necesidad de financiamiento. Años 1995, 2001, 2004 y 2007.
- Evolución de los términos de intercambio de los países latinoamericanos elegidos. Mide la relación entre los precios de exportación y los de importación. Años 1995, 2000, 2004 y 2007.

1.11. Tratamiento metodológico

Se consolidará el PBI por habitante en dólares de los países desarrollados elegidos y el de los países latinoamericanos. Luego se calculará el cociente entre el resultado de los primeros con relación a los segundos. El resultado será la brecha entre ambas categorías (una mayor brecha supone un empeoramiento de los latinoamericanos respecto a los países desarrollados y una brecha menor señala un mejoramiento).

Se analizará la evolución de la brecha en una serie de años predeterminada (periodo 1950-2009) a efectos de obtener su comportamiento.

Se correlacionarán avances y retrocesos relativos de los países latinoamericanos con datos estructurales (deuda externa, reservas, datos fiscales, datos externos etc.). Al mismo tiempo se analizarán resultados alcanzados con la evolución del tipo de cambio real.

Todo esto, a fin de examinar si existe una relación entre la mejora estructural de los países latinoamericanos (baja deuda externa, abundantes reservas, buen desempeño fiscal y externo) y la posibilidad de evitar la absorción de crisis proveniente de los países desarrollados.

Apéndice. Inversión y Ciclo económico

El cuadro 1.1 ilustra la situación referida en el acápite 1.6. y está hecho en base al modelo que Keynes desarrolla en su Teoría General ([1936] 1984, 279).

Cuadro 1.1 - Inversión y ciclo económico

Período	Renta	Capital requerido	Demanda de reposición: 20% del capital inicial	Inversión neta	Inversión bruta
1	10.000	2.500	500		500
2	12.000	3.000	500	500	1.000
3	13.000	3.250	500	250	750
4	12.000	3.000	250		250
5	11.000	2.750	250		250
6	11.000	2.750	500		500
7	12.000	3.000	500	250	750
8	13.000	3.250	500	250	750
9	13.000	3.250	500		500
10	12.000	3.000	250		250
11	11.000	2.750	250		250
12	11.000	2.750	500		500
13	12.000	3.000	500	250	750
14	13.000	3.250	500	250	750

Fuente: Elaboración propia en base a Keynes ([1936] 1984, 279)

La demanda de reposición es constante (500) excepto cuando disminuye la renta. En este último caso en algunas oportunidades (períodos 4, 5, 10 y 11) la demanda de reposición también cae. Luego vemos que la demanda de inversión bruta es funcional al capital requerido y este a su vez depende de la renta (es la cuarta parte de la misma). En consecuencia observamos que en cada uno de los períodos la inversión bruta crece, se mantiene o cae, siempre con relación a la demanda de inversión bruta del período anterior. También vemos que la tasa de variación de la inversión bruta es sensiblemente superior a la tasa de variación de la renta (acelerador).

Se destaca finalmente que las variaciones en la inversión bruta modifican la renta observando diferentes posibilidades.

El producto varía de manera positiva en el período siguiente al del crecimiento de la inversión. Por ejemplo, sube la inversión en el periodo 11 y crece el producto en el periodo 12.

El producto varía de manera negativa en el período siguiente al de la baja de la inversión. Por ejemplo, la inversión cae en el periodo 4 y el producto retrocede en el periodo 5. Lo hace de manera nula en el período siguiente al período en que la inversión no se modifica.

Capítulo 2. Caso de estudio: Argentina

2.1. Análisis previo. Evolución del PBI de Argentina y Estados Unidos.

La mayoría de las crisis contemporáneas de Argentina se desarrollaron ligadas a crisis en países centrales o crisis de impacto internacional. Los casos más relevantes se exponen en el siguiente cuadro.

*Cuadro 2.1
Crisis en Estados Unidos y de alcance mundial y problemas de la economía argentina*

Crisis en Estados Unidos	Problemas de la economía argentina
Shock petrolero 1973/1974 (inflación año 1974 del 11,1% en Estados Unidos)	Rodrigazo. Primera hiperinflación en el año 1975.
Nuevo shock petrolero 1979/1980 (inflación año 1980 del 13,5% en Estados Unidos)	Espiral devaluación-inflación (1980/1981/1982)
Crash de octubre de 1987 (Caída de 22% índice Dow Jones)	Fin Plan Austral (septiembre de 1987). Inflación anual del 130%
Fin de la Guerra Fría	Hiperinflación 1989
Recesión y Guerra del Golfo año 1990	Hiperinflación (1990)
Crisis del Tequila 1994	Corrida Bancaria (1994/1995)
Atentado a las Torres Gemelas y pánico en mercados. Derrumbe de empresas punto.com. Año 2001	Default y devaluación (2001/2002)
Crisis de la Gran Recesión 2007 en adelante	Desaceleración del crecimiento sólo en 2009

Al mismo tiempo debemos destacar que mientras que el impacto en nuestro país fue importante en los países centrales fue leve o inexistente. Esta última afirmación se sustenta en la evolución del PBI de Argentina y el de Estados Unidos.

Cuadro 2.2. Evolución del PBI de Argentina en millones de pesos constantes de 1993 y de Estados Unidos en millones de dólares constantes de 1990 (Base 100=1974)

Periodo	PBI ARG (100= 1974)	% Anual	PBI EE.UU (100= 1974)	% Anual
1974	100,0		100,0	
1975	99,4	-0,6%	99,7	-0,3%
1976	99,4	0,0%	104,9	5,2%
1977	105,7	6,3%	109,7	4,6%
1978	102,3	-3,2%	116,0	5,7%
1979	109,4	6,9%	119,9	3,4%
1980	111,1	1,6%	120,0	0,1%
1981	105,1	-5,4%	123,0	2,5%
1982	101,8	-3,1%	120,6	-2,0%
1983	105,9	4,0%	125,7	4,2%
1984	108,1	2,1%	134,9	7,3%
1985	100,6	-6,9%	140,1	3,9%
1986	107,7	7,1%	144,9	3,4%
1987	110,5	2,6%	150,0	3,5%
1988	108,4	-1,9%	156,3	4,2%
1989	100,9	-6,9%	161,7	3,5%
1990	99,1	-1,8%	164,5	1,7%
1991	109,5	10,5%	164,2	-0,2%
1992	120,1	9,7%	169,7	3,3%
1993	126,9	5,7%	173,7	2,4%
1994	134,3	5,8%	180,7	4,0%
1995	130,5	-2,8%	185,6	2,7%
1996	137,7	5,5%	192,4	3,7%
1997	148,9	8,1%	201,0	4,5%
1998	154,6	3,8%	209,7	4,3%
1999	149,4	-3,4%	219,0	4,4%
2000	148,2	-0,8%	227,0	3,7%
2001	141,7	-4,4%	228,7	0,7%
2002	126,3	-10,9%	233,0	1,9%
2003	137,4	8,8%	240,1	3,0%
2004	149,8	9,0%	250,7	4,4%
2005	163,2	8,9%	257,0	2,5%
2006	177,3	8,6%	264,4	2,9%
2007	193,4	9,1%	271,0	2,5%

Fuente: FMI con cálculos propios.

La serie refleja la evolución del PBI de EE.UU y la Argentina para un periodo de 33 años tomando como año base 1974 y observando el desempeño económico de ambos países.

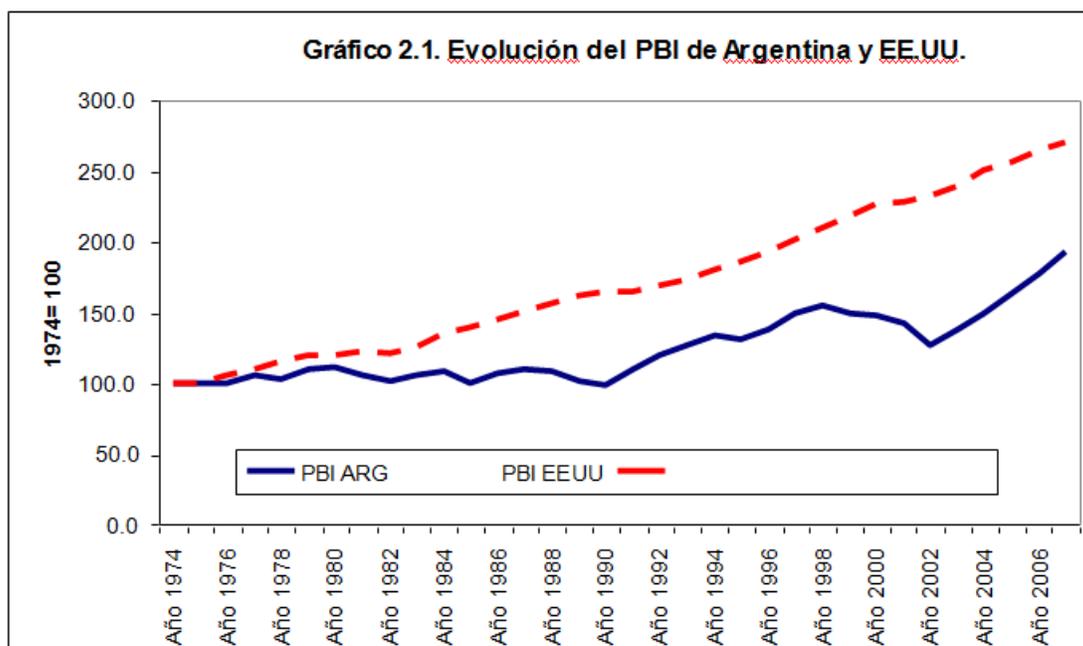
Los principales momentos de divergencia corresponden a los años 1988 y 1998. Para el primero es el penúltimo año del gobierno de Alfonsín luego del fracaso del Plan Primavera. Para 1998 es el penúltimo del gobierno de Menem donde la Convertibilidad se torna insostenible y da señales claras de agotamiento. Esto se agudiza en el año 2002 con una violenta caída del PBI.

Cuadro 2.3. Argentina y Estados Unidos - Crecimiento acumulado por País
(Período 1975-2007 y 1975-2002)

País/ Período	Crecimiento
Argentina 1975-2007	72,1%
EEUU 1975-2007	101,8
Argentina 1975-2002	27,6%
EEUU 1975-2002	86,4%

Fuente: Cuadro 2.2

En el período 1975-2002 Estados Unidos crece 86,4% (promedio anual del 2,24%) contra un crecimiento en Argentina de un 27,6%.(promedio anual del 0,85%) En cambio, para el período 1975-2007 Estados Unidos crece un 101,8%(promedio anual del 2,13) y Argentina un 72,1% (promedio anual del 1,66%). Se observa que la mayor proporción de crecimiento acumulado de la Argentina se produce en el periodo 2003-2007.



Se puede observar en el gráfico 2.1 que los cambios cíclicos de nuestro país son más pronunciados que las fluctuaciones americanas. Con relación a lo observado podemos establecer que la crisis de los países desarrollados se propagaría hacia nuestros países según la evidencia empírica de los últimos años. El ejemplo lo da la evolución de Estados Unidos y Argentina. Cuando la situación económica en EEUU desmejora, hay un efecto multiplicador negativo muy fuerte en la Argentina.

La situación se discontinuó en el período 2003/2007 en el que la brecha se acortó (Estados Unidos creció un 15,4% en tanto que Argentina creció un 44,5%). A partir de 2003, hay un quiebre en el comportamiento del PBI de Argentina y su evolución depende más del manejo independiente de la política económica que del ciclo de los Estados Unidos.

2.2. Relación de la cuenta servicios financieros versus las exportaciones

Una de las cuestiones que contribuyeron históricamente a acentuar la caída de la economía argentina en épocas de crisis en Estados Unidos es la relación de los servicios financieros con las exportaciones. Al respecto debemos tener en cuenta que los servicios financieros engloban principalmente los intereses que se abonan en moneda extranjera y las utilidades que remesan al exterior las empresas de capital extranjero que operan en el país. Cuanto más alto es el porcentaje de estos servicios con relación a las exportaciones, mayor será el superávit comercial necesario para evitar que la cuenta corriente del balance de pagos sea deficitaria. La necesidad de superávit de la balanza comercial puede posponerse mediante la pérdida de reservas y/o la financiación externa. Cuando estas posibilidades se agotan no queda otro remedio que alcanzar superávit comercial o renegociar la deuda externa, con todos los costos que ello implica.

Un mecanismo usualmente utilizado para lograr el superávit comercial es el ajuste recesivo. Un punto a tener en cuenta para la explicación teórica de esta cuestión en la relación ingreso / exportaciones que podemos ver a través de la ley de Thirlwall (2003, 100) La citada ley enuncia la siguiente relación:

$$\text{Incremento del Ingreso} = \frac{\text{Tasa de crecimiento de las exportaciones}}{\text{Elasticidad-ingreso de las importaciones}}$$

Para ver el funcionamiento de la citada ley tomamos el siguiente ejemplo. Supongamos que existe una elasticidad entre importaciones e ingreso de 2. Es decir que si el ingreso crece 1% la importación crece 2%. Luego si las exportaciones crecen un 8 % el ingreso puede crecer un 4 %. No cabe duda de que el incremento de las exportaciones resulta esencial a la hora de querer lograr un incremento significativo del ingreso, por un lado, por el impulso a la demanda agregada y, más importante, por la necesidad de divisas para posibilitar el crecimiento, demandante de bienes de capital e intermedios de origen importado. Desde luego ello se anula toda vez que el superávit de la balanza, en los países periféricos, normalmente se concreta a través de una política recesiva. Esto es así debido a que la recesión reduce la demanda interna de productos exportables circunstancia que permite un incremento de la exportación y, a su vez la caída de la actividad económica hace que la demanda de importación baje, siendo este efecto el más importante en las economías periféricas para reequilibrar la balanza comercial.

Con relación a la citada ley de Thirlwall, Curia manifiesta: que

“la ley fundamental del crecimiento de Thirlwall, establece que en el largo plazo la expansión de una economía particular se halla restringida por el equilibrio de la cuenta corriente de la balanza de pagos. Por ende, el sector externo es el resorte primordial para reforzar la expansión de largo plazo, dado que hay un límite infranqueable con respecto a la capacidad que tiene un país para financiar un déficit en la balanza de pagos resultante de la expansión de la demanda. Aquí está involucrada la posibilidad de que opere como dato relevante una limitación o restricción en lo referido a la disponibilidad de divisas, con lo que se perturba la capacidad de pago de las importaciones de manera tal que el crecimiento de las exportaciones que relaja la restricción de la balanza de pagos sobre la demanda se convierte en un determinante crucial en el comportamiento del crecimiento agregado. Como se constata, la disponibilidad de divisas luce crucial.” (Curia, 2005, 105)

No obstante, los aportes positivos de la corrección del orden cambiario podrían diluirse con bastante facilidad con el transcurso del tiempo. Esta posición posee cierta lógica. Por

cuanto si se desea una tasa de crecimiento de PIB sostenible y, teniendo en cuenta el comportamiento consistente de las elasticidades del comercio exterior, es necesario considerar la tasa de variación del tipo de cambio con una manifestación más o menos perdurable.

Sería relevante que si la condición de Marshall-Lerner –que se cumple cuando las exportaciones aumentan luego de una devaluación- comenzó favoreciendo a las exportaciones tras la devaluación, el fenómeno no sufriera la reversión posteriormente.

Ahora debemos tratar de evaluar los mecanismos que hacen posible que los servicios financieros aumenten desmesuradamente en relación a la capacidad de pago argentina. Al respecto debemos señalar que la causa más importante es la extranjerización de empresas. En los últimos años, muchas empresas de capital nacional fueron adquiridas por titulares de capital extranjero. Este proceso que comenzó en los años 60 tuvo su auge en la década de 1990. Al respecto Eduardo Basualdo en su libro “La Economía Argentina de la Pos Convertibilidad en tiempos de Crisis Mundial” en página 143 señala que de las 500 empresas más grandes en 1993, 281 eran nacionales reduciéndose a 170 en 2007.

Otro de los factores de aumento del peso de los servicios financieros en la cuenta corriente ha sido el endeudamiento en moneda extranjera. Cabe señalar que en nuestro país desde 1935 a la fecha podemos advertir distintas etapas. Desde 1935 a 1945 hay una etapa de vigencia del modelo liberal con alta presencia de empresas extranjeras. Desde 1946 a 1955 tenemos una etapa signada por la nacionalización de algunas empresas (Peronismo). Luego desde 1956 a 1972 tenemos una etapa en la que se produce el ingreso al FMI y el avance de la extranjerización y del endeudamiento (revolución libertadora, desarrollismo y gobiernos militares). Desde 1973 a 1975 etapa pequeña de retorno al modelo de nacionalización (Cámpora y Perón). Desde 1976 a 2002 etapa de retorno del modelo liberal con especial énfasis en aplicaciones de carácter monetarista (dictadura militar, gobierno radical y peronismo de Menem). Desde 2003 a 2008 etapa de recuperación parcial del modelo nacional (gobierno de Néstor y Cristina Kirchner).

En la primera etapa tenemos un modelo que se fue perpetuando con el paso de los años y que permitió arribar a una alta extranjerización de la economía. El reflejo de esto se ve especialmente en el giro al exterior de servicios financieros. El cuadro siguiente demuestra este punto.

*Cuadro 2.4. - Argentina – Balance de Pagos.
Servicios financieros como % de las exportaciones (1935 a 1945)*

Año	Servicios. Financieros Millones Dólares	Exportaciones Millones Dólares	%
1935	-153	492	-31.1
1936	-177	511	-34.6
1937	-157	768	-20.4
1938	-127	447	-28.4
1939	-123	478	-25.7
1940	-96	430	-22.3
1941	-82	458	-17.9
1942	-97	505	-19.2
1943	-46	611	-7.5
1944	-96	686	-13.9
1945	-61	737	-8.2
Promedio del periodo			-20.8

Fuente: Elaboración propia en base a datos tomados de Ferreres (2005)

En este período tenemos una relación alta, aunque decreciente, sobre todo durante la II Guerra Mundial, entre los servicios financieros pagados al exterior y las exportaciones. Si bien la tasa declinó a fines del período vemos que el promedio excede el 20%. La tasa promedio de crecimiento del Producto Bruto Interno fue del 2.9 % anual.

Los datos del período 1946/ 55 se reflejan en el siguiente cuadro 2.5.

*Cuadro 2.5. - Argentina – Balance de Pagos
Servicios financieros como % de las exportaciones (1947-1955)*

Año	Servicios.Financieros Mill. Dólares	Exportaciones Mill. Dólares	%
1946	-143	1.175	-12.2
1947	-133	1.614	-8.2
1948	-36	1.627	-2.2
1949	-32	933	-3.4
1950	-30	1.168	-2.6
1951	-19	1.169	-1.6
1952	10	687	1.5
1953	-0.8	1.125	-0.1
1954	-9	1.027	-0.9
1955	-16	928	-1.7
Promedio del periodo			-3.15

Fuente: Elaboración propia en base a Ferreres (2005)

Aquí vemos que el promedio de la relación servicios financieros / exportaciones del período 1946/55 bajó 3,1%, es decir a un sexto del promedio de 1935-45. A su vez la tasa de crecimiento promedio anual del PBI fue del 4.1%, más elevada que la del lapso previo.

La etapa siguiente (1956/1972) se inicia con el ingreso de nuestro país al Fondo Monetario Internacional y el cambio estructural de la economía argentina hacia un modelo basado en el liberalismo económico. Al mismo tiempo se produce un retorno a la extranjerización de la economía. Los resultados concretos permiten ver una suba de deuda externa pública que era inexistente a fines de 1955 alcanzando un valor de US\$3.045 millones al cierre del año 1972. Además se localizaron en el país numerosas empresas multinacionales particularmente durante los Gobiernos de Frondizi y de Onganía (Períodos 1958/1962 y 1966/1969), debido a las condiciones favorables ofrecidas por la política económica de la época.

Estos resultados se reflejaron en un crecimiento significativo de la relación servicios financieros/ exportaciones (pasaron del 2.97% al 9.22% promedio, con tasas de 15% en 1968 y 17% en 1972) conforme se advierte en el siguiente cuadro.

*Cuadro 2.6. Argentina – Balance de pagos
Servicios financieros como % de las exportaciones (1956-1972)*

Año	Serv. Financieros Mill. Dólares	Exportaciones Mill. Dólares	%
1956	9	943	1.0
1957	11	974	1.1
1958	-28	993	-2.8
1959	-18	1000	-1.8
1960	-41	1079	-3.8
1961	-100	964	-10.4
1962	-136	1216	-11.2
1963	-161	1365	-11.8
1964	-262	1410	-18.6
1965	-112	1488	-7.5
1966	-222	1593	-13.9
1967	-194	1464	-13.3
1968	-205	1367	-15.0
1969	-219	1612	-13.6
1970	-222	1773	-12.5
1971	-255	1740	-14.7
1972	-333	1941	-17.2
Promedio			-9.2

Fuente: Elaboración propia en base a Ferreres

Vemos que la relación servicios financieros sobre las exportaciones prácticamente se cuadruplicó. Al mismo tiempo debemos tener en cuenta que hasta el año 1960 la relación era baja porque se mantenía la situación estructural que dejó el peronismo y aún no habían comenzado a acumularse los vencimientos de la gran deuda externa generada desde 1956, con la renegociación en el Club de París, y acrecida desde 1958. A su vez comienza a notarse una desaceleración del crecimiento de la producción. La misma pasa del 4.1 % al 3.8%.promedio anual.

La etapa siguiente como ya se señaló es sumamente corta (1973-1975). En ella hay un retorno al modelo de nacionalización. Particularmente, entre otros, se advierte la nacionalización de los depósitos bancarios como sucedería en el primer peronismo y el control de inversiones extranjeras con el objeto de evitar la extranjerización de la economía y reducir el déficit por la cuenta de servicios financieros. También se implementa un control de cambios y una política de tipos de tipos de cambio efectivos múltiples para que el sector que tiene una mayor productividad por una cuestión natural (el campo) permite trasladar recursos hacia el que no lo tiene (la industria).

En esta etapa se produce una reducción de la tasa servicios financieros / exportaciones si comparamos los últimos años del período anterior (en los últimos 5 años la tasa promedio rondaba el 14%) contra la tasa del citado período (la tasa promedio es 11.68%). Los datos se reflejan en el siguiente cuadro.

*Cuadro 2.7. – Argentina. Balance de Pagos
Servicios financieros como % de las exportaciones (1973-1975)*

Año	Serv Financieros Mill. Dólares	Exportaciones Mill. Dólares	%
1973	-394	3.266	-12.1
1974	-333	3.930	-8.5
1975	-429	2.961	-14.5
Promedio			-11.7

Fuente: Elaboración propia en base a Ferreres (2005)

A su vez si bien la tasa de crecimiento del período descende con relación a la etapa anterior (pasa del 3.8% al 2.9%) debemos tener presente que esta etapa se desarrolló dentro de la llamada crisis del petróleo, la que afectó a la economía argentina a través del aumento de la factura petrolera, de la reducción de la demanda externa de sus exportaciones –factores ambos que llevaron a la crisis de balance de pagos de 1975- y de la aceleración de la inflación.

La etapa siguiente (1976/2002) arranca con el llamado Proceso de Reorganización Nacional y en ella podemos advertir una política monetarista caracterizada por una reforma financiera que, entre otras cosas, determinó la aplicación de encajes bancarios elevados especialmente durante el régimen militar, lo cual reduce el porcentaje que los bancos podían prestar de los depósitos que recibían. También se produjo un cambio de la ley de inversiones extranjeras permisiva para el capital foráneo.

A su vez con la aplicación del llamado enfoque monetario del balance de pagos, mediante incrementos de la tasa de interés, los déficits de la balanza comercial se compensaban con ingreso de fondos del exterior, sobre todo préstamos. Esta política permitía que el tipo de cambio fuese bajo, a modo de ancla antiinflacionaria. Pero no sólo la inflación continuó siendo superior al 100% anual, sino que la depreciación del peso contribuyó a la desindustrialización y a producir déficits comerciales.

Durante el Gobierno del Dr. Alfonsín, periodo 1983-1989, si bien el monetarismo se atenuó, existieron políticas consistentes en altos encajes remunerados que mantuvieron las tasas de interés elevadas, con los consiguientes efectos recesivos sobre la producción.

Con la aplicación del sistema de caja de conversión a partir de 1991 se implementó un sistema de patrón dólar (tipo de cambio fijo) similar al del patrón oro, abolido en el mundo entre 1914 y la II Guerra Mundial. La finalidad fue establecer un “target” de tipo de cambio para controlar la inflación.

*Cuadro 2.8. – Argentina. Balance de Pagos
Servicios financieros como % de las exportaciones (1976-2002)*

Año	Servicios Financieros Mill. Dólares	Exportaciones Mill. Dólares	%
1976	-492	3.916	-12.6
1977	-578	5.651	-10.2
1978	-680	6.399	-10.6
1979	-920	7.809	-11.8
1980	-1.531	8.021	-19.1
1981	-3.699	9.143	-40.5
1982	-4.718	7.623	-61.9
1983	-5.408	7.836	-69.0
1984	-5.712	8.107	-70.5
1985	-5.304	8.396	-63.2
1986	-4.416	8.396	-52.6
1987	-4.485	6.360	-70.5
1988	-5.127	9.134	-56.1
1989	-6.422	9.573	-67.1
1990	-4.400	12.354	-35.6
1991	-4.260	11.978	-35.6
1992	-2.360	12.399	-19.0
1993	-2.904	13.269	-21.9
1994	-3.679	16.023	-23.0
1995	-4.677	21.162	-22.1
1996	-5.504	24.043	-22.9
1997	-6.224	26.431	-23.5
1998	-7.404	26.434	-28.0
1999	-7.491	23.309	-32.1
2000	-7.547	26.341	-28.7
2001	-7.237	26.543	-27.3
2002	-7.483	25.651	-29.2
Promedio			-35.7

Fuente: Elaboración propia en base a Ferreres (2005)

Esta política fue complementada con la eliminación de los derechos de exportación a partir del año 1991 en un contexto de liberalización y apertura de la economía sustentada en las ideas del consenso de Washington. También se aplicaron reducciones de los aranceles de importación.

En esta etapa la relación servicios financieros pagados al exterior/exportaciones pasó de un promedio del 11.7% (etapa 1973-1975) a un promedio del 35.7%, con tasas de interés reales en torno al 60%-70% entre 1982 y 1989. El cuadro 2.8 muestra la evolución año por año.

La tasa de crecimiento promedio anual del PBI en esta etapa fue del 1%. Otros datos de esta etapa nos muestran que la deuda externa pasó de US\$ 4.941 millones al cierre de 1975 a US\$ 91.247 millones al cierre de 2002 y la industria que representaba el 22,9 % del PBI en el año 1975 pasó a ser del 15.3% en el año 2002. Esto muestra la destrucción del tejido nacional producto del peso sobrevaluado vigente durante 10 años.

Las empresas extranjeras aumentaron su participación dentro del conjunto de firmas. Particularmente la inversión extranjera pasó de un stock de US\$ 11.524 millones al cierre de 1991 a US\$ 43.146 millones al cierre de 2002, según datos del Balance de Pagos (3er trimestre de 2009) publicado por el Ministerio de Economía.

La agudización de la crisis durante esta etapa llevó a la idea de dolarizar la economía. Al respecto Noemí Brenta señala que:

“En los años noventa, las autoridades contestaron a cada amenaza a la paridad cambiaria y al régimen de convertibilidad, profundizando el grado de sustitución entre el peso y el dólar estadounidense. La dolarización revistió siempre en el repertorio de posibilidades monetarias de la Argentina desde 1989, cuando la administración menemista hizo su primer ensayo de lanzamiento en un plan de convertibilidad hasta el 2001, cuando el Fondo condicionó el apoyo a la Argentina en crisis, a que las autoridades aceptaran la alternativa de dolarizar plenamente (apéndice del capítulo XVII). La idea completa en 2001 era pesificar, devaluar y dolarizar a una relación de cambio peso-dólar más elevada”. (Brenta, 2008, 519).

“Luego de un fuerte crecimiento del producto entre 1991 y 1994, el plan comenzó a mostrar su incapacidad para expandir sostenidamente el PBI, extrema vulnerabilidad a los shocks externos, sobrevaluación del peso, y deterioro del sector real de la economía, en particular, de la industria y el empleo, como es habitual en los regímenes de tipo de cambio fijo. Como resultado de todo ello desde 1995 el crecimiento se tornó errático, el endeudamiento público externo creció permanentemente, el aumento del riesgo de default incrementó la carga de intereses y empeoró los resultados fiscales; y el atraso cambiario provocó déficits comerciales que, acumulados, a los la balanza de servicio, mantuvieron permanentemente en rojo la cuenta corriente del balance de pagos”. Al respecto Noemí Brenta señala que *“en Agosto de 1998 comenzó una pertinaz recesión, caracterizada por la caída del PBI, reducción de la inversión bruta, deflación, incremento de la tasa de intereses, aumento del desempleo, y disminución de la recaudación fiscal”.* (Brenta, 2008, 523).

“La dolarización fue el tema predominante en las finanzas internacionales y el FMI publicó las primeras notas abiertamente alentadoras de esta política siempre utilizando un lenguaje neutral, para evitar ser acusado de intromisión en los asuntos internos de los países”. (Brenta, 2008)

El organismo profundizó su tendencia a aceptar la dolarización, y a elogiar sus posibles beneficios estabilizadores, minimizando sus costos. Los beneficios de la dolarización incluyen:

integración con los mercados internacionales, exposición a la competencia con estos mercados, y disponibilidad de un rango de activos más completo para los inversores domésticos. En aquellos países en que la experiencia inflacionaria ha destruido la confianza en la moneda local, la dolarización puede ayudar a remonetizar la economía, restaurar la intermediación local, y revertir la fuga de capitales. Los costos de dolarización incluyen la pérdida de señoreaje. Cabe mencionar que el principal perjuicio que produce la dolarización es la pérdida de soberanía, especialmente porque el Gobierno pierde la posibilidad de hacer política monetaria. Desde luego el costo reside en que las políticas no pueden ser llevadas a cabo.

La etapa 2003/2008 presenta, entre otras, las siguientes características. Se aplicó un tipo de cambio alto que permitió alcanzar crecimiento económico con superávit de la balanza comercial. Se fijó una política de tipo de cambio efectivo diferencial mediante impuestos a la exportación de los principales productos primarios. También se mantuvo una política independiente con relación al Fondo Monetario Internacional y se produjo un canje de la deuda pública alcanzando una quita y mayores plazos. Se aplicó una política monetaria tendiente a impedir bajas en el tipo de cambio nominal que se hubiesen producido por exceso de la oferta de divisas provenientes de los superávits comerciales. Se alcanzó un fuerte superávit fiscal que permitió reducir significativamente la deuda pública como porcentaje del PBI. Se reestatizó el sistema previsional y ello permite utilizar financiación vía ANSES, reduciendo la necesidad de endeudamiento en el mercado de capitales.

Con relación a la importancia del tipo de cambio real, se apuntó a la caracterización de la política que es fundamental para el desarrollo con empleo en la Argentina: la política de tipo de cambio real competitivo y sostenible en el tiempo. Obviamente, no es esta la única política aplicable; pero, sí, constituye el núcleo duro en torno al cual se requiere ordenar los demás elementos en forma armónica. El cuadro 2.8.bis muestra la evolución del tipo de cambio multilateral real (datos del mes de diciembre de cada año) del período 1991 -2009:

Vemos que a partir del año 2002 el tipo de cambio multilateral creció fuertemente con relación a los años anteriores. Lo que se ha establecido en la sección anterior es la relevancia del tipo de cambio real competitivo, obviamente, atendiendo a una coherente política de conjunto, condición concurrente ineludible para aspirar a una trayectoria expansiva sustentable y sostenible, en función a la capacidad del país para encarar en forma simultánea las grandes limitaciones estratégicas que se explayan en forma binaria: la externa o divisas y la interna o social. La relación entre servicios financieros pagados al exterior y exportaciones en el período 2004-2008 se expone en el cuadro 2.9:

Cuadro 2.8.bis – Argentina. Tipo de cambio real multilateral 1991-2009

Fecha	Índice Dic 2001 = 100
dic-91	136,7
dic-92	117,3
dic-93	109,7
dic-94	116,2
dic-95	121,5
dic-96	121,1
dic-97	114,4
dic-98	114,7
dic-99	104,4
dic-00	103,9
dic-01	100,0
dic-02	236,6
dic-03	228,7
dic-04	237,6
dic-05	232,1
dic-06	231,7
dic-07	253,6
dic-08	232,2
dic-09	286,8

Fuente: BCRA

Cuadro 2.9. – Argentina. Balance de Pagos
Servicios financieros como % de las exportaciones (2004-2008)

Año	Servicios Financieros Mill. Dólares	Exportaciones Mill. Dólares	%
2004	-8.887	34.550	-25.7%
2005	-7.204	40.534	-17.8%
2006	-6.162	46.545	-13.2%
2007	-5.927	55.780	-10.6%
2008	-7.489	70.021	-10.7%
Promedio			-15.6%

Fuente: Elaboración propia en base a Ferreres

Vemos que en esta etapa se produce un descenso importante de la relación servicios financieros pagados al exterior y las exportaciones. A su vez cabe señalar que la tasa de crecimiento del PBI promedio anual fue del 8.4%.

