

EXPANSIÓN ECONÓMICA Y SECTOR EXTERNO EN LA ARGENTINA DE LOS AÑOS 2000: BALANCE Y DESAFÍOS HACIA EL FUTURO

Autores:

Fabián Amico, Alejandro Fiorito y Agustina Zelada

Documento de Trabajo N° 45 - Julio de 2012





DIRECTOR

GUILLERMO WIERZBA

INVESTIGADORES

FABIÁN AMICO

MATÍAS DE LUCCHI

JORGE GAGGERO

ROMINA KUPELIAN

RODRIGO LÓPEZ

PABLO MARESO

MARÍA ANDREA URTURI

MARÍA SOL RIVAS

INVESTIGADORES INVITADOS

ENRIQUE ARCEO

CLAUDIO CASPARRINO

JUAN CUATTROMO

NORBERTO GROVETTO

ALEJANDRO FIORITO

GUILLERMO HANG

JORGE MARCHINI

PRISCILA RAMOS

DARIO ROSSIGNOLO

ARIANA SACROISKY

LEANDRO SERINO

FERNANDO TOLEDO

MARÍA AGUSTINA ZELADA

CONSEJO ACADÉMICO

CECILIA CARMEN FERNANDEZ BUGNA

ROBERTO FRENKEL

ALFREDO GARCÍA

ROBERTO RIGHI

Las opiniones vertidas en el trabajo no necesariamente coinciden con las de las entidades patrocinantes del Centro.

Para comentarios, favor dirigirse a: informacion@cefid-ar.org.ar

“Por más que no se sepa cómo, ni bajo cuál forma, ni en qué momento preciso ha de sobrevenir la reacción cíclica después de las épocas de bonanza, el saber que vendrá ineludiblemente es suficiente para aconsejarnos tomar a tiempo las medidas que propendan a moderar la amplitud de la oscilación o atenuar sus consecuencias económicas y sociales” (Raúl Prébisch, 1938).

“A largo plazo sólo hay un remedio efectivo: el mundo subdesarrollado debe cambiar su estructura económica, debe diversificarla, depender menos de los productos primarios para su comercio de exportación, desarrollar sustitutos de las importaciones y alentar la producción de bienes manufacturados hasta el grado en que pueda exportarlos” (Kaldor, 1965).

Índice

Introducción	5
1- Los ciclos de stop and go y la restricción externa	9
1.1. El stop & go en los años 50 y 60	11
1.2. Globalización financiera y creciente fragilidad externa	22
2- La restricción externa y el ciclo de crecimiento en los años 2000	26
2.1. El cambio del contexto mundial en los años 2000	27
2.2 El cambio de política económica tras la crisis de 2001	32
2.3. El sector externo en la etapa reciente	36
___ La dinámica de las exportaciones e importaciones	40
___ La apreciación cambiaria y los términos de intercambio	45
___ La cuenta de rentas de inversión	53
3- Políticas para mejorar la sustentabilidad externa	68
3.2 La sustitución de importaciones	76
3.3. La inversión pública y la productividad global	83
4. Finanzas funcionales, restricción externa y desarrollo	85
5. Algunas conclusiones preliminares y comentarios finales	99
___ Referencias:	105

Introducción

Desde 2003, la economía argentina experimentó una fase de crecimiento acelerado sin precedentes, donde el crecimiento coexistió con una significativa acumulación de reservas y un persistente (aunque decreciente) superávit de cuenta corriente externa. Uno de los factores decisivos del crecimiento fue la vigorosa expansión del consumo privado, que creció a una tasa media anual del 7,75% entre 2003-2011.

Una parte significativa de este crecimiento del consumo privado estuvo vinculada a la mejora de los salarios reales y a la reducción del desempleo. El otro factor de impulso autónomo al consumo privado fueron, sin dudas, las significativas transferencias sociales que el gobierno implementó desde 2007 en adelante. Por el lado del sistema de seguridad social, se puso en práctica en 2007 el Plan de inclusión previsional, que otorgó cobertura a cerca de 1,4 millones de personas. Más tarde, hacia fines de 2009, el gobierno instrumentó la denominada Asignación Universal por Hijo (AUH), medidas que contribuyeron significativamente a reducir la pobreza y la indigencia, y también a la disminución de la desigualdad. Pero además fueron un factor relevante en el impulso al consumo privado autónomo y al propio crecimiento.

En un trabajo previo (Amico, Fiorito & Hang, 2011) se ponían de relieve los nexos entre el crecimiento del producto potencial y la demanda en el largo plazo. Allí se admitía que la mera expansión de la demanda no solucionaba todos los problemas, entre ellos la restricción externa al crecimiento, o la integración del entramado industrial y los desequilibrios de la estructura productiva, todos los cuales requieren políticas estructurales *ad hoc*. En suma, “el proceso de desarrollo requiere un conjunto articulado de políticas que van más allá de la expansión de la demanda”. Por ende, las políticas expansivas-keynesianas deben articularse con las políticas estructurales.

Esto es particularmente relevante en la Argentina actual. Y no constituye solamente un problema económico. Marcelo Diamand escribió en 1985 que el péndulo argentino –ese movimiento oscilatorio entre alternativas nacional-populares y liberales-ortodoxas- tenía causas mucho más profundas que un supuesto “empate político” entre fuerzas sociales rivales. Para él, los ciclos de expansión-recesión obedecían a un problema no resuelto de la balanza de pagos que tenía relación estrecha con la estructura productiva y que, por una vía u otra, sea cual fuera la alternativa gobernante, afloraba inevitablemente como un resultado de la política en aplicación.

En este ensayo se intenta explicar cómo fue posible la conjunción –inédita en la historia argentina- de un ciclo de crecimiento de los más intensos de las últimas décadas con equilibrio externo, desendeudamiento y robustez externa.¹ Se mostrará que este proceso ha sido el resultado de una particular interacción entre las nuevas condiciones internacionales vigentes en los años 2000 y el régimen de política económica que emergió tras la crisis de la convertibilidad y el default de la deuda externa.

El ascenso de China como una importante potencia comercial está en el centro de los cambios económicos mundiales y esta circunstancia ha llevado a mejores oportunidades económicas para muchos países de la periferia. Argentina se benefició de una fuerte demanda (y de altos precios de *commodities*), y también de los efectos benéficos que China produjo sobre otros países de la periferia y de América Latina. Esto permitió una combinación sin precedentes de alto crecimiento económico, cuenta corriente positiva, reducción significativa de los niveles de deuda y acumulación de reservas. La crisis financiera de 2008 que condujo a una recesión importante en la mayoría de los países desarrollados, no ha cambiado muchas de estas nuevas circunstancias para los países menos industrializados.

En este contexto, Argentina siguió una política económica pragmática, apartándose de la doctrina ortodoxa establecida, lo que condujo a un mayor crecimiento económico y progreso social liderado por el mercado interno. Estos resultados se lograron sin cambios sustanciales en el patrón de especialización comercial. Las mejoras se lograron a través de políticas keynesianas horizontales y muchas veces sin la intervención directa del Estado para promover el cambio estructural.

Esta prosperidad alcanzó en más o en menos a toda América Latina. Pero existen algunas diferencias importantes en estas experiencias que explican la mejor performance relativa de Argentina. Por un lado, por primera vez en más de treinta años, la política económica no ha utilizado el ajuste fiscal contractivo como mecanismo antiinflacionario. Por otra parte, es el único país de la región que mantuvo un tipo de cambio competitivo en los años 2000. Sin embargo, los mismos desafíos históricos (el desequilibrio estructural) siguen en su lugar, aunque en mejores condiciones para abordarlos. De hecho, los mismos factores externos que permitieron este ciclo de crecimiento implican un reto para el futuro.

¹ Sobre estos mismos temas, ver López. & Sevilla (2010).

Es posible una estrategia de desarrollo que profundice los logros de estos años y los tornen sostenibles. Para ello sería necesario una aceleración de la dinámica de la inversión pública, la que serviría de base de despegue para un conjunto de políticas estructurales (industriales, comerciales y cambiarias) destinadas a estimular la diversificación de la estructura productiva, de sus exportaciones y promover la sustitución selectiva de importaciones. Esto abriría un mayor espacio a las políticas macroeconómicas para continuar promoviendo la expansión del mercado interno.

Esta tarea supone asumir ciertos desafíos no solo en el diseño y ejecución de las políticas públicas, sino también respecto de ciertos necesarios cambios de concepción, en particular en lo que respecta al rol de la inversión pública y del financiamiento para el desarrollo. Bajo los años de la hegemonía neoliberal, los estados nacionales perdieron capacidad para regular la economía, cediendo sus espacios a favor de grupos sociales con fuertes intereses en la continuación de un modelo de desarrollo focalizado en la integración primaria y financiera. Sin la profundización de los cambios en estas esferas, la exitosa experiencia de estos años podría encontrar dificultades cada vez mayores en el futuro para seguir adelante y sostenerse sin cambiar el patrón predominante de crecimiento económico.

Este documento está organizado como sigue. La sección 1 hace una revisión de los esquemas analíticos principales para abordar los ciclos de expansión-recesión en la problemática de la restricción externa en la literatura estructuralista. Particularmente se discute el típico ciclo de stop and go vigente hasta los años 70 y su mutación con la apertura económica y financiera hacia lo que se denominó ciclos Minsky de fragilidad financiera.

La sección 2 tiene por objeto analizar las características principales del sector externo argentino y su vinculación con el proceso de crecimiento producido desde 2002, tras la quiebra del modelo anterior. En ese marco se analizan los rasgos principales del nuevo contexto mundial en los años 2000 en interacción con el cambio de régimen de política económica que se produjo tras el default y devaluación en 2001-2002. Luego se analizan las características principales del sector externo en esa etapa, focalizando el análisis en la nueva estructura de la cuenta corriente, la dinámica de las exportaciones e importaciones, así como la apreciación cambiaria y su vínculo con los términos de intercambio. El análisis se completa con la incorporación de la dinámica de la cuenta de rentas de inversión.

Frente a las propuestas que propician una forma de financiamiento externo basada en un “razonable” déficit de cuenta corriente financiado con mayores flujos de IED, el análisis revela la fragilidad estructural que la excesiva dependencia de los flujos de IED puede producir en el balance de pagos de la economía, y llama la atención sobre la similitud de los flujos de IED basado en la alta reinversión de utilidades con un esquema Ponzi.

La sección 3 realiza unas esquemáticas proyecciones de la sustentabilidad externa de la economía argentina en los años próximos y sugiere algunas alternativas de política y de financiamiento tendiente a hacer más robusta la cuenta corriente y recuperar la sustentabilidad externa, haciendo viable el proceso de crecimiento en el futuro. Con un enfoque basado en la teoría de la finanzas funcionales (aunque con modificaciones importantes), se sugieren algunas alternativas en dos grandes áreas de políticas factibles de operar sobre la sustentabilidad externa: la política macroeconómica y las políticas estructurales.

En ese marco se discute la viabilidad de complementar las políticas macroeconómicas (cambiarías, monetarias) con el aporte imprescindible de fuertes dosis de inversión pública en infraestructura, apuntando a lograr aumentos de productividad en aquellos sectores que afectan actividades básicas, y una serie de políticas industriales cuyo principal instrumento de política es la utilización del poder de compra del Estado para inducir ciertos resultados, en particular respecto de la política de sustitución de importaciones y de la promoción de ciertas exportaciones

En síntesis, a diferencia de los ciclos del pasado, la actual estructura de la cuenta corriente y la posición general del balance de pagos hacen que la economía argentina sea hoy mucho más robusta y registre uno de los índices de vulnerabilidad financiera más bajos de sus historia reciente. De modo que, en el contexto actual, un cierto déficit de cuenta corriente está muy lejos de configurar una crisis externa. O dicho de otro modo: para un mismo nivel de déficit de cuenta corriente, hoy el sector externo es mucho más fácil de administrar que en el pasado. De hecho, la tendencia al déficit de cuenta corriente es la norma en toda la región, aunque no parecen representar una amenaza como en el pasado. La disponibilidad de reservas y la flexibilidad cambiaria constituyen una de las diferencias principales. Los riesgos reales son los que atañen al proceso de industrialización y no a la posibilidad de ocurrencia de nuevas crisis financieras y externas. En suma, el desafío es aprovechar las nuevas condiciones que definen la sustentabilidad externa para producir un cambio estructural y hacer sustentable el crecimiento de largo plazo.

1- Los ciclos de stop and go y la restricción externa

Los problemas de balance de pagos y la restricción externa al crecimiento surgieron en Argentina casi simultáneamente con el mismo proceso de industrialización, de modo similar a lo que ocurrió en otros países de América Latina. Por eso, el problema de la restricción externa al crecimiento ha recibido permanente atención desde hace décadas y ha generado una rica literatura, tanto en el país como en la región. En este marco, un aporte fundamental fue el Prebisch (1949). El argumento más general de Prebisch para justificar la industrialización como forma de resolver la restricción externa al crecimiento, provino del reconocimiento de un hecho estilizado de los procesos de crecimiento: en la medida en que el ingreso per cápita se eleva por encima de un cierto mínimo, la demanda por materias primas tiende a crecer pero con menor intensidad que la demanda por bienes industriales (Prebisch, 1981, 147).