Muchos analistas económicos, especialmente los ortodoxos, señalan que el éxito obtenido obedece a las condiciones extraordinarias que se dieron en el período 2003/2008 en materia de precios de las materias primas, omitiendo el papel que tuvo el tipo de cambio en este desempeño. Para analizar la incidencia de variables relevantes en el comportamiento de la cuenta corriente, hemos construido un modelo de regresión múltiple que relaciona el comportamiento de la cuenta corriente del balance de pagos con los siguientes regresores: PBI, tipo de cambio multilateral y términos del intercambio, en base a los datos del cuadro 2.10. El resultado obtenido se expresa en la siguiente ecuación:

$$\text{Cuenta Corriente Estimada} = -4792,73 - 0,008886 * \text{PBI} + 31,77 * \text{Tipo de cambio multilateral real} + 13,49 * \text{Términos de intercambio}$$

Luego por aplicación de esta ecuación para cada período hemos elaborado el siguiente cuadro 2.10, en el que se obtiene el saldo de la cuenta corriente aplicando los coeficientes surgidos de la regresión múltiple, y comparamos este saldo estimado con los datos del saldo real de la cuenta corriente del balance de pagos.

Cuadro 2.10. Argentina. Balance de Pagos. Cuenta corriente real y estimada

Periodo	Saldo de la Cuenta Corriente	PBI a precios constantes	Términos de Intercambio	Tipo de cambio real multilateral	Saldo de Cuenta Corriente Estimada	Diferencia real vs estimada	% entre Cuenta Corriente Estimada y real
I-93		216370,1	98,4	115,2	-1925,6		
II-93		241871,9	97,7	114,2	-2176,6		
III-93		242645,5	102,4	111,4	-2115,5		
IV-93		245132,4	101,3	110,0	-2212,4		
I-94	-3447,1	232945,3	99,2	109,1	-2213,8	-1233,4	64,2%
II-94	-2072,2	257476,9	102,0	111,0	-2255,4	183,3	108,8%
III-94	-2590,4	253467,8	102,2	113,6	-2140,1	-450,3	82,6%
IV-94	-2869,7	257341,5	101,2	117,0	-2096,1	-773,7	73,0%
I-95	-2521,7	237968,1	101,5	117,7	-1914,5	-607,2	75,9%
II-95	194,9	248093,6	101,8	122,2	-1846,3	2041,2	-947,3%
III-95	-1009,1	242214,7	101,7	121,8	-1816,0	806,9	180,0%
IV-95	-1782,1	244468,0	100,4	121,6	-1881,6	99,6	105,6%
I-96	-2128,5	236566,0	101,5	121,1	-1799,7	-328,8	84,6%
II-96	-486,3	260751,9	112,0	122,0	-1623,1	1136,8	333,7%
III-96	-1621,4	262167,0	112,1	122,6	-1611,2	-10,2	99,4%
IV-96	-2533,0	267020,0	110,8	121,3	-1732,8	-800,2	68,4%
I-97	-3082,0	256387,9	108,3	118,4	-1818,6	-1263,3	59,0%
II-97	-2084,4	281769,8	108,1	118,4	-2021,9	-62,4	97,0%
III-97	-3302,2	284092,3	109,8	116,5	-2043,8	-1258,4	61,9%
IV-97	-3668,8	287515,3	107,0	116,0	-2174,3	-1494,5	59,3%
I-98	-4422,2	271702,4	101,8	112,7	-2321,2	-2101,0	52,5%
II-98	-2589,0	301207,6	103,5	113,1	-2482,6	-106,5	95,9%
III-98	-3747,1	293315,4	101,7	112,3	-2503,5	-1243,7	66,8%
IV-98	-3723,7	286267,8	101,6	114,6	-2383,1	-1340,6	64,0%
I-99	-3437,0	265024,6	93,9	102,6	-2833,5	-603,5	82,4%
II-99	-1922,3	286412,3	95,2	103,6	-2927,1	1004,8	152,3%
III-99	-3323,7	278472,7	96,8	102,7	-2841,3	-482,4	85,5%
IV-99	-3260,7	283566,4	99,9	103,1	-2769,5	-491,2	84,9%
I-00	-3249,5	264555,9	101,8	104,8	-2508,9	-740,6	77,2%
II-00	-1374,7	285275,2	104,2	104,7	-2595,3	1220,5	188,8%
III-00	-2321,2	276768,0	108,6	104,5	-2393,9	72,7	103,1%
IV-00	-2035,2	278091,7	109,5	102,7	-2430,0	394,8	119,4%
I-01	-2829,4	259199,9	106,4	102,2	-2398,0	-431,4	84,8%
II-01	-952,1	284795,8	103,3	97,6	-2837,4	1885,3	298,0%
III-01	-558,1	263126,5	108,5	96,7	-2529,3	1971,1	453,2%
IV-01	559,1	248864,6	105,2	97,7	-2494,8	3053,9	-446,2%
I-02	1236,5	216849,5	98,4	190,5	381,1	855,3	30,8%
II-02	2519,3	246314,6	101,0	263,9	2486,0	33,3	98,7%
III-02	2650,8	237416,9	107,1	253,1	2418,7	232,1	91,2%
IV-02	2313,0	240361,4	113,5	236,7	2099,8	213,2	90,8%
I-03	1978,6	228595,9	117,3	217,3	1719,1	259,5	86,9%
II-03	3256,1	265402,5	110,3	211,3	1024,2	2231,9	31,5%
III-03	1601,6	261534,5	114,3	214,8	1290,9	310,7	80,6%
IV-03	1228,7	268561,0	117,6	221,9	1557,8	-329,2	126,8%
I-04	587,4	254330,4	121,2	226,1	1914,4	-1326,9	325,9%
II-04	1850,5	284375,6	120,1	217,3	1374,4	476,1	74,3%
III-04	666,7	284392,1	114,6	225,2	1440,8	-774,2	216,1%
IV-04	340,9	293467,1	110,8	232,9	1485,5	-1144,6	435,8%
I-05	202,4	274594,5	109,1	229,7	1477,4	-1274,9	729,8%
II-05	1873,7	313927,3	112,3	227,9	1221,2	652,5	65,2%
III-05	2144,7	310593,1	118,3	227,7	1434,3	710,4	66,9%
IV-05	1568,0	319939,2	115,7	232,9	1436,4	131,6	91,6%
I-06	1081,0	298695,6	117,2	237,0	1776,2	-695,2	164,3%
II-06	2365,0	338243,7	120,6	236,7	1567,8	797,2	66,3%
III-06	1832,0	337741,9	122,8	236,3	1630,7	201,3	89,0%
IV-06	2732,0	347578,7	122,9	232,7	1448,3	1283,7	53,0%
I-07	1073,0	322448,9	123,3	232,7	1654,5	-581,5	154,2%
II-07	2478,0	367492,4	124,0	237,8	1483,4	994,6	59,9%
III-07	723,0	367538,7	118,7	245,7	1557,7	-834,7	215,4%
IV-07	3014,0	379199,7	135,8	254,4	2283,4	730,6	75,8%

Cuadro 2.10. (cont.)- Argentina. Balance de Pagos. Cuenta corriente real y estimada

Periodo	Saldo de la Cuenta Corriente	PBI a precios constantes	Términos de Intercambio	Tipo de cambio real multilateral	Saldo de Cuenta Corriente Estimada	Diferencia real vs estimada	% entre Cuenta Corriente Estimada y real
I-08	1636,0	349945,3	149,6	259,0	3094,0	-1458,0	189,1%
II-08	695,0	396227,2	141,1	263,0	2583,0	-1888,0	371,7%
III-08	3451,0	393039,2	140,3	252,6	2265,4	1185,6	65,6%
IV-08	1806,0	394564,9	136,9	230,2	1456,1	349,9	80,6%
I-09	1433,0	357096,4	132,5	239,0	1874,1	-441,1	130,8%
II-09	4646,0	393181,3	138,1	265,3	2582,6	2063,4	55,6%
III-09	3628,0	391678,9	131,4	284,7	2971,8	656,2	81,9%
IV-09	1584,0	404861,0	138,4	289,8	3252,5	-1668,5	205,3%
I-10	-486,0	381221,6	142,0	278,5	3205,1	-3691,1	-659,5%
II-10	3156,0	439766,6	134,5	273,2	2348,0	808,0	74,4%
III-10	856,0	425323,2	137,7	275,9	2645,2	-1789,2	309,0%
IV-10	-445,0	442208,8	147,8	283,8	3080,9	-3525,9	-692,3%
	-10.913,8					-8.198,1	

Los parámetros y el test de correlación son los siguientes:

Dependent Variable: CC Method: Least Squares
 Date: 09/25/11 Time: 20:19
 Sample: 1994:1 2010:4
 Included observations: 68

$$CC=C(1)+C(2)*PBI+C(3)*TCRM+C(4)*TI$$

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	-4792.730	1677.957	-2.856289	0.0058
C(2)	-0.008886	0.005152	-1.724736	0.0894
C(3)	31.77783	3.766245	8.437535	0.0000
C(4)	13.49665	25.96224	0.519857	0.6050
R-squared	0.728889	Mean dependent var		-160.4976
Adjusted R-squared	0.716181	S.D. dependent var		2355.950
S.E. of regression	1255.124	Akaike info criterion		17.16488
Sum squared resid	1.01E+08	Schwarz criterion		17.29544
Log likelihood	-579.6059	Durbin-Watson stat		1.479303

Siendo C (1) parámetro fijo, C(2) coeficiente del PBI, C(3) coeficiente del tipo multilateral y C(4) coeficiente de los términos de intercambio. El R^2 es 0,728.

Los términos de intercambio se representan en un índice que refleja la variación que experimentan los precios de nuestras exportaciones e importaciones y se calcula en forma ponderada conforme a la canasta de exportaciones e importaciones. Si los precios de exportación crecen o los de importación disminuyen el índice aumenta. Si los precios de importación suben o los de exportación disminuyen el índice disminuye.

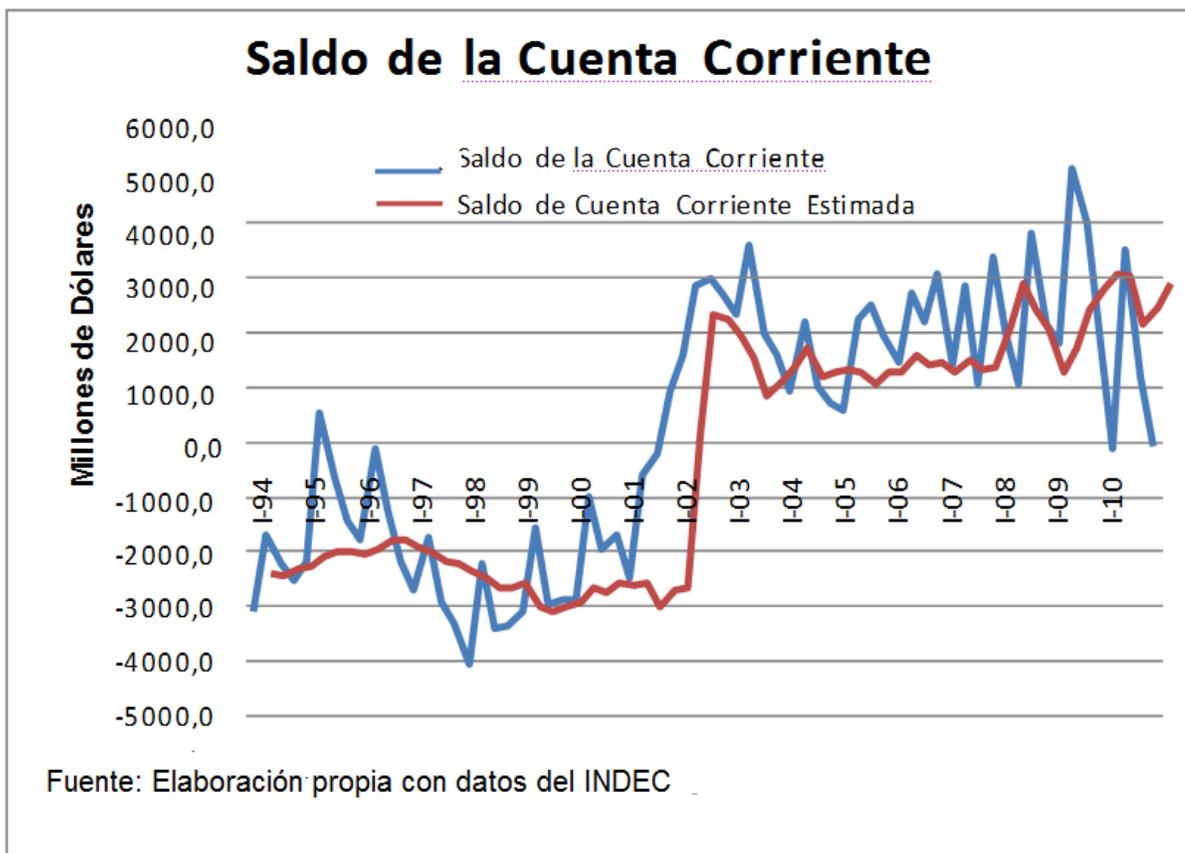
El BCRA define del siguiente modo al tipo de cambio multilateral real: *“El Índice Tipo de Cambio Real Multilateral del Banco Central de la República Argentina mide el precio relativo de los bienes y servicios de nuestra economía con respecto a los de un grupo de países con los cuales se realizan transacciones comerciales. A diferencia de los tipos de cambio real bilaterales, el tipo de cambio real multilateral mide el valor real del peso en relación a las monedas de sus principales socios comerciales. La ponderación de cada socio dentro del índice refleja su participación en el comercio total (exportaciones más importaciones) de nuestro país. Este índice tiene en cuenta las fluctuaciones de las monedas y de los precios de nuestros socios comerciales y es, por lo tanto, una medida amplia de la competitividad de nuestro signo monetario. La serie del ITCRM, cuya base es 1995=100, comprende el período desde 1991 hasta la fecha y se actualiza mensualmente”*.

Los datos de la cuenta corriente estimada surgen de aplicar el cálculo de regresión múltiple tomando como variable dependiente a la cuenta corriente y como variables independientes al PBI a valores de 1993 (millones de pesos), el tipo multilateral promedio anual (dato informado por el BCRA año 1995 = 100 y cálculos propios) y los términos de intercambio (datos tomados del libro Dos siglos de economía Argentina de Orlando Ferreres y datos publicados por el INDEC).

Vemos el ajuste casi exacto de la regresión debido a que la sumatoria de la cuenta corriente real arroja un saldo negativo de 10.913,8 millones de dólares contra un saldo negativo estimado de 8.198 millones de dólares.

La estimación del modelo se realizó utilizando el programa de Econometría Eviews, el cual arrojó los coeficientes que se adjuntan en el apéndice del presente capítulo, con los tests respectivos. El siguiente gráfico muestra la comparación entre la cuenta corriente real y la estimada:

Gráfico 2.2. Argentina.
Saldo de la Cuenta Corriente Real y de la Cuenta Corriente Estimada



A continuación se presenta un análisis de las series dejando fija una variable y viendo cómo afecta esto a nuestra variable dependiente. Si se hubiese trabajado con términos del intercambio con valor de 96 (valor que en la mayoría de los casos se halla por debajo de los valores predominantes en la década del noventa) a partir del año 2003 tendríamos la siguiente tabla.

A continuación se presenta un análisis de las series dejando fija una variable para ver cómo afecta el cambio a la variable dependiente. En el primer caso se toma un valor de 96 fijo para los términos de intercambio (valor que es uno de los más bajos de la década del noventa) y se parte del año 2003 (año en que se obtienen saldos positivos de la cuenta corriente del balance de pagos atribuidos generalmente a los buenos precios de nuestras materias primas). Esto se refleja en el siguiente cuadro:

Cuadro 2.11. Argentina. Estimación de la Cuenta Corriente en base a cálculo de regresión múltiple
(términos de intercambio quedan con un valor de 96 a partir de 2003)

Periodo	Saldo de la Cuenta Corriente	PBI a precios constantes	Términos de Intercambio	Tipo de cambio real multilateral	Saldo de Cuenta Corriente Estimada	% entre Cuenta Corriente Estimada y real
I-03	1.978,6	228.595,9	96,0	217,3	1.536,0	77,6%
II-03	3.256,1	265.402,5	96,0	211,3	1.081,0	33,2%
III-03	1.601,6	261.534,5	96,0	214,8	1.224,0	76,4%
IV-03	1.228,7	268.561,0	96,0	221,9	1.406,0	114,4%
I-04	587,4	254.330,4	96,0	226,1	1.646,0	280,2%
II-04	1.850,5	284.375,6	96,0	217,3	1.144,0	61,8%
III-04	666,7	284.392,1	96,0	225,2	1.405,0	210,8%
IV-04	340,9	293.467,1	96,0	232,9	1.596,0	468,2%
I-05	202,4	274.594,5	96,0	229,7	1.621,0	800,7%
II-05	1.873,7	313.927,3	96,0	227,9	1.288,0	68,7%
III-05	2.144,7	310.593,1	96,0	227,7	1.306,0	60,9%
IV-05	1.568,0	319.939,2	96,0	232,9	1.410,0	89,9%
I-06	1.081,0	298.695,6	96,0	237,0	1.695,0	156,8%
II-06	2.365,0	338.243,7	96,0	236,7	1.407,0	59,5%
III-06	1.832,0	337.741,9	96,0	236,3	1.398,0	76,3%
IV-06	2.732,0	347.578,7	96,0	232,7	1.211,0	44,3%
I-07	1.073,0	322.448,9	96,0	232,7	1.386,0	129,2%
II-07	2.478,0	367.492,4	96,0	237,8	1.238,0	50,0%
III-07	723,0	367.538,7	96,0	245,7	1.501,0	207,6%
IV-07	3.014,0	379.199,7	96,0	254,4	1.706,0	56,6%
I-08	1.636,0	349.945,3	96,0	259,0	2.062,0	126,0%
II-08	695,0	396.227,2	96,0	263,0	1.868,0	268,8%
III-08	3.451,0	393.039,2	96,0	252,6	1.550,0	44,9%
IV-08	1.806,0	394.564,9	96,0	230,2	800,0	44,3%
I-09	1.433,0	357.096,4	96,0	239,0	1.351,0	94,3%
II-09	4.646,0	393.181,3	96,0	265,3	1.967,0	42,3%
III-09	3.628,0	391.678,9	96,0	284,7	2.614,0	72,1%
IV-09	1.584,0	404.861,0	96,0	289,8	2.692,0	169,9%
I-10	-486,0	381.221,6	96,0	278,5	2.485,0	-511,3%
II-10	3.156,0	439.766,6	96,0	273,2	1.901,0	60,2%
III-10	856,0	425.323,2	96,0	275,9	2.091,0	244,3%
IV-10	-445,0	442.208,8	96,0	283,8	2.233,0	-501,8%
	54.557,3				51.819,0	

En el cuadro 2.11 se respetaron los parámetros de la regresión original. Del análisis del mismo podemos obtener, entre otras, que el saldo estimado de la cuenta corriente no cambia de signo. La caída de los términos del intercambio no resulta un factor tan decisivo en la conformación de la cuenta corriente del balance de pagos. El total del saldo de la cuenta corriente estimada resulta positivo aunque menor al de la sumatoria de la cuenta corriente real (estimado 51.817 millones de dólares contra un real de 54.557 millones de dólares). Todo parece indicar que el tipo de cambio multilateral resulta más decisivo atento a que su parámetro es 31,777 superando ampliamente al de los términos de intercambio que es 13,496.

En el cuadro 2.1.2 veremos el impacto sobre la cuenta corriente de una modificación sensible del tipo de cambio multilateral. En tal sentido a partir del año 2003 se fija el tipo de cambio multilateral en 95 (Valor más cercano al dominante en la década del noventa) y vemos como evoluciona el saldo estimado de la cuenta corriente.

La caída del tipo de cambio multilateral reduce a casi la mitad el saldo de la cuenta corriente estimada, acumulado en el lapso en análisis, 2003-2010. Este saldo pasa de US\$ 54.557 millones para el saldo real a US\$ 30.679 millones para el saldo estimado. Valores del tipo de cambio multilateral más cercanos a los verificados en la década del noventa arrojan valores del saldo estimado de la cuenta corriente del balance de pagos más similares a los obtenidos en esa época. Cabe destacar que esto se produce aún manteniendo los buenos precios de las materias primas.

En el cálculo del índice del tipo de cambio multilateral inciden en forma ponderada conforme al comercio exterior argentino, el valor del tipo de cambio nominal, la evolución de los precios de nuestro país, la evolución de los precios en los países con los que Argentina comercia y la cotización de las monedas nuestros socios comerciales.

Sintetizando debemos señalar que si bien en el período 2003/2008 las condiciones favorables del sector externo existieron, no es menos cierto que el tipo de cambio jugó un papel decisivo para definir el saldo de la cuenta corriente. Para ello el Gobierno contribuyó a mantener un tipo de cambio real que satisfaga el objetivo de alcanzar un superávit de la cuenta corriente del balance sin necesidad de hacer ajustes recesivos. Esto se logró mediante la administración del tipo de cambio nominal evitando su baja ante la abundancia de divisas. El Banco Central materializó esta política a través de la compra de divisas con emisión monetaria, eliminando el dinero excedente colocando letras y otros títulos de corto plazo.

Cuadro 2.12. Argentina. Estimación de la Cuenta Corriente en base a cálculo de regresión múltiple (el tipo de cambio multilateral queda con un valor de 95 a partir de 2003)

Periodo	Saldo de la Cuenta Corriente	PEI a precios constantes	Términos de Intercambio	Tipo de cambio real multilateral	Saldo de Cuenta Corriente Estimada	% entre Cuenta Corriente Estimada y real
I-03	1.978,6	228.595,9	117,3	95,0	384,0	19,4%
II-03	3.256,1	265.402,5	110,3	95,0	-818,0	-25,1%
III-03	1.601,6	261.534,5	114,3	95,0	-234,0	-14,6%
IV-03	1.228,7	268.561,0	117,6	95,0	187,0	15,2%
I-04	587,4	254.330,4	121,2	95,0	777,0	132,3%
II-04	1.850,5	284.375,6	120,1	95,0	443,0	23,9%
III-04	666,7	284.392,1	114,6	95,0	-328,0	-49,2%
IV-04	340,9	293.467,1	110,8	95,0	-916,0	-268,7%
I-05	202,4	274.594,5	109,1	95,0	-1.041,0	-514,2%
II-05	1.873,7	313.927,3	112,3	95,0	-828,0	-44,2%
III-05	2.144,7	310.593,1	118,3	95,0	34,0	1,6%
IV-05	1.568,0	319.939,2	115,7	95,0	-387,0	-24,7%
I-06	1.081,0	298.695,6	117,2	95,0	-49,0	-4,5%
II-06	2.365,0	338.243,7	120,6	95,0	191,0	8,1%
III-06	1.832,0	337.741,9	122,8	95,0	502,0	27,4%
IV-06	2.732,0	347.578,7	122,9	95,0	457,0	16,7%
I-07	1.073,0	322.448,9	123,3	95,0	664,0	61,9%
II-07	2.478,0	367.492,4	124,0	95,0	492,0	19,9%
III-07	723,0	367.538,7	118,7	95,0	-251,0	-34,7%
IV-07	3.014,0	379.199,7	135,8	95,0	2.077,0	68,9%
I-08	1.636,0	349.945,3	149,6	95,0	4.187,0	255,9%
II-08	695,0	396.227,2	141,1	95,0	2.718,0	391,1%
III-08	3.451,0	393.039,2	140,3	95,0	2.625,0	76,1%
IV-08	1.806,0	394.564,9	136,9	95,0	2.139,0	118,4%
I-09	1.433,0	357.096,4	132,5	95,0	1.747,0	121,9%
II-09	4.646,0	393.181,3	138,1	95,0	2.316,0	49,8%
III-09	3.628,0	391.678,9	131,4	95,0	1.385,0	38,2%
IV-09	1.584,0	404.861,0	138,4	95,0	2.288,0	144,4%
I-10	-486,0	381.221,6	142,0	95,0	2.934,0	-603,7%
II-10	3.156,0	439.766,6	134,5	95,0	1.532,0	48,5%
III-10	856,0	425.323,2	137,7	95,0	2.067,0	241,5%
IV-10	-445,0	442.208,8	147,8	95,0	3.383,0	-760,2%
	54.557,3				30.677,0	

2.2.1. Conclusiones parciales vinculadas con la relación de los servicios financieros pagados al exterior respecto a las exportaciones

Se advierte una correlación entre el tamaño de los servicios financieros pagados al resto del mundo como porcentaje de las exportaciones y la evolución del Producto Bruto Interno. En resumen podemos señalar que a mayor porcentaje de servicios financieros pagados al exterior, el crecimiento es menor; y a menor drenaje de pagos al exterior corresponde mayor crecimiento, con excepción del período 1973/75 que como ya se señaló estuvo afectado por la crisis del petróleo. El cuadro 2.1.3 muestra lo señalado.

Cuadro 2.13. – Argentina - Relación entre el crecimiento económico y el ratio servicios financieros pagados a residentes del exterior / exportaciones

Período	Crecimiento del PBI % anual promedio	Servicios financieros, intereses y utilidades pagados al exterior como % de las Exportaciones
1935/45	2.9	18.4
1946/55	4	2.9
1956/72	3.8	9.2
1973/75	2.8	11.6
1976/2002	1	35.7
2003/2008	8.4	13

Fuente: Elaboración propia en base a Ferreres

Los datos de este cuadro surgen de los correspondientes a cada una de las etapas que fueron tratadas anteriormente. Cabe destacar que en los dos últimos períodos (1976-2002 y 2003-2008) se ve más nítidamente el crecimiento del PBI cuando se reduce la relación de servicios financieros pagados al exterior sobre las exportaciones. Al respecto nos formulamos las siguientes preguntas:

¿La baja de la relación servicios/exportaciones se produce por una reducción de los primeros o por un aumento de las exportaciones? ¿Es solo la relación de servicios / exportaciones condición necesaria y suficiente para establecer el crecimiento económico?

En cuanto a la primera pregunta podemos apuntar que se puede producir baja en los servicios debido a una renegociación de la deuda externa con baja de la tasa de interés o reducción de la deuda. También pueden reducirse las remesas de utilidades debido a la nacionalización de empresas o a las pérdidas de beneficio de empresas extranjeras en etapas recesivas. Además, se puede producir un aumento de las exportaciones sin que varíen los servicios o crezcan en un porcentaje menor que las exportaciones y también se pueden producir ambas cosas.

En cuanto a la segunda pregunta pensamos que es solo una condición necesaria. Otros elementos que ayudan al crecimiento económico desde el punto de vista macroeconómico, entre otros, son un caudal apropiado de reservas que permita garantizar la estabilidad cambiaria, un superávit fiscal que permita manejar sin sobresaltos los vencimientos de la deuda pública y un stock adecuado de depósitos en bancos correspondientes al sector público. Además de políticas de estímulo de la demanda agregada, de consumo e inversión.

Se tomarán datos específicos que permitan ver el impacto de cada uno de ellos en la economía actual. Todos estos temas se tratan en los siguientes puntos.

2.2.1.1. Caudal apropiado de reservas para garantizar la estabilidad cambiaria

En principio definimos que el caudal de reservas es apropiado cuando el Banco Central puede contener una corrida cambiaria y evitar que ésta culmine con una macrodevaluación. Esto es lo que a su vez desata la llamada inflación cambiaria.

En el año 2009 Argentina sufrió una corrida cambiaria importante. El reporte que permite evaluar el movimiento de divisas en general y la corrida cambiaria en particular es el balance de pagos. El correspondiente a dicho año se expone en el cuadro 2.14.

Al respecto podemos apuntar que el superávit de la cuenta corriente (diferencia entre movimientos positivos y negativos en moneda extranjera por las operaciones corrientes del comercio, los pagos de los factores de producción y las transferencias) alcanzó un valor de 10.995 millones de dólares. Dentro de los movimientos significativos aparecen rentas de la inversión, por un valor negativo de 8955 millones de dólares. Este valor denota el alto grado de extranjerización de la economía y pone de relieve la necesidad de alentar la nacionalización, especialmente mediante incentivos fiscales y financieros a las pequeñas y medianas empresas. Cabe señalar que la inversión extranjera alcanzaba un valor de 11.500 millones de dólares al cierre de 1991 y pasó a ser 76.500 millones de dólares al cierre de 2008.

La cuenta capital y financiera arroja egresos netos por 9.330 millones de dólares. Esta cifra engloba principalmente pagos de la deuda externa y fuga de capitales (sector privado no financiero 7.685 millones de dólares). No obstante el resultado negativo de estas cuentas, las reservas en divisas se incrementaron en 1.346 millones de dólares.

Cabe señalar que la fuga se produce en medio de la crisis internacional en la que los poseedores de fondos se refugiaron en activos de mayor seguridad. Al mismo tiempo pronósticos de default incumplidos ayudaron a incrementar el pánico. La salida de capitales se frenó fuertemente en el tercer trimestre pasando de 4.260 millones (2do trimestre) a 286 millones. Ello debe atribuirse a la culminación de la parte más compleja de la crisis internacional y al cumplimiento del pago de la deuda pública, especialmente el correspondiente al vencimiento de la cuota de los Boden 12 operado en agosto de 2009. A partir de esa fecha comenzaron a recuperarse los precios de los títulos públicos de nuestro país.

Cabe señalar además que controles fijados por el Gobierno a partir de junio de 2009 colaboraron para que la fuga se reduzca. Dichos controles esencialmente apuntaron a detectar maniobras de compra de acciones y/o títulos en pesos, que eran vendidos en dólares en el exterior. También debemos tener en cuenta que el caudal de reservas era apropiado. Con relación a esto debemos tener en cuenta que se deben producir estimativamente las siguientes condiciones. La relación entre el valor de las reservas valuadas en pesos y la base monetaria (Circulación monetaria + depósitos en pesos a favor de los bancos en el Banco Central de la República Argentina) debe ser superior a 1,1 (preferiblemente en un valor aproximado de 1,20). Esta relación supone una cobertura adecuada frente a una demanda total de divisas por parte de los tenedores de pesos

(particulares y bancos).

Cuadro 2.14 – Argentina. Estimación del Balance de Pagos. En millones de dólares. Año 2009

Cuenta corriente	10.995
Mercancías	18.526
Exportaciones fob	55.672
Importaciones fob	37.146
Servicios	-1.285
Exportaciones de servicios	10.967
Importaciones de servicios	12.252
Rentas	-8.955
Renta de la inversión	-8.887
Intereses	-2.260
Crédito	2.140
Débito	4.400
Utilidades y Dividendos	-6.627
Crédito	12.92
Débito	7.919
Otras Rentas	-68
Transferencias corrientes	2.710
Cuenta capital y financiera	-9.330
Cuenta Capital	74
Activos no financieros no producidos	74
Cuenta financiera	-9.404
Sector bancario	-986
BCRA	-1.404
Otras entidades financieras	417
Sector Público no Financiero	-732
Gobierno Nacional (2) (3)	-632
Gobiernos Locales	-65
Empresas y otros	-35
Sector Privado No Financiero	-7.685
Errores y Omisiones Netos	-319
Variación de Reservas Internacionales	1.346
Reservas Internacionales del BCRA	1.582
Ajuste por tipo de pase	235

Fuente: BCRA

A su vez la relación entre el valor de las reservas y los pasivos de exigencia inmediata (Base monetaria + depósitos en cuentas corrientes en moneda extranjera de los bancos en el Banco Central de la República Argentina) debería ser 1 (preferiblemente en un valor estimado en 1,10). Esta relación supone una cobertura para el caso que de que tanto los tenedores de pesos (particulares y bancos) como los titulares de depósitos en moneda extranjera (bancos ante una corrida de depósitos en moneda extranjera) demanden la totalidad de recursos contra divisas billetes.

Todos estos parámetros surgen a partir de la normativa monetaria cambiaria y de la observación de los valores en oportunidad de producirse una crisis. Al respecto en el año 2001 (fecha de la última gran crisis del país el parámetro entre reservas respecto a base monetaria más depósitos en moneda extranjera arrojaba un valor de 0,84). También debemos tener en cuenta que ante el cambio de la Carta Orgánica del BCRA y las medidas de control de cambios y de importaciones dispuestas a fines de 2011 y principios de 2012 estos parámetros pueden relajarse.

El cuadro 2.14 bis que se expone a continuación arroja los resultados para una serie de años (años 97 y 98, 2001 y 2002, 2005 al 2009). En él se incluyen además los pasivos originados por títulos emitidos por el BCRA (columna 5) que aparecen en los balances a partir del año 2002.

Cuadro 2.14.bis – Argentina – BCRA - Reservas internacionales y pasivos sensibles. Millones de pesos

Año	Reservas Internacion.	Base Monetaria	Cuenta Cte. Mon. Ext.	Total Base + Pasiv.M/Ext.	Titulos BCRA	Colum. 4+5	Reserv./ Base Monet.	Reser/ (Base+ Pas. M/E)	Relac Acida
	1	2	3	4	5	6	1 div.	1div	1 div. 6
1997	18.462	15.956	8	15.964			1.16	1.16	
1998	19.654	16.370	22	16.392			1.20	1.20	
2001	32.611	25.950	12.822	38.772			1.26	0.84	
2002	35.173	29.151	1.014	30.165	3.333	33.498	1.21	1.17	1.05
2005	85.145	54.710	6.545	61.255	35.271	96.526	1.56	1.39	0.88
2006	98.366	80.066	7.378	87.444	42.091	129.535	1.23	1.12	0.76
2007	145.469	99.278	8.376	107.654	57.285	164.939	1.47	1.35	0.88
2008	160.202	109.449	17.195	126.644	53.100	179.744	1.46	1.26	0.89
2009	183.598	120.911	29.328	150.239	54.902	205.141	1.52	1.22	0.89

Fuente: Elaborado con datos del BCRA

Cabe señalar que en los años 1997, 1998 y 2001 no existían saldos en concepto de Títulos emitidos por el BCRA. Por lo tanto los valores que se calculan corresponden a la Relación Reservas y Base Monetaria y a la relación Reservas y Base Monetaria + Pasivos en moneda extranjera.

Del cuadro expuesto podemos extraer que las relaciones se mantuvieron en todo el período (con excepción del año 2001) en los parámetros establecidos o por encima de ellos.

La relación ácida (Reservas dividido Base monetaria +cuentas corrientes en moneda extranjera + Títulos emitidos por el BCRA) no presenta problemas en tanto el resultado se halle en valores superiores a 0.70 (en el período 2005/2009 estuvo siempre por encima de esa pauta sin que se verifiquen problemas).

En el año 2001 vemos que la relación Reservas con Base Monetaria + depósitos en cuenta corriente en moneda extranjera arroja un resultado de 0.84. Este valor está por debajo de la pauta de 1. Esta situación unida a la gran cantidad de depósitos en moneda extranjera en poder del público es una de las causales de los problemas que derivaron en la puesta en marcha del llamado corralito y en la corrida cambiaria previa que provocó la macro devaluación. Debemos tener en cuenta que una caída por debajo del límite prudencial se torna compleja, particularmente cuando los depósitos en dólares superan el 50% del total de depósitos. En oportunidad de una corrida el prestamista de última instancia (BCRA) debe cubrir la demanda. Desde luego esto lo puede hacer si tiene un buen caudal de reservas. Precisamente ese fue uno de los problemas al cierre de 2001.

Hecho todos estos análisis finalmente evaluamos el impacto de una eventual pérdida de reservas para el pago de deuda externa. Tomamos como posibilidad la pérdida de 7.000 millones de dólares (cifra un tanto superior al Fondo del Bicentenario que el Gobierno de la Dra. Cristina Fernández propuso crear). Al respecto podemos señalar que una medida de similar sentido se tomó en el año 2006 en el que los parámetros de cobertura cayeron. La caída no perforó los topes señalados. Por esta razón no solo no hubieron problemas si no que además en años siguientes los parámetros se recuperaron con holgura.

2.2.1.2. Superávit fiscal que permita manejar sin sobresaltos los vencimientos de la deuda pública

Vale la pena analizar qué ha venido ocurriendo en los últimos años para comparar estrategias alternativas. El análisis se va a limitar estrictamente a lo cuantitativo. Para ello vamos a tomar el resultado financiero del sector público nacional no financiero (Resultado fiscal tras el pago de intereses) y partiremos de la existencia de dos posibilidades que son resultado financiero deficitario o superavitario.

Desde luego en algunos casos la obtención de un resultado u otro es la consecuencia de la alternativa elegida. Al respecto tenemos dos posibilidades que son el ajuste recesivo del déficit o el ajuste expansivo.

El ajuste recesivo se realiza mediante bajas del gasto público (por ejemplo, reducción de gastos sociales) y / o aumento de los impuestos (por ejemplo, incremento del IVA). Cabe señalar que este ajuste se desarrolla habitualmente con un tipo de cambio bajo. Un ejemplo de este tipo de aplicación lo tuvimos en el período 1999- 2001 (Gobierno del Dr. De la Rúa) en el que se practicaron ajustes (ej: Baja de sueldos de empleados públicos) en medio de un tipo de cambio que solo alcanza superávit de balanza con caída de la producción (Ejemplo: año 2000). El ajuste expansivo se desarrolla mediante un tipo de cambio alto que alienta el ingreso y a su vez este permite alcanzar una mayor recaudación fiscal. Esta alternativa habitualmente desemboca en un resultado financiero superavitario. Se debe tener en cuenta que en la expansión económica debe compensarse año tras año la caída del salario real que surge precisamente por aplicación de un tipo de cambio mayor.

Cabe destacar que el resultado financiero deficitario produce aumento del endeudamiento y/o disminución de activos financieros y/o aumento del endeudamiento y disminución de activos financieros.

A su vez el resultado financiero superavitario produce Disminución del endeudamiento, aumento de activos financieros y/o disminución del endeudamiento y/o aumento de activos financieros y disminución del endeudamiento.

Un par de ejemplos intentan ilustrar lo expuesto. El primero de ellos se relaciona con el cuadro fiscal del año 1997 que se expone a continuación.

Cuadro 2.15. – Argentina Resultado Financiero del SPNF año 1997

<i>Concepto</i>	<i>Millones de \$</i>
Resultado financiero	-4.319.0
Disminución Activo Financiero	1.228.0
Aumento Endeudamiento	3.091.0

Fuente: MECON

Vemos en este caso que el déficit se cubre en parte con pérdida de activos financieros y en parte con un aumento del endeudamiento público. El segundo caso se relaciona con el cuadro fiscal del año 2007 que se expone a continuación:

En el cuadro que mostramos a continuación vemos en este caso que el superávit financiero permite incrementar los activos financieros que están en poder del estado. El exceso en el incremento (crecimiento de activos financieros menos superávit financiero) se produce por el aumento del endeudamiento.

Cuadro 2.16. – Argentina. Resultado financiero del SPNF 2007

<i>Concepto</i>	<i>Millones de \$</i>
Resultado financiero	9.267.0
Aumento Activo Financiero	16.325.0
Aumento Endeudamiento	7.058.0

Fuente: MECON

Finalmente cabe señalar que la existencia del superávit fiscal debemos atribuirla al tipo de cambio alto del año 2007, particularmente en su comparación con el aplicado en el año 1997. Ello se produce particularmente porque en 1997 se manejaba la economía a través del llamado Modelo Liderado por la Deuda en el que el gasto fiscal evitaba la caída de la

economía conforme a las pautas fijadas en el Modelo de Mundell Fleming previsto para una economía abierta con tipo de cambio fijo para un país pequeño. En cambio en el año 2007 el crecimiento se producía por expansión del consumo, de la inversión y del comercio exterior. Los impactos son diferentes. En el primer caso sube la posición neta de las cuentas públicas (deuda menos activos financieros). En el segundo baja. Desde luego la baja se asocia con una evolución favorable de la relación deuda pública / PBI tal como se ha venido desarrollando en estos últimos años.

Desde luego el único punto a analizar es el vinculado con la pertinencia de atender servicios de una deuda ilegítima. Esta duda se disipa si pensamos que desde 1983 a la fecha diversos gobiernos democráticos no la han objetado. Incluso el Gobierno del Dr. Kirchner ha hecho un canje con quita y mejora de condiciones en el año 2005.

2.2.1.3. Stock adecuado de depósitos en bancos correspondientes al sector público

El volumen de depósitos del sector público en bancos, define un activo financiero vital a la hora de establecer la capacidad de pago de los vencimientos de la deuda pública, sean ellos tanto por intereses como servicios de capital. El cuadro siguiente muestra la evolución que los mismos han tenido en estos últimos años.

Cuadro 2.17. – Argentina. Evolución de depósitos del sector público

Fecha	Millones de Pesos
Dic-03	15.282
Dic-04	32.345
Dic-05	36.511
Dic-06	44.930
Dic-07	49.347
Dic-08	66.678
Dic-09	67.937
Dic-10	110.657
Dic-11	125.657

Fuente: Base de datos publicada por la FCE de Universidad de Lomas de Zamora, con cálculos propios.

Observamos que desde diciembre de 2003 a diciembre de 2011 los depósitos del sector público han crecido en forma significativa. Si tomamos para algunos de esos años la relación depósitos / deuda pública vemos los resultados que se exponen en el siguiente cuadro 2.18.

Cuadro 2.18. -Argentina Evolución de Depósitos del sector público nacional no financiero y deuda neta (en millones de pesos)

Año	Depósitos (Millones \$)	Deuda Neta	Dep/ Deuda
2003	15.282,00	460.752,00	3,30%
2007	49.347,00	402.641,00	12,30%
2008	66.678,00	449.138,00	14,80%

Fuente: UNLZ- Económicas

Vemos aquí que la relación porcentual entre los depósitos del sector público no financiero y su deuda neta se ha prácticamente quintuplicado desde 2003, pasando de un 3,3% en 2003 a casi un 15% en 2008.

2.2.1.4. Evolución de la deuda pública en una proporción inferior al crecimiento del Producto Bruto Interno.

Si la deuda decrece como proporción del PBI ello significa que la solvencia del país mejora. El cuadro siguiente 2.19 muestra la evolución de esta proporción.

Cuadro 2.19. – Argentina Relación Deuda Pública SPNF sobre el PBI

En millones de pesos				
Año	Deuda Bruta	Deuda Neta	PBI corriente	% deuda/ PBI
20	128.018	119.157	284.204	41,9%
20	144.452	134.693	268.697	50,1%
20	466.887	442.191	312.850	141,3%
20	521.708	460.752	375.909	122,6%
20	569.869	512.002	447.643	114,4%
20	391.033	337.095	531.939	63,4%
20	418.653	362.939	654.413	55,5%
20	455.750	402.641	812.456	49,6%
20	503.906	449.138	1.032.758	43,5%

Fuente: UNLZ- Económicas

Cabe destacar que convirtiendo en PBI en dólares aplicando el tipo de cambio nominal de cada período vemos que el valor del año 2001 se mantiene en 268.697 mientras que el año 2002 el valor es 97.332 millones de dólares.. Por lo tanto observamos que la deuda crece fuertemente, en el año 2002, debido a la devaluación y a que la deuda pública se denominaba mayormente en moneda extranjera. En consecuencia vemos que la relación deuda pública/PBI ha crecido casi al triple (pasa del 50.13% al 141.34%). Luego en el año 2005 la proporción deuda / PBI cae debido al canje y a partir del año 2006 comienza un descenso gradual de la relación. Los sucesivos superávits fiscales hacen posible esta situación. Al mismo tiempo la deuda externa pasó de ser del 97 % en 2001(datos tomados del INDEC con cálculos propios) al 62% en 2008 (datos tomados del Ministerio de Economía).Debemos tener en cuenta que cerca del 50% del total de deuda es con el propio Estado.

Cabe señalar que si comparamos el año 2000 contra el 2008 podemos ver que la situación de 2008 luce peor pese a las quitas y a los pagos. No obstante lo señalado en el punto anterior debemos tener en cuenta que los números de 2000 y 2001 están distorsionados por un tipo de cambio fijo excesivamente bajo (un dólar un peso) que conducía inexorablemente hacia recurrentes déficits de la balanza comercial. Déficit que a su vez condujeren al país hacia un callejón sin salida aumentando el endeudamiento externo para sostener el tipo de cambio. La devaluación fue la consecuencia final del desequilibrio de la paridad.

2.2.1.5. Un tipo de cambio multilateral adecuado que mejore sustantivamente el saldo de la cuenta corriente del balance de pagos

El índice del tipo de cambio multilateral se expone en el siguiente cuadro 2.20 y toma como año base 1995.

Cuadro 2.20. – Argentina - Evolución del tipo de cambio multilateral real

<i>Año</i>	<i>Promedio Anual</i>
1991	145,86
1992	125,35
1993	108,1
1994	112,68
1995	120,84
1996	121,76
1997	117,33
1998	113,16
1999	102,96
2000	104,14
2001	98,55
2002	236,05
2003	213,34
2004	225,38
2005	229,55
2006	235,68
2007	242,65
2008	251,22
2009	269,64
2010	284,86
2011	294,93

Fuente: BCRA con cálculos propios

Se observa que el tipo de cambio multilateral creció fuertemente en los últimos años. Esto surge de comparar el período 2004/2011 contra la década del noventa. Debemos tener en cuenta que este índice refleja con mayor precisión el tipo de cambio real toda vez que tiene en cuenta indicadores más completos (tipo nominal e inflación de nuestro país y tipo

nominal e inflación de terceros países con los que opera Argentina). Al respecto el BCRA refiere al tipo de cambio multilateral del modo referido en la página 36 de esta tesis.

La mejora en el tipo de cambio se refleja en el saldo de la cuenta corriente del balance de pagos. El cuadro siguiente muestra el desempeño del mismo.

Cuadro 2.21. – Argentina - Cuenta corriente del balance de pagos (Millones de dólares)

<i>Año</i>	<i>Saldo</i>
1991	-672
1992	-5.558
1993	-8.209
1994	-10.981
1995	-5.104
1996	-6.755
1997	-12.116
1998	-14.465
1999	-11.910
2000	-8.955
2001	-3.780
2002	8.767
2003	8.140
2004	3.212
2005	5.275
2006	7.709
2007	7.354
2008	6.756
2009	11.085
2010	2.931
2011	17

Fuente: INDEC

Vemos que en los años correspondientes a la década del noventa y el 2001 los saldos son negativos. Luego tras la corrección cambiaria tenemos saldos positivos. Más adelante veremos que este desempeño se obtiene con un fuerte crecimiento de la actividad económica.

2.2.1.6. Un sistema impositivo menos regresivo

Con un sistema impositivo menos regresivo se logra una distribución del ingreso más equitativa. A su vez con ello es posible alcanzar una reducción del consumo imitativo (consumo de bienes importados) y un incremento de la inversión pública por mejora del ahorro público.

En el primer caso vemos que un impuesto más progresivo resta recursos a los sectores de mayor ingreso (Prebisch,1981, 139) Esto hace que se reduzcan las importaciones de productos suntuarios.

Al mismo tiempo la progresividad del sistema permite elevar la presión fiscal sin tensiones sociales masivas. Esto a su vez acrecienta la probabilidad de mejorar la inversión pública a través de un mejor ahorro público.

El siguiente cuadro 2.22 muestra la evolución de los principales impuestos entre 1997 y 2008.

Cuadro 2.22. – Argentina - Evolución de la recaudación anual de los principales impuestos nacionales

En % Recaudación total (DGI + Aduana)					
Concepto	1997	2000	2002	2005	2008
Ganancias	21,9	26,1	20,9	27,2	24,6
IVA	57,0	51,1	42,9	37,6	39,5
Comercio exterior	7,4	5,0	15,0	15,7	20,6
Otros	13,6	17,9	21,3	19,5	15,3
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fuente: Fundación Capital

Vemos que el IVA fue perdiendo peso con respecto a la recaudación total (pasó del 57 % en el año 1997 al 39% en el 2008) en tanto que el impuesto al Comercio Exterior creció fuertemente (pasó del 7% al 21%). Cabe destacar que el impuesto al Comercio Exterior lo pagan en una gran proporción los exportadores de materias primas. Si bien sería preferible que se eleve la proporción del impuesto a las ganancias, no es menos cierto que el Estado tiene dificultades fiscalizadoras que hacen necesario recaudar en la fuente (ej.: exportaciones).

2.2.1.7. Una relación adecuada entre la deuda externa pública y la existencia de reservas en divisas.

La cantidad de reservas es un dato importante a tener en cuenta. Fundamentalmente las mismas deben alcanzar un porcentaje significativo con respecto a los vencimientos de la deuda externa y las importaciones. El cuadro siguiente muestra la evolución de las reservas como porcentaje de la citada deuda externa.

Cuadro 2.23. – Argentina – Reservas Internacionales sobre Deuda externa

Año	Reservas (millones de U\$S)	Deuda externa	%
1990	6.169	52.125	12
1995	16.752	67.192	25
2000	18.792	84.936	22
2004	19.838	115.844	17
2008	46.386	76.654	61
2009	47.967	79.444	60
2010	52.145	96.954	54
2011	46.376	107.377	43

Fuente: Años 1990 a 2004 Dos siglos de Economía Argentina de Orlando Ferreres
Años 2008 a 2011 BCRA y Ministerio de Economía

Vemos que en el año 2008 el porcentaje creció 6 veces contra el correspondiente al año 1990. Desde luego este mayor porcentaje permite asegurar los cumplimientos que derivan de intereses y amortizaciones en moneda extranjera.

2.2.1.8. Una relación adecuada entre el crecimiento económico y el saldo de la balanza comercial.

La relación entre el crecimiento y el saldo de la balanza comercial se puede considerar adecuada cuando se producen simultáneamente un crecimiento el PBI y saldo de la balanza comercial positivo. El siguiente cuadro 2.24 muestra la evolución del período 1997-2008.

Cuadro 2.24. Argentina - Relación entre la variación del PBI y la Balanza comercial

Año	Variación % PBI	Balanza Comercial Millones U\$S
1997	8,1	-2.123
1998	3,9	-3.097
1999	-3,4	-794
2000	-0,5	2.558
2001	-4,5	7.451
2002	-10,9	16.883
2003	8,5	16.292
2004	9,0	12.130
2005	9,2	11.664
2006	8,5	12.307
2007	8,7	11.071
2008	6,8	12.598
2009	0,9	16.980
2010	9,1	14.266
2011	8,9	13.540

Fuente: Indec

Vemos que las condiciones señaladas se presentan en el período 2003/ 2008. Desde luego el tipo de cambio jugó un papel preponderante para alcanzar este objetivo junto a otros factores que inciden en el comportamiento de la balanza comercial (ej.: términos de intercambio)

2.2.1.9. Un saldo de la cuenta corriente del balance de pagos que permita disminuir el crecimiento de la deuda externa pública,

Un saldo positivo de la cuenta corriente del balance de pagos es una condición necesaria para que sea posible cumplir el objetivo de disminución de la deuda pública externa. El cuadro siguiente 2.25 muestra la evolución del período 1992-2011.

Cuadro 2.25. – Argentina -Saldo de la Cuenta Corriente y Deuda Externa. (Millones de dólares)

<i>Año</i>	<i>Saldo de la Cuenta Corriente</i>	<i>Deuda Externa</i>
1992	-5.558	50.678
1993	-8.209	53.620
1994	-10.981	61.268
1995	-5.104	67.192
1996	-6.755	74.113
1997	-12.116	74.912
1998	-14.465	83.111
1999	-11.910	84.750
2000	-8.955	84.936
2001	-3.780	87.907
2002	8.767	91.247
2003	8.140	105.895
2004	3.212	115.884
2005	5.275	63.684
2006	7.709	57.363
2007	7.354	76.354
2008	6.756	76.654
2009	11.085	79.444
2010	2.931	96.954
2011	-307	107.377

Fuente: Elaboración propia con datos del INDEC

Vemos que en el período 1992/2001 existieron saldos negativos de la cuenta corriente del balance de pagos e incesantes crecimientos de la deuda externa pública. En el período 2003/2011 se producen saldos positivos y la deuda externa se reduce o crece en modo controlado. Cabe señalar que una parte de la baja del valor operada a partir de 2005 obedece al canje que efectuó el Gobierno. El mismo produjo una baja en el valor de la deuda total por las quitas efectuadas y una reducción adicional en el valor de la deuda externa porque algunos títulos en dólares se canjearon por títulos en pesos.

Claramente podemos apreciar que en el 2008 se produjo un crecimiento de la deuda. Aún así se destaca la diferencia con los crecimientos significativos operados en la década del noventa e inicios del 2000.

Cabe agregar que los resultados acumulados de la cuenta corriente del balance de pagos fueron los siguientes. En el período 1976/2002 (período dominado por el enfoque ortodoxo) se produjo un rojo acumulado de alrededor de 110.000 millones de dólares en tanto que en el período 2003/2008 (período dominado por el enfoque heterodoxo) hubo un superávit acumulado de alrededor de 40.000 millones de dólares.

Si bien, con excepción del período 1990/2011, no se cuenta con información de la evolución del tipo de cambio multilateral, cabe inferir que durante la aplicación ortodoxa prevaleció un tipo de cambio inferior al utilizado durante la aplicación heterodoxa. Desde

luego la comparación con la década del noventa parece reafirmar esta afirmación.

2.3. Fuga de Capitales ¿Un problema del modelo?

Antes de abordar la evolución que tuvo la fuga de divisas en nuestro país, corresponde hacer un análisis teórico del problema en cuestión Diamand (1999,99). Al respecto podemos explicar el comportamiento de los capitales, especialmente los golondrinas, tomando en consideración que en primer lugar, cuando un país tiene un tipo de cambio fijo o con evolución pautada y una tasa de interés local alta es probable que ingresen capitales. Para ello es necesario que la ganancia financiera luego de convertir los dólares a pesos, invertirlos y luego reconvertirlos nuevamente a dólares sea sensiblemente superior (debe contemplar además cubrir la tasa de riesgo país) a la ganancia que pueda obtenerse en una plaza extranjera.

En segundo lugar, cuando un país tiene un tipo de cambio variable y una tasa de interés local baja es probable que los capitales fuguen. Especialmente ello ocurre cuando la ganancia financiera descripta en el punto anterior es inferior a la tasa de interés internacional.

También cuando existen riesgos de devaluación o agotamiento del modelo económico los capitales se fugan.

Por último, cuando los principales actores económicos suponen que pueden ganar una pulseada giran capitales al exterior en aguardo de una devaluación provocada por dicha fuga.

Concentrando el análisis en los primeros dos puntos, nos interrogamos acerca de los costos y beneficios de una política que privilegie la ganancia financiera de los poseedores de capitales golondrina.

Haciendo un listado de los mismos tenemos que el principal beneficio del ingreso de fondos para un país es el vivir por encima de las posibilidades que permiten los recursos propios. Desde luego esto es válido hasta un punto límite. El mismo ocurre cuando la confianza se deteriora y viene la corrida financiera. Allí un país se ve obligado a hacer un ajuste fuerte.

El costo tiene que ver con una mejora de las ganancias financieras en detrimento de las productivas. A su vez la deuda pública crece y con ello queda comprometida la situación futura del país.

Haciendo un análisis de lo ocurrido en Argentina en los últimos años observamos que cuando el país tiene superávit de la cuenta corriente del balance de pagos se producen fuga de capitales y al contrario, cuando el país tuvo déficit de la cuenta corriente del balance de pagos se produce ingreso de capitales.

Va de suyo que el superávit es consecuencia de un tipo de cambio variable y de paridad de equilibrio o superior. El déficit en cambio es consecuencia de un tipo fijo apreciado o pautado. Desde luego el déficit constituye una amenaza latente de devaluación. El cuadro que se expone a continuación explica el comportamiento señalado.

Cuadro 2.26. –Argentina - Indicadores del balance de pagos. Millones de dólares

Concepto	1992	1995	1998	2001	2004	2008	2009	2010	2011
Cta Cte	-5.558	-5.104	-14.465	-3.780	3.212	7.089	7.089	2.791	-307
Cuenta Cap.	9.169	7.701	18.354	-5.442	1.518	-8.082	-9.313	2.362	-3.129
Errores	-337	-2.699	-451	-2.861	590	1.002	-336	-996	-2.672
Reservas	3.274	-102	3.438	-12.083	5.320	9	1.346	4.157	-60.108
Fuga	7.053	-2.860	5.414	-13.798	-499	-9.458	-7.685	2.630	-7.455

Fuente: Elaboración propia con datos del INDEC

Los datos fueron tomados de INDEC en las series históricas del sector externo en la parte específica del balance de pagos. En cuanto al concepto de fuga se destaca que surge de la cuenta capital y corresponde a los saldos del sector privado no financiero.

Vemos que en los años 1992 y 1998, correspondientes al período de convertibilidad, tenemos déficit de la cuenta corriente del balance de pagos con ingreso de capitales y privatizaciones (US\$ 7053 y US\$5414 millones). La excepción la constituye el año 1995 que tiene déficit en la cuenta corriente y presenta fuga de capitales (ello ocurre en medio de la crisis de México). Paradójicamente en los años 2004, 2008 y 2009 tenemos superávit de la cuenta corriente del balance de pagos con fuga de capitales (US\$499, US\$9458 y US\$7.685 millones). Vemos también que en los años 1992 y 1998 el crecimiento en las reservas es superior a los años 2008 y 2009. A su vez en aquellos años la cuenta capital es positiva (entre otras cosas crece la deuda externa) en tanto que en el 2008 y 2009 la cuenta capital es negativa (baja la deuda externa). El siguiente cuadro sintetiza la situación.

Cuadro 2.27. – Argentina. Balance de Pagos. Evolución del Ingreso o Fuga de Capitales, saldo de la cuenta corriente y de la cuenta capital.

Periodo	Ingreso o Fuga	Saldo Cuenta Corriente	Cuenta Capital
1992-2000	34.659	-84.052	115.663
2003-2011	-19.640	51.983	-15.735

Fuente: INDEC

Este último cuadro permite extraer, entre otras, las siguientes conclusiones. En el período 1992/2000 no hubo fuga de capitales. Al contrario hubo ingresos de divisas por parte del sector privado no financiero por US\$34.659 millones. Ello ocurrió en medio un saldo negativo de la cuenta corriente del balance de pagos de US\$84.052 millones. Al mismo tiempo la cuenta capital fue superavitaria en US\$115.663 millones (parte de ese superávit contribuyó a incrementar la deuda externa).

En el período 2003/2011 hubo fuga de capitales por US\$149.640 millones. Paradójicamente ello ocurre con un superávit de la cuenta corriente de US\$51.983 millones y con un déficit de la cuenta capital de US\$15.735 millones (parte de ese déficit tiene que ver con pagos de la deuda externa).

Claramente la situación que se presenta en el período 2003/2011 es mucho más sólida. Si bien en el período 1992/2000 no hubo fuga de capitales tenemos que la situación se tornó

explosiva en el año 2001 (la fuga rondó los US\$14.000 millones). Dicha explosión tomó al país en una situación estructural delicada (existían recurrentes déficits externos). La fuga del período 2003/ 2011 es manejada en forma razonable mediante una política cambiaria que propende al superávit externo. La deuda externa se halla estabilizada en el último período. En el anterior crecía incesantemente.

Más allá de estas apreciaciones no deja de ser necesario hallar una política que al tiempo que los resultados expuestos evite la fuga de capitales. En tal sentido algunas medidas serían, entre otras, establecer una política crediticia que oriente los fondos hacia proyectos productivos y realizar controles que aseguren el ingreso de divisas provenientes de la exportación. En línea con la política anterior podría volver a aplicarse la refrendación de exportaciones. La misma le asignaba a los bancos la obligación de denunciar a los exportadores que no ingresaban a tiempo las divisas. Específicamente deben evitarse las salidas de divisas del sector privado no financiero.

2.3.1. El proceso inflacionario en medio de la reactivación económica. Período 2005-2011

Frente al problema de la inflación nos surge el siguiente interrogante: ¿El control inflacionario resulta esencial a la hora de evitar una crisis económica?

Al respecto debemos tener en cuenta dos países que presentan serios problemas, Grecia y España. Las tasas de inflación de estos países en el año 2009 se exponen en el cuadro siguiente.

Cuadro 2.28. –Inflación en Grecia y España

País	Inflación anual
Grecia	2.6%
España	1.1%

Fuente: The Economist, febrero de 2010

Cabe señalar que estos países tuvieron a su vez caída del PBI. Al mismo tiempo debemos recordar que la crisis de nuestro país, desatada a fines de 2001, se presentó en medio de una deflación del 1.5% anual.

Desde luego estos datos no desdican los riesgos que la inflación acarrea. Simplemente debemos tener en cuenta que algunos de los remedios utilizados para su control suelen ser peores que la enfermedad.

Cuando se piensa que la demanda corre por delante de la oferta la ortodoxia económica recomienda que se le quite ritmo con el fin de reducir la distancia. Se parte de la idea que el exceso de demanda genera inflación. Esta idea no es apropiada cuando este exceso ocurre en medio de recursos desempleados. Reducir el ritmo de demanda sería convalidar la tasa de desempleo y quizás ampliarla.

Con relación al tipo de cambio se suele decir que el tipo competitivo desalienta la importación de bienes. Indudablemente esto reduce la oferta de bienes. La propuesta al respecto es apreciar el peso. Desde luego este tipo de política agradece la producción local. Por lo tanto no es aconsejable.

Lo planteado hasta aquí parte del supuesto de que el Estado al expandir el gasto público y la masa monetaria genera una demanda no correspondida por una producción genuina. Por lo tanto se plantea un ajuste fiscal y monetario. Desde nuestro punto de vista esto no resulta aconsejable porque la decisión de expandir el gasto apunta a cambiar la fase del ciclo económico. Un ejemplo claro de ello tiene que ver con la asignación universal por hijo. En oportunidad de aplicar esta política (año 2009) el país estaba atravesando un proceso recesivo. A su vez la expansión monetaria, que es esterilizada mediante la colocación de letras del BCRA, es funcional al objetivo de adquirir divisas para evitar la baja de su precio. Todo esto desata la puja distributiva. Esta se elimina con incremento del desempleo. Esto a su vez se logra desactivando la economía (Prebisch, 1956,21) Una alternativa a esto es ordenar la puja distributiva mediante la implantación de un Consejo Económico y Social con amplia participación de todas las fuerzas económicas y sociales del país. Especialmente las fuerzas del campo empresario y laboral. (Plan trienal 1974-1977)

Por lo tanto las ideas que apuntan a reducir la inflación sin analizar el impacto social no resultan apropiadas para un crecimiento sostenible.

2.4. Acerca de la independencia del Banco Central

El manejo de la política monetaria puede realizarse con un Banco Central dependiente del poder central o con un banco central independiente.

Los que propician (Exposición de motivos de la Reforma de la última Carta Orgánica del BCRA) la primera idea basan su razonamiento en que la política monetaria no se puede disociar de la política económica. Bien podría suceder que el Ministerio de Economía fije una política fiscal expansiva y que el Banco Central la anule total o parcialmente mediante una política monetaria contractiva.

Adicionalmente cuestionan dicha independencia debido a que la misma por si sola no impide las crisis. Al respecto mencionan dos ejemplos contundentes que son la crisis de nuestro país en el año 2001 y la crisis de Estados Unidos en el año 2008.