Así, por un lado las importaciones serán inducidas por el nivel de la demanda agregada, mientras que, por otro, las exportaciones son función del nivel de actividad mundial, lo que las hace *autónomas* respecto del nivel de actividad doméstica. En el largo plazo (suponiendo la irrelevancia de los flujos de capital), las importaciones se deben pagar con divisas obtenidas por las exportaciones. De este modo, una especialización primaria (como la que surge de adoptar el punto de vista de las llamadas "ventajas comparativas") implicaría, para Prebisch, una especialización en la exportación de bienes agrícolas (de baja elasticidad-renta), y un patrón de importaciones basado en bienes industriales (de alta elasticidad-renta). Como resultado, la forzosa necesidad del equilibrio externo haría inevitable que estos países crecieran en el largo plazo a tasas menores que los países industrializados.

Prebisch pone un ejemplo sencillo, en el cual el crecimiento de las exportaciones establece un límite superior para el crecimiento de una economía periférica. Este límite depende de la intensidad del aumento de la demanda por importaciones en respuesta al crecimiento del ingreso per cápita (elasticidad-ingreso de las importaciones). Suponiendo que las exportaciones primarias crecen al 2% por año, entonces el PIB per cápita podrá crecer al mismo ritmo *sólo si* la demanda por importaciones crece al 2% (es decir, si la elasticidad-ingreso es 1). Pero si el aumento de las importaciones es más intenso, el PIB per cápita ya no puede crecer de forma *espontánea* en la misma proporción que las exportaciones. En este caso, el PIB per cápita crecerá en un 2% sólo si hay sustitución de importaciones. Si, por ejemplo, las

importaciones crecieron un 1,5% por cada aumento de 1% del PIB, la producción per cápita ya no podía crecer en un 2% ya que esto implicaría una tasa de crecimiento de las importaciones del 3%. Por lo tanto, el ingreso per cápita sólo podría crecer al 1,33% anual, ya que (dada la elasticidad-ingreso de la demanda de importaciones) sólo esta tasa aumentaría las importaciones un 2% en línea con la dinámica de las exportaciones. En pocas palabras, debe existir una sustitución de importaciones de un 1% por año para que el producto continúe su expansión al 2% anual. Esta dinámica surge del hecho de que, dada la tasa de crecimiento del ingreso per cápita, la demanda de bienes manufacturados tiende a subir con más fuerza que la demanda de bienes primarios.²

En general, llegados a este punto (y sin considerar los movimientos de capital) se hace inevitable la sustitución de importaciones y/o el estímulo a las exportaciones industriales. Otra consecuencia importante es que el ritmo de la sustitución de importaciones tendrá que aumentar de manera constante en la misma medida en que el producto interno crezca por encima del ritmo de las exportaciones. Además, Prebisch insiste en que, en realidad, las exportaciones no siguen una dinámica regular y constante como en el ejemplo, sino que están sujetas a un movimiento cíclico continuo.

Prebisch sugería que, de hecho, en las fases cíclicas de crecimiento de las exportaciones primarias, la economía nacional tiene una mayor capacidad de importación y por lo tanto, se puede expandir el producto sin necesariamente percibir la *necesidad estructural* de sustitución de importaciones (o de diversificación de exportaciones). Ciertamente, el desarrollo de nuevas exportaciones (además de las primarias) habría facilitado la tarea. Pero la política de la industrialización sustitutiva de importaciones (ISI) presentaba, para Prebisch, una “asimetría”: la protección permitía a la industria que creciera “hacia adentro”, pero no ofrecía incentivos para la exportación. Aunque Prebisch reconocía que estimular las exportaciones industriales no era tarea fácil, comprobaba que algunos países utilizaban tipos de cambio múltiples para fomentar las exportaciones industriales. Más allá de las discusiones que rodeaban a la efectividad de este método, las concepciones más ortodoxas de política económica, vigentes entonces, desechaban tales instrumentos, aunque sin reemplazarlos por otros.³

² En los años en que Prebisch escribe su *Manifiesto* (1949), la industrialización por sustitución de importaciones es considerada como una respuesta inevitable a la abrupta caída de los coeficientes de importación de Inglaterra y los Estados Unidos, lo que obligó a la región a reducir su propio coeficiente de importación.

³ “Las tasas de cambio múltiples, han sido arrasadas por la ortodoxia monetaria, y en su lugar no se ha aplicado ninguna política racional de subsidios para reemplazar a los tipos de cambio múltiples. Por otra parte, una política de subvención tal quizás habría encontrado otras formas de resistencia doctrinaria” (Prebisch, 1981, 157).

1.1. El stop & go en los años 50 y 60

En el caso específicamente argentino, varios trabajos ya clásicos enfatizaron el rol de la restricción externa y de los ciclos de *stop and go*. La visión estructuralista de la economía argentina, construida en el análisis de las experiencias de los planes de ajuste y estabilización de los años 50 y 60, intentaba explicar el carácter *recesivo* de las devaluaciones locales mediante mecanismos alternativos a los modelos convencionales de la síntesis neoclásica para una economía abierta. Un trabajo pionero de Ferrer (1963) observaba que con la liberalización del mercado cambiario de comienzos de 1959 el peso había sufrido una serie de fuertes devaluaciones,⁴ las que empezaban a jugar *un papel clave* en el desarrollo económico del país. Ferrer buscaba desentrañar las relaciones entre la devaluación, la redistribución de ingresos y lo que denominó el “proceso de desarticulación industrial”.

Ferrer ponía de relieve que la modificación de la estructura de precios producida por la devaluación generaba redistribuciones de ingresos entre sectores y básicamente entre el capital y el trabajo. La devaluación impactaba directamente en el nivel de precios debido al aumento de precios en pesos de las exportaciones y al aumento de los costos de las industrias que utilizaban insumos importados. Esta suba de precios provocaba una caída de los salarios reales por el alza de los precios de la canasta de alimentos y bienes básicos (de origen agropecuario e industrial). Tras la devaluación, “la caída de los salarios reales provoca una reacción rápida de los trabajadores que demandan aumentos de salarios para compensar la disminución de su ingreso. Debe recordarse que en la Argentina el alto grado de organización del movimiento obrero le permite reclamar, desde fuertes posiciones negociadoras, el reajuste del nivel de salarios” (Ferrer, 1963,12). Como dijera Hicks en esos años, “en Argentina un aumento de los precios de exportación tendera a producir una inflación de costos”.⁵

Por el mismo año, Díaz-Alejandro (1963) intentaba construir un modelo que captara precisamente el impacto de la devaluación por el mecanismo de la redistribución de ingresos a que daba lugar.

“Un observador de las devaluaciones en el mundo real puede así resultar confundido al encontrar varias devaluaciones que han generado mejoras

⁴ “En 1958, el tipo de cambio efectivo del peso fue de \$28 por 1 dólar norteamericano. En 1959 el tipo fue de alrededor de \$75 estabilizándose en torno de \$82 por 1 dólar hasta abril de 1962. A partir de esta fecha se produjo una nueva devaluación alcanzando un máximo de \$153 en diciembre de ese año” (Ferrer, 1963,5).

⁵ J.R.Hicks, conferencia sobre “Inflación y Desarrollo” en la Facultad de Ciencias Económicas de la UBA, 22 de mayo de 1962, citado por Ferrer (1963).

rápidas en la balanza comercial y fueron acompañadas por una disminución en el nivel de producción total en esas economías. Podría argumentarse que la recesión se debió simplemente a medidas fiscales y monetarias deflacionarias adoptadas simultáneamente con la devaluación. Sin embargo, puede ser de interés investigar si al menos parte de la reducción del producto puede ser explicado *únicamente* como un resultado directo de la devaluación” (Díaz-Alejandro, 1963, 577, traducción propia del original).

Su análisis mostraba que la paradoja aparente de una devaluación llevando a una mejora en el saldo comercial (efecto expansivo) y al mismo tiempo un caída del producto doméstico, podía explicarse por el efecto redistributivo de la devaluación. En una línea similar de investigación de este patrón de crecimiento dominado por la gravitación creciente de la restricción externa, se ubica el trabajo de Eshag & Thorp (1965), quienes notan que a partir de 1949 se conjugan el deterioro de los términos de intercambio con graves dificultades de balance de pagos. “La resolución de estas dificultades fue el motivo principal de la introducción de medidas destinadas a restringir la demanda interna y al establecimiento de un sistema de precios que actúe como incentivo para el sector exportador de la economía” (Eshag & Thorp, 1965, 2), especialmente desde 1959 hasta 1963, donde comienzan a regir los “planes de estabilización” del FMI con el predominio de lo que los autores denominan “políticas económicas ortodoxas”, las que en varios sentidos implicaban un retorno a la filosofía del *laissez faire* vigente bajo el modelo agroexportador.⁶

En una línea similar a la de Ferrer, Eshag & Thorp señalaron que el efecto inmediato de la devaluación -pese a las medidas “deflacionarias” que la acompañaron- fue la suba de precios de los bienes comerciables. Como los alimentos son bienes transables, la suba de precios de estos bienes, “junto con la reducción de los subsidios, el aumento de los impuestos indirectos y de las tarifas de servicios públicos condujeron a un alza violenta del costo de la vida que, inevitablemente, provocó demandas de aumentos de salarios. Dado el poder de las organizaciones gremiales, estos fueron concedidos, aunque con cierta demora y después de muchas huelgas” (Eshag & Thorp, 1965, 57). Luego, los mayores costos salariales generaban mayores precios, dando lugar a nuevas demandas de aumentos de salarios, desembocando en

⁶ Además Eshag & Thorp critican lo que denominan los “tres dogmas” de los planes de estabilización ortodoxos: 1) que el libre juego de las fuerzas del mercado produce generalmente pautas de inversión, producción y comercio socialmente deseables, 2) que los desequilibrios internos y externos -inflación y déficit externos- se deben a una demanda doméstica excesiva, la que a su vez es generada por aumentos de la oferta de dinero debidos a los déficit fiscales y la abundancia de crédito bancario; 3) la creencia de que las fuerzas del mercado, libres de intervención (o de inflación) generarán, sin dificultades en el balance de pagos, un crecimiento “sano” de la producción y el empleo.

una espiral inflacionaria de precios y salarios que, en esa etapa particular, resultó en una caída neta del salario real.

Eshag & Thorp observaban que el estímulo al sector exportador a través de mayores precios relativos (inducidos por la devaluación) no tenía un efecto significativo sobre la actividad y la producción agropecuarios en el corto plazo. De modo que los superávits en cuenta corriente se obtenían por descenso del consumo doméstico (básicamente de carne, que era el “bien salario” por excelencia) y por la reducción de las importaciones resultante de la depresión económica. Asimismo, el establecimiento de un mercado libre de cambios no solo no mejoraba en nada la situación de la balanza de pagos, sino que introducía una salida fácil para la fuga de capitales y generaba una fuente de inestabilidad externa. Por último, los autores señalaban que algunos resultados de la política ortodoxa no se podían explicar fácilmente en términos de la “teoría cuantitativa del dinero”. De hecho, la inflación se aceleraba simultáneamente con la reducción de la demanda agregada, el aumento del déficit fiscal (junto con descenso del volumen del gasto público) y un aumento de la oferta de dinero acompañado “por la escasez de dinero y de crédito” (Eshag & Thorp, 1965, 59-60).

Otro aporte relevante, y quizás uno de los más conocidos, fue el de Braun & Joy (1968). Paradojalmente, el trabajo de Braun y Joy fue originalmente encarado como un estudio sobre el rol del sector agropecuario en el desarrollo económico argentino, y su motivación principal era explicar “la paradoja de la inflación unida al estancamiento y el desempleo”. El trabajo se focaliza en el análisis de las devaluaciones de 1958 y 1962, y sugiere un modelo del ciclo basado en las relaciones entre el balance de pagos, los precios internos y el nivel de actividad. Braun y Joy concluyen que la causa principal del freno en el proceso de desarrollo es la escasez de divisas y que, consecuentemente, la política de desarrollo debe tender a incrementar en el tiempo los ingresos netos de divisas. Asimismo, agregaban que el control de capitales “no asegurará el equilibrio de balance de pagos con pleno empleo”, aunque dichos controles eran esenciales para la estabilidad. Como en los autores anteriores, observan que la devaluación tiene como consecuencia la redistribución de ingresos y conduce a una espiral de precios y salarios. Y señalan que para evitar la espiral precios-salarios existen dos opciones: 1) evitar o moderar la redistribución de ingresos hacia los salarios; 2) o bien realizar dicha redistribución por medios diferentes que la expansión del salario nominal.

Todos estos aportes ponen el foco sobre un conjunto de hechos estilizados que describen de manera desprejuiciada las relaciones entre tipo de cambio real, el salario

real, el nivel de empleo y el sector externo, y por ende conduce a un tipo de análisis muy diferente a los enfoques convencionales, sentando las bases para lo que se conoció como la interpretación “estructuralista” del funcionamiento macroeconómico argentino. Esta rica literatura, que recogía el análisis sobre las experiencias de “ajuste y estabilización” de los años 50 y 60 y que se focalizó en explicar los mecanismos que producían el resultado paradójico (para la visión convencional) de devaluaciones que, aún mejorando el saldo comercial, eran *globalmente* contractivas, sirvió de antecedente y de base para los trabajos de Canitrot (1975) y Diamand (1972, 1973).