Cabe señalar que ambas crisis sucedieron en el marco de Bancos Centrales independientes de los respectivos gobiernos.

Los que propician la independencia (Prebisch 1956,54) son partidarios del control por oposición, para ejercer un programa antiinflacionario y para mantener estable la tasa de interés.

En nuestro país fueron utilizadas las dos alternativas. La experiencia vinculada con la dependencia del poder central se aplicó por última vez a partir del año 1973. En efecto la ley 20.539, vinculada con la Carta Orgánica del Banco Central, sancionada el 11 de septiembre de 1973 rigió hasta el 22 de octubre de 1992. El artículo 4 de la citada ley, entre otras cosas, decía:

“La actuación del banco se ajustará a las directivas que el Gobierno Nacional, por intermedio del Ministerio de Economía, dicte en materia de política económica, monetaria, cambiaria y financiera.”

Al mismo tiempo el artículo 8 de esta ley señalaba en sus inicios lo siguiente:

“El presidente, el vicepresidente y los 5 directores designados por el Poder Ejecutivo durarán 4 años en sus mandatos y podrán ser reelectos indefinidamente”

La citada ley fue reemplazada por la ley 24.144. La misma fue sancionada el 23 de septiembre de 1992 y rige hasta el presente. La enorme diferencia con la anterior ley se puede observar en el siguiente párrafo del artículo 3:

“En la formulación y ejecución de la política monetaria y financiera el banco no estará sujeto a órdenes, indicaciones o instrucciones del Poder Ejecutivo nacional”

Contradictoriamente otro párrafo de ese mismo artículo dice: “El Estado nacional garantiza las obligaciones asumidas por el Banco”. Es decir que el Estado no tiene injerencia pero si responsabilidad.

Otro punto que marca la independencia lo vemos en la primera parte del artículo 7 que dice lo siguiente: “El presidente, el vicepresidente y los directores serán designados por el Poder Ejecutivo Nacional con acuerdo del Senado de la Nación”

En cuanto a la asistencia financiera al Gobierno Nacional conforme al artículo 20 la misma debe observar los siguientes parámetros. No podrá superar el 12% de la Base Monetaria ni el 10% del monto que el Gobierno nacional haya recaudado en los últimos 12 meses. Finalmente el límite es el límite máximo es el 12% de la base y no se computan aquellos adelantos obtenidos para cancelar obligaciones con organismos multilaterales.

En base a las alternativas expuestas no cabe duda acerca del que el Poder Ejecutivo no puede perder el manejo del Banco Central. Dicho en otros términos resulta inconcebible que el Banco Central se maneje de manera independiente. Quizás para evitar excesos de parte del Poder Ejecutivo la ley que regule el tema monetario debería estipular regulaciones prudenciales que eviten desbordes. La reciente reforma de la Carta Orgánica del BCRA del 5 de abril de 2012 contempla estos objetivos. Esto se halla parcialmente contemplado en el artículo 4 inciso d.

2.5. El sistema financiero

Las diferencias de política cambiaria que llevan a cabo los países deben contemplarse a la luz de las estructuras generales y en especial de la estructura financiera. De lo contrario puede incurrirse en el error de querer aplicar políticas idénticas. Un ejemplo claro de ello es

la diferencia que se observa entre Brasil y Argentina. Particularmente se observa que Brasil apreció su moneda en términos nominales (Período 2005-2010), mientras que la Argentina evita la apreciación mediante una política monetaria expansiva.

La política de Brasil a priori luce más apropiada debido a que no apela a la emisión monetaria para evitar la apreciación de su moneda. Esto a su vez constituye una herramienta valiosa en la lucha antiinflacionaria. Al mismo tiempo Brasil no sufre tropiezos en su desempeño comercial. Esta última idea merece por lo menos dos reflexiones. Una concierne a que este análisis omite el punto de partida del ajuste cambiario (Brasil devaluó en el año 1999 en tanto que Argentina lo hizo en el año 2002). Otra establece las diferencias estructurales a favor de Brasil que hacen que el tipo de cambio no sea tan determinante como en Argentina (Ej.: sistema financiero). Las cuestiones vinculadas con el sistema financiero se tratan a continuación.

2.5.1. Impacto del sistema financiero en el sector productivo

Los sistemas financieros nacionales están regido en la mayoría de los países por las Normas de Basilea Las mismas constituyen un conjunto de regulaciones prudenciales que apuntan a preservar la salud de los bancos, especialmente minimizando riesgos crediticios. A mayor riesgo (ej.: crédito sin garantías) se toma un mayor ponderador para definir el capital que deben integrar. Estas podemos resumirlas, en cuanto a las regulaciones en instituciones financieras, en varios puntos.

Primero, la regulación de la calificación de las entidades por parte de los respectivos bancos centrales.

Segundo, la regulación del régimen de provisiones por incobrabilidad (si bien no se relacionan directamente con la normas de Basilea su aplicación incide en la evolución de los capitales de las entidades financieras) estableciéndolas en función de grados de cumplimiento y de garantías. Cabe acotar que en el caso de créditos a empresas se suele provisionar en función del flujo de fondos futuro.

Tercero en Argentina hasta la suma de \$ 750.000 el saldo de deuda de empresas es pasible de ser asimilado a la cartera de consumo. De este modo se amplían las posibilidades para empresas, dado que los bancos las clasifican en función del grado de cumplimiento del pago de la operación concedida

Cuarto, la determinación del capital exigible en función de la calificación de las entidades y de ponderadores de riesgo de los activos (particularmente inciden los créditos). Inciden otros cálculos que tienen que ver con riesgos de tasas de interés y de mercado. Solo se analizará la incidencia de la calificación y de la ponderación de riesgo de los activos.

Desde luego las provisiones inciden en el cuadro de resultados de las entidades. El impacto en el mismo se produce del siguiente modo. A menores provisiones menor impacto en el cuadro de resultados. La imputación a pérdidas es menor y por ende el patrimonio neto no se reduce en forma significativa. A mayores provisiones mayor impacto en el cuadro de resultados. La imputación a pérdidas es mayor y por ende el patrimonio neto se reduce en forma significativa.

En consecuencia el tamaño de las provisiones se relaciona con la determinación del capital. A su vez este toma valor exigible a partir de la calificación y de los activos de riesgo.

La calificación de las entidades se asigna en base al denominado CAMEL el que se desagrega por letra de acuerdo a las siguientes pautas. “C” significa Capital. Las instituciones son valuadas en cuanto a la cantidad de capital. “A” significa Activos. Al respecto se evalúa la calidad de los activos de las instituciones financieras. “M” significa Management. En consecuencia se califica el gerenciamiento de las instituciones. “E” significa Eficiencia. Las instituciones se califican en cuanto a sus procedimientos administrativos y sus sistemas de control. “L” significa Liquidez. La liquidez también es tenida en cuenta a la hora de calificar las instituciones.

En función de estos elementos el Banco Central califica a cada una de las entidades financieras con una nota que va de 1 a 5. Uno significa excelente y cinco pésimo. A su vez la nota incide en el porcentaje de capital que deben integrar (con uno el porcentaje es mas bajo y a medida que la calificación aumenta (la entidad empeora) el porcentaje a integrar es mayor. La escala porcentual es la siguiente.

*Cuadro 2.29. – Normas de Basilea.
Porcentaje de capital a integrar por las entidades según su calificación*

Calificación	Valor de K
1	0,97
2	1
3	1,05
4	1,1
5	1,15

A su vez los activos de riesgo definen el tamaño de la integración de capital en base a los siguientes criterios. A menor riesgo menor ponderador para integrar capital y al contrario, a mayor riesgo mayor ponderador para integrar capital.

En resumen, el capital exigible para las instituciones, una vez que éstas están en funcionamiento (al inicio existe un capital a integrar por cada tipo de institución, luego una vez que la institución inicia actividades (toma depósitos, presta fondos a empresas, familias, sector público) surge en función de los cálculos que toman en cuenta los activos conforme sus riesgos. Las normas de Basilea regulan el capital que se les exige a los bancos en función de los riesgos crediticios. A mayor riesgo se les exige mayor capital. El cálculo básico se expone a continuación:

$$\text{Capital exigible} = K * [r * (\text{Sumatoria de activos por ponderador de riesgo})]$$

Siendo:

K igual al porcentaje que surge de la calificación de las entidades (peor calificación mayor porcentaje)

$$r = 0.08$$

Activos: son los distintos activos de las Instituciones

Ponderador de Riesgo: es el valor con el que se multiplican los activos (Ejemplo caja tiene un ponderador del 0% en tanto que un crédito sin garantía tiene un ponderador del 100%)

¿Cómo impacta el tema riesgo en la asignación de créditos? Indudablemente desalienta la política de créditos, especialmente aquella que no cuente con garantías preferidas. En resumen los mecanismos señalados limitan la cantidad de créditos. Argentina es un de los países de América Latina con el cociente más bajo entre créditos/ PBI. A modo de ejemplo tenemos que en Colombia la cartera de créditos como proporción del PBI en el año 2009 era del 26% (Investor Service SA Documento número 33) en tanto que en Argentina a esa misma fecha el porcentaje era del 10.5% (CEFID-AR, 2011, 12)

Las normas de Basilea también deterioran la calidad crediticia (se reducen los créditos a largo plazo sin garantías preferidas) atento a que los ponderadores aumentan cuando los créditos carecen de garantías preferidas.

Según lo afirmado más arriba, vemos que el sistema financiero en Argentina es desfavorable para la producción. Hasta tanto esto se modifique el esfuerzo por mantener un tipo de cambio competitivo resulta imprescindible. En el punto siguiente se verán las enormes diferencias que presenta Brasil a su favor.

2.5.2. El sistema financiero en Brasil

Al igual que en la mayoría de países del mundo, en Brasil el sistema financiero está regido por las Normas de Basilea. Sin embargo este país presenta una diferencia sustantiva con Argentina, el BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico y Social) no toma depósitos del público y en consecuencia escapa a las regulaciones de riesgo crediticio y de exigencia de capital mínimo. Sus principales características son las siguientes. En primer lugar debemos señalar que es un banco estatal que desde 1988 se fondea con el Fondo de Asistencia al Trabajo (FAT). Dicho fondo surge de aplicar mensualmente el 1% sobre los sueldos de los trabajadores.

Cabe destacar que el 40% del Fondo de Asistencia al Trabajo debe aplicarse a aumentar el PBI y a la creación de nuevos puestos de trabajo. A fines de los 90 los créditos otorgados por el BNDES representaban el 25% del total. En el año 2002 alcanzaban el 33%.

Al mismo tiempo debemos tener en cuenta que en el año 2006 las financiaciones concedidas fueron a un promedio de 83 meses de plazo en tanto que en la banca privada lo fueron a 7 meses de plazo. En ese mismo año el crédito a empresas representaba el 94% del total de la cartera del BNDES (cabe señalar que en nuestro país el crédito a empresas ha venido perdiendo terreno con relación al crédito al consumo). En el año 2010 comparado con el 2007 los créditos por tarjetas crecieron un 3.7% en la participación del total en tanto que los créditos contra documentos crecieron un 1.1 % (CEFID-AR, 2011,19).

2.5.3. Impacto del BNDES

La relación crediticia respecto al PBI entre nuestro país y Brasil es la siguiente.

Cuadro 2.30. Argentina y Brasil - Crédito como % del PBI

<i>País</i>	<i>1990</i>	<i>1997</i>	<i>2006</i>
Brasil	24	41	33
Argentina	13	20	11

Fuente: CEFID- AR

Claramente se advierte que la relación entre Brasil y Argentina (créditos como % del PBI) en el 2006 es de 3 a 1. Además del mayor volumen Brasil tiene, como ya se señaló, mejores condiciones para financiar las actividades productivas. Esto último debido a que los créditos entregados por el BNDES son de mediano y largo plazo. En cambio en nuestro país el crédito es mayoritariamente de corto plazo (CEFID-AR, 2011,19).

2.5.4. Juicio crítico a las normas de Basilea

Las normas de Basilea presentan regulaciones microprudenciales y no tienen en cuenta regulaciones macroprudenciales.

Lo apuntado nos indica que las normas son insuficientes para realizar una detección temprana de una crisis bancaria. Al respecto, para ilustrar tomamos dos casos contemporáneos.

Una fue la crisis de nuestro país ocurrida a fines de 2001 y otra la crisis bancaria desatada en Estados Unidos en septiembre de 2008.

En el primer punto debemos señalar que nuestro país puso en marcha las normas de Basilea a partir del 18 de julio de 1991 mediante la comunicación del BCRA A número 1858. Cabe destacar que la tasa sugerida era del 8% (relación capitales respecto cartera de créditos) mientras que la tasa aplicada fue mas severa (11.5%). Como ya se señaló las normas no contemplan cuestiones macroeconómicas ni mucho menos riesgos cambiarios. Con la implementación del sistema de depósitos bimonetario (pesos y dólares) quedaron abiertos enormes riesgos debido a que el BCRA no puede actuar como prestamista de última instancia en caso de producirse una corrida de depósitos en dólares.. Esto finalmente ocurrió en 2001 y el sistema bancario en su conjunto colapsó. La política implementada por el BCRA hizo que las normas de Basilea resultaran insuficientes para resguardar el sistema financiero.

En el segundo vemos que la crisis se produjo sin atenuantes. Los bancos comenzaron a mostrar una fragilidad inusitada. De no haber intervenido la Reserva Federal a fines del año 2008 las quiebras bancarias en Estados Unidos hubiesen sido innumerables. Desde luego el contagio se habría corrido hacia la mayoría de los países. Las razones del fracaso de Basilea (en Estados Unidos se produjeron corridas bancarias que fueron detenidas por la intervención de la Reserva Federal) para este caso particular debemos encontrarlas en las siguientes observaciones.

Por un lado, como ya se dijo Basilea no presenta regulaciones macroprudenciales. En

este caso puntual debió haberse alertado acerca de la exageración de los precios inmobiliarios.

Por otro lado, Basilea agudiza la crisis en lugar de reducirla. Ello porque a medida que los precios de los activos en garantía bajan los bancos se ven obligados a incrementar los ponderadores de riesgos y ello los lleva a constituir mayor capital. Desde luego un modo de salir de este problema es vendiendo activos. Esto agudiza las bajas de precios y por ende la intensidad y extensión de la crisis.

Los bancos en Estados Unidos escaparon parcialmente a las regulaciones de Basilea mediante el proceso de titularización (venta de carteras de créditos hipotecarios). Los compradores de cartera quedaron afuera de la regulación y los vendedores convirtieron los activos crediticios en liquidez.

En resumen podemos señalar que las normas de Basilea impiden un crecimiento genuino del crédito productivo de mediano plazo y a su vez el esfuerzo no logra atenuar una crisis económica.

2.5.5. Efectos colaterales que surgen de la aplicación de las Normas de Basilea en nuestro país.

Entre los principales efectos colaterales podemos enunciar los siguientes:

Se incrementa la tasa de interés activa (tasa aplicada a préstamos). Ello debido a la restricción de oferta provocada por la ponderación de riesgo.

Se produce una concentración en el negocio financiero en grandes corporaciones. Ello debido a la exigencia de capitales.

Se extranjeriza el negocio financiero. Ello debido a la ventaja que tienen los bancos extranjeros para reunir los capitales exigidos.

Se promueve el crédito para consumo en detrimento del crédito para las empresas. Ello debido a que las provisiones para el consumo se toman en función del cumplimiento, en tanto que el crédito a las empresas a partir de \$ 750.000 en adelante, toma en cuenta el flujo de fondos futuro.

Se genera un excesivo conservadorismo. En nuestro país el cociente Capital / Créditos al mes de julio arroja un valor de 18% en tanto que las normas de Basilea exigen un 8%.

2.5.6. Conclusiones relativas al sistema financiero.

Las normas de Basilea deberían atenuarse en los países periféricos. Deberá tenerse en cuenta que nuestro BCRA prevé aplicar Basilea 3 (implica entre otras cosas la alternativa de valorar riesgos a través de calificadoras privadas).

En el caso especial de nuestro país otro paso importante sería moderar las normas de aplicación para Cajas de Crédito y crear un Banco de Desarrollo (BANADE) con funciones similares al que existe en Brasil. En cuanto a Basilea 2, en lo atinente a la evaluación por

parte de calificadoras de riesgo privadas, tenemos posibilidad de riesgo moral toda vez que las calificadoras suelen acomodar la calificación en función de los honorarios del calificado.

2.6. Enfoque teórico acerca de la consistencia del modelo heterodoxo

Podemos señalar que el modelo heterodoxo descansa en un conjunto de supuestos que resultan alternativos a la aplicación ortodoxa. Uno de ellos concierne a la posibilidad de mejorar el saldo de la balanza comercial con crecimiento de la economía. El sustento teórico lo vemos particularmente en la obra de Marcelo Diamand (1999, 25-29) en la que se plantea un tipo de cambio efectivo diferencial conforme a las diferencias de productividades de los bienes.

Cabe recordar que la baja del PBI suele ser el camino más transitado por el pensamiento ortodoxo a la hora de querer lograr resultados externos. El mecanismo comúnmente aplicado concierne a la suba de impuestos y / o la baja del gasto público. Esta estrategia resulta complementaria al objetivo de equilibrar las cuentas públicas.

Lo expresado en el párrafo anterior suele fracasar debido a la presión social que suscita el ajuste y a la imposibilidad de alcanzar equilibrio fiscal por la caída que experimenta la recaudación fiscal. Esto último se origina por la caída de la actividad económica.

En consecuencia debemos apuntar que el camino ortodoxo resulta menos aconsejable que el heterodoxo para la estabilidad política y la justicia distributiva. Este último obtiene el objetivo externo sin que caiga la producción. Al mismo tiempo el objetivo fiscal lo obtiene a partir del incremento del PBI porque este resultado produce la suba de la recaudación fiscal o, como ocurrió en 2009, evita su caída. Los datos de evolución de la recaudación fiscal se exponen en el siguiente cuadro:

*Cuadro 2.31 - Argentina. Evolución de la Recaudación de Impuestos Nacionales
(En millones de pesos corrientes)*

Año	Monto	Variación %
2007	222.970	
2008	299.061	34
2009	329.185	10
2010	442.419	34
2011	540.134	22

Fuente: AFIP

Otro elemento teórico sustantivo concierne a la necesidad de obtener superávit fiscal primario. El pensamiento heterodoxo promueve esta idea. Ello queda reflejado en los sucesivos superávits que se vienen obteniéndose en nuestro país desde el año 2003. A su vez la necesidad de alcanzar superávits fiscales obedece al objetivo de bajar la deuda pública en valores relativos. Desde luego el cumplimiento de este objetivo mejora el margen de maniobra del país toda vez que reduce su dependencia con el poder financiero. El superávit fiscal se relaciona con la deuda pública del siguiente modo:

$$S_n = (i - g) * (Deuda / PBI)$$

Donde:

S_n = % superávit fiscal operativo necesario con relación al PBI

i = Tasa de interés promedio (incluye modificaciones del tipo de cambio para la deuda en moneda extranjera y ajustes por el coeficiente de estabilización de referencia)

g = Tasa de variación del PBI en términos corrientes

La operatividad de esta fórmula se refleja en el siguiente ejemplo. Supongamos que la deuda y el PBI tienen un valor 100 cada uno. Luego el cociente entre deuda y PBI es 1. Supongamos que la tasa de interés en un período dado es de 15% y el PBI crece 10%. En consecuencia aplicando la tasa de interés sobre la deuda, ésta se eleva a 115 mientras que el PBI se eleva a 110. Por lo tanto el resultado del cociente se eleva a 1,045. Significa que la deuda ha crecido en términos relativos

¿Qué debería haber sucedido para que la relación no se altere afectando la solvencia fiscal?

Debería haberse logrado un superávit igual al superávit fiscal operativo necesario. Para el caso que nos ocupa el mismo es, aplicando la fórmula arriba mencionada:

$$S_n = (i - g) * (Deuda / PBI) \quad S_n = (15 - 10) * 1$$

Partiendo del supuesto que el superávit obtenido se aplica a cancelar deuda, ésta quedaría del siguiente modo:

$$Deuda = Deuda anterior + intereses - Pago$$

$$110 = 100 + 15 - 5$$

De este modo la deuda queda en una proporción constante del PBI. Por lo tanto el cociente deuda/ PBI queda inalterado.

Retomando la fórmula ($S_n = [i - g] * [deuda / PBI]$) debemos tener en cuenta que si el PBI disminuye, el porcentaje de caída se suma a la tasa de interés. Ello aumenta el superávit necesario y además, a mayor resultado del cociente deuda/ PBI, mayor superávit necesario.

Lo expuesto pone de manifiesto la necesidad para un país altamente endeudado, de ir reduciendo el valor del cociente deuda/ PBI y de obtener crecimiento del PBI año a año.

Complementando lo señalado hasta aquí debemos poner de manifiesto que el superávit necesario se debe correlacionar con el resultado fiscal obtenido y como consecuencia de tal correlación se producen distintas alternativas.

Una de ellas es que el superávit necesario supere al resultado obtenido (superávit

menor que el necesario o déficit). En este caso el cociente deuda/PBI aumenta.

Otra es que el superávit necesario es inferior al resultado obtenido. En este caso el cociente deuda/PBI se reduce.

Desde luego la variación del cociente es importante debido a que el nuevo resultado forma parte del próximo cálculo del superávit necesario. Y así sucesivamente.

Finalmente y cerrando este punto tenemos a modo de ejemplo contundente la situación fiscal de nuestro país a la salida de la recesión de 2009, correspondiente al mes de mayo de 2010. Ella nos permite afirmar la estrategia consistente en alcanzar superávit mediante crecimiento de la economía en lugar de acudir al ajuste clásico. En efecto en el citado mes de mayo se obtuvieron los siguientes resultados.

El superávit financiero fue de 2.572 millones de pesos.

En los primeros 5 meses del año el superávit financiero fue de 477 millones de pesos. Vemos claramente que en mayo se revirtió el cuadro negativo del primer cuatrimestre que arrojaba un déficit financiero superior a los 2.000 millones de pesos.

La reversión ocurrida en mayo obedece al fuerte crecimiento de la recaudación fiscal (la misma creció en dicho mes casi un 40% con relación a la obtenida en igual mes de 2009).

El crecimiento de la recaudación fiscal es consecuencia del crecimiento de la actividad económica. El cuadro 2.31 (ver arriba) muestra la evolución de la recaudación fiscal:

Vemos que los porcentajes de crecimiento se relacionan con el crecimiento experimentado por el PBI a valores corrientes.

Finalmente cabe señalar que parte del buen desempeño de la actividad económica encuentra su explicación en las medidas restrictivas aplicadas a las importaciones emanadas de la Secretaría de Comercio e Industria.

Desde luego todo esto potencia el camino virtuoso consistente en la reducción gradual del cociente deuda / PBI. Lo expuesto se evidencia en el cuadro siguiente:

Cuadro 2.32. Argentina - Deuda Pública como % del PBI

Año	%
2005	73,9
2006	64,0
2007	56,1
2008	48,8
2009	48,8
2010	45,8

Fuente: Ministerio de Economía de la Nación cálculos propios

Cabe señalar que las medidas restrictivas aplicadas a la importación tropiezan con el inconveniente que deriva de la presión que ejercen los países dañados con este tipo de medidas. Dicha presión puede incluso complementarse con medidas similares tendientes a reducir nuestras exportaciones.

La evolución de las importaciones resulta preocupante en el año 2011 debido a su fuerte crecimiento respecto al año 2010 (30%) superior al crecimiento de las exportaciones (23%). Las mismas pueden incrementarse por las siguientes razones. Por un lado, por el retraso cambiario que se produce tras los aumentos de precios no compensados con aumentos equivalentes del tipo de cambio. Por otro lado, por el ajuste que algunas naciones de están realizando.

Por todo lo expuesto, para reducir la vulnerabilidad externa resulta necesario intentar una política que apunte a sustituir importaciones, incrementando la producción de bienes cuya oferta es parcialmente cumplimentada por la importación y desarrollando industrias que elaboren productos que en la actualidad no se fabrican en nuestro país.

Un camino para lograr los objetivos expuestos pasa por el otorgamiento de créditos a mediano plazo con tasas bajas. Ello permite a las empresas obtener fondos cuya cancelación es a mediano plazo y mejorar la inversión productiva (equipamientos, maquinarias etc.). La recuperación de fondos de este tipo de inversiones requiere plazos mayores. También, hace factible mayores volúmenes de inversión productiva debido a que una tasa baja de interés no exige altas tasas de retorno.

2.7. Un vuelo por la historia económica de Argentina. Las aplicaciones monetaristas y liberales en cuestión.

Este tema apunta a evaluar la política heterodoxa aplicada a partir del año 2003 especialmente en lo que atañe a los resultados comparados con otras naciones. Adicionalmente se analiza la situación de nuestro país en la época que el pensamiento liberal referencia como ideal (1880- 1930) para comparar con la situación de estos últimos años.

2.7.1. La nación próspera que perdió protagonismo

Llegar a 200 años de vida, exige analizar desapasionadamente los hechos económicos más significativos que definieron nuestro perfil de Nación. Muchos de ellos están en el imaginario colectivo con una deformación preocupante. Resulta impostergable realizar una evaluación a partir de los datos estadísticos disponibles observando su impacto en la evolución macroeconómica.

Al respecto debemos analizar a fondo aquellas teorías que señalan que a comienzos del siglo veinte, nuestro país era una de las primeras ocho naciones en poderío económico y fue poco a poco perdiendo posición, responsabilizando de tal fracaso a los gobiernos populistas (Llach-Lago, 2011, 25 y 31 y Noguez, 2011, 233, 234 y 236).

Para un análisis preciso tomamos la suma del PBI por habitante de EEUU, Alemania y Reino Unido y a ese resultado le dividimos el PBI por habitante de Argentina (los valores

tomados son en dólares constantes de 1990). Cuanto más alto da el resultado mayor es la diferencia a favor de los países elegidos con relación al nuestro. En el cuadro siguiente se muestra el impacto de tales aplicaciones.

*Cuadro 2.33. - Brecha de producto. Argentina y países desarrollados
PBI por habitante en U\$S Geary - Khamis de 1990*

Año	% Deuda Pública s/ PBI	PBI Argentina	Variación contra el año anterior de esta serie Promedio anual	PBI EEUU	PBI Alemania	PBI Reino Unido	Suma EEUU Reino Unido y Alemania	Cocientes respecto de Argentina
1880	25,8	1.534	s/d	3.189	1.883	3.587	8.659	5,64
1945	27,6	4.639	0,439	11.708	3.921	6.795	22.424	4,83
1955	23,9	5.536	1,934	10.897	5.787	7.825	24.509	4,43
1970	13,4	7.729	2,641	15.030	10.849	10.767	36.646	4,74
1975	33,8	8.059	0,854	16.284	12.041	11.847	40.172	4,98
1983	55,2	7.751	-0,478	18.920	14.329	13.406	46.655	6,02
1990	48,5	6.599	-0,874	23.214	15.932	16.411	55.557	8,42
2002	154,8	7.391	1,000	29.096	18.742	20.448	68.286	9,24
2009	47	14.126	13,017	46.443	34.219	35.165	115.826	8,20

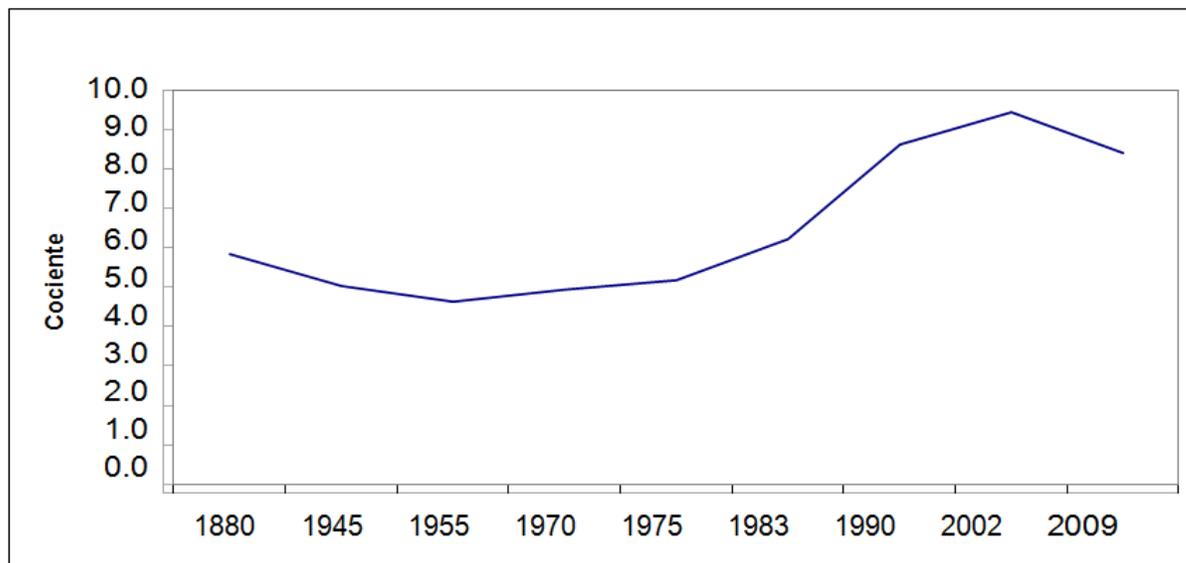
Fuente: Dos Siglos de Economía Argentina - O. Ferreres y FMI

El dólar Geary-Khamis, es una unidad monetaria hipotética que tiene el mismo poder adquisitivo que el dólar estadounidense tiene en los Estados Unidos en un momento dado en el tiempo. Esta unidad muestra cuánto vale una unidad de una moneda local dentro de las fronteras del país. Las conversiones a dólares internacionales se calculan utilizando la "paridad del poder adquisitivo" (PPA). La PPA es la cantidad de unidades monetarias locales que se necesitan para adquirir, dentro del país en cuestión, la misma cantidad de bienes que en EEUU se comprarían con un dólar estadounidense. Los bienes deben ser iguales o al menos comparables.

Específicamente vemos que entre 1945 y 1975 la brecha entre países desarrollados y Argentina prácticamente no sufre alteraciones y luego comienza a crecer alcanzando su máximo valor en el año 2002. Ello porque a partir del año 1976 se inicia en nuestro país la puesta en marcha de un modelo monetarista que se intensifica, en cuanto a su dosis privatista y regresiva distributivamente, a partir del año 1990, además de generar un crecimiento errático, y una década entera de estancamiento del PIB, la de 1981/90.

Esta secuencia es interrumpida a partir del año 2003, fecha en la que se discontinúan las aplicaciones del modelo de acumulación rentístico-financiero. En el año 2009, tras la aplicación alternativa iniciada en el 2003 se produce un acortamiento de la brecha. El gráfico que ilustra la evolución de la brecha es el siguiente.

Gráfico 2.2.- Brecha de Producto



Entre 1880 y 1975 la brecha bajó 0,66 puntos. Luego entre 1975 y 2002 (período en el que alternaron prioritariamente políticas monetaristas y liberales) la brecha casi se duplicó (pasó de 4,98 a 9,24). Luego en el año 2009 y tras la aplicación alternativa iniciada en el año 2003 la brecha se reduce a 8,20.