Canitrot (1975) tiene la virtud de plantear el conflicto existente entre el tipo de cambio real, los salarios y los beneficios “normales”. Su conclusión es que:

“El máximo de empleo que puede dar la economía está definido por las exportaciones. Esto se debe a que las importaciones condicionan el nivel de actividad del sector industrial. La generación efectiva de empleo depende de la intensidad de la demanda. Esta puede crearse por aumento de los salarios reales o por factores autónomos como la inversión, la exportación de manufacturas y la sustitución de importaciones. El peso relativo de una u otra fuente de creación de demanda incide en la distribución final del ingreso. En el punto de empleo máximo, el valor máximo del salario real es tanto mayor cuanto menor es el peso de la demanda autónoma en la demanda total” (24).⁷

En este modelo, los rasgos estructurales de la economía argentina imponen límites a la redistribución progresiva del ingreso, a saber: “la restricción de comercio exterior y la necesidad de acumulación de capital”. A diferencia de Diamand (que no realiza ninguna formulación explícita sobre la relación entre salarios y ganancias en su esquema de EPD), Canitrot aborda el tema explícitamente y captura algunos elementos esenciales del ciclo económico argentino:

“La alianza política del populismo nace en la recesión y se propone un programa expansivo. Asalariados y burguesía industrial tienen entonces intereses complementarios, mientras los empresarios rurales quedan en la oposición. El éxito del programa destruye el elemento constitutivo de la alianza. Al

⁷ Canitrot nunca diferencia la inversión que crea capacidad productiva, que es esencialmente inducida, de otras formas de inversión “autónoma”, pero su análisis sugiere correctamente la existencia de gastos autónomos respecto del proceso de generación de ingreso como algo diferente del salario.

aproximarse a pleno empleo, los intereses conflictivos reemplazan a los complementarios. El conflicto se hace muy intenso porque se desarrolla en medio de un contexto inflacionario explosivo, que es resultante de utilizar el incremento de salarios como instrumento de expansión de la demanda. En menor o mayor plazo la alianza se destruye, la burguesía industrial se inclina hacia una nueva alianza con la burguesía rural, el populismo termina enredado en sus propias contradicciones y un nuevo programa de orden y recesión emerge”.(25)

En este párrafo Canitrot sugiere un conflicto distributivo de carácter económico que termina por tener consecuencias político-sociales significativas (“la alianza se destruye”), un conflicto que bien podría reformularse en términos del “ciclo económico de origen político” de Kalecki (1943).⁸ Tras el análisis, Canitrot sugiere la posibilidad de elaborar una “receta” económica que evite las fluctuaciones y la inestabilidad. Todo su modelo se construye sobre la trama fundamental de los precios relativos. Así,

“Es concebible determinar un conjunto de precios relativos entre salarios, tasa de cambio y precios agropecuarios a industriales, que permitan un crecimiento continuo de empleo y salarios, en los valores máximos compatibles con la restricción de comercio exterior y las necesidades de acumulación de capital. Pero sería soberbia o inocencia del economista pensar que el desconocimiento de estos valores de equilibrio es la causa de la inestabilidad argentina y que su aplicación resuelve el problema. Para ello habría que suponer previamente que las varias clases sociales pueden converger a una propuesta común, ya sea por acuerdo, ya sea por imposición de una sobre las demás. En tanto eso no ocurra, las fluctuaciones económicas habrán de persistir. *La inestabilidad es la expresión del conflicto de clases*”. (...) En esas condiciones, de capitalistas débiles y sindicatos fuertes, el capitalismo argentino es, por necesidad, *una experiencia tortuosa y contradictoria*” (Canitrot, 1975, 25, énfasis agregado).

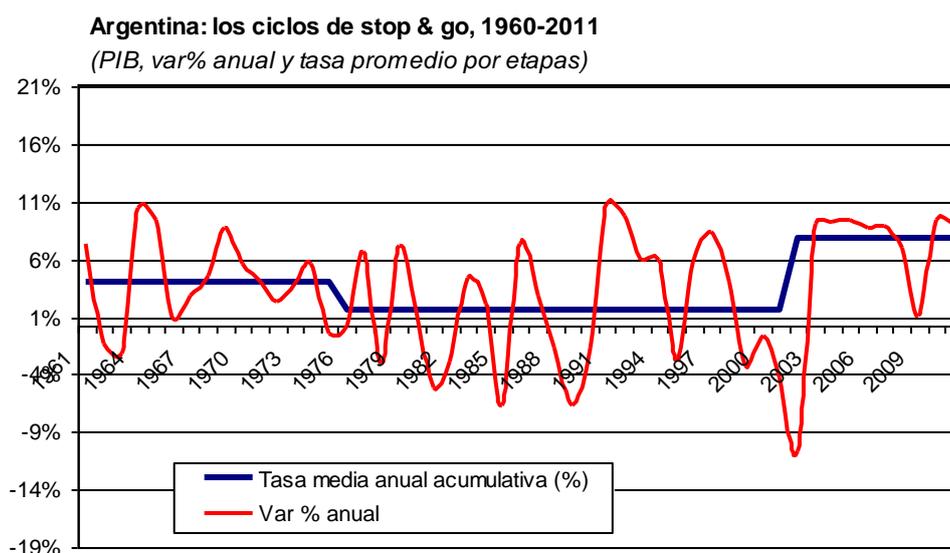
El texto de Canitrot contiene afirmaciones discutibles. Sugiere que, en las fases de auge del ciclo, la suba de los salarios reales genera inflación de costos y “de demanda”, postulando un *trade-off* entre consumo (asalariado) e inversión

⁸ En un texto brillante, Schvarzer (1997) analiza el proceso económico argentino de posguerra hasta el golpe de Estado de 1976 en una clave interpretativa explícitamente basada en Kalecki.

reproductiva. Asimismo, su modelo tiene un aroma cercano a lo que hoy se conoce como modelos wage-led y profit-led, donde la inversión generadora de capacidad aparece en ciertos pasajes relacionada con las ganancias (profit-led) y en otros con la demanda (acelerador). No obstante, los dilemas que presenta son básicamente correctos.

El análisis de Canitrot revela que en el corazón del problema del desarrollo argentino está el conflicto distributivo entre trabajadores y empresarios en general por determinar quién paga los costos de la política cambiaria, un aspecto que se tornará más claro aún en el análisis de Marcelo Diamand.

Para Diamand, ese conflicto tiene una raíz económica estructural. La economía argentina presenta un “desequilibrio estructural” entre la productividad del sector primario exportador y la del sector industrial (Diamand, 1972, 1973). La opción de la industrialización en estos países implica forzosamente precios industriales superiores a los precios internacionales. Pero el tipo de cambio se fija teniendo en cuenta los costos del sector primario más productivo, que es el que realiza las exportaciones. Así, cuando se los expresa en dólares sobre la base del tipo de cambio “primaria”, los costos y precios industriales resultan ser superiores a los vigentes en el mercado internacional. Con el fin de que el sector industrial pueda surgir y subsistir, es indispensable la protección por medio de elevados derechos de importación, que se traducen, de hecho, en un sistema de tipos de cambio múltiples para las importaciones, con un dólar “industrial” más alto que el tipo de cambio “primario”.



Fuente: Elaborado en base a Ferreres (2005) y Ministerio de Economía.

Se llega así, en la visión de Diamand, a una “peculiar” estructura productiva cuya principal característica es la coexistencia de dos sectores con productividades muy diferentes. Diamand llamó a esta específica estructura productiva como “estructura productiva desequilibrada” (EPD). En este modelo, sin intervención especial del Estado, el tipo de cambio se ajusta al nivel de costos y precios de la producción primaria, y el nivel resultante es prácticamente excluyente para las exportaciones industriales.^{9 10}

A su vez, dado que existe una relación *inversa* entre tipo de cambio y salarios, una fuerte devaluación implica una caída de los salarios reales, un resultado que los sindicatos y la sociedad son reacios a aceptar. En este contexto, los desequilibrios de la estructura productiva y el conflicto distributivo que erigen sobre ella, generan una tendencia hacia un nivel de tipo de cambio que no resulta competitivo para las exportaciones industriales. Más aún: la tendencia se refuerza por el hecho de que la apreciación del tipo de cambio es funcional al aumento de los salarios reales, y por ende la estrategia de fijar un tipo de cambio pro-industria enfrenta fuertes problemas políticos. Al mismo tiempo, aunque el sector industrial gradualmente pierde competitividad con la apreciación cambiaria, también se ve favorecido por el aumento de los salarios reales y la expansión del mercado interno.

En este punto entra en juego la propuesta de Diamand de una “devaluación compensada” como forma de compatibilizar la preservación del mercado interno (y del salario real) y la competitividad industrial. Los efectos nocivos de la devaluación sobre la distribución y la demanda agregada son “compensados” mediante la introducción de impuestos a las exportaciones agrícolas. Otra variante –no excluyente de la anterior– es la combinación de una devaluación nominal con una baja del IVA y/o con subsidios directos a la población de menores ingresos. En ambos casos los efectos pueden compensarse obteniéndose resultados positivos sobre la producción y el empleo y sobre la balanza comercial, sin perjudicar la demanda interna y sin generar presiones inflacionarias. La compensación incentivaría un mayor consumo total y un incremento en la demanda interna. Por ende, se restituye parcialmente la pérdida de recaudación unitaria (del IVA) gracias al alza de la producción, al tiempo que crece la recaudación

⁹ Como se discutirá más adelante, en modo alguno esto supone que si el tipo de cambio real fuera situado en el nivel “suficiente” esto produciría una automática diversificación de las exportaciones argentinas, hacia un sesgo más industrial. Simplemente, el tipo de cambio es una condición *necesaria* para esa diversificación, pero en modo alguno es una condición suficiente.

¹⁰ Ciertamente, hubieron cambios estructurales que modifican levemente el cuadro que Diamand analizaba en esos años. Hacia los años 70, las exportaciones primarias representaban alrededor de un 40% del total, y si se incluyen las MOA la suma llega a más del 75% de las exportaciones totales. Esto supone que la oferta de dólares “comerciales” tiene un fuerte sesgo primario y por ende su impacto en la determinación del TC es muy alto. Actualmente esas proporciones han cambiado: un 24% de las exportaciones totales son primarias y sumando MOA son menos del 60%, mientras las MOI son el primer gran agregado de exportación. No obstante, la mayoría de las MOI son presumiblemente poco sensibles a las variaciones del TC como se verá más adelante.

proveniente de otros impuestos. Por tanto, si aumenta el excedente de exportaciones y el consumo por trabajador se mantiene más o menos constante, habría entonces un efecto neto positivo sobre la demanda agregada.

Algo análogo ocurre con los efectos de una devaluación que va acompañada con subsidios directos a la población de menores ingresos. Es un esquema más kaleckiano: gracias a los subsidios, se mantiene el consumo popular a pesar del alza de precios asociada la devaluación. En esta variante de “devaluación compensada” hay efectos expansivos en la economía, porque los subsidios devuelven a los sectores marginados capacidad de compra que pierden con los mayores precios que acarrea la devaluación. En este caso, si las exportaciones netas crecen (y se cumple la condición Marshall-Lerner), el producto y el empleo crecerían. También en estos últimos casos de “devaluación compensada”, el aumento de la producción y los ingresos aumentarían la recaudación, por lo que el aumento del gasto asociado con los subsidios, irá acompañado de una mayor captación de ingresos. Todas estas medidas “compensatorias” en suma permiten separar los precios de las exportaciones primarias en dólares de los precios domésticos de los bienes salarios, y por tanto disocia los costos laborales unitarios en pesos de su equivalente en moneda extranjera.

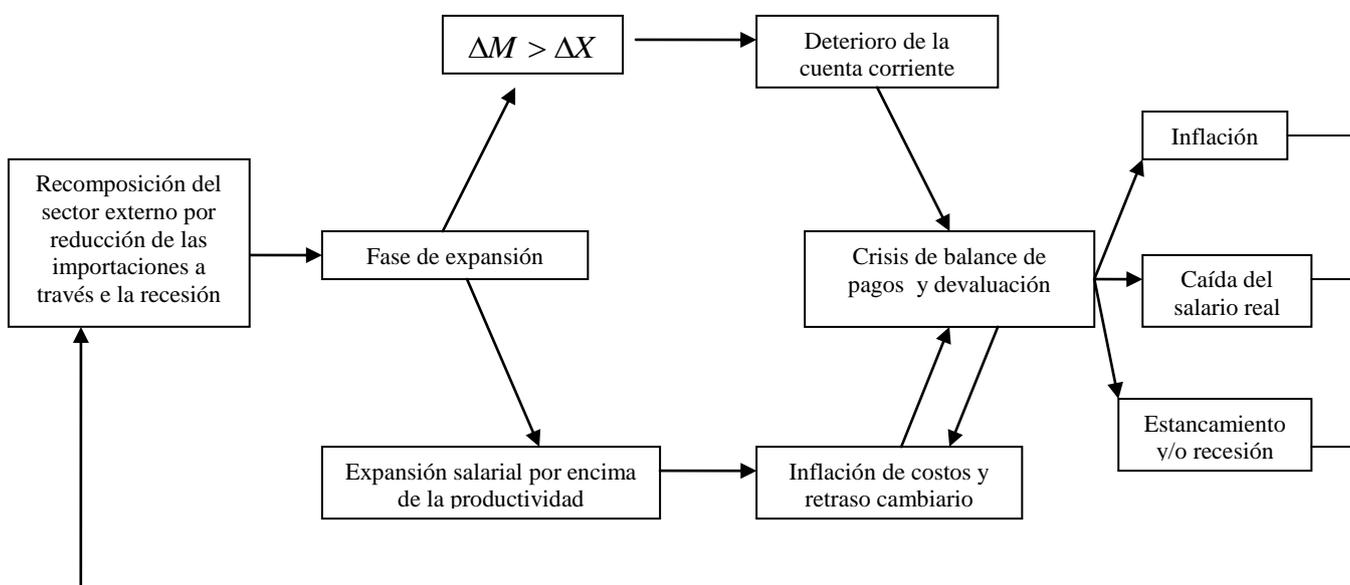
Existe evidencia de que la existencia de un sector primario exportador de alta productividad plantea un gran obstáculo para una amplia modificación del patrón de crecimiento hacia un tipo de industrialización más orientada hacia la exportación. Básicamente, en Argentina una industrialización orientada a la exportación requiere un gran sacrificio de ingreso para alcanzar costos salariales en dólares competitivos a través de la devaluación (Mahón, 1992, 242). Además, históricamente la tendencia cíclica en los términos de intercambio fue una motivación débil e inconstante para un cambio político más poderoso a favor de las exportaciones industriales.

Asimismo, el “costo de oportunidad” de reorientar la política hacia un sector industrial competitivo será mayor en la medida que el sector primario resulte relativamente más productivo.¹¹ Así, la “estructura productiva desequilibrada” puede ser una trampa que permanentemente obture el proceso de desarrollo y las políticas macroeconómicas, congelando en el tiempo una estructura económica de baja diversificación, con una integración externa primaria, a través de una serie de ciclos de corto plazo de prosperidad y la recesión. Adicionalmente, por esas mismas razones la ISI contó con el apoyo de los empresarios industriales (quienes veían positivamente la expansión del mercado interno) y de los propios sindicatos, los que fueron

¹¹ Luego se verá que en un contexto de plena apertura de la cuenta de capital, este hecho histórico se agrava debido a las enormes entradas de capital que ponen en marcha la apreciación del tipo de cambio.

especialmente importantes en el aplazamiento de las devaluaciones. Además los responsables de la política económica encontraron buenos argumentos en razones "técnicas" para resistir los ajustes cambiarios basados en el "pesimismo de las elasticidades". Estas tendencias condujeron a que el crecimiento industrial fuera acompañado por crisis cambiarias recurrentes.¹²

Gráfico1: El ciclo de stop and go de la economía argentina



¹² Todo esto no quiere decir que los bajos salarios de por sí habrían sido una solución para el problema estructural. De hecho, con la crisis de la deuda en la década de 1980 los salarios reales cayeron significativamente en los países latinoamericanos, que, al mismo tiempo habían ingresado en un proceso de desindustrialización financiado con endeudamiento externo. Por otra parte, las grandes devaluaciones reales, tanto en Argentina como en Brasil, produjeron hiperinflación, la que fue parte de la tendencia que empujaba los salarios reales hacia abajo.

Debe notarse que en este modelo un tema crucial es la existencia de altos aranceles a las importaciones. En tal contexto, la norma del proceso de crecimiento es la creciente apreciación de la moneda doméstica (contracara de la suba de los salarios reales). Y el deterioro del saldo comercial está explicado esencialmente por el desequilibrio estructural que emerge con la expansión económica y no por el retraso cambiario, ya que la industria está de todos modos protegida. La crisis, la devaluación y la puja distributiva interactúan porque el ajuste externo necesariamente requiere la reducción de los salarios reales. Varias de estas circunstancias cambiarán radicalmente en décadas más recientes, especialmente el rol del tipo de cambio.

Debe subrayarse en que en el mismo período en que estos autores reflexionaban sobre las “fallas” de la industrialización y sobre el “sesgo antiexportador” de la ISI, una significativa transformación había tomado lugar: el surgimiento gradual de exportaciones industriales, tanto en Argentina como en otros países de América Latina, incluso a pesar de la inestabilidad del tipo de cambio y de las propias “reglas de juego” del proceso de desarrollo.

En muchas de las ramas que generaban las crecientes exportaciones industriales existía un sesgo antiexportador en el sistema de incentivos (es decir, las políticas proteccionistas hacían el mercado interno más atractivo que la actividad de exportación). En los países donde hubieron estímulos cambiarios (por ejemplo en Brasil) la política de crawling-peg apuntó a mantener la tasa de cambio real y a evitar las grandes fluctuaciones de los años anteriores, pero no pudo evitar la apreciación. En verdad, los subsidios –cuando existieron- fueron una forma de compensar a los exportadores por la sobrevaluación cambiaria. En verdad, la expansión del mercado interno condujo a la obtención de crecientes economías de escala, por lo cual la industrialización sustitutiva se convirtió en el prelude de la fase de exportación del sector industrial, proporcionando la competitividad requerida para un acceso progresivo a diversos mercados internacionales. En suma, como mostró la experiencia de varios países de la región, el callejón de la ISI parecía tener una salida, si bien en el caso argentino ésta era particularmente estrecha y tortuosa. No obstante, Diamand y Canitrot dan cuenta de que, pese a que en su conjunto el sistema de incentivos tenía un sesgo antiexportador, y algo similar ocurrió con el tipo de cambio, de hecho las exportaciones industriales crecieron a despecho de los cambios continuos en las regulaciones oficiales y las variaciones del tipo de cambio (ver Amico, 2011).

Por otro lado, la idea de “estructura desequilibrada” permite comprender una gran diferencia entre Asia y América latina. En Corea o en China, como observa Medeiros (2010), la devaluación fortalece y unifica los intereses productivos-

empresarios en torno a objetivos industriales. Sin embargo, en Argentina las clases sociales se dividen en la fijación del tipo de cambio, y una paridad cambiaria proindustrial encuentra oponentes más poderosos. Por ejemplo, un tipo de cambio alto (una moneda doméstica más depreciada), sin modificar los niveles de impuestos a las exportaciones agrarias, implica un salario real más bajo y crea un conflicto con los trabajadores. Por supuesto, esto también ocurrió inicialmente en el sudeste asiático. Pero, simplemente, en estos casos, el salario real relativamente más bajo (contracara del tipo de cambio más elevado) es un requisito forzoso para resolver la restricción externa y crecer, ya que no existen exportaciones primarias en una magnitud como para permitir la apreciación cambiaria (y un salario real más alto).

En Argentina (y en otros países de América Latina), el tipo de cambio puede apreciarse más allá del punto en el cual las exportaciones industriales se tornan globalmente no competitivas, porque hay un sector (primario) basado en la explotación de recursos naturales exportables. Ciertamente, sería extremadamente parcial reducir las diferencias de los procesos de desarrollo en América Latina y Asia a la política cambiaria y la presencia o no de recursos naturales. Por caso, en la postguerra el acceso al mercado norteamericano y al financiamiento internacional crearon para los países aliados las condiciones externas para un crecimiento acelerado. Esta modalidad, conocida como “desarrollo por invitación” (Serrano & Medeiros) fue un resultado de la estrategia de EE.UU. que no sólo permitió, sino que en muchos casos incluso alentó deliberadamente, el desarrollo económico de los países aliados en las áreas de mayor importancia estratégica para su conflicto con la URSS.

El milagro japonés de la posguerra ilustra bien este esquema de “desarrollo por invitación” inducido por la Guerra Fría. Como en los países del sudeste de Asia, la política de EE.UU. explica en gran medida el mantenimiento de altas tasas de crecimiento de la región a partir de la creación de un gran mercado para las exportaciones de esas economías y las facilidades para un amplio acceso al financiamiento internacional (incluyendo la apertura del mercado de EE.UU.). Finalmente, por su situación política particular (en los años 70 era un país rival de la Unión Soviética) China obtuvo el apoyo norteamericano para su proyecto de modernización e industrialización y contó (como Japón, Corea o Taiwán en décadas anteriores) con la apertura unilateral del mercado de EE.UU. como su principal fuente de divisas. Así, China fue el último de los “invitados” (Medeiros, 1999).

América Latina no se contó entre los “invitados”, y esta es una diferencia esencial (frecuentemente olvidada) que tiene profundas implicancias sobre los procesos de crecimiento y desarrollo. En lugar de un análisis más global, que

incorpore precisamente la situación geopolítica y el acceso a los mercados y los recursos financieros (que configuran el “ambiente externo” del proceso de desarrollo), los análisis más convencionales plantearon las diferencias entre los procesos latinoamericanos y asiáticos como reducibles a unas pocas (presuntas) características económicas o institucionales.

1.2. Globalización financiera y creciente fragilidad externa

La experiencia de apertura económica y desregulación ensayada desde 1976 cambió algunos aspectos importantes de este modelo. Las reformas liberalizadoras puestas en marcha en los países de América Latina en la década de 1990 dieron impulso a una dinámica macroeconómica que, aunque muy diferente en su contenido, resultó similar en su funcionamiento cíclico al esquema prevaleciente en el siglo XIX. La principal analogía con el modelo primario-exportador es que, al tiempo que el desequilibrio estructural entre la inserción primaria exportadora y el desarrollo industrial se mantenía, la posición del balance de pagos pasa nuevamente a estar crecientemente determinada por los flujos de capitales.

De hecho, para usar la taxonomía de Dooley *et al* (2003), en esos años América Latina se comporta como una región de “cuenta de capital”, a diferencia de Asia que es considerada una zona de “cuenta corriente”, una taxonomía en la cual el régimen cambiario constituye una diferencia crucial. Ciertamente, la dinámica macroeconómica de Argentina en esta etapa tiene una fuerte relación con ciertos factores estructurales, como la composición (primaria) de las exportaciones. Por esta razón, la diferente elasticidad-ingreso de las exportaciones y las importaciones, sumada a la gran volatilidad de los precios de las commodities en el mercado internacional, producen alteraciones cíclicas de la capacidad de importación y conducen a una alta inestabilidad del tipo de cambio y de la demanda por los flujos de capitales.

Con la crisis de la deuda detonada en 1982, América Latina había perdido sus fuentes externas de financiamiento, mientras los términos de intercambio se deterioraban, las tasas de interés internacionales subían y la demanda externa se retraía por la recesión mundial, factores que llevaron a una prolongada crisis de balanzas de pagos en toda la región. En ese contexto, el intento de controlar las importaciones, mediante la recesión y las políticas comerciales, y promover las exportaciones mediante agresivas devaluaciones, fracasó y condujo al estancamiento

y la explosión inflacionaria¹³. En muchos países, el ajuste implicó la definitiva reversión de las políticas de industrialización lideradas por el Estado.

La abundante liquidez internacional existente a inicios de los años 90 llevó a los países de América Latina a un cambio radical en su patrón de financiamiento externo. Argentina pasó de una estrategia centrada en el crecimiento de las exportaciones, la devaluación y la reducción de las importaciones a una estrategia dirigida a la obtención de crecientes flujos de capital externo para remover la restricción externa, controlar la inflación e integrar los mercados financieros domésticos a los circuitos financieros internacionales (Frenkel, 2003).

Con la excepción de Chile (que evitó la excesiva apreciación de su moneda y fijó controles sobre los flujos de capital), las mayores economías de América Latina siguieron en los 90 el “modelo del Cono Sur”, como el que habían practicado Argentina y Chile a finales de los 70. Con la liberalización comercial y financiera y la estabilización del tipo de cambio nominal Argentina (como México y Brasil) se convirtió en un importante receptor de abundantes flujos internacionales de capital especulativo. Los grandes flujos de capital hicieron posible un gran ajuste importador. A su vez, la sobrevaluación persistente de la moneda local, debido a los enormes flujos de capital atraídos por el amplio diferencial entre las tasas de interés externas e internas que sustenta la política, acentuó el estancamiento de las exportaciones.

El modelo era inherentemente inestable y condujo, al mismo tiempo, a una crisis de balanza de pagos y a una crisis financiera, las que derivan tanto de la liberalización financiera como del ajuste importador. Cuanto menor resulta la tasa de crecimiento de las exportaciones, mayor es el crecimiento del coeficiente de importaciones y, paradójicamente, cuando mayores son los flujos de capital atraídos, menor es la tasa de crecimiento compatible con la sustentabilidad de este patrón de financiamiento externo (Medeiros & Serrano, 1999).