Se puede estimar que parte del éxito alcanzado obedece a la mejora de los términos de intercambio. La evolución de los mismos fue la siguiente para el periodo 1810-2009:

Cuadro 2.34. Argentina

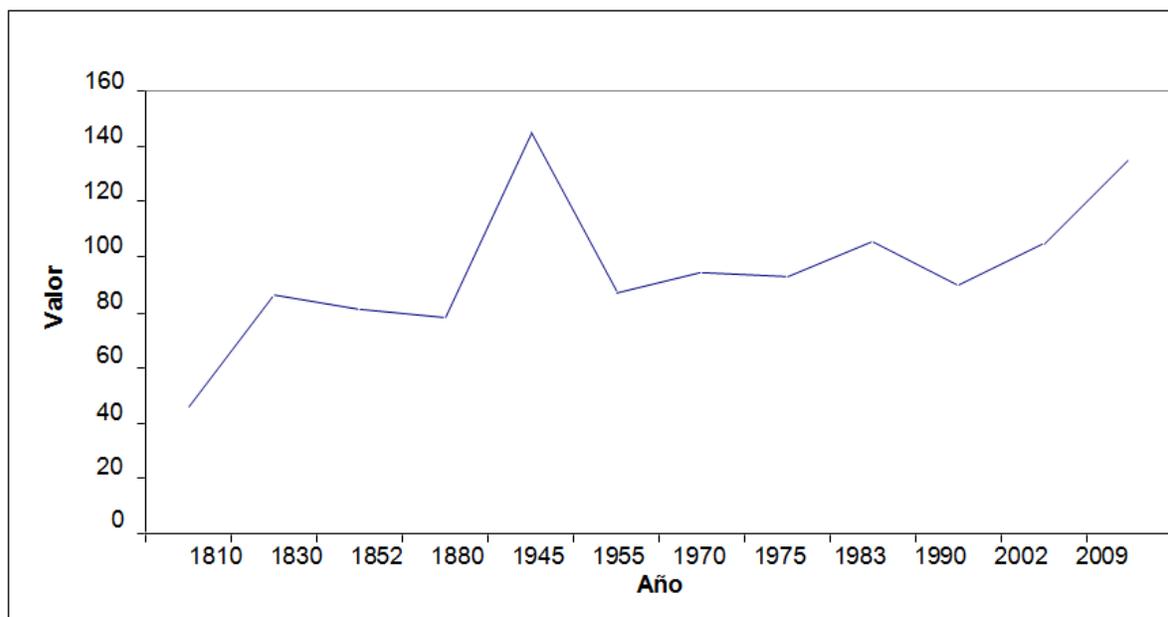
Términos de intercambio (precios de exportaciones / precios de importaciones)

Año	Valor 1993= 100
1810	45,71
1830	86,30
1852	81,05
1880	77,79
1945	145,35
1955	86,66
1970	94,53
1975	92,87
1983	105,56
1990	90,20
2002	104,89
2009	135,80

Fuente: Orlando Ferreres

El gráfico que describe la evolución de los términos de intercambio y permite observar cómo a partir de 2002 hay un quiebre en la tendencia descendente que llevaba desde el año 1945.

*Gráfico 2.3.
Argentina - Evolución de los Términos de intercambio*



Podemos ver al comparar los años 1975 y 2002 (período en que la brecha de producto entre los países desarrollados y Argentina casi se duplica) los términos de intercambio mejoran pero después de haber crecido (pasan de 92,8 a 104,9). Luego en 2009 si bien vemos una mejora significativa, debemos estimar que el éxito de ese tramo ocurre además por la política cambiaria implementada, consistente en un tipo de cambio elevado que potencia la ventaja que deriva de los mejores términos de intercambio.

Con relación a la deuda pública reflejada en el cuadro 2.33, debemos observar que la misma como porcentaje del PBI era del 33.8% en 1975 y pasó al 154.8% en el año 2002. Una vez más la obra del monetarismo (1976-1983) y el liberalismo (1990-2001) queda reflejada. Las políticas llevadas a cabo a partir de 2003 hicieron que la deuda pública alcance un porcentaje del 47% del PBI a fines de 2009, liberando recursos para el desarrollo económico y social.

Otro elemento interesante a analizar en el cuadro 2.31 tiene que ver con la evolución promedio por etapa del PBI. Lo llamativo es que en el período 2003/2009 el PBI crece a un promedio anual del 13,01%. Todas las etapas anteriores son negativas o tienen un crecimiento inferior al 3%. Cabe destacar que la medición mediante el PPA si bien distorsiona la comparación interna es útil para calcular la evolución de la brecha con terceros países.

Finalmente el fracaso del monetarismo y del liberalismo queda reflejado en el cuadro 2.3.5. En el vemos la evolución del saldo acumulado de la cuenta corriente del balance de pagos.

Cuadro 2.35. Argentina - Saldo acumulado de la Cuenta Corriente del Balance de Pagos (dólares corrientes)

En millones de U\$S	
Período	Valor
1880-1945	-1.580,9
1946-1955	-237,1
1956-1970	-1.382,1
1971-1975	-1.048,3
1976-1983	-11.713,4
1984-1990	-3.984,5
1991-2002	-79.674,1
2003-2009	50.165,6

Fuente: Orlando Ferreres

Si bien en la mayoría de los períodos, con excepción del período 2003/2009), se producen rojos vemos que los más agudos son los del período 1976/ 1983 (monetarismo) y 1991/2002 (neoliberalismo)

Otro rasgo importante lo constituye el resultado fiscal financiero (resultado tras el pago de intereses). El cuadro siguiente muestra distintas etapas a partir del año 1961.

*Cuadro 2.36. - Argentina
Evolución del resultado financiero del sector público no financiero*

Periodo	% sobre el PBI
1961/1975	-5,7%
1976/1983	-9,2%
1984/1989	-6,8%
1990/2002	-3,1%
2003/2009	1,5%
Fuente: Ministerio de Economía	

Los datos obtenidos surgen de los cuadros de Ahorro-Inversión que publica la Secretaría de Hacienda para cada año. De allí se tomó el resultado financiero y se lo relacionó con el PBI a precios corrientes (cálculos propios).

Podemos observar que toda la serie presenta resultados negativos con excepción del período 2003/2009.

En resumen, debemos destacar que el retroceso económico del país en el escenario mundial ocurre a partir de las aplicaciones monetarista y liberal y tuvieron alto impacto en el período 1976/2001.

La situación se revierte a partir del año 2003 observando que la brecha se reduce a través de la aplicación del modelo heterodoxo.

Finalmente tomando el análisis de Llach–Gerchunoff (2004, 40) tenemos el cuadro 2.37 que muestra el resultado con respecto a la participación del ingreso de Argentina sobre la muestra de países seleccionados (Reino Unido, España, Italia, Canadá, EEUU, Francia, Bélgica, Alemania, Australia, Nueva Zelanda, Brasil, Chile y Perú).

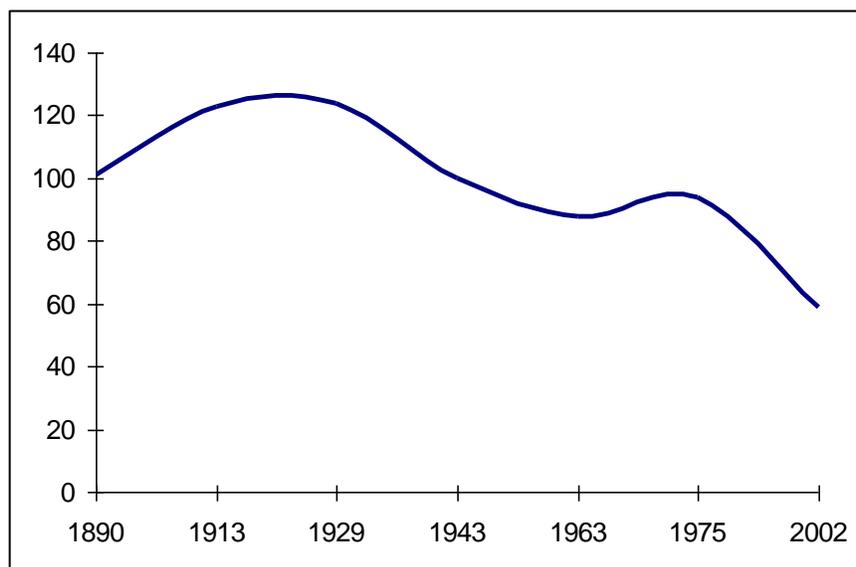
Cuadro 2.37. - Participación del Ingreso de Argentina como % de toda la muestra

U\$\$ constantes		
Año	%	1943=100
1890	70	101
1913	85	123
1929	86	124
1943	69	100
1963	61	88
1975	65	94
2002	41	59

Fuente: Llach y Gerchunoff

Vemos que existen coincidencias con las observaciones hasta aquí formuladas. Especialmente la caída del ingreso nacional entre los años 1943 y 1975 (pasa de 100 a 94 tomando el año 1943 base = 100) es tenue agravándose en 2002 (pasa de 100 a 59 tomando el año 1943 base = 100). El siguiente gráfico nos muestra la evolución de la participación en el ingreso con respecto al promedio de la muestra integrada por los países antedichos. Desde luego el libro no tiene el análisis del período actual dado que se editó en el año 2004.

Gráfico 2.4. - Participación del ingreso de Argentina respecto de muestra de países seleccionados



Fuente: Llach (2004, 40) con cálculos propios

2.7.2. El mito de la economía de Chile

La evolución de la economía chilena luce en nuestro pensamiento como más exitosa que la argentina. El siguiente cuadro muestra evolución de la economía de estos países (PBI por habitante en dólares constantes de 1990).

Cuadro 2.38. - PBI per capita de Chile y Argentina en dólares PPA

Chile vs Argentina			
Año	Argentina	Chile	Chile/ Arg
1950	5.276	3.826	0.73
1960	5.883	4.303	0.73
1970	7.729	5.217	0.67
1980	8.484	5.737	0.68
1990	6.599	6.401	0.97
2000	8.863	9.581	1.08
2002	7.391	10.167	1.38
2007	13.344	13.926	1.04
2008	14.408	14.528	1.01
2009	14.125	14.299	1.01

Fuente: Orlando Ferreres

Vemos claramente que la brecha se acorta en estos últimos años. Cabe destacar que el crecimiento más significativo de la brecha, a favor de Chile, se produce en el período 1980/2002, en el que ese país registra una caída de su PBI en el año 1983 del 14,6 % pero retomó el crecimiento posteriormente, mientras que desde 1981 el PBI de Argentina quedó estancado durante el resto de esa década. A su vez debemos señalar que en estos últimos

años Chile tuvo mejores términos de intercambio que nuestro país. El cuadro siguiente muestra la evolución citada.

*Cuadro 2.39.- Argentina y Chile- Términos de intercambio.
Base 2000=100*

País	Valor
Chile (promedio 2004, 2007 y 2008)	160
Argentina (promedio 2004, 2007 y 2008)	135

Fuente: CEPAL

Si no fueron los términos de intercambio cabe preguntarse que produjo el acortamiento de la brecha. El cuadro siguiente explica que una de las causas de la reducción de la brecha podría ser de índole cambiaria.

Cuadro 2.40. - Tipo de cambio real Argentina y Chile

Base 2000= 100			
Año	Chile	Argentina	Arg/ Chile
1995	97	86	0,89
2001	112	96	0,86
2004	108	212	1,96
2007	102	222	2,18
2008	102	229	2,25

Fuente: Cepal, Bancos Centrales y cálculos propios

Vemos claramente que el tipo de cambio real de nuestro país crece por encima del de Chile. En efecto en el año 2001 la relación de nuestro país con respecto al tipo de Chile era de 0,86 y pasó a ser 2,25 en el año 2008.

2.7.3. Acerca del crecimiento de Brasil

Otro elemento analizado corresponde al desempeño de Brasil. Algunos analistas (Ej.: Broda, De Pablo, Melconian) afirman que Brasil se manejó con una política sustentable que aprovechó mejor que nosotros la abundancia de capitales y los precios favorables de las materias primas y, que sigue sacando una enorme ventaja con relación a nuestro PBI. La evolución de los dos países en estos últimos años es la siguiente.

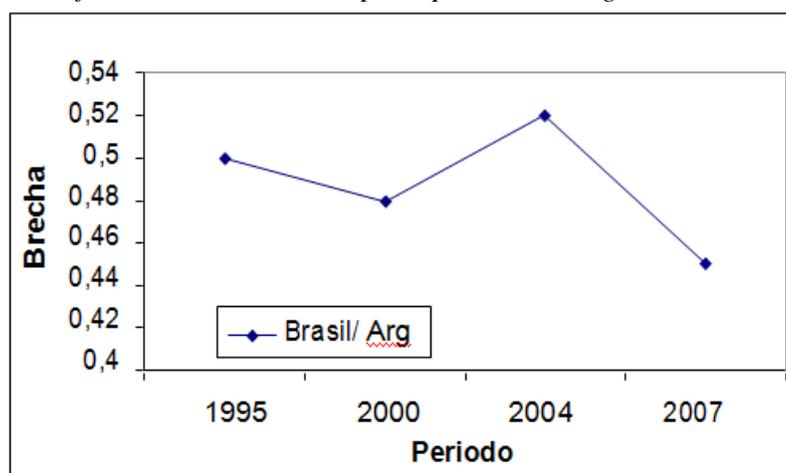
Cuadro 2.41. - PBI por habitante de Argentina y Brasil

A precios constantes de Mercado, en U\$S constantes de 2000				
País	1995	2000	2004	2007
Argentina	7199	7730	7518	9396
Brasil	3601	3688	3873	4216
Brasil/ Arg	0,5	0,48	0,52	0,45

Fuente: CEPAL

El gráfico que describe la relación entre Brasil y Argentina se elaboró en base a la última fila del cuadro 2.41. El mismo se expone a continuación.

Gráfico 2.5. – Ratio del PBI per cápita Brasil- Argentina



Fuente: Elaboración propia con datos del cuadro 2.39

Vemos claramente que el ratio se acortó en los últimos años, es decir que el PBI por habitante de Brasil representa un porcentaje menor con relación a Argentina en el año 2007 comparado contra el año 2004 (pasó de representar el 52% al 45%).

No cabe duda acerca de que aquellos comentarios vinculados con el mejor desempeño de Brasil con relación al de Argentina no se respaldan con los datos de la realidad. Por lo menos en los últimos años. Todo lo expuesto nos permite aseverar que el retroceso del país se produjo especialmente en el período 1976/2002 principalmente por la aplicación de políticas monetaristas (1976/1983) y liberales (1990/2002).

Luego nuestro país acortó la brecha en el período 2003/2009 durante la aplicación del modelo heterodoxo.

Los términos de intercambio influyeron de manera relativa (Chile tuvo mejores términos de intercambio y sin embargo la Argentina redujo la distancia que llevaba) en tanto que el tipo de cambio real tiene vital importancia en este último periodo.

2.8. Conclusiones preliminares

Conforme a lo planteado hasta aquí podemos obtener, entre otras, las siguientes conclusiones.

Primero, el FMI persigue el atraso cambiario de las naciones subdesarrolladas. En los primeros años de la aplicación heterodoxa propiciaba la baja del tipo de cambio nominal (Ej.: políticas planteadas por Anne Krueger en oportunidad de su visita a Argentina en el año 2005).

Segundo, el atraso cambiario de los países subdesarrollados resultaría funcional a la necesidad de los países desarrollados, especialmente porque eleva las exportaciones netas de estos últimos.

También es funcional a la remuneración de los capitales extranjeros y a las remesas de utilidades de las empresas multinacionales.

Tercero, la mejora de las exportaciones netas de los países desarrollados permitiría, entre otras cosas, ampliar la brecha a favor de estos con relación a los periféricos. Al mismo tiempo el impacto de las crisis puede transferirse desde los desarrollados hacia los subdesarrollados. El caso de estudio entre Estados Unidos y Argentina permite arribar a esta conclusión. Incluso permite establecer que en período 2003 /2008 se produjo un acortamiento de la brecha fruto de políticas que no tomaron en cuenta la opinión del FMI. Empero será necesario ampliar la muestra, especialmente tomando más países desarrollados y subdesarrollados, para ver si esta hipótesis se mantiene.

Cuarto, no solo hace falta un tipo de cambio adecuado –condición necesaria pero no suficiente- sino que se requieren además políticas fiscales, comerciales, monetarias y financieras que complementen la primera. Especialmente la política fiscal llevada a cabo en nuestro país, caracterizada por una mayor progresividad, resulta relevante a la hora de alcanzar superávit fiscal. A su vez este resulta funcional a la necesidad de incrementar la inversión pública y de reducir la deuda soberana. También es vital la política comercial, principalmente la relacionada con derechos de exportación aplicados a productos primarios y a manufacturas de origen agropecuario.

Por último, todo lo expuesto hasta aquí pone de manifiesto la necesidad de ampliar como ya se dijo la base de análisis a efectos de ratificar o rectificar el punto de vista expuesto

Apéndice

Modelo de regresión

Periodo	CTE CTE	PBI real	TI	TCRM	CTE CTE ESTIMADA	diferencia real vs estimada
I-93		216,370	98.40	115.16	-1925.558514	
II-93		241,872	97.70	114.15	-2176.626841	
III-93		242,646	102.40	111.42	-2115.465651	
IV-93		245,132	101.30	110.04	-2212.399675	
I-94	-3,447.1	232,945	99.20	109.11	-2213.790147	-1,233.4
II-94	-2,072.2	257,477	102.00	111.02	-2255.432429	183.3
III-94	-2,590.4	253,468	102.20	113.56	-2140.149409	-450.3
IV-94	-2,869.7	257,342	101.20	117.02	-2096.07684	-773.7
I-95	-2,521.7	237,968	101.50	117.73	-1914.501495	-607.2
II-95	194.9	248,094	101.80	122.20	-1846.277789	2,041.2
III-95	-1,009.1	242,215	101.70	121.81	-1816.021068	806.9
IV-95	-1,782.1	244,468	100.40	121.60	-1881.632977	99.6
I-96	-2,128.5	236,566	101.50	121.12	-1799.668677	-328.8
II-96	-486.3	260,752	112.00	122.00	-1623.104892	1,136.8
III-96	-1,621.4	262,167	112.10	122.64	-1611.232134	-10.2
IV-96	-2,533.0	267,020	110.80	121.27	-1732.818204	-800.2
I-97	-3,082.0	256,388	108.30	118.40	-1818.641383	-1,263.3
II-97	-2,084.4	281,770	108.10	118.39	-2021.924167	-62.4
III-97	-3,302.2	284,092	109.80	116.49	-2043.775137	-1,258.4
IV-97	-3,668.8	287,515	107.00	116.03	-2174.301469	-1,494.5
I-98	-4,422.2	271,702	101.80	112.69	-2321.18114	-2,101.0
II-98	-2,589.0	301,208	103.50	113.10	-2482.554287	-106.5
III-98	-3,747.1	293,315	101.70	112.31	-2503.490656	-1,243.7
IV-98	-3,723.7	286,268	101.60	114.56	-2383.065431	-1,340.6
I-99	-3,437.0	265,025	93.90	102.56	-2833.452378	-603.5
II-99	-1,922.3	286,412	95.20	103.55	-2927.130304	1,004.8
III-99	-3,323.7	278,473	96.80	102.67	-2841.299337	-482.4
IV-99	-3,260.7	283,566	99.90	103.05	-2769.54657	-491.2
I-00	-3,249.5	264,556	101.80	104.76	-2508.868689	-740.6
II-01	-1,374.7	285,275	104.20	104.66	-2595.27918	1,220.5
III-00	-2,321.2	276,768	108.60	104.47	-2393.877952	72.7
IV-00	-2,035.2	278,092	109.50	102.69	-2429.985503	394.8
I-01	-2,829.4	259,200	106.40	102.20	-2397.992914	-431.4
II-01	-952.1	284,796	103.30	97.59	-2837.392867	1,885.3
III-01	-558.1	263,127	108.50	96.71	-2529.261931	1,971.1
IV-01	559.1	248,865	105.20	97.69	-2494.79228	3,053.9
I-02	1,236.5	216,849	98.40	190.52	381.1368726	855.3
II-02	2,519.3	246,315	101.00	263.90	2486.014109	33.3
III-02	2,650.8	237,417	107.10	253.07	2418.736579	232.1
IV-02	2,313.0	240,361	113.50	236.71	2099.829415	213.2
I-03	1,978.6	228,596	117.30	217.33	1719.081981	259.5
II-03	3,256.1	265,402	110.30	211.31	1024.195478	2,231.9
III-03	1,601.6	261,535	114.30	214.84	1290.899623	310.7
IV-03	1,228.7	268,561	117.60	221.87	1557.825362	-329.2
I-04	587.4	254,330	121.20	226.13	1914.38583	-1,326.9
II-04	1,850.5	284,376	120.10	217.26	1374.416666	476.1
III-04	666.7	284,392	114.60	225.19	1440.807116	-774.2
IV-04	340.9	293,467	110.80	232.93	1485.530192	-1,144.6
I-05	202.4	274,595	109.10	229.67	1477.355177	-1,274.9
II-05	1,873.7	313,927	112.30	227.91	1221.177985	652.5
III-05	2,144.7	310,593	118.30	227.73	1434.309406	710.4
IV-05	1,568.0	319,939	115.70	232.89	1436.367322	131.6
I-06	1,081.0	298,696	117.20	237.03	1776.247497	-695.2
II-06	2,365.0	338,244	120.60	236.67	1567.830659	797.2
III-06	1,832.0	337,742	122.80	236.29	1630.699214	201.3
IV-06	2,732.0	347,579	122.90	232.72	1448.25851	1,283.7
I-07	1,073.0	322,449	123.30	232.68	1654.536709	-581.5
II-07	2,478.0	367,492	124.00	237.76	1483.434394	994.6
III-07	723.0	367,539	118.70	245.74	1557.677308	-834.7
IV-07	3,014.0	379,200	135.80	254.45	2283.374229	730.6

Periodo	ca cte	PBI real	TI	TCRM	cta cte estimada	
I-08	1,636.0	349,945	149.60	259.04	3094.020564	-1,458.0
II-08	695.0	396,227	141.10	262.98	2583.039402	-1,888.0
III-08	3,451.0	393,039	140.30	252.65	2265.407485	1,185.6
IV-08	1,806.0	394,565	136.90	230.20	1456.118762	349.9
I-09	1,433.0	357,096	132.50	238.97	1874.108169	-441.1
II-09	4,646.0	393,181	138.10	265.33	2582.563054	2,063.4
III-09	3,628.0	391,679	131.40	284.67	2971.82176	656.2
IV-09	1,584.0	404,861	138.40	289.82	3252.47715	-1,668.5
I-10	-486.0	381,222	142.00	278.53	3205.064742	-3,691.1
II-10	3,156.0	439,767	134.50	273.23	2347.964251	808.0
III-10	856.0	425,323	137.70	275.92	2645.15576	-1,789.2
IV-10	-445.0	442,209	147.80	283.83	3080.895039	-3,525.9
	-10,913.8					-8,198.1

Análisis estadístico

Utilizando el programa Eviews para la serie trimestral y tomando como variable dependiente la cuenta corriente del balance de pagos y como independientes al PBI (cuando crece PBI cae saldo de balanza), al tipo multilateral y a los términos de intercambio (a medida que estos aumentan aumenta el saldo positivo de la cuenta corriente) se obtuvo la siguiente salida.

Dependent Variable: CC
Method: Least Squares
Sample: 1994:1 2010:4
Included observations: 68

$$CC=C(1)+C(2)*PBI+C(3)*TCRM+C(4)*TI$$

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	-4792.730	1677.957	-2.856289	0.0058
C(2)	-0.008886	0.005152	-1.724736	0.0894
C(3)	31.77783	3.766245	8.437535	0.0000
C(4)	13.49665	25.96224	0.519857	0.6050
R-squared	0.728889	Mean dependent var		-160.4976
Adjusted R-squared	0.716181	S.D. dependent var		2355.950
S.E. of regression	1255.124	Akaike info criterion		17.16488
Sum squared resid	1.01E+08	Schwarz criterion		17.29544
Log likelihood	-579.6059	Durbin-Watson stat		1.479303

El R2 (coeficiente de determinación) alcanza el 72,8%. Los coeficientes son los siguientes: la constante del modelo es de -4.792.

Para el PBI es de -0.0088. Lo cual indica que cuando sube el PBI, la cuenta corriente se deteriora por la suba de las importaciones.

Para el TCRM es de 31.77 es el componente más fuerte del modelo. El que tracciona a la cuenta corriente.

Después le siguen en importancia los TI con 13.49. Se observa que los dos últimos son positivos y fuertes.

Capítulo 3. Caso de estudio. Países de Latinoamérica con relación a países desarrollados en el período 2007-2011

3.1. El contexto internacional y el rebrote de la crisis

En 2011 nuevamente el mundo enfrentó la incertidumbre económica. Si bien no estamos ante el mismo escenario caótico que imperaba en septiembre 2008 no es menos cierto que han reaparecido algunos problemas que se presumían superados. Particularmente el desempleo aumentó en varios países desarrollados de Europa (Ej.: España, Italia) , superando en algunos casos el 10% de la población económicamente activa (PEA) y la tasa de crecimiento del PIB muestra señales de fatiga (El crecimiento del PBI en la Eurozona es del 1% en el año 2011 según datos del FMI)

Algunos analistas (entre ellos el Premio Nobel de Economía 2008, Paul Krugman) juzgan insuficiente la política fiscal expansiva aplicada por el Presidente Obama y la política monetaria laxa de la Reserva Federal. También señala que el Estado debería realizar una política que estimule más fuertemente la demanda agregada.

Existen riesgos ciertos de que la economía de alguno de los principales países desarrollados entre en deflación. Esto añade más incertidumbre con relación al curso que tomará la economía. La deuda pública de las principales naciones desarrolladas crece incesantemente, superan en muchos casos el ratio que se considera como límite (60% del PBI). El cuadro siguiente expone la deuda como porcentaje del PBI de una muestra de países:

Cuadro 3.1. Relación porcentual Deuda / PBI Año 2010

Muestra de países

País	%
Italia	119.0
Japón	220.2
Reino Unido	77.2
Estados Unidos	91.5

Fuente: FMI- World Economic Outlook Database, April 2011

No se ha logrado regular el sistema financiero internacional y todavía hay activos tóxicos. Las instituciones funcionan generando inestabilidad en los mercados, en especial, en los de derivados financieros.

Existen riesgos de propagación de políticas proteccionistas, lo cual conduciría a un efecto contagio en los países. La reducción del comercio internacional afectaría a la demanda agregada a nivel mundial llevando a las economías a un menor nivel de crecimiento.

Particularmente vemos que los temas estructurales (tamaño de la deuda pública, regulación del sistema financiero y propagación de políticas proteccionistas) resultan ser los más serios. Especialmente la deuda pública presenta rasgos preocupantes, según lo

indicado en el punto 2.6 de esta tesis. La teoría indica que la deuda demanda un superávit fiscal conforme a la siguiente ecuación:

$$S_n = (i - g) * (\text{Deuda} / \text{PIB})$$

Siendo:

S_n = superávit necesario

i = tasa de interés que se aplica a la deuda

g = variación del PIB en términos corrientes

A modo de ejemplo hemos tomado la situación de algunos países. La misma se expone en el siguiente cuadro:

Cuadro 3.2. Países desarrollados Situación fiscal, PIB, inflación y tasa de Interés. Año 2010

País	% Resultado fiscal / PBI 2010	Variación PBI real 2010	Inflación 2010	Variación PBI+Inflación.	Tasa de interés	Necesidad fiscal para cociente deuda/ PBI	Probable variación de deuda
Nº columna	1	2	3	4= 2 + 3	5	6= 5- 4	7= 6 - 1
Estados Unidos	-8,9	2,7	1,6	4,3	2,65	-1,65	7,25
Japón	-7,6	2,8	-0,8	2	1,1	-0,9	6,7
Gran Bretaña	-10,4	1,5	3	4,5	3,08	-1,42	8,98
Grecia	-9,5	-3,9	4,5	0,6	11,67	11,07	20,57
España	-9,9	-0,3	1,6	1,3	4,03	2,73	12,63

Fuente: Datos estimados por The Economist, setiembre 2010 con cálculos propios

En todos los países elegidos hemos desarrollado la variación del PIB corriente tomado como la suma de la variación del PIB más la inflación (ver columna 4).

A su vez el resultado fiscal necesario se ha tomado como la diferencia entre la tasa de interés y la variación del PIB corriente (Ver columna 6) y la variación probable de la deuda (% respecto del PIB) fue tomada como la diferencia entre el resultado necesario y el resultado fiscal (ver columna 7).

De acuerdo al cuadro vemos que en todos los países la deuda crece como porcentaje del PIB en el año 2010. Cabe destacar que para hacer más sencillo el cálculo partimos del supuesto de una relación deuda / PIB igual a 1.

Al respecto sabemos que esta relación en la mayoría de los países elegidos es mayor a 1 lo que complica aún más las cosas. Todo lo expuesto presenta un panorama sombrío con

relación a la posibilidad de continuar expandiendo el gasto público. Ello debido a que nuevas expansiones requieren aumentar la tasa de endeudamiento e indudablemente la mayoría de las naciones está llegando al límite. Esto traería en un futuro la posibilidad de entrar en default.

En cuanto a la regulación del sistema financiero debemos apuntar que se ha producido una reforma en las normas de Basilea III. Particularmente se incrementaría el capital exigido a los bancos, y se pediría mayor calidad del capital exigido. De esta manera, los bancos deberían acreditar activos de mejor calidad

Esta nueva instrumentación está en proceso de instrumentación en general y particularmente en lo concerniente a bancos de inversión. No olvidemos que estos últimos escaparon a las regulaciones previstas. Dado que la inversión es uno de los motores del crecimiento, estos bancos deben estar regulados para garantizar la calidad de sus carteras.

En cuanto al riesgo de propagación debemos apuntar que en el año 2009 se produjo una fuerte retracción del comercio exterior por caída de la demanda agregada. El cuadro siguiente muestra dicha situación a través del coeficiente de apertura.

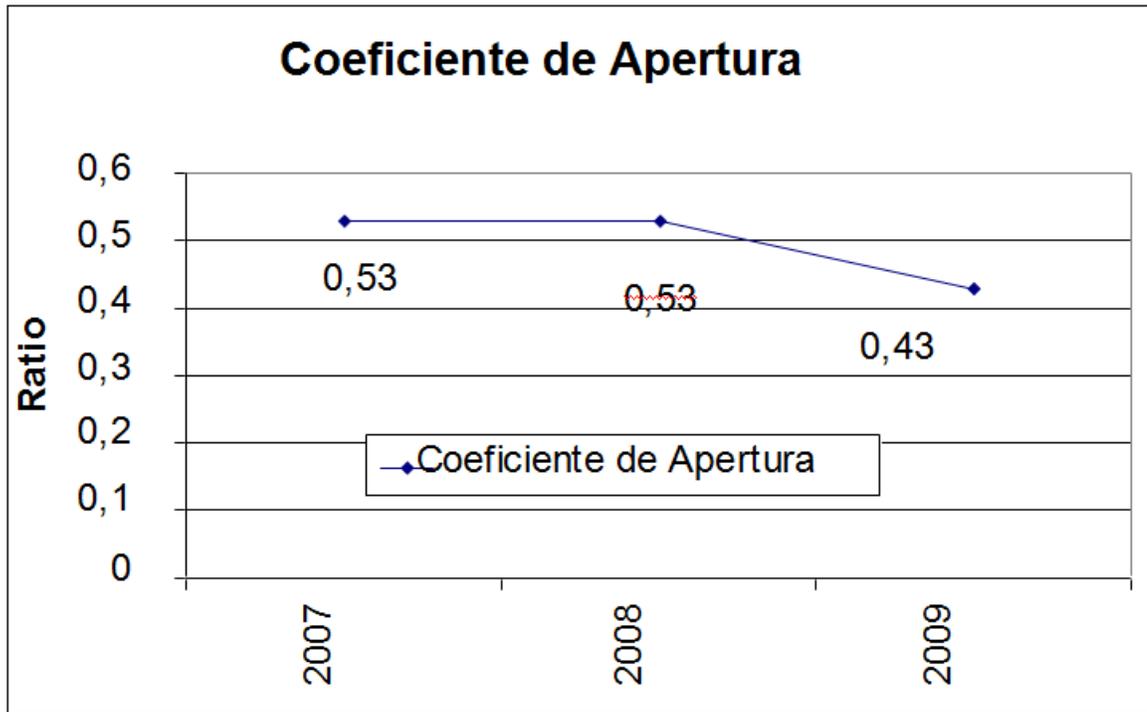
Cuadro 3.3. Coeficiente mundial de apertura

Año	%
2007	0,53
2008	0,53
2009	0,43

Fuente: Elaboración en base al FMI (datos del PBI y Comercio Exterior tomados de la página de Internet del FMI)

El gráfico que muestra la evolución del coeficiente de apertura (cociente entre la suma de las exportaciones e importaciones y el PIB mundial) se expone en el gráfico número 3.1 y muestra la contracción del comercio mundial entre 2007 y 2009

Gráfico 3.1. Coeficiente de apertura mundial (Exportaciones + Importaciones /PBI)



En cuanto a la posibilidad de devaluación del dólar se viene produciendo paulatinamente gracias a las políticas de dinero fácil de la Reserva Federal. En tanto China revalúa su moneda lenta pero continuamente.