Frenkel & Rapetti (2009) describen el patrón cíclico de auge y caída que resulta de tal configuración macroeconómica. Es un tipo de ciclo “tipo Minsky” aunque con algunas características distintivas de un país en desarrollo. Por ejemplo, la fase de auge no comienza con innovaciones dentro de los mercados financieros, sino con políticas macroeconómicas que estimulan el arbitraje entre activos financieros nacionales y extranjeros. Estas políticas incluyen la liberalización del mercado

¹³ Como se señala en Frenkel (2012), las crisis de la región de comienzos de los años 1980 fueron seguidas de grandes devaluaciones e intentos y negociaciones para reducir las voluminosas deudas. Pero no se obtuvo ningún alivio sustancial de la carga de deuda y por ende los países de la región sufrieron casi una década de estancamiento y alta inflación, debido a que la estabilización y el crecimiento eran incompatibles con la restricción externa.

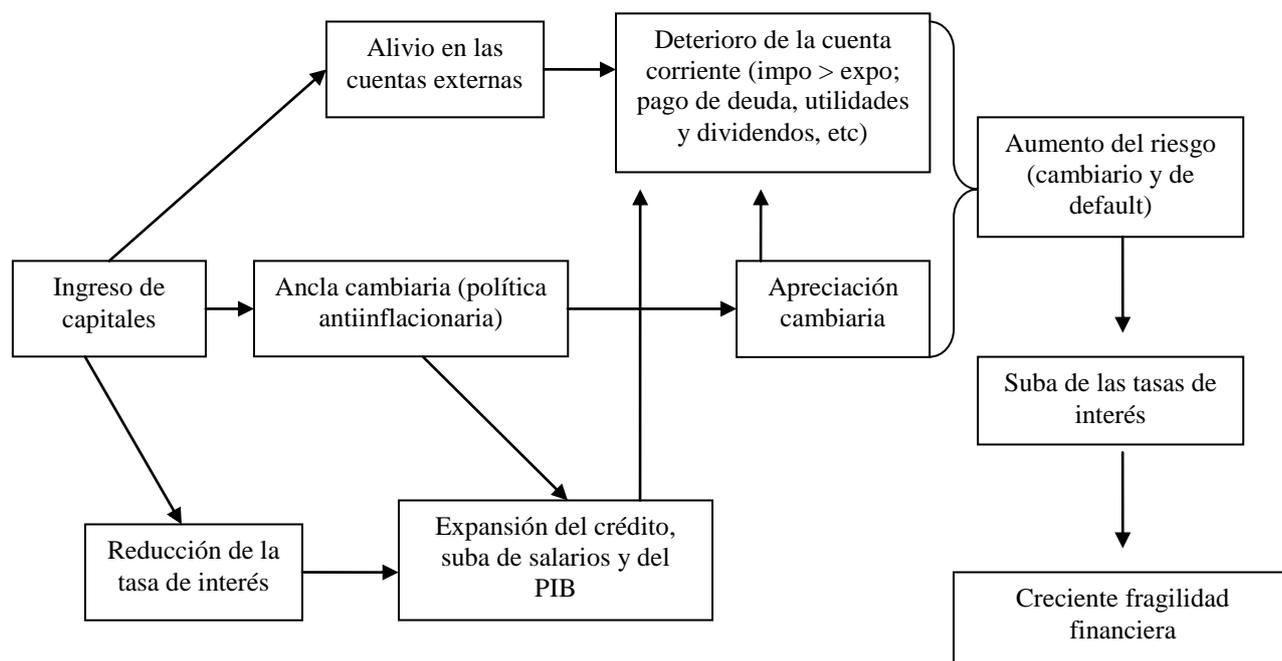
financiero interno, la desregulación de la cuenta de capital, y una regla “creíble” para predeterminar la evolución del tipo de cambio nominal.

López Gallardo *et al* (2006) construyen un modelo similar para mostrar cómo la estrategia seguida en México, de liberalización y desregulación financiera, sentó las bases para la crisis mexicana de diciembre de 1994. En ese modelo, los autores apelan también a una perspectiva de análisis inspirada en Minsky aunque extendida a una economía abierta. Allí se muestra que la crisis fue consecuencia de la expansión económica en un contexto de creciente fragilidad financiera externa. En otras palabras, incluso una tasa de crecimiento moderada y una postura política del gobierno sin cambios devienen altamente riesgosas, y en realidad no resultaban sostenibles bajo el marco institucional vigente -es decir, en una economía abierta desde el punto de vista financiero-, porque existía el peligro de que los inversores pudieran fácilmente pasar de activos denominados en moneda doméstica a activos financieros denominados en dólares (López Gallardo, *et al*, 2006, 386).

Frenkel & Rapetti (2009) discuten similarmente las diferencias entre países desarrollados y en desarrollo respecto a la capacidad del gobierno para estabilizar la economía una vez que las crisis financieras se ha desplegado. El principal argumento es que, puesto que los agentes en los países en desarrollo suelen tener preferencia por activos externos, los gobiernos tienen por ende menos espacio para la política económica en general que en los países desarrollados.¹⁴

¹⁴ Los canales de transmisión específicos que vinculan el ingreso de capitales, la tasa de interés doméstica, la evolución del crédito y el nivel de actividad en el régimen de convertibilidad pueden ser enfocados de un modo alternativo al que se ha considerado usualmente. De hecho, como se observa en De Lucchi (2012), bajo la Convertibilidad, la liquidez interna y la demanda agregada no estuvieron lideradas por la entrada neta de flujos de capitales. La demanda efectiva lideró el crecimiento monetario que, dado el arreglo institucional vigente (i.e., la caja de conversión), se sostuvo mediante un (insostenible) proceso de endeudamiento público externo.

Gráfico2: Ciclo de creciente fragilidad financiera de la economía argentina en los 70 y 90



En esta etapa de apertura financiera, otro factor comienza a jugar un rol fundamental, además de la especialización primaria tradicional. Como ha observado Medeiros (2008), los altos niveles de endeudamiento externo no pueden considerarse una simple consecuencia del tipo de especialización comercial, sino que en este caso tienen una explicación autónoma. En realidad, el endeudamiento externo puede ser excesivo y no estar explicado por problemas de cuenta corriente.

En los países en desarrollo como Argentina las razones de una acumulación excesiva de pasivos en divisas surgen por dos mecanismos diferentes. El primero se relaciona con un conjunto de presiones de bancos, gobiernos y organismos financieros de los países centrales que en ciertos momentos (cuando hay bajas tasas de interés y exceso de liquidez en la moneda hegemónica) inducen el endeudamiento o el apalancamiento en el flujo de capitales de los países periféricos. El segundo mecanismo es el exceso de endeudamiento que depende de *decisiones internas* y se relaciona con restricciones monetarias, fiscales y crediticias *auto-asumidas* por los países periféricos a fines de satisfacer las reglas de juego del sistema financiero internacional en una economía integrada y abierta desde el punto de vista financiero. Estos dos mecanismos cooperan con fuerza para poner a la economía en una trayectoria de creciente fragilidad financiera en el sentido de Minsky, aunque en este caso en economía abierta. De la quiebra de este modelo en el 2001-2002 surgió el

ciclo de crecimiento argentino en los años 2000, que es el objeto de análisis de la sección siguiente.

2- La restricción externa y el ciclo de crecimiento en los años 2000

El objetivo de esta sección es analizar las características principales del sector externo argentino y su vinculación con el proceso de crecimiento producido desde 2002. Como se explicó, en todas las economías en desarrollo, la tasa de crecimiento del producto es determinada por el ritmo de crecimiento de los gastos autónomos. Esto implica que a largo plazo, por la operación del principio de demanda efectiva, las decisiones de inversión generan ahorro agregado mediante variaciones en el ingreso, y la acumulación de capital depende, por ende, no de las decisiones de ahorrar, sino del crecimiento de la inversión (Serrano & Freitas, 2007; Amico, Fiorito & Hang, 2011).

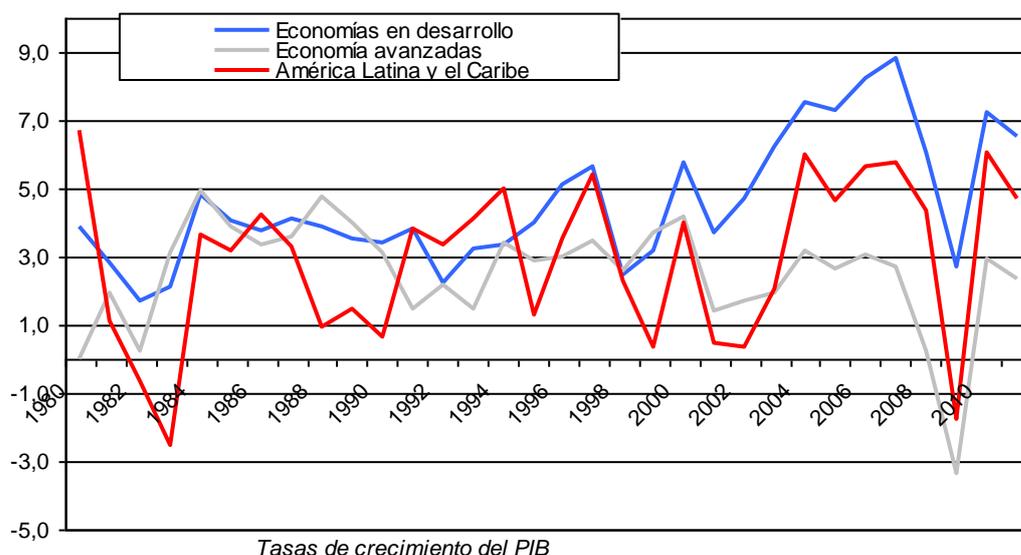
En este marco, la restricción externa ha sido y es el escollo real del proceso de crecimiento. Ciertamente, el ritmo de crecimiento liderado por la demanda es fuertemente afectado por las políticas macroeconómicas y, a su vez, estas políticas macroeconómicas están fuertemente influenciadas, en el largo plazo (y con la excepción del país que emite la moneda internacional de reserva) por la necesidad de satisfacer la restricción externa o de balance de pagos. Por ende, la clave para entender el proceso de acumulación de capital en un país en desarrollo es el estudio de la interacción compleja, en cada período histórico, entre el contexto externo (las tendencias del comercio internacional, el ambiente económico-financiero y la situación geopolítica asociada) y las políticas de desarrollo seguidas por el Estado (Medeiros & Serrano, 1999). A su vez, en el específico caso argentino, tales políticas están, a su vez, co-determinadas por el estado del conflicto social y político interno cuya trama específica subyacente es la “estructura productiva desequilibrada” en el sentido de Diamand.

Nuestra investigación pretende así centrarse en el estudio de la interacción entre los cambios en el entorno internacional y su articulación con los cambios en las políticas internas de los últimos años en Argentina, y presentar sus resultados y dilemas de largo plazo. Asumimos, por ende, que la situación de la balanza de pagos es el *principal canal de transmisión* entre estos dos niveles, que co-determinan las políticas macroeconómicas y, a través de estas, la tasa de acumulación de capital. En la práctica, las divisas son, en última instancia, el “insumo” clave que es realmente

escaso en el proceso de desarrollo. Por ende nuestro análisis se focaliza inicialmente en los diversos componentes del balance de pagos para luego extender el análisis hacia otros factores relevantes. En este sentido, existen dos elementos claves correlacionados con el proceso de alto crecimiento abierto en los años 2000: el cambio de régimen de política económica tras la debacle de la convertibilidad y el cambio en el “ambiente externo”.

2.1. El cambio del contexto mundial en los años 2000

El cambio principal en el “ambiente externo” viene dado por la fuerte irrupción de China en el mercado mundial después de su unión como miembro de la OMC (Organización Mundial del Comercio) en 2001. En este lapso, mientras el crecimiento de los países en desarrollo se desvincula de los países desarrollados, la economía de China parece constituir día a día un polo *autónomo* de crecimiento, una posibilidad que Arthur Lewis había anticipado en su discurso de recepción del Premio Nobel en 1979. La idea de Lewis era sencilla: “en lugar del comercio determinando la tasa de crecimiento de los países menos avanzados (PMA), será el crecimiento de la producción de los PMA la que determine comercio de los PMA, y las fuerzas internas las que determinen la tasa de crecimiento de la producción” (Lewis, 1980, 562). La condición necesaria era que algún país líder tuviera una crecimiento autónomo y creara una fuerte demanda para otros países en desarrollo exportadores primarios. Por lo tanto, estos países podrían basar su crecimiento en el impulso de sus mercados internos mediante la relajación de las restricciones de la balanza de pagos.

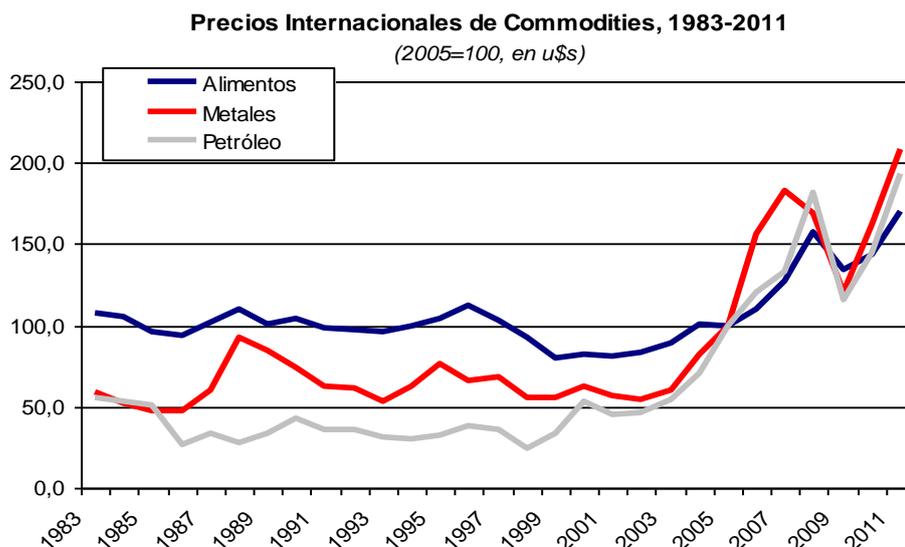


Fuente: World Bank.

En los años 2000 se registró una aceleración del crecimiento en los países en desarrollo y las tasas de crecimiento con el mundo desarrollado comienzan a mostrar una divergencia persistente. Mientras en el pasado las tasas de crecimiento promedio de los distintos países eran semejantes, en los años 2000 los países en desarrollo crecen persistentemente a tasas más altas que el mundo desarrollado, aunque la correlación entre los ciclos se mantiene (Frenkel, 2010; Medeiros, 2011).

Un aspecto crucial del análisis de Lewis era la consideración de los posibles efectos de esta alternativa sobre los términos de intercambio (TDI). Lewis se refirió a la tendencia de los TDI a mantenerse bajos para los países en desarrollo hasta que “las reservas de mano de obra de China y la India pudieran ser agotadas”. Pero hoy en día hay una situación sin precedentes: la rápida industrialización de China y su efecto en los términos de intercambio para los productos primarios. En la teoría de Lewis la principal diferencia en los TDI entre el Norte y el Sur no es realmente la diferencia entre las exportaciones industriales y las primarias (como en la tesis Prebisch-Singer), sino entre el nivel de productividad y salarios de cada país en la producción de alimentos y en los niveles de mano de obra excedente. Así, por ejemplo, los bajos salarios pagados en China han mantenido bajos en términos relativos los precios de las mercancías producidas (directa o indirectamente afectadas por ellos), con independencia de su *composición material*.

En este caso, sólo el aumento de la productividad y los salarios en la agricultura china podría interrumpir esta tendencia al deterioro de los TDI. Sin embargo, la fuerte caída en la participación de los salarios en el ingreso en China y la India tiene a su vez fuertes efectos en la economía mundial. Por un lado, en el caso de EE.UU., las cadenas globales de commodities y la disminución del poder de los sindicatos y trabajadores ponen un freno al crecimiento de los salarios industriales. Por otro lado, tienen un fuerte impacto en la producción primaria y contribuyen a un alto nivel de los precios de los commodities. Serrano (2008) señala esta característica inusual del ciclo de precios y en especial su baja influencia en la inflación mundial. Básicamente, la declinación del poder de los sindicatos en los países desarrollados es la principal razón de este cambio, contribuyendo a la persistencia de altos precios de las commodities (y TDI favorables a la producción primaria).



Fuente: Ministerio de Economía.

De este modo, el comercio Sur-Sur creció muy rápido. En términos generales, puede decirse –parafraseando a Prebisch- que, de alguna manera, EE.UU. es un “centro cíclico” para China, mientras que China es un “centro cíclico” para los países exportadores de productos primarios (como Argentina y Brasil). Así, la dinámica de crecimiento de China determina el “ambiente de crecimiento” para los países periféricos de exportación primaria desde 2003, y después de la gran recesión de 2008 esta tendencia aún continúa. A su vez, en el caso argentino, esta influencia de China aparece también mediada por la performance de la economía brasileña (el principal socio comercial de Argentina) y la interacción con la economía líder del Mercosur co-determina los resultados finales en términos de crecimiento argentino.

Por supuesto, este “ambiente externo” más propicio para el crecimiento de las economías periféricas también entraña riesgos, especialmente en el largo plazo. En muchas economías latinoamericanas (y esto también es un riesgo potencial para la performance de la economía argentina), el boom económico de los años 2000 tiene algunos rasgos en común con el viejo modelo agro exportador vigente en el siglo XIX y comienzos del XX, puesto que en muchos casos el elemento dinámico sigue siendo la demanda externa y por ende estas economías aparecen sujetas a similares riesgos asociados con la ocurrencia de shocks externos. Asimismo, la fuerte demanda externa proveniente del “centro cíclico” (en este caso China) genera una fuerte presión que puede reforzar el tradicional patrón de especialización primaria de la economía y plantea un obstáculo potencial a los intentos de producir un cambio estructural (Pérez Caldentey & Vernengo, 2008).

Lo hasta aquí expuesto podría dar lugar a una conclusión apresurada, a saber: que el fuerte crecimiento argentino de los años 2000 fue en realidad el reflejo de estas nuevas condiciones externas. Es decir, la hipótesis simplista del “viento de cola”. Sin embargo, es preciso analizar más de cerca el modo en que este nuevo “motor de crecimiento” influye en la dinámica de las economías periféricas (como Argentina y Brasil).

Esta influencia se produce mediante dos mecanismos diferentes. Por un lado, ciertamente empujan hacia arriba las tasas de crecimiento de los países en desarrollo debido a un “efecto de demanda” causado por las más altas exportaciones hacia China (y otros países asiáticos). No obstante, incluso si estas economías están creciendo debido a la expansión de sus mercados internos, esto es posible gracias al efecto positivo de las exportaciones a China en el alivio de la restricción externa al crecimiento (el “efecto de balanza de pagos”) (Amico & Fiorito, 2012). Como veremos, este segundo efecto es el *principal canal de transmisión* que opera sobre el crecimiento doméstico.

El constante proceso de crecimiento chino a altas tasas ha permitido a muchos países en desarrollo de la región mantener una cuenta corriente positiva. Pero la hipótesis del “viento de cola” termina por derrumbarse cuando se observa la relación entre los TDI y las tasas de crecimiento. En efecto, como se muestra en la tabla siguiente, los TDI mejoraron, por ejemplo, tanto en Argentina como en Brasil. Pero mientras que en Argentina la mejora fue del 18% entre 2003 y 2010, en Brasil el aumento fue de casi el 100% durante el mismo período.

Terminos de intercambio

(2005=100)

	Argentina	Brasil
2003	100	74
2004	102	89
2005	100	100
2006	106	131
2007	110	136
2008	125	118
2009	119	119
2010	118	146

Fuente: Statistical Yearbook, 2011, ECLAC.

Pese a esta diferente mejora en los TDI, entre 2000 y 2010 Brasil creció 43%, mientras Argentina lo hizo un 53% (pese a una caída del PIB de más de 15% en los

primeros tres años de la década). Al mismo tiempo, aunque el alto crecimiento puso presión sobre las cuentas externas, Argentina exhibió una cuenta corriente más robusta debido a su política económica.

Cuenta Corriente

(% del PIB)

	Argentina	Brasil	Total región*
2003	6,3	0,8	0,5
2004	2,1	1,8	1,0
2005	2,9	1,6	1,4
2006	3,6	1,3	1,6
2007	2,8	0,1	0,4
2008	2,1	-1,7	-0,7
2009	3,6	-1,5	-0,5
2010	1,0	-2,3	-1,1

Source: Statistical Yearbook 2011, ECLAC.

* América Latina y Caribe

La mejora de los TDI tiene sus efectos negativos sobre los precios en países como Argentina que no optaron por sistemas de metas de inflación. Este sistema se basa en la fijación de altas tasas de interés (como en el caso de Brasil) y tiene como efecto “colateral” una creciente apreciación cambiaria derivada del abundante flujo de capitales. En ese contexto, la apreciación nominal del tipo de cambio compensa los efectos de los shocks de precios internacionales, ya que cuando los precios internacionales suben, la apreciación cambiaria traduce esas subas en iguales (o incluso menores) precios internos, y por ende posibilita el control de la inflación importada. Como Argentina evitó la apreciación nominal del tipo de cambio en años recientes, eso produjo una fuerte presión sobre los precios domésticos tras la dramática aceleración de los precios de commodities hacia mediados de 2008.¹⁵

Finalmente, un aspecto complementario del ambiente externo del crecimiento argentino es el propio crecimiento de Brasil, especialmente desde mitad de la década que es cuando el crecimiento brasileño se hace más intenso. El impacto del crecimiento brasileño sobre Argentina se aprecia claramente en la dinámica de las exportaciones de automóviles (que en un 80% tienen como destino el mercado brasileño).

Paradójicamente, a la inversa de lo que ocurre para la economía argentina en su conjunto (en la cual el “efecto de balanza de pagos” es más importante que el “efecto de demanda” de las exportaciones), en este caso las exportaciones

¹⁵ La relación entre tipo de cambio y el precio internacional de las commodities y los términos de intercambio será discutida más adelante.

automotrices son un componente significativo de la demanda industrial, aunque el sector es globalmente *deficitario* en términos de generación de divisas. La balanza comercial del sector autopartista registró en 2010 un saldo negativo de u\$s 6.309 millones, casi 77% más que en 2009, resultado de un esquema en el cual las terminales producen las unidades sin desarrollar proveedores. En suma, el sector es uno de los principales motores del crecimiento industrial en términos de demanda, pero la balanza comercial es cada vez más negativa.

En este contexto, se plantean fuertes exigencias para nivelar este déficit, un dato que aparece como estructural tras la violenta “de-sustitución” de importaciones operada en los años '90. De hecho, hace 20 años el 80 por ciento de las autopartes era de producción local mientras hoy ese porcentaje bajó a la mitad o incluso menos. Además, el déficit corriente del sector incluso es algo mayor, debido a las remesas de divisas al exterior por parte de las empresas extranjeras del sector.

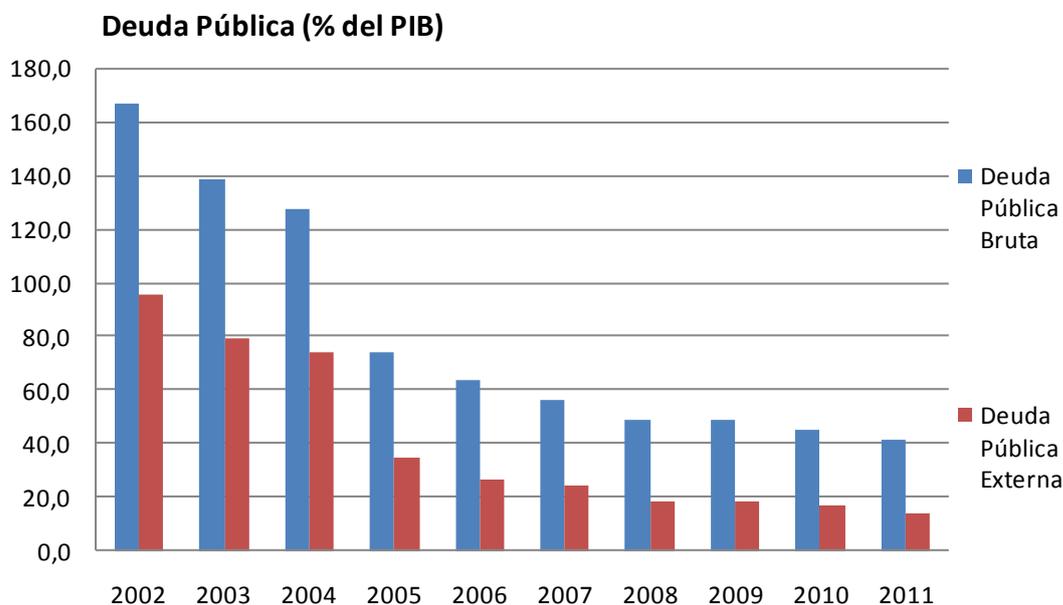
Ciertamente, hay quienes, basados en estos hechos, discuten la “sostenibilidad” del sector automotriz. Pero debe tenerse en cuenta que la eventual importación de vehículos para satisfacer el mercado argentino actual demandaría un gasto de unos 15 mil millones de dólares (cifra mucho mayor que el actual déficit comercial). En términos externos, entonces, sigue siendo mejor tener este sector automotor que no tenerlo. Asimismo, como ha observado Muller¹⁶, no es algo de por sí negativo que existan sectores deficitarios mientras el país mantenga una sostenibilidad externa *global*. El debate debería realizarse mediante una perspectiva más general que trascienda los meros balances sectoriales de divisas. El país puede permitirse tener sectores deficitarios en divisas, en la medida en que ello contribuya a profundizar el proceso de crecimiento e industrialización.

2.2 El cambio de política económica tras la crisis de 2001

Respecto del cambio en la política económica tras la crisis de 2001, un factor clave de “discontinuidad” esencial respecto de los años noventa (sobre la cual se edificó la actual política económica) es el default y posterior reestructuración de la deuda externa. Además, el default implicó la “desconexión” de la economía argentina respecto del mercado financiero internacional. Ciertamente, el default produjo un alivio evidente sobre el sector externo y sobre las cuentas fiscales pero, mucho más importante aún, brindó un margen de libertad impensado a la política económica a partir del cual se facilitó la recuperación. Estos márgenes de libertad permitieron

¹⁶ “Bases para ser competitivo”, Cash, Página/12, domingo, 20 de marzo de 2011 (ver: <http://www.pagina12.com.ar/diario/suplementos/cash/17-5034-2011-03-20.html>).