Sin una devaluación, Estados Unidos tiene baja probabilidad de disminuir su rojo comercial. Al mismo tiempo la misma impulsa exportaciones y esto a su vez dinamiza la producción interna.

El costo de no devaluar es el seguir acrecentando la deuda pública hasta el límite que lo permita el mercado y el Congreso estadounidense. El riesgo principal es que la economía entre en default.

3.2. Acerca de la brecha entre países ricos y pobres

La brecha a favor de los países ricos tomados en la muestra (Estados Unidos, Inglaterra y Alemania) evolucionó con relación a los periféricos elegidos (Argentina, Chile, Brasil, Colombia, Méjico, Venezuela y Perú) conforme se expone en los cuadros siguientes. El cuadro 3 A muestra la evolución del PBI de los países desarrollados elegidos, el 3 B la evolución de los países en desarrollo elegidos y el 3 C muestra la evolución de la brecha de los PBI consolidados de ambos.

Cuadro 3. A. PBI por habitante US\$. Países Desarrollados

PBI per capita en US\$ PPP (Dólares 1990)				
año	EEUU (1)	Inglaterra (2)	Alemania (3)	Total (1+2+3) = (4)
año 1950	9561	6906	3881	20348
año 1960	11328	8645	7684	27657
año 1970	15030	10767	10849	36646
año 1980	18577	12928	14113	45618
año 1990	23214	16411	15932	55557
año 2000	28933	19877	18646	67456
año 2007	46674	35512	34326	116512
año 2008	47439	36357	35539	119335
año 2009	46442	35165	34219	115826

Fuente: Elaboración propia en base a Orlando Ferreres, CEPAL y FMI

Cuadro 3. B. PBI per habitante US\$. Países en Desarrollo

PBI per capita en US\$ PPP (Dólares 1990)								
año	Argentina (5)	Chile (6)	Brasil (7)	Colombia (8)	México (9)	Venezuela (10)	Perú (11)	Total países latinos (5+6+7+8+9+10+11) = (12)
año 1950	5276	3826	1720	2089	2460	7423	2263	25057
año 1960	5883	4303	2400	2470	3283	9726	3022	31087
año 1970	7729	5217	3153	3104	4454	10827	3807	38291
año 1980	8484	5737	5532	4264	6289	10139	4204	44649
año 1990	6599	6401	4946	4821	6096	8313	2955	40131
año 2000	8863	9581	5582	5057	7178	8604	3624	48489
año 2007	13344	13926	9854	7982	14159	12200	7779	79244
año 2008	14408	14528	10465	8229	14534	12806	8594	83564
año 2009	14125	14299	10455	8205	13541	12495	8722	81842

Fuente: Elaboración propia en base a Orlando Ferreres, CEPAL y FMI

Cuadro 3. C. Brecha entre PBI US\$ PPP entre Países Desarrollados y en Desarrollo

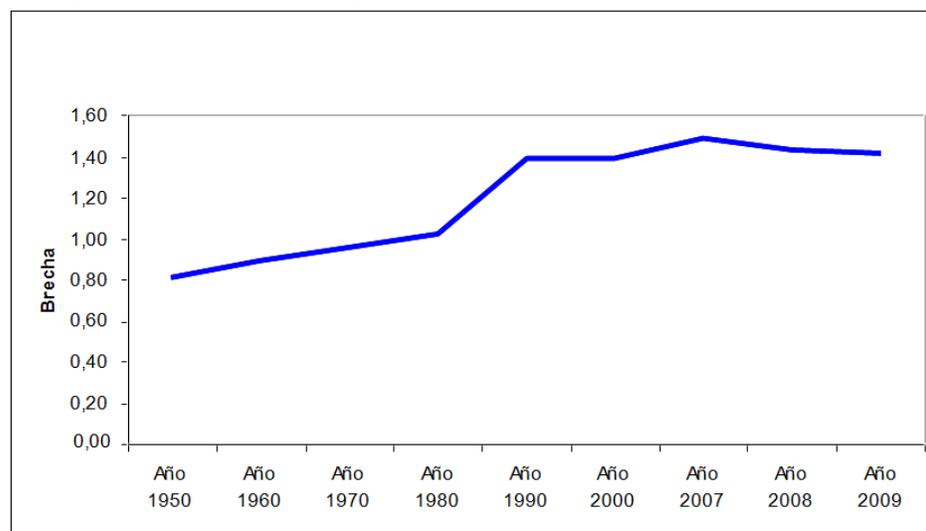
Brecha Países Desarrollados y En Desarrollo			
año	Total (1+2+3) = (4)	Total países latinos (5+6+7+8+9+10+11) = (12)	Cociente(13) = 4/12
año 1950	20348	25057	0,81
año 1960	27657	31087	0,89
año 1970	36646	38291	0,96
año 1980	45618	44649	1,02
año 1990	55557	40131	1,38
año 2000	67456	48489	1,39
año 2007	116512	79244	1,47
año 2008	119335	83564	1,43
año 2009	115826	81842	1,42

Fuente: Elaboración propia en base a Orlando Ferreres, CEPAL y FMI

Los datos de Ferreres corresponden al libro Dos siglos de Economía Argentina y los de CEPAL y FMI fueron obtenidos de sus respectivas páginas de Internet.

Vemos en el gráfico 2 que la brecha entre los países desarrollados y los países en vías de desarrollo aumentó permanentemente con excepción de los últimos dos años. Cabe mencionar que el aumento de la brecha fue tratado por el Dr. Jorge Beinstein en su libro “Crónica de la Decadencia” (página 132).

Gráfico 3.2. Brecha de PBI por habitante PPP en US\$ entre países desarrollados y países en desarrollo elegidos.



Fuente: Elaboración propia en base a Ferreres, CEPAL y FMI.

Efectivamente si comparamos el año 2007 con el año 2009 vemos que la brecha se redujo (paso de 1,47 a 1,42). Al mismo tiempo debemos señalar que se corta una serie ininterrumpida de crecimientos de la brecha. Cabe preguntarse si la reducción fue fortuita o cuales fueron las razones que las provocaron.

Para responder este interrogante resulta necesario detectar si existen denominadores comunes de las crisis contemporáneas (período 1992-2000) que ocurrieron en los países en vías de desarrollo.

Ello se trata en el siguiente punto.

3.3. Crisis contemporáneas. Denominadores comunes

De las crisis contemporáneas más relevantes de la década del noventa e inicios del 2000 en países en vías de desarrollo, la que inició el proceso fue la crisis de México del año 1994, conocida como el “efecto tequila”.

Le sigue en importancia la crisis del Sudeste Asiático del año 1997 (Malasia, Corea, Indonesia y Tailandia), que interrumpió el crecimiento de tres décadas de los países llamados “tigres asiáticos”.

Le siguió la crisis de Brasil del año 1998 que terminó con una devaluación de la

moneda brasileña. Finalmente, tenemos la crisis de Argentina del año 2001. A continuación se exponen los saldos de la cuenta corriente del balance de pagos de esos países a la fecha previa a la crisis en cada uno de ellos.

Cuadro 3.4. Saldo de la cuenta corriente del BP (en US\$ Millones)

<i>Periodo</i>	<i>País</i>	<i>Saldo cte cte</i>	<i>% PBI</i>
1992	México	-24,442	-7.3
1993		-23,400	-5.8
1994		-29,662	-7
1995	Tailandia	-13,554	-8.1
1996		-14,691	-8.1
1996	Corea	-8,507	-4.4
1997		-23,006	-1.7
1996	Malasia	-4,462	-4.4
1997		-5,935	-5.9
1996	Indonesia	-7,663	-3.4
1997		-4,889	-2.3
1997	Brasil	-30,491	-3.8
1998		-33,829	-4.3
1999	Argentina	-11,966	-4.2
2000		-8,937	-3.1

Fuente: FMI (Internacional Financial Statistics Año 2003)

Como vemos existe un denominador común que es saldo fuertemente negativo de la cuenta corriente del balance de pagos. En principio en la mayoría de los casos el déficit de la cuenta corriente se produce por un atraso de la paridad cambiaria. Este problema es tratado por Diamand (1999,91) y Curia (2005,31) entre otros autores.

En los años 90 había gran liquidez internacional y el ingreso de dólares era abundante. Esto provocaba fuertes apreciaciones en términos reales de las monedas, en el marco de apertura de la cuenta capital.

Luego el déficit conduce a un drenaje de reservas, es decir, a una pérdida de dólares y a su vez no existen alternativas de financiación externa debido a la inseguridad que produce el saldo del balance de pagos.

Frente a esta situación cada uno de estos países no tuvo otra alternativa que devaluar. Esto trajo diversas consecuencias, en especial, las productivas y las sociales que afectaron

al bienestar de las poblaciones de dichos países.

La devaluación provoca un cambio de los precios relativos lo cual incrementa la suba de precios y esto provoca una caída del salario real. Este último factor reduce el poder de compra de las familias.

Dado el retroceso en el consumo, las empresas acumulan inventarios y reducen la producción, lo cual eleva la tasa de desempleo y expulsa trabajadores del sistema productivo.

El incremento del desempleo agudiza los problemas sociales y deteriora el nivel de vida de la población. En consecuencia, se produce una caída del Producto Bruto Interno por Habitante.

Cabe señalar que no necesariamente la presencia de saldos negativos del balance de pagos provoca desestabilización en países en vías de desarrollo. En algunos casos los mismos se subsanan con reservas abundantes y/o con créditos externos (esto último ocurre si la confianza se mantiene).

Desde luego si no se actúa en la raíz del problema (reducción del atraso cambiario) a la larga el problema aparece. Es una cuestión de tiempo hasta que el problema recrudece con fuerza.

3.4. El modelo de Mundell- Fleming propuesto para países pequeños

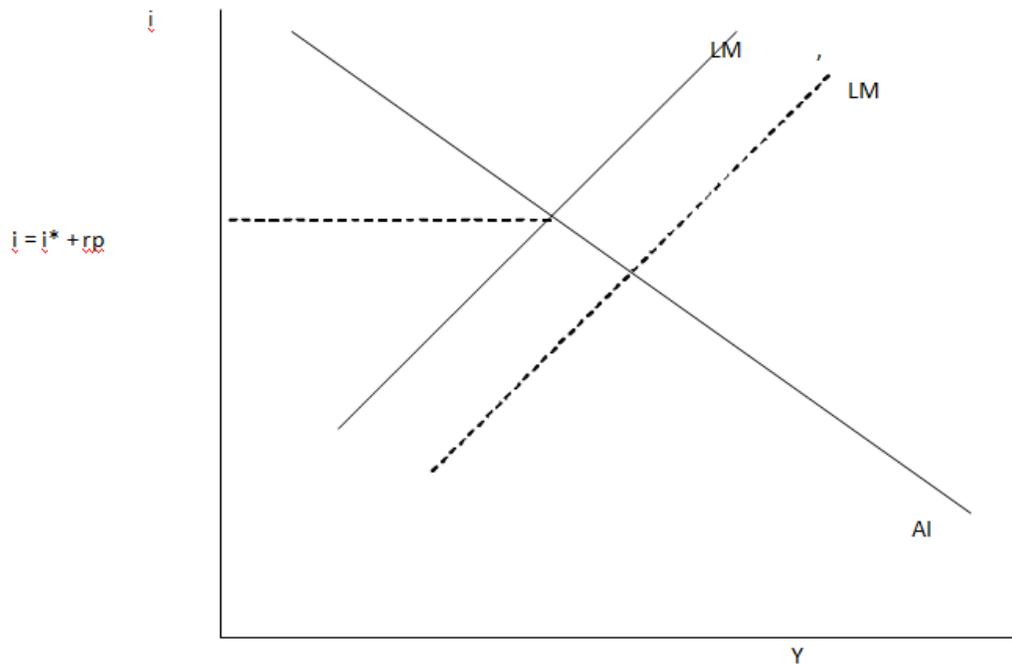
El modelo más utilizado en economía para el caso abierto es el de Mundell- Fleming. El mismo plantea la política con tipo de cambio fijo y la política con tipo de cambio variable (ambas para países pequeños) en economías abiertas a la movilidad de capitales. Las mismas son tratadas a continuación.

3.4.1. Política abierta con tipo de cambio fijo

Contemplamos las siguientes posibilidades, dos referidos al mercado monetario y otras dos para la política fiscal.

a) Expansión monetaria: En este caso, con la expansión monetaria vemos que la curva LM se desplaza hacia abajo y a la derecha. El gráfico pertinente es el siguiente.

Gráfico 3.3. Política monetaria expansiva con TC fijo.



Si se expande la liquidez baja la tasa de interés y los agentes del mercado venden la moneda local y compran divisas para colocarlas en el exterior. Esto debido a la mejor tasa que existe en el exterior con relación a la local.

Por todo ello el Banco Central tiene que vender divisas y retirar circulante. En consecuencia, LM vuelve a su nivel original y la tasa de interés retorna al nivel anterior. Por lo tanto la política monetaria expansiva se torna ineficaz cuando se maneja con un tipo de cambio fijo.

b) Contracción monetaria: En este caso una contracción monetaria produce una suba de la tasa de interés.

Al mismo tiempo el ingreso cae.

La caída del ingreso provoca disminución de las importaciones y un aumento del saldo de la balanza comercial.

Los agentes del mercado local y externo venden divisas y colocan pesos a tasa de interés. La tasa doméstica es más rentable que la internacional.

Por lo señalado, el banco central emite pesos y toma las divisas. En tanto hay presiones para que la moneda local se aprecie. Ello no ocurre porque estamos en presencia de un régimen de tipo de cambio fijo.

Con la emisión monetaria el ingreso vuelve al valor previo al de la contracción monetaria. El banco central ha perdido la independencia en el manejo de su política monetaria.

c) Expansión fiscal: En este caso con la expansión fiscal la curva IS se corre arriba y a la derecha debido al incremento del gasto público. Esto eleva la demanda agregada y el consumo.

Debido al incremento de la demanda agregada, las familias demandan dinero, pero como el mismo está fijo el equilibrio en el mercado de dinero se logra con una suba de la tasa de interés.

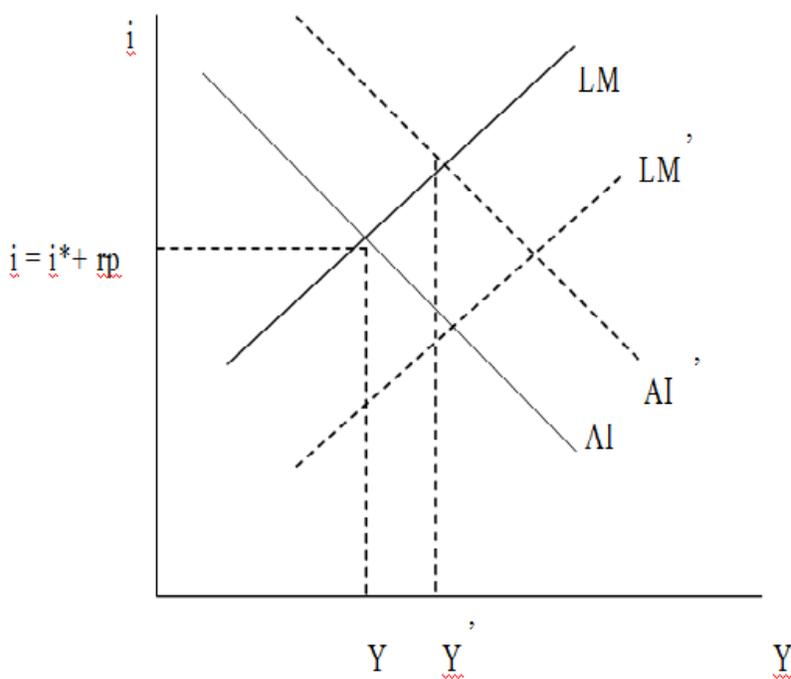
Con el aumento del ingreso se reduce el saldo de la balanza comercial debido a que aumentan las importaciones. Hay presiones devaluatorias.

La suba de la tasa de interés hace que los agentes del mercado local y externo vendan divisas por pesos. El ingreso de divisas quita la presión devaluatoria.

La curva LM se mueve hacia abajo y a la derecha debido a la expansión monetaria.

De este modo el ingreso crece. Esto reafirma que la política fiscal resulta eficaz con tipo de cambio fijo. El gráfico que ilustra esta situación es el siguiente.

Gráfico3. 4. Política fiscal expansiva con TC fijo



Si prestamos atención, este modelo es el que se aplicó en Argentina durante la llamada convertibilidad. Se mantuvo el tipo de cambio fijo y el crecimiento era originado por la política fiscal.

A su vez el aumento del Producto Bruto Interno hacía crecer las importaciones y el saldo negativo de la balanza comercial. La brecha externa era financiada mediante préstamos obtenidos en el exterior. No cabe duda de que el ingreso crece pero el costo de la política expuesta es elevado.

En nuestro país fue un crecimiento desmesurado de la Deuda Externa. La misma creció muy por encima de la tasa de crecimiento del Producto Bruto Interno. El resultado final fue el default de la deuda pública (no pago de los compromisos que vencen) declarado a fines del año 2001.

Al respecto Curia señala que el esquema del “debt led model” en la Argentina de los 90, mostró, especialmente en sus inicios, éxitos en materia de tasas expansivas de la actividad, las que, no obstante, fueron contrarrestadas en lo atinente a su aporte positivo por la perceptible transitoriedad que signó el fenómeno (Curia, 2005, 114).

Queda reflejado en este párrafo el carácter perverso de la política expuesta. Bajo tipo de cambio fijo, sólo se tiene un instrumento de política económica (la fiscal) dado que la política monetaria es exógena.

3.4.2. Política abierta con tipo de cambio variable

A continuación se enumeran distintas posibilidades que se pueden producir.

a) Incremento de exportaciones: una expansión del mercado de bienes mediante un aumento de las exportaciones (deberá tenerse presente que el aumento de la exportaciones impacta inicialmente de manera similar al aumento del gasto fiscal en el modelo de tipo de cambio fijo).

Si partimos del supuesto de un aumento de la demanda mundial las exportaciones crecen. Ello genera un aumento del ingreso y de la tasa de tasa de interés. También se produce una mejora de la balanza comercial si no crecen en igual o mayor proporción las importaciones.

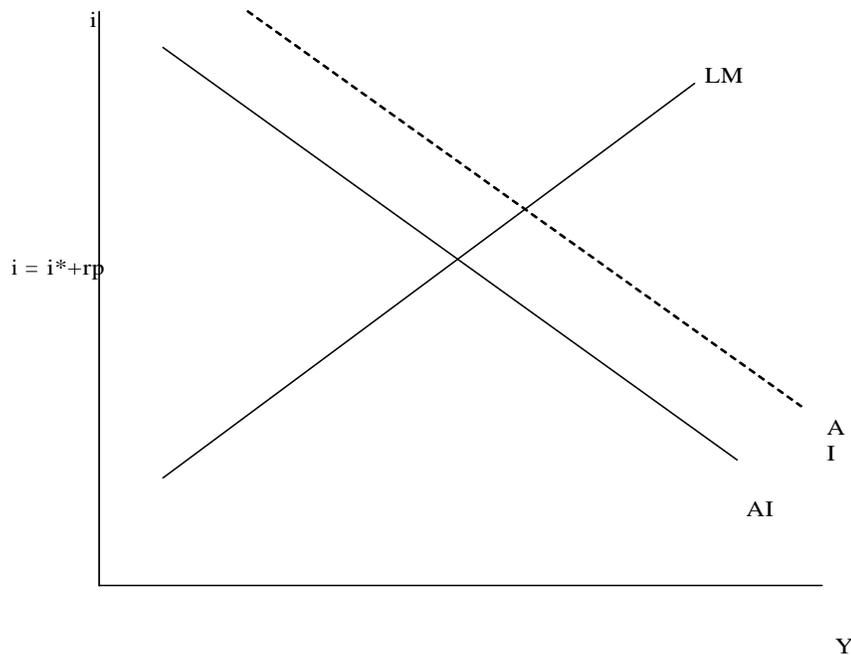
Al mismo tiempo se produce un ingreso de capitales del exterior por aumento de la tasa de interés, lo cual genera un aumento de Reservas en el Banco Central y una apreciación de la moneda local debido al excedente de divisas.

Esto a su vez repercute negativamente en las exportaciones, las cuales caen debido a la apreciación señalada en el punto anterior. Todo lo expuesto genera un retorno al nivel de ingreso inicial.

Cabe destacar que el aumento de las exportaciones también puede tener su origen en una devaluación de la moneda local o una apreciación de la moneda extranjera o en una caída de los precios locales (IPC) o en una suba de los precios en el exterior (IPC*).

El gráfico que refleja la expansión de exportaciones es el siguiente:

Gráfico 3.5. Incremento de las exportaciones y la demanda agregada



Tal como se señaló, la suba de la tasa de interés provoca ingreso de capitales del exterior. Esto se suma a las divisas provenientes del comercio exterior. El Banco Central aumenta reservas y se producen presiones para que la moneda local se aprecie.

Una vez que la apreciación ocurre las exportaciones caen y la curva AI se desplaza abajo y a la izquierda hacia su nivel original. Esto provoca una caída de exportaciones que a su vez produce una caída del ingreso (la curva AI en este caso se desplaza abajo y a la izquierda) y de la demanda agregada con un efecto multiplicador pero negativo.

b) Caída de exportaciones: Una contracción del mercado de bienes mediante una caída de exportaciones (deberá tenerse en cuenta que la caída de las exportaciones impacta inicialmente de manera similar a la baja del gasto fiscal en el modelo de tipo de cambio fijo). Esto produce una desmejora del saldo de la balanza comercial, lo cual va unido a la salida de capitales financieros por la baja de la tasa de interés. Los agentes del mercado local y extranjero compran divisas.

El Banco Central pierde reservas y se genera una depreciación, porque el tipo de cambio es flexible, de la moneda local debido a la falta de divisas.

La depreciación genera un aumento de las exportaciones y se retorna a la situación inicial. Es decir, la situación generó un círculo que partió de un lado y terminó en el mismo lugar.

c) Expansión monetaria: Con relación a este caso, se produce un desplazamiento hacia abajo y a la derecha. Esto provoca una caída en la tasa de interés, debido al exceso de oferta de dinero

Se producen salidas de capitales buscando mejor tasa en el exterior. El ingreso crece por la expansión monetaria y las importaciones aumentan.

La salida de divisas provocada por los hechos señalados presiona para que se devalúe la moneda local.

La depreciación incrementa las exportaciones por lo que la curva AI se desplaza hacia arriba y a la derecha. Se expande la demanda agregada.

La conclusión es que la política de expansión monetaria logra el crecimiento del ingreso, del producto y del empleo.

d) Contracción monetaria: se producen los siguientes hechos. La curva LM se desplaza hacia arriba y a la izquierda.

La tasa de interés aumenta por la escasez de dinero para equilibrar el mercado monetario que se encontraba en desequilibrio.

La suba en el interés genera ingresos de capitales del exterior por el mayor atractivo con respecto a los bonos locales en esos países.

El ingreso de capitales promueve expansión monetaria por la compra de divisas por parte del Banco Central. Es decir, sube el activo del banco central e incrementa su pasivo.

La conclusión es que la política de contracción monetaria es neutralizada por el ingreso de capitales provenientes del exterior.

3.5. Crítica al modelo de Mundell–Fleming para países pequeños

Tanto el modelo con tipo de cambio fijo como con tipo de cambio variable con apertura de la cuenta capital, resultan inadecuados para nuestros países.

Especialmente merecen críticas el modelo de tipo fijo con expansión del gasto por su tendencia al endeudamiento exagerado y el de tipo de cambio variable por su propuesta de apreciación de la moneda local. Esto último anula la posibilidad de acumular reservas.

En resumen, el modelo de tipo fijo incrementa la deuda en una proporción superior al crecimiento del PBI. La situación se tolera hasta el límite de financiación externa. En algún momento la economía entra en crisis (caso Argentina año 2001).

El modelo de tipo de cambio variable impide acumular reservas necesarias para superar ahogos externos futuros.

3.6. Acerca del Capitalismo Periférico

Este prestigioso economista de nuestro país en el citado análisis apunta a revisar si los

conceptos allí vertidos resultan útiles para determinar las causas de los hechos económicos y sociales que ocurren en el mundo subdesarrollado.

Esta evaluación no pretende enumerar taxativamente todas las ideas del Dr. Prebisch, sino tomar algunas que a mi juicio resultan centrales. Un primer elemento a tener en cuenta es el vinculado con la existencia de dos capitalismo

3.6.1. Capitalismo de países desarrollados

En el primero, el avance tecnológico se difunde prácticamente sin restricciones hacia todas las escalas sociales. Cabe destacar que en el mundo desarrollado se producen las innovaciones tecnológicas en base a la investigación científica y tecnológica que llevan a cabo el Estado y las empresas, sobre todo las de mayor participación.

3.6.2. Capitalismo periférico

En el segundo tal difusión no se produce. Los elementos que la impiden según el autor son tres. El consumo imitativo, la succión externa y la hipertrofia del Estado.

El consumo imitativo parte de la idea de las clases privilegiadas de tener análogas pautas de consumo que el mundo desarrollado. Ello produce los siguientes problemas. Se adopta un tipo de consumo que no guarda proporción con la producción local. En otras palabras, se consume lo que no se produce. Esta modalidad de consumo limita la posibilidad de que el excedente de producción, fruto de la mayor productividad, se difunda hacia las capas de menor poder adquisitivo. Ideas similares fueron planteadas por Celso Furtado.

La succión externa implica que parte del excedente señalado debe girarse al exterior sea por intereses o por utilidades de empresas extranjeras. Esto opera a través de la balanza de pagos.

La hipertrofia del Estado viene a consecuencia de una distribución inadecuada del excedente. Ello obliga al estado a prestar servicios sociales y a absorber parte de la mano de obra que el mercado no incorpora.

Retomando los conceptos vertidos con relación al consumo imitativo podemos sintetizar que en las naciones donde se desarrolla el llamado capitalismo periférico se difunde el consumo de bienes provenientes de la innovación tecnológica, mucho antes que se adquiriera la capacidad de producirlos.

Esta constituye una diferencia central con relación a las naciones desarrolladas. Esto hace que en principio el excedente de la mayor producción se asigne primero a las personas de mayor poder adquisitivo, quienes desarrollan el consumo imitativo, y luego el resto se utiliza para incrementar los bienes de capital para mantener el crecimiento de la economía.

Otro aspecto sustantivo que trata el Dr. Prebisch, concierne a la dinámica del proceso productivo que se da en los países en vías de desarrollo. Al respecto señala que la mayor producción que se obtiene debería originar una baja de los precios. Ello debido a la supuesta mayor oferta de bienes lo cual provoca un exceso de oferta en los mercados y el

ajuste es vía reducción de los precios.

Lo señalado en el punto anterior se ve alterado debido de que parte de esa mayor producción se halla en proceso. Esto significa que la misma no se vuelca inmediatamente al mercado. En consecuencia la baja de precios no se produce. No hay una reducción al corto plazo.

A su vez, los grupos de poder presionan para que se emita dinero para evitar que los precios bajen y de este modo se evita la distribución del excedente.

La no baja de precios impide que el beneficio proveniente del excedente se difunda hacia las capas sociales de menores ingresos.

Desde luego si los beneficios no llegan a las capas sociales más bajas, el Estado se ve obligado a cubrir por lo menos una parte de la carencia (Ej.: planes Jefas y Jefes del hogar en los años 2009,2010 y 2011).

La difusión del excedente llega a sectores medios. Los sectores de menores recursos se ven obligados a ejercer algún tipo de presión en pos de obtener parte del mismo. Los actores sindicales cobran cuerpo. Con ello se desata la puja distributiva y tras ella aparece un tipo de inflación no conocido en el mundo desarrollado. La inflación social.

Lo dicho hasta aquí pone de manifiesto que la puja distributiva desata la inflación social. Al respecto el Dr. Prebisch señala que el excedente constituye la expresión conspicua de la forma desigual en que distribuye el fruto de la creciente productividad. En el juego de las leyes de mercado, participa espontáneamente en este fruto solo aquella porción limitada de la fuerza del trabajo que responde a las exigencias cada vez mayores de la técnica. La gran masa de esa fuerza, por el contrario, no aumenta sus ingresos correlativamente con el aumento de la productividad. La parte del fruto que no se traslada queda en manos de los propietarios de los medios productivos, que se concentran principalmente en los estratos superiores de la estructura social (Prebisch, 1981, 91).

Además observa que cuando es fuerte el poder redistributivo, el reajuste de las remuneraciones acentúa la espiral que acompaña a la inflación social, si bien en ciertos casos sería suficiente para provocar aquella. (Prebisch, 1981,147).

Por lo que se entiende tenemos que sacar las siguientes conclusiones. El excedente no se distribuye automáticamente. Los mecanismos neoclásicos sustentados en la baja de precios proveniente de una mayor productividad no se visualizan.

Por otro lado, el poder sindical aparece y con él surge una alta probabilidad de iniciar una puja distributiva.

Sostiene además Prebisch que en los países periféricos las clases más bajas ganan estimativamente una sexta parte que las pertenecientes a las naciones desarrolladas. Esta situación difiere de lo que se observa en las clases más altas de la escala. Allí el ingreso alcanza los dos tercios del de las naciones desarrolladas. Prácticamente en este segmento las diferencias son poco significativas.

Todo lo señalado hasta aquí pone en tela de juicio el librecambismo o su versión

moderna, la globalización. La teoría del derrame interno ha fracasado. Otro tanto ocurre con la del derrame que se debería dar por efecto transferencia desde las naciones ricas hacia las naciones pobres.

La apertura indiscriminada ha provocado el efecto opuesto. De allí surge la succión externa de la que nos habla el Dr. Prebisch. Esta la podemos ver nítidamente en los siguientes puntos.

Por un lado, por el giro de utilidades hacia el exterior que hacen las grandes corporaciones extranjeras y se refleja en el balance de pagos.

Por otro lado tenemos los intereses de la deuda externa, los que se suman al drenaje de recursos del país hacia el exterior.

Ambos conceptos impactan en el balance de pagos. Nuestras naciones se ven obligadas a tener saldo comercial favorable o en su defecto contraer nuevas deudas

Como vemos todos los problemas parecen no tener ningún tipo de solución utilizando el pensamiento neoclásico. La dinámica del mercado no nos lleva al equilibrio anhelado. La crisis se nos instala de manera inquietante.

3.6.2.1. ¿Qué propone el Dr. Prebisch para transformar esta situación?

Propone que el excedente se reparta en forma de acciones. De este modo no se sacrifica la reinversión. Básicamente la propuesta conduce a que las empresas sean cogestionadas por los trabajadores quienes tienen una parte del patrimonio de las mismas.

También puede darse una situación más amplia en la que las empresas sean autogestionadas debido a que los trabajadores tienen la totalidad del paquete accionario (como en el caso de ciertas cooperativas).

Señala Prebisch que la tendencia a la concentración de capital deberá contrarrestarse mediante la difusión social del nuevo capital. Una proporción creciente de este nuevo capital deberá corresponder a la fuerza del trabajo a medida que se efectúa la redistribución. Este cambio en la composición social del capital irá abriendo paso a la gestión autónoma de las grandes empresas existentes o las que llegarán a serlo en el futuro” (Prebisch, 1981,292).

Corresponde analizar si esta es la única alternativa. Indudablemente debemos concentrarnos en pensar en alguna política alternativa a la Autogestión y a la Cogestión.

Fundamentalmente porque estas últimas no lucen sencillas en su aplicación. A sus problemas naturales de implementación (Ej.: pujas de poder entre los trabajadores, herencia, nuevos ingresos de personal y participación de los mismos en el capital, etc.) le debemos agregar la resistencia de los empresarios.

3.6.2.2. ¿Cuál puede ser la alternativa a la autogestión y a la cogestión?

Indudablemente una de las respuestas la podemos encontrar en la política heterodoxa aplicada en Argentina en estos últimos años. Sus ingredientes principales, entre otros, son los siguientes.

Una reducción del capital de la deuda externa lo que provoca un manejo más autónomo de la política económica doméstica al no estar bajo el yugo de los acreedores externos, en especial los organismos internacionales.