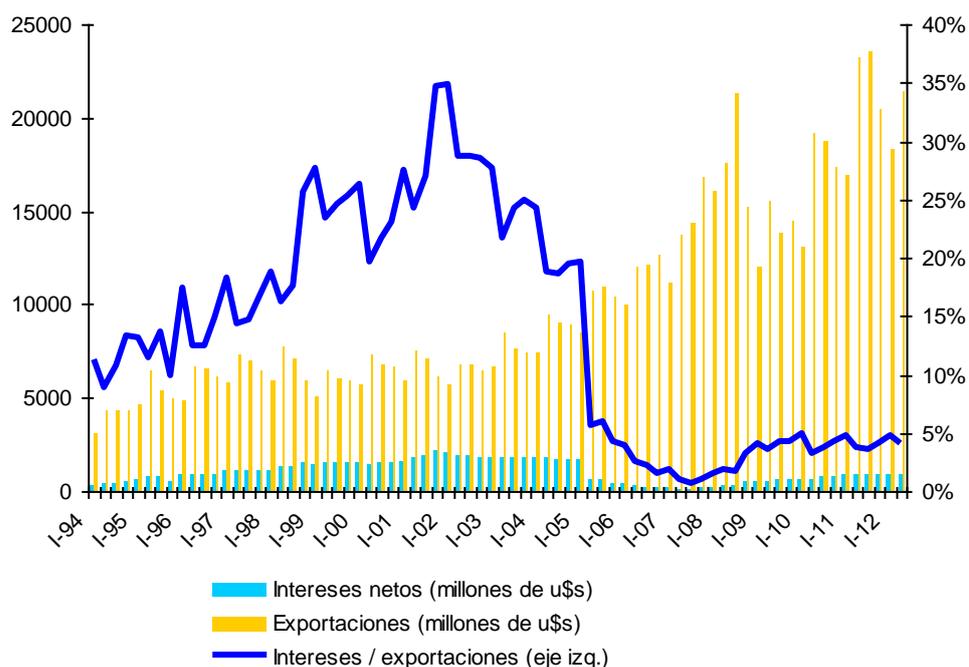
restaurar controles cambiarios (limitando la salida de capitales), fijar impuestos a las exportaciones de commodities (lo que atenuó el impacto de la devaluación sobre los precios internos), y una política cambiaria tendiente a evitar la apreciación del peso, mediante la intervención del Banco Central y la acumulación de reservas.



Fuente: Ministerio de Economía, Secretaría de Finanzas.

El default de la deuda se extendió desde diciembre de 2001 hasta mediados de 2005, y cambió radicalmente las condiciones de sustentabilidad externas de la economía argentina desde 2005, como se aprecia en el cuadro siguiente donde se exhibe la caída brusca del ratios intereses / exportaciones.

Pago de intereses y exportaciones, 1994-2012



Fuente: Ministerio de Economía.

Un reclamo persistente de muchos economistas era que Argentina debía regresar irremediabilmente a los mercados financieros de deuda para no quedar “aislada” del mundo ya que sin el financiamiento internacional no eran factible ni la recuperación ni el crecimiento sostenido. Algunos economistas llamaron a esta “desconexión” del mercado financiero internacional la “ruta del desierto”: el duro camino de atravesar la fase de recuperación sin financiamiento externo, en particular del FMI, teniendo que pagar, al mismo tiempo, abultados vencimientos de deuda. Y sostuvieron que toda esperanza de atravesar esta fase sin financiamiento externo era un mero espejismo. Pero contra la opinión mayoritaria de los economistas, el oasis esta vez era real y el lema de Aldo Ferrer (“Vivir con lo nuestro”) se convirtió de hecho en realidad por primera vez (Ferrer, 1983).

Ciertamente, la “ruta del desierto” fue un camino que contó con las facilidades del nuevo contexto internacional, el que permitía mejores condiciones de financiamiento aún sin recurrir a los organismos internacionales. Pero la opción tiene su valor y en 2005 Argentina realizó el pago anticipado al FMI y se libró de los condicionamientos del organismo. Hoy la deuda pública externa se ve más delgada en el horizonte. ¿Cómo ocurrió esto? La articulación de condiciones externas positivas y una política macroeconómica robusta permitieron este “milagro” (en verdad Argentina

es un ejemplo notable de una tendencia general, donde la mayoría de los países redujo sus deudas externas y sus niveles de vulnerabilidad financiera).

Desde el punto de vista de los requerimientos de divisas, el default y reestructuración de la deuda primero, y la robusta cuenta corriente después, proveyeron las divisas para pagar deuda e incluso acumular reservas. Además, *grosso modo*, el superávit fiscal primario requerido para pagar los vencimientos, fue obtenido gracias a la aplicación de impuestos a las exportaciones. Esta herramienta le permitió al Estado capturar parte de la renta derivada del boom de precio de las commodities agrícolas y con esto exhibir un abultado resultado primario en toda la etapa 2001-2008. Ese resultado primario positivo fue empleado casi enteramente en la reducción del endeudamiento externo, con lo cual la erogación por intereses alcanzó también sus máximos históricos.

Se puede decir que Argentina utilizó parte de la renta agropecuaria para cancelar deuda, instaurando un cambio importante respecto de los años previos. En efecto, desde 1976 en adelante, la política fiscal derivó recursos domésticos (sustrayéndolos del consumo y la inversión) al pago a los acreedores internacionales. Desde 2002 en adelante esa transferencia se realizó desde el complejo primario exportador a los acreedores vía captación de renta agropecuaria, lo que, en un contexto de precios internacionales crecientes, carece de efectos contractivos sobre la economía. En suma, es un curioso modo de obtener una “moderación fiscal expansiva” con una lógica bien diferente a la del *mainstream*.¹⁷

Asimismo, en setiembre de 2003 Argentina había acordado con el FMI la implementación de un programa de metas de inflación que debía regir antes de diciembre de 2004 (Abeles & Borzel, 2004). Sin embargo, el gobierno revirtió ese compromiso y se diferenció de la mayoría de los países de la región, los que sí adoptaron tal régimen. Este es otro cambio importante en la política interna por dos razones. En primer lugar, los esquemas de *inflation targeting* tienen un fuerte sesgo hacia la apreciación de la moneda doméstica ya que esta apreciación constituye el verdadero recurso para controlar la inflación interna manejando la tasa de interés como ocurre en el caso brasileño (ver Serrano & Summa, 2001). Además, los fundamentos teóricos del sistema de metas, basados en trilema de la economía

¹⁷ Miguel Bein percibió claramente esta paradoja del superávit fiscal postconvertibilidad, donde aumentan al mismo tiempo el excedente fiscal junto con la demanda agregada y el empleo. “Tradicionalmente, una política fiscal de aumento del ahorro público resulta contractiva. Sin embargo, en la Argentina actual, en la que el aumento de la presión tributaria no recae sobre los residentes locales sino en forma indirecta sobre los residentes de China, India, etc. que consumen nuestras exportaciones, el eje de la discusión cambia (...) el aumento del superávit fiscal se solapa con un aumento del superávit comercial vía precios y no afecta vía aumento de la presión tributaria a la demanda doméstica” (Estudio Bein & Asociados, “Argentina país divertido: Moderación fiscal expansiva”, 25 de febrero de 2008).

abierta al movimiento de capitales, sostienen que el Banco Central no puede controlar simultáneamente el tipo de cambio y la tasa de interés, y que si el banco central persigue un objetivo de tipo de cambio, compromete su único instrumento de política y consecuentemente, afecta la credibilidad del “inflation targeting” (Frenkel, 2006).

El segundo aspecto es que el rechazo del sistema de metas permitió que el gobierno hiciera lugar a las tendencias expansivas en un contexto de desplazamiento de la restricción externa, gracias a lo cual el país experimentó uno de los ciclos de crecimiento más poderosos y robustos de toda su historia. Como dijo Jan Kregel hacia 2006:

“La Argentina fue extremadamente afortunada en los momentos posteriores a la crisis gracias a la pronunciada mejora en los precios de sus exportaciones, que explica buena parte del aumento de las exportaciones (...) el boom exportador aportó liquidez que hizo innecesario el endeudamiento, lo que a su vez incentivó la inversión, y eso aumentó el empleo y el salario. Se pasó de una etapa liderada por la demanda externa a otra impulsada por el mercado interno. La suerte hizo que no tuvieran que adoptar políticas keynesianas activas. No fue necesario ser keynesiano. Pero al mismo tiempo hay que reconocer que el Gobierno no hizo nada para moderar o frenar ese proceso de aumento en la demanda. Por ejemplo, no aceptó las presiones del FMI para aumentar aún más el superávit para de esa manera pagar más deuda. Permitted que la dinámica continuara. El Gobierno fue keynesiano en permitir que el proceso se desarrollara y pasara de ser motorizado por la demanda externa a la demanda local”.¹⁸

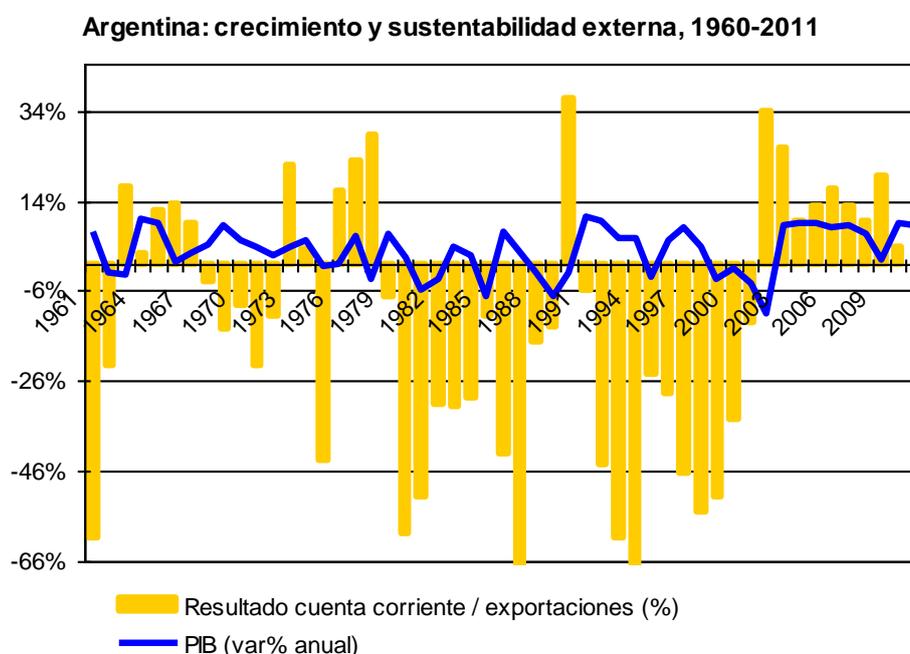
2.3. El sector externo en la etapa reciente

La persistencia del superávit de cuenta corriente (aunque decreciente) al mismo tiempo que se producía un alto nivel de crecimiento del producto y del mercado interno es una situación inédita para la economía Argentina. Dadas las dificultades prácticas para medir con precisión y separadamente las tasas de retorno de todos los pasivos externos (desde utilidades hasta regalías, licencias, patentes y otros) el mejor indicador empírico que proporciona una medida sintética y razonable de la

¹⁸ Entrevista en Página/12, agosto de 2006 (<http://www.pagina12.com.ar/diario/economia/2-71860-2006-08-23.html>).

sostenibilidad de la posición externa del país es la relación entre el resultado de cuenta corriente y sus exportaciones.¹⁹

Entonces, si se considera el ratio entre el resultado de la cuenta corriente externa y las exportaciones como un indicador de la sustentabilidad externa, el ciclo abierto en 2002 resalta en la historia argentina como una fase que se desarrolla en una “zona” de sustentabilidad externa (ver gráfico abajo). Son nueve años (2003-2011) de un crecimiento alto y sustentado desde el punto de vista externo. Claramente, a menos que ocurran cambios significativos en las condiciones externas de la economía argentina, el crecimiento futuro ingresará en una nueva etapa, debido a que la “zona de sustentabilidad externa” tiende a estrecharse, aunque no adquiere las características dramáticas del pasado.