Un mayor plazo para el pago de la deuda externa, lo que alivia los desembolsos financieros anuales.

Una reducción de la tasa de interés de la deuda externa, lo que permitió una mejor atención de los compromisos.

Acuerdo de precios consistentes con una política distributiva que genere en aumentos del salario real en un entorno estable. En este caso, el rol del Estado es inexorable para mediar como árbitro entre lo que piden los sindicatos y lo que quieren pagar las empresas.

Reducción del excedente vía los derechos de exportación, los cuales además financian al Estado y generan recursos para actividades sociales.

Una disminución de las tasas de pobreza e indigencia lo que descomprime los problemas sociales y familiares y genera armonía en la sociedad.

Distribución equitativa del incremento de productividad de manera que tanto el capital como el trabajo se vean beneficiados.

Anulación de la injerencia del Fondo Monetario Internacional a través del pago total de la deuda contraída con este organismo.

Ruptura del cuello de botella (restricción externa) debido al tipo de cambio competitivo y múltiple en términos efectivos, lo que dio por terminado los clásicos procesos de arranque y parada.

Incremento de la presencia del Estado (Aguas Argentinas, Correo Argentino, Tandanor, AFJP) lo que vino a corregir las fallas del mercado y las malas gestiones del sector privado en varios sectores y empresas.

Recuperación de la política cambiaria por sobre la política de precios al determinar un tipo de cambio flotante según las necesidades del país.

Política de Superávit fiscal para generar ahorro necesario para destinarlo a actividades compatibles con el crecimiento con equidad.

La reducción del capital de la deuda permite un manejo más equilibrado de sus vencimientos. Igualmente ocurre con los mayores plazos y con la reducción de la tasa de interés.

Estas políticas unidas al no pago a los fondos buitres, tal como lo está llevando a cabo nuestro país, reduce el impacto de la succión externa del excedente.

Los acuerdos de precios con los empresarios constituyen otro elemento necesario para evitar ajustes que apunten a maximizar el excedente empresario. Los citados acuerdos limitan el ascenso desmesurado de precios y esto permite una más justa distribución del ingreso.

La suba del salario real constituye un elemento vital a la hora de una distribución equitativa del crecimiento económico. La tasa de incremento del salario real debe apuntar a mejorar la participación de los trabajadores dentro del ingreso nacional. El objetivo sería lograr que la tasa de los asalariados sea del 50% del ingreso (en la actualidad se estima que dicha tasa es del 45%)

Los productores de bienes exportables con ventajas comparativas (Ej.: productores de cereales y soja) son quienes tienen mayores excedentes. Ello debido que ante un tipo de cambio alto e igual para cada tipo de producto (sean productos con ventajas comparativas o productos con desventajas comparativas), obtienen una rentabilidad superior y significativa.

Una de las formas de reducir el excedente extraordinario es mediante la aplicación de derechos de exportación (impuestos a la exportación). A su vez esto permite financiar la inversión pública y la política distributiva (Ej.: mediante el aumento a los jubilados).

De este modo se logra una reducción del excedente de las clases más altas de la escala social, asignando una parte más grande del excedente hacia los sectores más bajos de la escala social.

Un elemento característico del capitalismo periférico es la presencia de tasas altas de pobreza e indigencia. Estas impiden el proceso de transferencia de conocimientos debido a que en este segmento la educación es nula o de baja calidad debido a que las personas que están comprendidas en este segmento, carecen de recursos para alcanzar una educación adecuada.

Los resultados que se alcanzan nos permiten ver un coeficiente de Gini más bajo (cerca de 0.35) que resulta similar al observado en los países desarrollados (ver estadísticas sociales de la base de datos de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad de Lomas de Zamora que informa un coeficiente de Gini de 0,37 para el segundo trimestre de 2011)

Para que estos resultados puedan alcanzarse, fundamentalmente la baja de las tasas de pobreza e indigencia, debemos mantener un buen nivel de crecimiento económico durante varios años acompañado de un crecimiento del salario real.

Este último se producirá si el fruto del excedente agregado se reparte de manera equitativa.

Ello supone moderar las consecuencias inflacionarias y actuar adecuadamente para que las mismas no resulten inmanejables (acuerdo de precios). Complementa esta idea el hecho de no apelar al recurso de importar bienes como estrategia antiinflacionaria. De resultar necesario se debe apelar a limitar la exportación de bienes alimenticios.

Repartir el excedente agregado de manera equitativa, evitando que el sector más alto de la escala acumule desmedidamente y que a su vez la distribución exagerada hacia los sectores de menores recursos, conspire contra los objetivos de una inversión creciente debe ser la guía para alcanzar el equilibrio.

Un punto central para evitar caer en los errores característicos del capitalismo periférico lo

constituye el abandono de las políticas normalmente sugeridas por el Fondo Monetario Internacional. Para ello es necesario desvincularse de las ataduras crediticias. Estas últimas imponen condicionamientos que en su mayoría lejos de reducir sus efectos, los afianzan.

Al mismo tiempo resulta indispensable romper con el llamado “cuello de botella”. El mismo aparece en los países periféricos y presenta la incompatibilidad entre el crecimiento económico y el saldo positivo de la balanza comercial.

Para recuperar el saldo positivo de la balanza comercial hace falta equilibrar la economía. Este problema se supera con un tipo de cambio adecuado que entre otras cosas actúe diferenciando los productos. Un tipo de cambio elevado con un complemento de derechos de exportación, como ya señaló anteriormente, resultan mecanismos apropiados.

Un error característico del capitalismo periférico parte de la sacralización del mercado y de la demonización del Estado. Una política acorde reside en permitir que el Estado actúe en aquellos renglones donde el mercado resulte ineficaz. Es decir, que corrija las fallas del mercado.

En algunas circunstancias se incurre en el error de pretender que la economía se ajuste a través del movimiento de precios tanto al alza como a la baja. En los noventa imperó este criterio. La política cambiaria quedó eliminada mediante un tipo de cambio fijo. Los resultados alcanzados muestran que este modelo incrementó los males del capitalismo periférico.

La cuestión fiscal ha sido a menudo soslayada. En materia fiscal debemos tener presente que el déficit normalmente incrementa la deuda pública. Con ella los pagos de intereses incrementan la succión externa e interna que termina impidiendo la política social.

El superávit alcanzado con el crecimiento de la economía permite reducir la deuda pública en términos relativos. Ello facilita las políticas sociales.

Sin duda la descripción del capitalismo periférico hecha por el Dr. Prebisch resulta de un valor extremadamente actual. Al mismo tiempo parecen desaconsejable, por lo menos en este tiempo, las medidas propuestas para la transformación (autogestión y cogestión). Nos inclinamos por adoptar la política heterodoxa descripta.

3.7. Moneda de cuenta y divisa

Un tema central que la teoría económica suele omitir consiste en las diferencias que existen entre los países en lo concerniente al poder de sus respectivas monedas.

En efecto existen países cuya moneda sirve tanto para el manejo interno como para el externo. En ese caso podemos decir que dicha moneda es calificada como divisa. En cambio existen otros países cuyas monedas solo sirven para operaciones internas.

3.7.1. Países que emiten divisas.

Desde luego esta enorme diferencia nos lleva a pensar que en el caso de los países centrales

un saldo negativo del balance de pagos puede resolverse precisamente con emisión monetaria interna. El circuito que puede utilizarse, a modo de ejemplo, en un país como Estados Unidos es el siguiente.

Se produce un rojo en el saldo de la cuenta corriente del balance de pagos. Esto significa que las salidas de dólares superan a la entrada en un período determinado (saldo de la balanza comercial más ingresos financieros menos egresos financieros). Supongamos que el rojo es de 1.000 millones de dólares. El pago de los 1.000 millones de dólares es realizado por distintos operadores de Estados Unidos a operadores de distintos países.

3.7.2. Países que no emiten divisas.

¿Cuál es la diferencia con un país periférico? La diferencia principal radica en que dicho país no puede compensar un déficit de cuenta corriente del balance de pagos con emisión monetaria. Sencillamente porque su dinero interno no es aceptado como divisa. Las alternativas que tiene a mano este tipo de país son tres.

Primera. Compensar el déficit de la cuenta corriente con un superávit de la cuenta capital. Normalmente esto se consigue con la obtención de préstamos en moneda extranjera. Desde luego este tipo de mecanismo no se puede utilizar de manera ilimitada.

Segunda. Echar mano a reservas en divisas para satisfacer los pagos en moneda extranjera. Desde luego esto es posible si hay existencias de divisas. Al igual que en el caso anterior este tipo de mecanismo no se puede utilizar de manera ilimitada.

Tercera. Producir un ajuste recesivo para modificar el saldo de la balanza comercial mediante una baja sustantiva de las importaciones. Este tipo de mecanismo tiene un altísimo costo social.

Un aspecto adicional y complementario a tener en cuenta tiene que ver con la caución de la emisión monetaria. Al respecto debemos considerar que las naciones periféricas deben tener suficientes reservas para garantizar la estabilidad monetaria. Las naciones centrales no deben observar este tipo de garantías.

Si las naciones periféricas pierden de vista esto pueden tener una corrida cambiaria que normalmente deriva en una devaluación. Paradójicamente, la teoría tradicional pierde de vista este tipo de diferencia. La mayoría de los textos referidos a la macroeconomía analizan las políticas sin tener en cuenta que los países periféricos no pueden emitir divisas y presentan una tendencia a quedar desabastecidos. Además no pueden imitar las políticas de los países centrales.

Pese a este tipo de diferencias se suelen proponer idénticos mecanismos tanto para países centrales como para países periféricos.

3.8. El señoreaje

El señoreaje se identificaba con el beneficio que obtenían las casas de moneda por acuñar una pieza cuyo valor intrínseco era menor al nominal. Este concepto aplicado al papel moneda podemos verlo desde distintos puntos de vista.

Los poseedores de dinero pierden por el deterioro que sufre la moneda en un proceso inflacionario. La parte beneficiada es normalmente el Estado. El mismo emite el dinero y suele aplicarlo en una parte a la compra de divisas que se constituyen como reservas. Dichas divisas suben de valor. Esto debido a que la suba intenta neutralizar el aumento de los costos internos provocada por el proceso inflacionario.

Las ganancias señaladas en el punto anterior se exponen en los balances de los Bancos Centrales. Dichos beneficios suelen ser transferidos a los gobiernos quienes los imputan en sus respectivos presupuestos como rentas de la propiedad. En nuestro país específicamente se imputan en el rubro señalado utilizando la cuenta dividendos en la que se imputan prioritariamente las diferencias de valor de las reservas.

Debemos tener en cuenta que el estado nacional es el *principal* y único accionista del BCRA. Utilizando un ejemplo para ilustrar mejor el mecanismo descrito partimos de una ganancia de \$ 100 proveniente de un crecimiento del valor de las reservas. El asiento que practica el BCRA es el siguiente.

Reservas	100	
a Beneficios		100

Luego si esta fuese el único resultado del ejercicio tenemos que el asiento de cierre sería el siguiente:

Beneficios	100	
a Resultado del Ejercicio		100

Cuando se distribuye el Resultado del Ejercicio el BCRA acredita dicho monto en la cuenta del Tesoro Nacional. El asiento que practica el BCRA es el siguiente

Resultado del Ejercicio 100

a Circulación Monetaria 100

El balance del BCRA también genera ganancias por otros conceptos, como los intereses cobrados a los bancos y al tesoro, y por la colocación de activos externos en valores y depósitos.

Con relación a las utilidades que surgen de la revalorización de las reservas tomamos a modo de ejemplo el balance del BCRA al 31-12-2010, observando que en el cuadro de resultados en el rubro Intereses Ganados y Actualizaciones netas figura una subcuenta “Sobre reservas internacionales” por un valor de 593.854.281 pesos (ver página Internet del BCRA balance al 31-12-2010)

Con relación a los Estados Unidos, emisor de dinero de cuenta interna e internacional nos formulamos la siguiente pregunta.

¿Obtiene la Reserva Federal de los Estados Unidos beneficio por señoreaje cuando los dólares escapan de sus fronteras?

Al respecto debemos señalar que el proceso de obtención de utilidades puede darse cuando la Reserva Federal le presta fondos a bancos del país y estos a su vez los prestan a usuarios de terceros países y también cuando los bancos prestan dentro de su país. Partiendo de un ejemplo en que la Reserva Federal presta US\$ 10.000 y acredita un neto de US\$ 9.000 (cobra 1.000 en concepto de intereses) tenemos el siguiente asiento:

Préstamo a Bancos	10.000	a
Depósito en Bancos	9.000	
a Intereses	1.000	

A su vez los bancos prestan los US\$ 9.000 obtenidos a tomadores del exterior. Suponiendo que cobran US\$ 1.200 en concepto de intereses tenemos el siguiente asiento:

Deudores del exterior	10.200
a Reserva Federal	9.000
a Intereses	1.200

A continuación se expone el balance de la Reserva Federal al 31-12-2011:

Cuadro 3. D Estados Unidos. Balance de la Reserva Federal (Millones de dólares)

Balance consolidado de la Reserva Federal (al 31/12/2011)			
1. Activo	Millones US\$	2. Pasivo	Millones US\$
1.1. Oro	11.037	2.1. Letras netas del Banco central netas de la tendencia de los bancos	1.032.534
1.2. DEG	5.200	2.2. Acuerdos de recompra inversos	88.111
1.3. Monedas	2.316	2.3. Depósitos	1.726.984
1.4. Valores, acuerdos de recompra y préstamos	2.614.151	2.3.1. Depósitos a plazo de las instituciones depositarias	0
1.4.1. Valores simples	2.605.171	2.3.2. Otros depósitos de las instituciones depositarias	1.581.549
1.4.1.1.1. Valores del tesoro USA	1.663.438	2.3.3. Cuenta general, Tesoro USA	87
1.4.1.1.1.1. Facturas	18.423	2.3.4. Cuenta general suplementaria, Tesoro USA	0
1.4.1.1.1.2. Letras y bonos nominales	1.566.954	2.3.5. Oficiales en el exterior	125
1.4.1.1.1.3. Letras y bonos ajustados por inflación	68.468	2.3.6. Otros	58
1.4.1.1.1.4. Compensación por inflación	9.593	2.4. Item en efectivo disponible en forma diferida	2.411
1.4.1.1.2. Valores de deuda de la agencia federal	103.994	2.5. Otros pasivos	16.230
1.4.1.1.3. Valores obtenidos por hipotecas	837.739	Total de Pasivo	2.866.269
1.4.2. Acuerdos de recompra	0		
1.4.3. Préstamos	8.990	3. Cuenta Capital	
1.5. Tenencia neta de Maiden Lane LLC	7	3.1. Capital	26.900
1.6. Tenencia neta de Maiden Lane LLC II	9	3.1.1. Superavil	26.900
1.7. Tenencia neta de Maiden Lane LLC III	18	3.1.2. Otros	0
1.8. Tenencia neta de TALF LLC	811	Total del Capital	53.800
1.9. Item en proceso de agrupamiento	514		
1.10. Instalaciones bancarias	2.182	Pasivo+ Capital	2.920.069
1.11. Intercambio de liquidez Banco Central	99.823		
1.12. Otros Activos	149.866		
Total de Activo	2.920.069		

Fuente: www.federalreserve.gov

El punto 1.4 Valores acuerdos de recompra y préstamos muestra la expansión crediticia de la Reserva Federal concedida al sector privado y público (ver 14113 Valores obtenidos por Hipotecas).

En resumen podemos ver que por la simple emisión la Reserva Federal puede obtener una ganancia. Al tratarse de fondos que a su vez pueden ir al exterior el señoreaje es obtenido dentro y fuera de las fronteras.

3.9. La fortaleza relativa de América Latina en el período 2003/2007

En el período 2003/2007 vemos que América Latina presenta una fortaleza relativa si comparamos algunos indicadores con los correspondientes a períodos anteriores. Entre ellos merecen citarse los superávits fiscal y externo, nivel de reservas y nivel de endeudamiento.

Para demostrar lo expuesto se toman 6 países latinoamericanos que son Argentina, Colombia, Perú, Brasil, Chile y México.

3.9.1. La cuestión fiscal en los países elegidos

Para los países elegidos se tomaron los datos del resultado primario para los años 1995, 2001, 2004 y 2007. También se obtuvo el promedio simple de los 6 países. Los resultados se pueden observar en el siguiente cuadro.

Cuadro 3.5. Países de Latinoamérica seleccionados. Balance primario como % del PBI

País	1995	2001	2004	2007
Chile	4,8	0,7	3,2	9,6
Perú	0,3	-0,2	1	1,4
Mexico	4,5	2,6	2,5	2,8
Argentina	2,2	1,75	5,6	2,1
Colombia	3	0,6	3,8	1
Brasil	s/d	3,7	4,6	3,7
Promedio	2,96	1,53	3,45	3,43

Fuente: CEPAL

Vemos que el promedio del resultado se eleva sensiblemente comparando los años 2004 y 2007 con los años 1995 y 2001.

3.9.2. El saldo de la cuenta corriente del balance de pagos en los países elegidos

A partir de este cuadro a los países elegidos agregamos Venezuela. Se toman los saldos en cuenta corriente de los años 1995, 1997, 2000, 2004 y 2007. Los resultados se exponen en el siguiente cuadro.

Cuadro 3.6. Saldos de cuenta corriente en países seleccionados

Millones de U\$S					
País	1995	1997	2000	2004	2007
Argentina	-2.768	-10.119	-8.954	3.212	7.112
Brasil	-18.136	-33.482	-24.224	11.679	1.460
Chile	-1.403	-4.062	-897	2.074	7.199
Colombia	-4.101	-4.968	736	-907	-5.851
México	-1.576	-7.226	-18.683	-6.594	-5.812
Perú	-4.298	-3.414	-1.556	19	1.505
Venezuela	2.014	5.999	11.583	15.519	20.001
Total	-30.268	-57.272	-41.995	25.002	25.614

Fuente: CEPAL

El cuadro resumen y el gráfico relativo a los totales para cada año se expone a continuación.

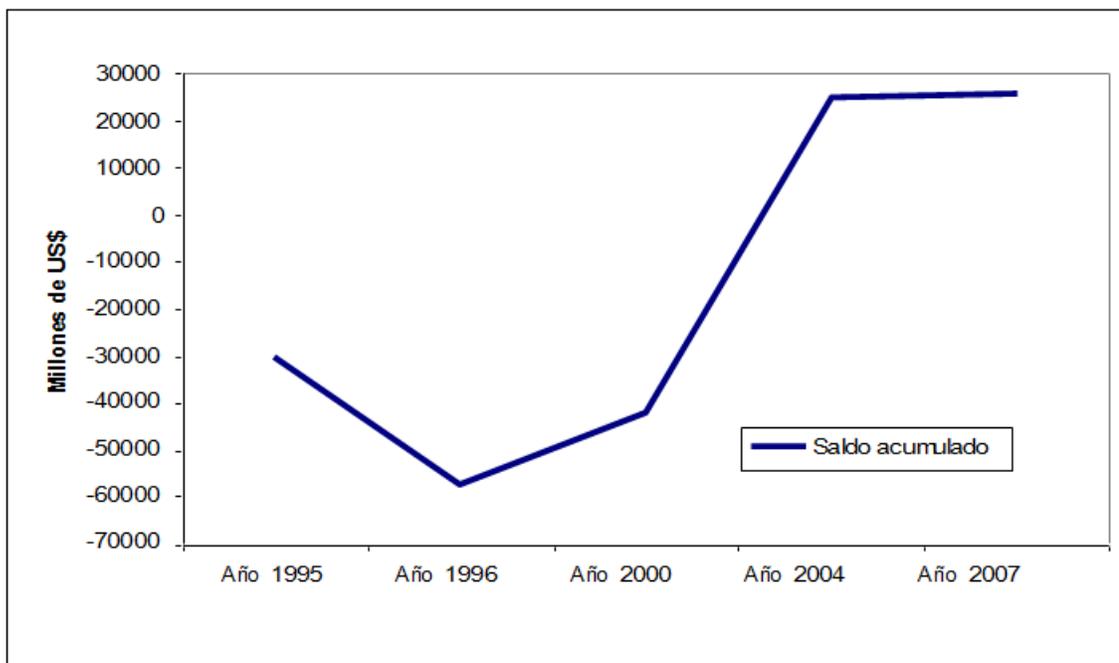
Cuadro 3.7. Saldo acumulado de la cuenta corriente de los países seleccionados.

Año	Saldo acumulado
1995	-30.268
1997	-57.272
2000	-41.995
2004	25.002
2007	25.614

Fuente: CEPAL

Vemos que a partir del año 2004 el saldo de la cuenta corriente del balance de pagos de los países elegidos pasa a ser positivo. Las razones de esta modificación debemos encontrarlas en la mejora del tipo de cambio real y en los precios de las materias primas.

Gráfico 3.6. Saldo acumulado de la cuenta corriente de los países elegidos



Más adelante será tratada la evolución de estos elementos. Cabe señalar que más que el tipo de cambio real correspondería seguir la evolución del tipo de cambio multilateral real de cada uno de los países elegidos.

Al respecto debemos tener en cuenta que no se cuenta con dicha información, excepción de Argentina donde el tipo multilateral tuvo una evolución más amplia que el tipo de cambio real.

¿Cuál es el valor del cambio de signo (de negativo a positivo) del saldo de la cuenta corriente del balance de pagos?

Claramente, si ese saldo se destina en una parte a acumular reservas en divisas minimiza riesgos y defiende al país del contagio de una crisis internacional. Ello debido a que ante la falta de oxígeno externo el país se puede arreglar con sus recursos acumulados.

Además, impide la transferencia de la crisis por parte de un país desarrollado y reduce la brecha entre países desarrollados y subdesarrollados.

El peligro de caída en una crisis existe cuando los países subdesarrollados tienen saldos negativos significativos de la cuenta corriente del balance de pagos. Las crisis contemporáneas muestran evidencias en tal sentido (Méjico 1994, Sudeste Asiático 1997, Brasil 1998 y Argentina 2001).

En cuanto a la posibilidad de contagio se produce de acuerdo a las siguientes etapas que se

describen a continuación

La crisis originada en un país subdesarrollado genera dudas sobre los demás. Se produce lo que se conoce como vuelo hacia la calidad (cambio de activos riesgosos por menos riesgosos).

Por lo dicho en el punto anterior en los países subdesarrollados se producen fuga de capitales. Si el país no cuenta con reservas en divisas la fuga de capitales lo conduce hacia un ajuste recesivo. En definitiva el país sufre el contagio de la crisis

Desde luego si existe abundancia de reservas el temporal puede ser manejado sin mayores sobresaltos.

En cuanto a la transferencia de crisis de un país desarrollado hacia uno o más países subdesarrollados vemos que comúnmente dicha transferencia se ha producido. La misma se materializa mediante subas de la tasa de interés, retiro de fondos para cubrir la brecha en los países centrales, incremento de los giros de utilidades que efectúan las empresas transnacionales etc. A la sazón el impacto siempre fue más agudo en los países subdesarrollados.

La excepción a esto lo constituye la crisis de 2008 iniciada en Estados Unidos. El proceso observado transita por los siguientes pasos. El país desarrollado recibe la primera explosión, materializada por quiebras de empresas, pánico bancario, baja significativa del precio de los inmuebles, caída de la producción y elevación del desempleo. Luego los operadores financieros se refugian en activos sólidos (Ej.: Bonos del Tesoro de los Estados Unidos). Particularmente huyen de los países subdesarrollados (fuga de capitales). Un ejemplo de este problema lo podemos observar en Argentina en el año 2008, cuando en pleno desarrollo de la crisis de Estados Unidos se fugaron capitales.

A su vez los países subdesarrollados se ven obligados a efectuar ajustes recesivos para recuperar los fondos fugados (apuntan a reducir importaciones). Si bien esta situación afecta el comercio exterior de los países desarrollados estos compensan el problema con el oxígeno recibido a raíz de la fuga. Los fondos recibidos se destinan a expandir la economía.

Por esa situación aún en las peores crisis (excepto la de 2008) se estima que la caída de la producción es más aguda en los países subdesarrollados. Esto se evita con abundancia de reservas.

Finalmente vemos que si el país subdesarrollado puede evitar la transferencia, la brecha con los desarrollados se acorta. Esto es lo que ocurrió en la crisis 2008/2009 donde se advierte que la caída de la producción de la mayoría de los países del mundo desarrollado supera a la observada en los países periféricos. Más adelante se tratará detalladamente el impacto de esta última crisis.

3.9.3. Evolución del endeudamiento en América Latina

Antes de ingresar en el análisis detallado de la evolución de la deuda en los países elegidos en la muestra (Chile, Perú, México, Argentina, Colombia y Brasil) corresponde revisar el impacto de la deuda pública dentro de la economía de cada país.

Al respecto corresponde señalar que el tamaño de la deuda establece el volumen de intereses a pagar y la cuantía de fondos necesarios para pagar los vencimientos de capital e intereses. Desde luego estas dos cosas están sujetas a la tasa de interés y al perfil de los vencimientos.

Más allá de lo descripto podemos sostener que a mayor deuda, mayor grado de condicionamiento tanto en lo atinente al manejo del gasto público (por el impacto de los intereses), como en lo concerniente a la necesidad de conseguir recursos para atender los servicios de la misma

Podemos deducir que a mayor deuda, mayores problemas. Para medir el tamaño de la deuda utilizamos el siguiente coeficiente.

$$\frac{\text{Deuda pública}}{\text{PBI}} \times 100$$

El resultado de este cálculo nos da el porcentaje de la deuda con relación al PBI. Luego es necesario revisar cómo evoluciona este porcentaje en el tiempo. Una reducción del porcentaje supone una mayor independencia. Un mayor porcentaje implica una menor independencia.

El cuadro que se expone a continuación muestra la evolución del endeudamiento en los países elegidos.

Cuadro 3.8. Endeudamiento de países Latinoamericanos seleccionados

Deuda Pública total del Sector Público no Financiero como % del PBI				
País	1995	2000	2004	2007
Argentina	39	54	112	47
Brasil	21	34	30	15
Chile	35	49	45	33
Colombia	25	38	35	22
México	52	23	17	12
Perú	62	52	45	29
Venezuela	50	31	39	23
Promedio	41	40	46	26

Fuente: CEPAL

Analizando el cuadro 8 podemos advertir que en el año 2007 el porcentaje de endeudamiento se redujo en la mayoría de los países. A su vez tomando los promedios podemos armar el siguiente cuadro.

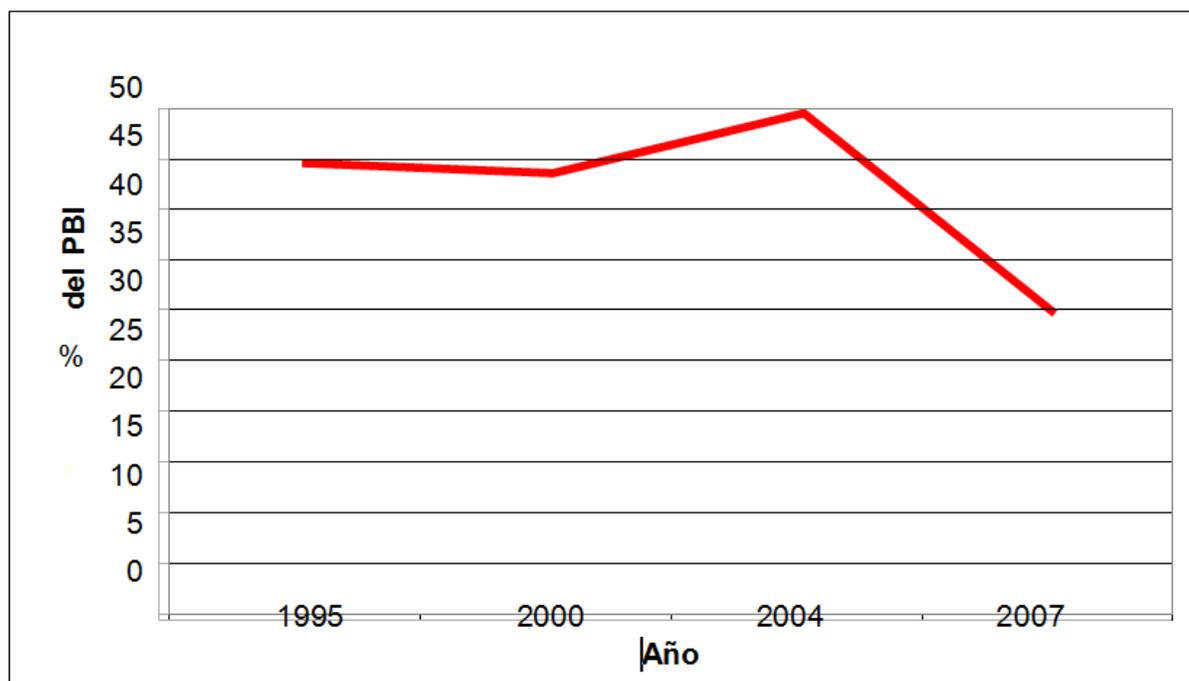
Cuadro 3.9. Promedio de deuda pública / PBI de países latinoamericanos seleccionados

Años	Promedio
1995	41
2000	40
2004	46
2007	26

Fuente: CEPAL

El siguiente gráfico muestra el descenso del endeudamiento para la muestra de países seleccionados en el periodo de análisis.

Gráfico 3.7. Evolución del endeudamiento de los países Latinoamericanos seleccionados



En resumen podemos advertir una mejora significativa en el tamaño del endeudamiento en los países elegidos.

3.9.4. Evolución de las reservas en América Latina

Al igual que lo que ocurre con el tamaño de la deuda resulta importante en la economía la cantidad de reservas. Al respecto podemos señalar que una cantidad elevada de reservas permite que un país se desempeñe con un grado elevado de independencia económica. Mientras que una cantidad baja de reservas hace que un país se desempeñe con un mayor condicionamiento.

La consideración de elevada o baja la podemos tomar en base a algunas relaciones. Entre las más significativas tenemos a) relación entre reservas y deuda externa, b) relación entre reservas e importaciones y c) relación entre reservas y el saldo de la cuenta corriente del balance de pagos.

Desde luego que otra medida interesante parte de observar la evolución de las reservas en un eje de tiempo. Un crecimiento sostenido de las mismas es un buen indicio.

Al respecto podemos tomar una serie de países elegidos (Chile, Perú, México, Argentina, Colombia y Brasil) y ver como se comportado este indicador. El cuadro siguiente nos muestra la evolución de los últimos años.

Cuadro 3.10. Reservas de activos externos en Países Latinoamericanos seleccionados

Millones de US\$

País	1995	2000	2004	2007
Argentina	16.299	25.479	18.766	44.731
Brasil	52.598	33.440	50.468	174.628
Chile	15.178	15.252	15.245	16.308
Colombia	8.639	9.122	12.906	20.292
México	15.793	35.671	60.743	83.987
Perú	8.944	8.887	12.218	26.970
Venezuela	10.856	16.070	22.544	32.989
Total	128.307	143.921	192.890	399.905

Fuente: CEPAL

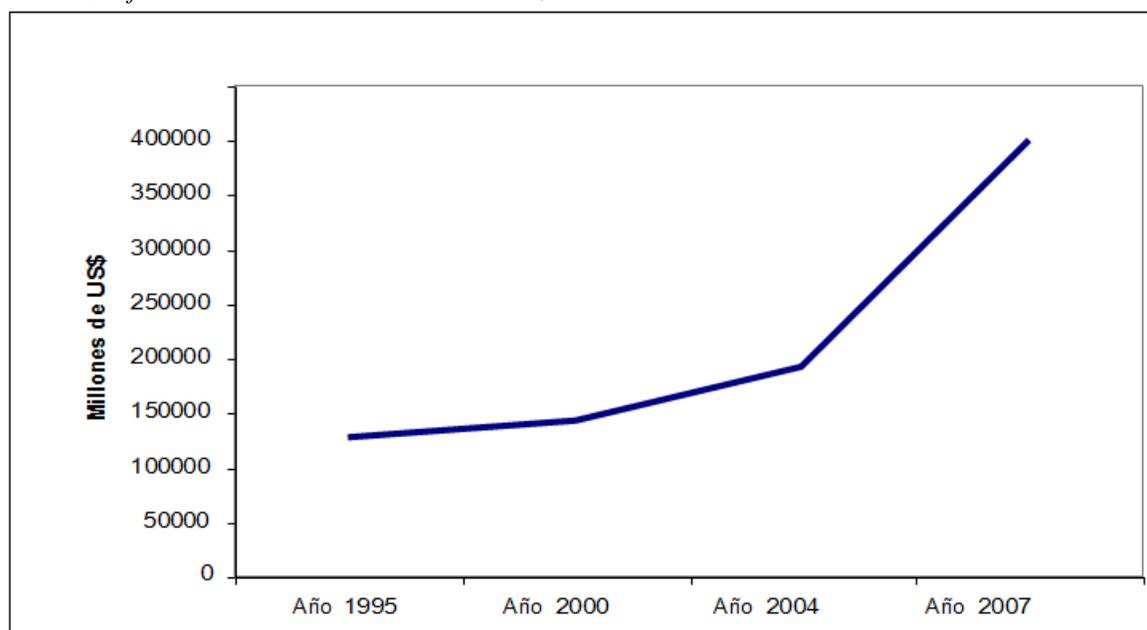
Vemos que en la mayoría de los países la cantidad de reservas ha venido aumentando en forma interrumpida. Concentrándonos en la evolución de los totales por año tenemos lo siguiente.

Cuadro 3.11. Reservas en millones de US\$ Total de los Países Latinoamericanos seleccionados.

Año	Total
1995	128.307
2000	143.921
2004	192.890
2007	399.905

El gráfico representativo de la evolución total de reservas es el siguiente para el periodo en cuestión.

Gráfico 3.8. Reservas en Millones de US\$ Total de los Países Latinoamericanos seleccionados



El crecimiento de reservas consolidado se da conjuntamente con la reducción de la tasa de endeudamiento de los países elegidos. Claramente vemos que en el periodo 1995/2007 las reservas crecieron un 211% en tanto que el endeudamiento se redujo en un 15%.

3.10. Evolución del tipo de cambio en los países elegidos.

En primer lugar, debemos señalar que la información vinculada con el tipo de cambio corresponde al tipo de cambio real (tipo nominal ajustado por inflación publicado por CEPAL y por los Bancos Centrales de los respectivos países). No disponemos del tipo de cambio multilateral real para cada uno de los países seleccionados, que nos da una idea más certera de la evolución de la capacidad competitiva de cada país. El cuadro 3.12 nos muestra la evolución del tipo de cambio real.

Claramente vemos que con la excepción de México, Venezuela y Colombia los restantes países experimentaron subas de sus respectivos tipos de cambio real.

En el caso de México (país que experimenta la mayor caída de su tipo de cambio real) vemos que precisamente en el año 1995 se nota el impacto del llamado efecto tequila.

Por lo tanto, el valor del 95 estuvo incidido por una fuerte devaluación. Luego la misma se fue corrigiendo hasta llegar a un valor sensiblemente inferior (pasó de 163 en 1995 a 106 en 2007).

Cuadro 3.12. Tipo de cambio real

Tipo de cambio real efectivo deflactado por el IPC base 2000 = 100					
PAIS	1995	2000	2001	2004	2007
Chile	97	100	112	108	102
Perú	84	100	96	100	104
México	163	100	94	108	106
Argentina	86	100	96	212	222
Colombia	94	100	104	107	86
Venezuela	133	100	95	140	119
Brasil	70	100	120	124	82
Total	727	700	717	899	821
Promedio	103.86	100.00	102.43	128.43	117.29
Total sin México	564	600	623	791	715
Promedio sin México	94.00	100.00	103.83	131.83	119.17

Fuente: CEPAL y Bancos centrales

Si quitamos a México, el promedio daría un crecimiento del tipo de cambio real de los restantes países, aún con la incidencia negativa de Venezuela y Colombia (el valor promedio de 1995 sería de 94 y en 2007 toma un valor de 119).

El tipo de cambio real impactó en la cuenta corriente del balance de pagos del siguiente modo. México cerró el año 2007 con un déficit de la cuenta corriente de US\$5.812 millones, mientras que el resto de países (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Perú y Venezuela) tuvieron un resultado positivo consolidado de US\$31.426 millones.

Por todo lo expuesto vemos que el tipo de cambio jugó un papel preponderante a la hora de mejorar el comportamiento de los números externos (saldo de la cuenta corriente del balance de pagos).

3.11. Evolución de los términos de intercambio en los países elegidos

La evolución de los términos de intercambio se muestra en el siguiente cuadro.

Cuadro 3.13. Términos de intercambio

Índices de la Relación de Precios del Intercambio de Bienes FOB				
Índices año Base 2000= 100				
PAIS	1995	2000	2004	2007
Chile	102	100	125	191
Perú	107	100	111	156
México	83	100	102	105
Argentina	96	100	109	117
Colombia	84	100	102	124
Venezuela	56	100	118	202
Brasil	107	100	98	107
Promedio	91	100	109	143

Fuente: CEPAL

Vemos claramente que el promedio pasó de 91 en el año 1995 a 143 en el año 2007. Indudablemente esta evolución se une al desempeño del tipo de cambio real para conformar el éxito alcanzado en materia externa. Particularmente debemos subrayar que una mejora tan fuerte de los términos del intercambio no produjo fuertes apreciaciones reales de las monedas de los países elegidos.

3.12. Saldo de la cuenta corriente real y proyectada

Aplicando el método de regresión múltiple podemos ver que existe una clara correlación entre el saldo real de la cuenta corriente y el proyectado que surge precisamente del cálculo de regresión. Lo expuesto se puede apreciar en el cuadro 14.

Vemos que el signo del saldo real y proyectado no difiere. Al mismo tiempo las diferencias resultan poco significativas. En consecuencia podemos señalar que el saldo de la cuenta corriente del balance de pagos se halla ligado al tipo de cambio real y a los términos de intercambio.

En tal sentido afirmamos que un aumento del tipo de cambio real mejora el saldo de la cuenta corriente, mientras que una baja del tipo de cambio real reduce el saldo de la misma.

A su vez una baja de los términos de intercambio reduce el saldo de la cuenta corriente y un aumento de los términos de intercambio aumenta el saldo de la misma.

Cuadro 3.14-A. Análisis de regresión

Dependencia de la cuenta corriente con tipo de cambio y relación de intercambio (consolidado y promedios de Chile, Perú México, Argentina, Colombia, Venezuela y Brasil)					
Año	Promedio de terminos de intercambio	Promedio de tipo de cambio real	Saldo consolidado de la cta cte real	Saldo consolidado de la cta cte estimada	Diferencia entre cta cte real y estimada
1995	91	104	-30268	-34806	4538
2000	100	100	-41995	-37617	-4378
2004	109	128	25002	26405	-1403
2007	143	117	25614	24371	1243

Cuadro 3.14-B. Análisis de regresión

Coefficientes de la regresión			
	TCR	TI	Constante
	2088,552147	615,8664795	-308058,941
	339,8213606	190,8988886	33671,2184
R2	0,988742361	6578,12056	#N/A
	43,91428639	1	#N/A
	3800489027	43271670,1	#N/A

Por otra parte del cuadro citado podemos anotar lo siguiente. El parámetro es de un valor de -308.058. El coeficiente que se relaciona con los valores correspondientes a los términos de intercambio tiene un valor de 615. Por último, el coeficiente que se relaciona con los valores correspondientes al tipo de cambio real tiene un valor 2.089

Se advierte que el coeficiente que se relaciona con el tipo de cambio supera al que se relaciona con el correspondiente a los términos de intercambio. En consecuencia la política cambiaria incide de manera contundente en el desempeño de la cuenta corriente. Esta idea pone de manifiesto la importancia que tuvo el que se evitara la apreciación de las monedas de los países elegidos, pese a la abundancia de reservas.

Finalmente cabe señalar que la muestra de años es baja. No obstante creo que el presente cuadro se puede relacionar, en cuanto a la dimensión del cambio, con la regresión que relacionó la cuenta corriente de nuestro país con el PBI, el tipo de cambio y los términos de intercambio. En ese cuadro que se volcó en el capítulo 2 se tomaron 64 observaciones.

3.13. Conclusiones para el presente capítulo

En principio, los resultados observados permiten aseverar que las políticas llevadas a cabo por los países latinoamericanos elegidos resultaron exitosas. Ello se afirma a partir del acortamiento de la brecha con relación a los países desarrollados que integran la muestra.

La brecha se redujo por primera vez entre el 2007 y el 2009 como se observa en el cuadro 3 de la página 5 (pasó de 1,47 a 1,42). Vemos que las ventajas de las políticas heterodoxas son similares a las que se presentaron en nuestro país según se señaló en la parte 2. Cabe no obstante señalar las siguientes observaciones.

Las políticas aplicadas en cada uno de los países elegidos presentan algunas diferencias y no realizamos aquí un análisis exhaustivo de los instrumentos utilizados, especialmente las políticas fiscal y monetaria. Además no utilizamos el tipo de cambio multilateral como se hizo con el análisis de nuestro país.

Con las salvedades apuntadas podemos enumerar, entre otros, los siguientes logros de la región. Se produjo una baja en su nivel de endeudamiento y se incrementó sensiblemente el nivel de reservas en divisas. Se obtuvieron superávits gemelos (fiscal y externo)

Indudablemente todo esto ha permitido un mejor grado de maniobra y lo que es mejor la región exhibe un cuadro de salud tal que le permite preservarse ante situaciones de crisis económicas de otras regiones.

Finalmente se subraya que no solo ha contribuido con esta mejora el desempeño favorable de los términos de intercambio sino también, el mantenimiento de un tipo de cambio real adecuado.

Capítulo 4. Conclusiones finales

4.1. El problema internacional actual

Comencemos por conocer la raíz del problema. Existen naciones que tienen fuertes déficits en su balanza comercial y en la cuenta corriente del balance de pagos. Desde luego, la contraparte a esto es la existencia de naciones con superávits, especialmente comerciales. Al respecto sabemos que:

La suma de todas las balanzas comerciales de todos los países del mundo es igual a cero.

Una de las naciones con mayor déficit comercial es Estados Unidos. A su vez, las naciones con mayor superávit comercial son Alemania, China y Rusia, entre otras. En el cuadro siguiente se exponen las balanzas de una muestra de países correspondientes al año 2010:

*Cuadro 4.1 Balanza Comercial de una muestra de países
Año 2010 (millones de dólares)*

País	Saldo
Alemania	388.189
China	303.170
Rusia	262.768
Japón	79.879
EEUU	-1.344.367
Francia	-189.271
Italia	-73.766

Fuente: MREE Argentina

4.1.1. ¿Cuál es el impacto de esta situación en la economía financiera? ¿Cuál es el impacto en la economía real?

En grandes rasgos se observan dos comportamientos antagónicos. China y Alemania incrementan sus reservas, mientras que los Estados Unidos incrementan su endeudamiento.

China crece utilizando como uno de sus motores el comercio exterior, mientras que los Estados Unidos tienen una economía virtualmente estancada debido particularmente al sobreendeudamiento de las familias y al desempleo.

El camino ideal que proponen los Estados Unidos para revertir su déficit comercial sería una apreciación fuerte de la moneda China, y China sostiene que Estados Unidos debe realizar su propio ajuste interno, disminuyendo su exceso de gasto doméstico y aumentando su tasa de ahorro, extremadamente baja.

Uno de los mecanismos que Estados Unidos utiliza para mejorar la competitividad de sus exportaciones y licuar lentamente su deuda pública es la inundación de dólares en los mercados internacionales, al tiempo que aconsejan no intervenir para lograr la tan ansiada apreciación de las monedas de terceros países.

4.2. Tipo de cambio múltiple o economía estancada. El caso argentino

El tipo de cambio único, acompañado con medidas librecambistas, es funcional a la división internacional del trabajo. Los países desarrollados la utilizan solo como tema académico dado que en la práctica aplican políticas de corte proteccionista. Tal división internacional en esencia resulta de interés para los intereses dominantes. De allí que los organismos supranacionales en general y el FMI en particular, desaconsejan la política basada en la aplicación de tipos de cambio múltiples

En primer lugar, corresponde analizar la teoría dominante relacionada con la división internacional del trabajo basada en las ventajas comparativas. La misma fue elaborada por David Ricardo hace ya más de 200 años. Claramente plantea que las naciones deben orientar su perfil productivo teniendo en cuenta dichas ventajas comparativas.

En el caso de nuestro país dado que las ventajas las posee la producción agrícola deberíamos orientarnos prioritariamente a desarrollarla intensivamente dejando de lado la producción industrial. Esta última es asignada a aquellas naciones que pueden producirla a menores costos (Ej.: naciones del primer mundo). Si esto se aplica conforme a las ideas expuestas cada nación mejorará su calidad de vida. Al respecto surgen los siguientes interrogantes.

4.2.1. ¿La teoría de las ventajas comparativas se aplica hoy en el mundo?

El primer interrogante tiene una respuesta contundente. Ningún país del mundo, principalmente los desarrollados, aplica esta teoría. Un ejemplo claro surge de las políticas proteccionistas que se aplican en Estados Unidos, Europa y Japón. Aranceles de importación a productos agropecuarios, subsidios al agro y prohibiciones o cupos son un ejemplo de ello.

4.2.2. ¿Es verdad que su aplicación nos llevaría hacia una mejora en nuestra calidad de vida?

En cuanto a la mejora de la calidad de vida debemos destacar el análisis de Nicolás Argentato, economista argentino fallecido, quien en su libro “Elementos de Economía Política Moderna”, demostró que si bien tras la aplicación de las ventajas comparativas crece el PBI Mundial, no necesariamente crece en igual proporción el PBI de cada nación participante, llegando incluso en algunos casos a caer el PBI de algunas naciones.

En nuestro país el tipo de cambio efectivo único se aplicó en la década del noventa. En efecto, en tal período se eliminaron los derechos de exportación (retenciones al agro) y se redujeron fuertemente los aranceles de importación. Si bien en una primera etapa la calidad de vida subió, ello fue a costa de un crecimiento desmesurado de la deuda externa. Ello debido a que el tipo de cambio único y bajo abarató el precio de los productos

importados, lo que trajo aparejado balanzas negativas financiadas con préstamos del exterior. Como este camino no se puede utilizar en forma indefinida, finalmente tuvimos la interrupción de financiamiento y con ello la crisis terminal de 2001. A la larga la mejora de la calidad de vida fue efímera.

4.2.3. ¿La producción agropecuaria y el desarrollo de servicios nos permitirían mantener la actual dotación de trabajadores?

Con relación al tercer interrogante vinculado con la capacidad del agro y de los servicios para mantener la actual dotación de trabajadores debemos plantear que es imposible que dichos sectores absorban la mano de obra que desemplearía la industria. No debemos olvidar que el proceso de desindustrialización llevado a cabo en los noventa nos dejó con una tasa de desempleo del orden del 20% (en la actualidad la tasa de desempleo es del 7,6% según datos correspondientes al tercer trimestre de 2010).

4.2.4. ¿Qué pasaría con nuestra balanza comercial?

Finalmente con relación al cuarto interrogante, vinculado con la evolución de la balanza comercial, debemos señalar que la exportación de productos primarios no alcanza para cubrir la demanda de importaciones.

A ello debemos agregarle que esta última crecería enormemente debido a que parte de lo producido dentro de nuestras fronteras se perdería debido al tipo de cambio único, por lo que la demanda de consumo e inversión de estos productos deberíamos satisfacerla con importaciones.

Cabe aclarar que con el tipo de cambio único el valor se fija en una paridad apropiada para el agro que deja fuera de competencia a la industria, tanto para exportar como para rivalizar con los productos de origen extranjero. La prueba de esto también la tenemos en los datos de la década del noventa. En efecto, nuestra balanza fue recurrentemente negativa. Su contrapartida, el crecimiento desmesurado e inmanejable de la deuda externa.

4.2.5. ¿Qué política se aplica en la actualidad?

La política de tipos de cambio múltiples. Los derechos de exportación (retenciones) que se aplican al agro y a otros productos (Ej.: petróleo) si bien suelen ser vistos solo como un financiamiento para el Estado Nacional, constituyen un direccionamiento claro en tal sentido.

4.2.5.1. ¿Cuáles son las mejoras con relación a la política de tipo de cambio único aplicada en los noventa?

En primer lugar la posibilidad de que el crecimiento de nuestra economía venga acompañado de superávits externos. En los noventa la economía crecía con déficits en la balanza comercial. A mayor crecimiento mayor déficit. Además, el superávit de la balanza comercial se obtenía con ajustes recesivos (Ej.: años 95 y 2001).

En segundo lugar, desde el año 2003 a la fecha tuvimos la mayoría de años con crecimiento superior al 7 % y con superávits de la balanza comercial superiores a los 10.000 millones de dólares. ¿Cuál es la contrapartida de los resultados de la balanza comercial?

Los mismos impactan decisivamente el saldo de la cuenta corriente del balance de pagos. En el período 1990/ 2002 se acumuló un rojo cercano a los US\$80.000 millones. En el período 2003/2009 en cambio se logró un superávit cercano a los US\$50.000 millones.

4.2.5.2. ¿Cómo afectó el saldo de la cuenta corriente en la economía nacional?

En los noventa al cabo del proceso de aplicación del tipo único tuvimos caída de reservas e incremento exponencial de la deuda externa. A partir de 2003 tenemos crecimiento significativo de reservas y reducción, en términos relativos, de la deuda externa.

4.2.5.3. ¿Que implica tener un aumento de reservas y una disminución de la deuda externa?

Recuperar margen de maniobra nacional. En los noventa debíamos acceder a préstamos del FMI y sobre todo, de los mercados internacionales de capitales que venían de la mano de ajustes recesivos. Hoy no necesitamos prioritariamente del crédito externo. Ergo no debemos hacer ajustes recesivos y mucho menos, condicionar la economía a los intereses de los países acreedores, sus empresas y bancos transnacionales.

Debemos resaltar que la división internacional resulta funcional a los intereses de las naciones dominantes, toda vez que con ella incrementan sus exportaciones en detrimento de las nuestras. Por lo tanto el nivel de empleo de ellos mejora en tanto que el nuestro empeora.

Al mismo tiempo no es menos importante la actual política de mantenimiento de la paridad cambiaria mediante la expansión de recursos monetarios. Sin ella la paridad nominal sería aún menor que el tipo de cambio efectivo (tipo nominal menos retenciones) que hoy tiene el agro. Vale la pena reflexionar sobre estos puntos para no equivocar los pasos hacia la independencia económica.

4.3. Conclusiones finales

Todo lo expuesto hasta aquí fortalece la hipótesis planteada en esta tesis. En ella se sostenía que existe una correlación positiva entre la situación estructural (deuda externa, reservas en divisas, la posición fiscal y externa) de las naciones periféricas y la posibilidad de evitar que los países desarrollados exporten hacia ellas sus crisis.

Queda demostrado, tanto en el caso argentino como en el latinoamericano (muestra de países elegidos), que las condiciones estructurales resultan decisivas para evitar la transferencia de la crisis de los países desarrollados hacia los periféricos.

A su vez la fortaleza estructural es una variable dependiente de las políticas públicas aplicadas. Si bien los términos de intercambio favorables contribuyen a otorgar una mayor

resistencia frente a los intentos de los países desarrollados de exportar sus crisis, no es menos cierto que el tipo de cambio resulta decisivo. Lo señalado resulta de suma utilidad máxime teniendo en cuenta las actuales presiones del mundo desarrollado, especialmente las de los Estados Unidos, pero también de los países de la Unión Europea persiguiendo la apreciación monetaria de las naciones competidoras.

Cabe acotar que nuestro país exhibe en principio mayor fortaleza relativa con relación a Brasil y a Chile, debido a un manejo cambiario más fino, así como de sus políticas más restrictivas frente a los movimientos de capitales especulativos, y al cuidado del sector externo a fin de evitar la aparición de la escasez de divisas, fenómeno que ha interrumpido todos los procesos de crecimiento de Argentina a lo largo de su historia.

4.4. Bibliografía

Argentato, Nicolás, “Economía Política”, Editorial El Coloquio, 2da. ed., Buenos Aires, 1976.

Basualdo, Eduardo, “Estudios de Historia Económica Argentina”, Editorial Siglo XXI, Buenos Aires, 2010.

Basualdo, Eduardo, “La Economía Argentina de la Posconvertibilidad en tiempos de Crisis Mundial”, Editorial Cara y Ceca, Buenos Aires, 2010.

Bober, Stanley, “Los ciclos y el crecimiento económico”, Editorial Amorrortu, Buenos Aires, 1968.

Braun, Miguel y Lucas Llach, “Macroeconomía Argentina”, Editorial Alfaomega, Buenos Aires, 2007.

Brenta, Noemí, “Argentina atrapada. Historia de las relaciones con el FMI/1956-2006”, Ediciones Cooperativas, Buenos Aires, 2008.

Burkún, Mario y Guillermo Vitelli, “Crisis en la madurez del Capitalismo”, Editorial Prometeo, Buenos Aires, 2010.

Calcagno, Eric, Eric Alfredo Calcagno y Calcagno, Alfredo Fernando, “Estrategia Nacional para el Desarrollo con Justicia Social”, Editorial Fundación Primero Argentina, Buenos Aires, 2007.

CEFID-AR “El sistema financiero argentino” Documento número 36 Marzo 2011

Colombo, Emilio, “La teoría del comercio internacional”, Editorial Distal, Buenos Aires 2009.

Conesa, Eduardo, “Macroeconomía y Política Macroeconómica”, Editorial Macchi, Buenos Aires, 2002

Conesa, Eduardo, “Que pasa con la economía argentina”, Editorial Macchi, Buenos Aires, 2000.

Curia, Eduardo, “La Alianza y la Convertibilidad Progresista. El sueño roto”, Ediciones Realidad Argentina, Buenos Aires, 2001.

Curia, Eduardo, “Macroeconomía del desarrollo”, Ediciones Realidad Argentina, Buenos Aires, 2005

Curia, Eduardo, “Teoría del Modelo de Desarrollo”, Editorial Galerna, Buenos Aires, 2007.

De Pablo, Juan Carlos, “200 años de Economía Argentina”, Ediciones B, Buenos Aires

2010.

Diamand, Marcelo, “La economía argentina actual”, Editorial Norma, Buenos Aires, 1999.

Esteban, Juan Carlos, “Imperialismo y Desarrollo Económico”, Editorial Merayo, Buenos Aires, 1972.

Ferrer, Aldo, “Vivir con lo nuestro”, El Cid Editor, Buenos Aires, 1983.

Ferrerres, Orlando, “Dos siglos de economía Argentina”, Editorial El Ateneo y Fundación Norte y Sur, Buenos Aires, 2005.

Forero, Néstor, “El crimen de la deuda externa”, Editorial Buschi , Buenos Aires, 2011.

González Fraga, Javier- Losteau, Martín, “Sin atajos”, Editorial Unidas, Buenos Aires, 2005.

Fracchia, Eduardo y Adrogué, Cecilia. “Macroeconomía aplicada”, Editorial Emecé, Buenos Aires, 2008.

Jauretche, Arturo, “Política y Economía”, Peña Lillo Editor, Buenos Aires, 1987.

Kliksberg, Bernardo y Sen Amartya, “Primero la Gente”, Temas Grupo Editorial, Buenos Aires, 2009.

Krugman, Paul, “El internacionalismo moderno”, Editorial Crítica, España, 1997.

Krugman, Paul, “Crisis de la moneda”, Editorial Norma, Bogotá, Colombia, 1997.

Krugman, Paul, “De vuelta a la gran depresión”, Editorial Norma, Bogotá, Colombia, 1999.

Llach, Luca y Pablo Guerchunoff, “Entre la equidad y el crecimiento. Ascenso y caída de la economía argentina 1880/2002”, “Siglo Veintiuno Editores, Buenos Aires, 2004.

Llach Juan J. y Martín Lagos “Claves del retraso y del progreso de la Argentina” Editorial Temas, Buenos Aires ,2011.

Marichal, Carlos, “Nueva historia de las grandes crisis financieras”, Editorial Debate, Buenos Aires, 2010.

Nogués Julio “Agro e Industria. Del Centenario al Bicentenario” Editorial Ciudad Argentina, Buenos Aires, 2011

Prebisch, Raúl, “Capitalismo Periférico”, Editorial Fondo de Cultura Económica. Prim., México, 1981.

Prebisch Raúl “Moneda Sana o Inflación Incontenible. Plan de Restablecimiento económico” Secretaría de Prensa de la Presidencia de la Nación, Buenos Aires, 1956

Rapoport, Mario y Noemí Brenta, “Las grandes crisis del capitalismo contemporáneo”, Le Monde Diplomatique, Buenos Aires, 2010.

Reinhart, Carmen y Kenneth Rogoff, “Esta vez es distinto. Ocho siglos de necesidad financiera”, Fondo de Cultura Económica, Madrid, 2011.

Roubini, Nouriel y Stephen Mihn, “Cómo salimos de esta”, Editorial Destino, Barcelona, 2010.

Larrain, Felipe y Jeffrey Sachs, “Macroeconomía en la economía global”, Pearson Prentice Hall, 1994.

Scalabrini Ortiz, Raúl, “Bases para la Reconstrucción Nacional”, (Tomos 1 y 2), Editorial Plus Ultra, Tercera edición, Buenos Aires, 1973.

Soros, George, “La crisis del capitalismo global”, Editorial Sudamericana, Buenos Aires, 1998.

Tamames, Ramón, “La Crisis Financiera Internacional”, Edaf del Plata, Buenos Aires, 2009.

Thirlwal, Anthony, “La naturaleza del crecimiento económico”, FCE. México, 2003.

Thurow, Lester, “El futuro del capitalismo”, Javier Vergara Editor, Buenos Aires, 1996.

Zambón, Humberto y Adriana Giulian, “La inflación en Argentina”, Editorial Educo, Buenos Aires 2009.

INDICE DE CUADROS	
1.1.	Inversión y ciclo económico
2.1.	Crisis en Estados Unidos y de alcance mundial y problemas de la economía argentina
2.2.	Evolución del PBI de Argentina en millones de pesos constantes de 1993 y de Estados Unidos en millones de dólares constantes de 1990 (Base 100=1974)
2.3.	Argentina y Estados Unidos - Crecimiento acumulado por País (Período 1975-2007 y 1975-2002)
2.4.	Argentina – Balance de Pagos. Servicios financieros como % de las exportaciones (1935 a 1945)
2.5.	Argentina – Balance de Pagos Servicios financieros como % de las exportaciones (1947-1955)
2.6.	Argentina – Balance de pagos Servicios financieros como % de las exportaciones (1956-1972)
2.7.	Argentina. Balance de Pagos Servicios financieros como % de las exportaciones (1973-1975)
2.8.	Argentina. Balance de Pagos Servicios financieros como % de las exportaciones (1976-2002)
2.8.bis	Argentina. Tipo de cambio real multilateral 1991-2009
2.9.	Argentina. Balance de Pagos Servicios financieros como % de las exportaciones (2004-2008)
2.10.	Argentina. Balance de Pagos. Cuenta corriente real y estimada
2.11.	Argentina. Estimación de la Cuenta Corriente en base a cálculo de regresión múltiple (términos de intercambio quedan con un valor de 96 a partir de 2003)
2.12.	Argentina. Estimación de la Cuenta Corriente en base a cálculo de regresión múltiple (el tipo de cambio multilateral queda con un valor de 95 a partir de 2003)
2.13.	Argentina - Relación entre el crecimiento económico y el ratio servicios financieros pagados a residentes del exterior / exportaciones
2.14	Argentina. Estimación del Balance de Pagos. En millones de dólares. Año 2009
2.14.bis	Argentina – BCRA - Reservas internacionales y pasivos sensibles. Millones de pesos
2.15.	Argentina Resultado Financiero del SPNF año 1997
2.16.	Argentina. Resultado financiero del SPNF 2007
2.17.	Argentina. Evolución de depósitos del sector público
2.18.	Argentina Evolución de Depósitos del sector público nacional no financiero y deuda neta
2.19.	Argentina Relación Deuda Pública SPNF sobre el PBI
2.20.	Argentina - Evolución del tipo de cambio multilateral real
2.21.	Argentina - Cuenta corriente del balance de pagos (Millones de dólares)
2.22.	Argentina - Evolución de la recaudación anual de los principales impuestos nacionales
2.23.	Argentina – Reservas Internacionales sobre Deuda externa
2.24.	Argentina - Relación entre la variación del PBI y la Balanza comercial

2.25.	Argentina -Saldo de la Cuenta Corriente y Deuda Externa. (Millones de dólares)
2.26.	Argentina - Indicadores del balance de pagos. Millones de dólares
2.27.	Argentina. Balance de Pagos. Evolución del Ingreso o Fuga de Capitales, saldo de la cuenta corriente y de la cuenta capital
2.28.	Inflación en Grecia y España
2.29.	Normas de Basilea. Porcentaje de capital a integrar por las entidades según su calificación
2.30.	Argentina y Brasil - Crédito como % del PBI
2.31.	Argentina. Evolución de la Recaudación de Impuestos Nacionales (En millones de pesos corrientes)
2.32.	Argentina - Deuda Pública como % del PBI
2.33.	Brecha de producto. Argentina y países desarrollados PBI por habitante en U\$S Geary - Khamis de 1990
2.34.	Argentina Términos de intercambio (precios de exportaciones / precios de importaciones)
2.35.	Argentina - Saldo acumulado de la Cuenta Corriente del Balance de Pagos (dólares corrientes)
2.36,	Argentina Evolución del resultado financiero del sector público no financiero
2.37.	Participación del Ingreso de Argentina como % de toda la muestra
2.38.	PBI per capita de Chile y Argentina en dólares PPA
2.39.	Argentina y Chile- Términos de intercambio. Base 2000=100
2.40	Tipo de cambio real Argentina y Chile
2.41.	PBI por habitante de Argentina y Brasil
3.1.	Relación porcentual Deuda / PBI Año 2010 Muestra de países
3.2.	Países desarrollados Situación fiscal, PIB, inflación y tasa de Interés. Año 2010
3.3.	Coefficiente mundial de apertura
3. A.	PBI por habitante US\$. Países Desarrollados
	Cuadro 3. B. PBI per habitante US\$. Países en Desarrollo
3 C.	Brecha entre PBI US\$ PPP entre Países Desarrollados y en Desarrollo
3.4.	Saldo de la cuenta corriente del BP (en US\$ Millones)
3.D.	Estados Unidos. Balance de la Reserva Federal (Millones de dólares)
3.5.	Países de Latinoamérica seleccionados. Balance primario como % del PBI
3.6.	Saldos de cuenta corriente en países seleccionados
3.7.	Saldo acumulado de la cuenta corriente de los países seleccionados.
3.8.	Endeudamiento de países Latinoamericanos seleccionados
3.9.	Promedio de deuda pública / PBI de países latinoamericanos seleccionados
3.10.	Reservas de activos externos en Países Latinoamericanos seleccionados
3.11.	Reservas en millones de US\$ Total de los Países Latinoamericanos seleccionados.
3.12.	Tipo de cambio real
3.13.	Términos de intercambio
3.14-A.	Análisis de regresión
3.14-B.	Análisis de regresión
4.1	Balanza Comercial de una muestra de países Año 2010 (millones de dólares)

INDICE DE GRAFICOS	
2.1.	Evolución del PIB de Argentina y EEUU
2.2.	Argentina. Saldo de la Cuenta Corriente Real y de la Cuenta Corriente Estimada
2.2. bis	Brecha de Producto
2.3.	Argentina. Evolución de los términos de intercambio
2.4.	Participación del ingreso de Argentina respecto de muestra de países seleccionados
2.5.	Ratio del PBI per cápita Brasil-Argentina
3.1.	Coeficiente de apertura mundial (Exportaciones + Importaciones /PBI)
3.2.	Brecha de PBI por habitante PPP en US\$ entre países desarrollados y países en desarrollo elegidos.
3.3.	Política monetaria expansiva con TC fijo.
3.4.	Política fiscal expansiva con TC fijo
3.5.	Incremento de las exportaciones y la demanda agregada
3.6.	Saldo acumulado de la cuenta corriente de los países elegidos
3.7.	Evolución del endeudamiento de los países Latinoamericanos seleccionados
3.8.	Reservas en Millones de US\$ Total de los Países Latinoamericanos seleccionados