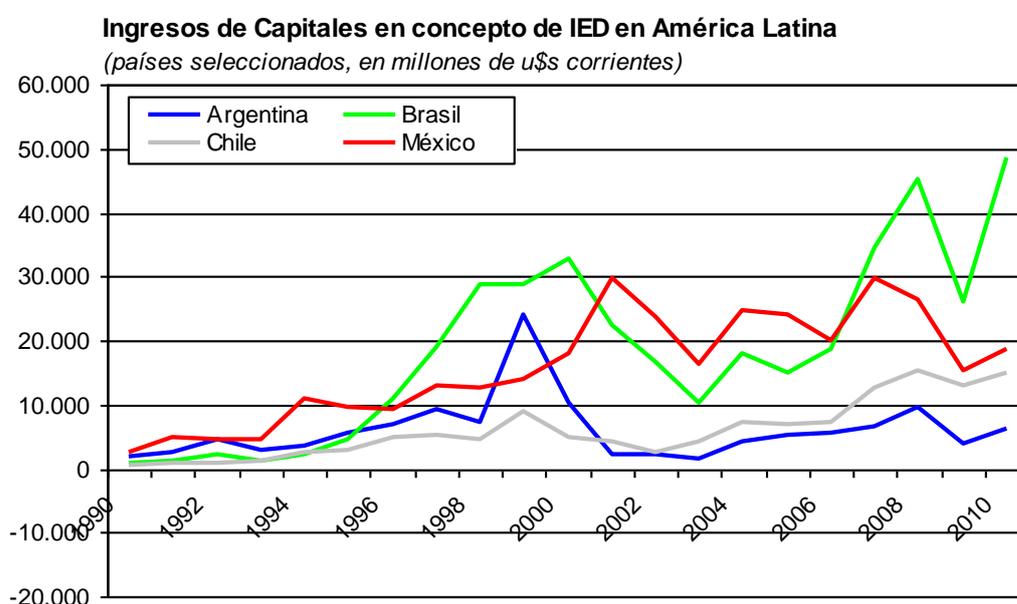
Fuente: Elaboración propia en base a Indec y Ferreres (2005).

Sin dudas, uno de los hechos más destacables vinculado a la sustentabilidad externa del crecimiento argentino en los años 2000 (en contraste con los años 90) fue el cambio en el resultado promedio de la cuenta corriente externa. Mientras durante la Convertibilidad, el régimen de política económica suponía el financiamiento de los crecientes déficit de cuenta corriente a través de la cuenta capital y financiera, desde 2002-2003 Argentina pasó de ser un país de “cuenta de capital” a ser un país de “cuenta corriente” para usar la taxonomía de Dooley *et al* (2003).

¹⁹ Este indicador simple tiene la ventaja de reflejar bien el impacto de los aumentos en los coeficientes de importación y el volumen de importaciones (ver Medeiros & Serrano, 2006).

A diferencia del modelo previo que rigió hasta la crisis de 2001, la expansión económica no condujo a una fragilidad financiera creciente ni introdujo dosis crecientes de riesgo sistémico, aún cuando los tenedores de riqueza siguieron teniendo una alta preferencia por los activos externos y aunque, durante el período bajo análisis, tuvieran la opción de pasar fácilmente de activos denominados en moneda doméstica a activos externos. La ausencia de fragilidad financiera hizo que la alta “preferencia por la liquidez” (externa) de estos agentes no lograra socavar el espacio del gobierno para realizar políticas económicas activas, particularmente durante la crisis de 2009.

Ciertamente, además del cambio en las condiciones internacionales, esa mayor robustez externa fue el resultado de una política macroeconómica que tendió a reducir los niveles de endeudamiento relativos y evitó la apreciación persistente del tipo de cambio real. Argentina rechazó las presiones de diversos actores e instituciones para retomar los canales del endeudamiento externo y, más en general, para intentar “apalancar” el crecimiento económico en los flujos de capitales hacia los países periféricos. Visto desde esta perspectiva, el menor influjo relativo de IED (ver gráfico abajo) hacia la Argentina no debe ser visto como un dato negativo, sino más bien como un indicador adicional de robustez externa.²⁰



Fuente: CEI.

²⁰ Las características del flujo de IED hacia Argentina en los años 2000 se discutirán específicamente más adelante. Cabe señalar que en Brasil el porcentaje de IED destinado a inversión en activos *reales* no es proporcionalmente muy diferente del de Argentina.

Por supuesto, aliviada o suprimida la fragilidad financiera de los años 90, la tradicional especialización primaria de Argentina retoma un lugar dominante en el escenario y comienza a operar gradualmente sobre el sector externo en un nuevo contexto interno e internacional. El modelo de creciente fragilidad financiera de los 90 deja paso así a un esquema macroeconómico donde la relación entre el crecimiento y la posición de la balanza de pagos parece similar a la vigente hasta mediados de los años 70. Pero, como se verá, existen algunas diferencias sustanciales.

Ante todo, el sector industrial argentino gozó de una fuerte protección arancelaria durante más de medio siglo. A fines de la década del setenta, los aranceles fueron reducidos de modo significativo, en coincidencia con la estrategia de retraso cambiario que afectó profundamente a la situación de la industria. Las correcciones hacia la baja se reanudaron desde mediados de la década del ochenta y empezaron a aplicarse en forma brusca hacia fines de la década. Entre octubre de 1989 y noviembre de 1991, se decidieron 13 reformas significativas en la configuración de los aranceles locales (Berlinski *et al*, 2005).

Los resultados de esta estrategia determinaron un cambio brusco en el flujo de comercio importador del país.²¹ De este modo, una diferencia crucial del ciclo actual respecto del viejo ciclo de *stop & go* reside en que la drástica reducción arancelaria operada en la etapa de la integración financiera cambió sustancialmente el rol del tipo de cambio en el proceso de crecimiento y en la determinación de la posición de la balanza de pagos. En el antiguo modelo, la existencia de altos aranceles a las importaciones cambiaba esencialmente el funcionamiento de la economía. En tal contexto, la *norma* del proceso de crecimiento industrial era la creciente apreciación de la moneda doméstica, contracara de la suba de los salarios reales y de la expansión del mercado doméstico (que era el mercado *par excellence* de los bienes industriales).

El deterioro progresivo de la cuenta corriente provenía del creciente desequilibrio comercial y estaba explicado esencialmente por el desequilibrio estructural que se ponía de manifiesto con la expansión económica, básicamente por

²¹ Por ejemplo, las pymes industriales tendieron a asumir un rol más "importador" y "menos exportador", mientras algo similar ocurrió con las filiales fabriles de las empresas transnacionales instaladas en el país: estas tendían a importar mucho más de sus casas matrices, mientras se especializaban en la producción de un número menor de bienes (Schvarzer, 1995). En ambos casos, surgía una tendencia hacia la especialización, frente a la práctica anterior de diversificar la gama de bienes ofrecidos internamente, junto con una relación cada vez más estrecha con el mercado externo. La lógica del sistema de aranceles emergente ofrece preferencia a la importación de insumos no producidos en el país y a los bienes de capital (que entran con arancel cero), y aumenta la protección para una gama de bienes fabricados localmente.

el hecho de que el sector industrial, que era más dinámico que el sector primario, determinaba el ritmo de la expansión económica global, pero las exportaciones eran básicamente agropecuarias. El retraso cambiario, en todo caso, era la contrapartida del despliegue del mercado interno y del alto nivel de protección industrial.

Es por estas razones que la literatura estructuralista consideraba de manera negativa las devaluaciones del tipo de cambio. El carácter contractivo de las devaluaciones era una de las claves del “proceso de desarticulación industrial” (Ferrer, 1963). De hecho, la industrialización forzosamente debía desarrollarse mediante la expansión sostenida del mercado interno y las exportaciones industriales solo comienzan a emerger luego de un largo proceso de aprendizaje y maduración (Amico, 2011).

Un punto similar con el viejo esquema de ciclo surge de los problemas que plantea la existencia de un sector primario exportador de alta productividad, no ya como obstáculo potencial para la profundización de la industrialización. Una vez más, la tendencia cíclica en los términos de intercambio genera incentivos en contra de la diversificación de la estructura productiva y de la canasta de exportaciones. Más aún si se considera que buena parte de los costos y precios de los bienes industriales que se comercian a nivel mundial está crecientemente determinado por los salarios asiáticos (y en particular de China).

La dinámica de las exportaciones e importaciones

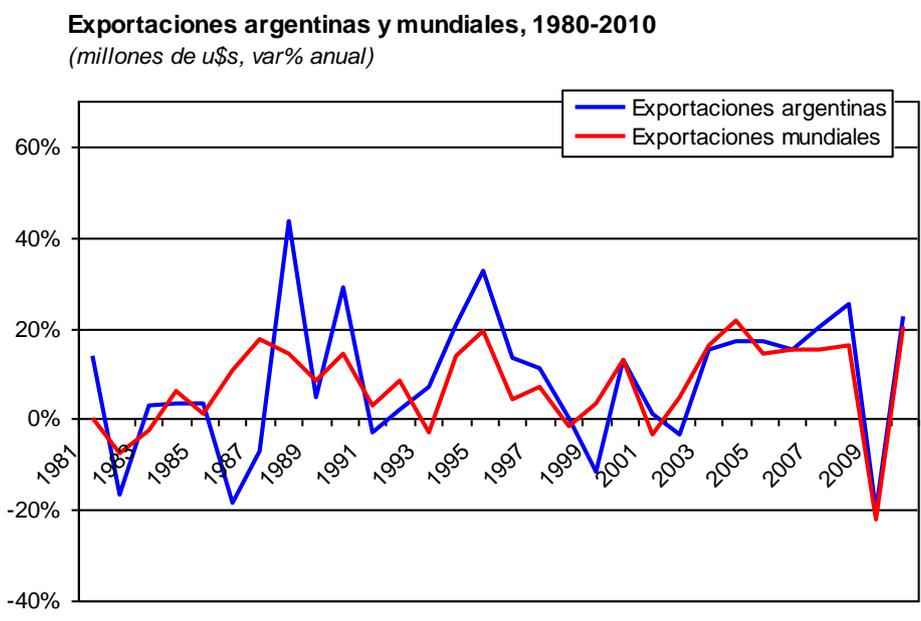
Por estos motivos, pese a las nuevas condiciones internas y externas, en la etapa reciente la economía argentina tendió a reproducir su viejo patrón estructural de crecimiento: las importaciones crecieron a una tasa media que superó la tasa de crecimiento de las exportaciones, implicando una tendencia al deterioro persistente del saldo comercial (cuyo nivel, como luego se verá, resultó más acentuado cuando se incorporan los restantes ítems de la cuenta corriente).

Argentina. Exportaciones, importaciones, saldo comercial y cuenta corriente
(tasas anuales de crecimiento acumulativas)

	Expor	Import	Saldo	Cta Cte
2002-2011	13,8%	26,4%	-7,8%	-27,7%

Fuente: elaboración propia en base a Indec.

A su vez, la restricción externa aparece desplazada en gran medida por la evolución de las exportaciones. No obstante, es conveniente analizar la evolución de las exportaciones e importaciones más de cerca. En promedio, las exportaciones argentinas no han crecido más que el comercio mundial. Las exportaciones totales del país crecieron casi al 14% anual entre 2002 y 2011, con un aumento global del 220%. Los principales factores de ese aumento son las manufacturas de origen industrial (MOI), que explican 37% de ese aumento, las manufacturas de origen agropecuario (MOA) que explican el 34% del incremento total y las primarias solo explican el 25% del crecimiento de las exportaciones en el período.

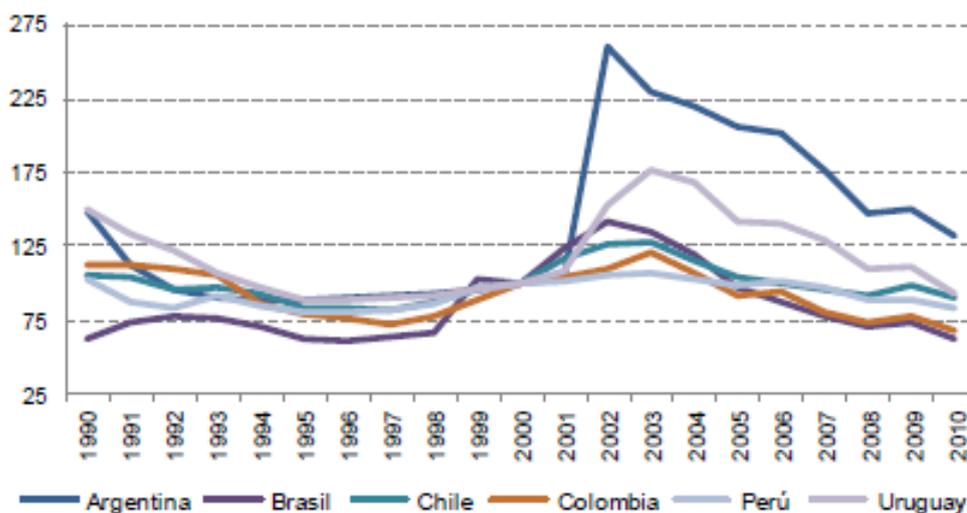


Fuente: CEI.

Asimismo, como observan Bianco, Porta & Vismara (2007), a partir de 2005 las exportaciones de MOI pasaron a ser el rubro comparativamente más dinámico; y de hecho, en ese año, crecen aún más que las exportaciones mundiales de MOI (Castagnino, 2006). Entre los factores que explican ese desempeño particular se cuentan la recuperación del mercado brasileño y la redefinición de la estrategia de abastecimiento del sector automotor en la región, junto con el alza de precios en las commodities industriales (acero; aluminio; materias plásticas; químicos).

Sin dudas, desde 2003 en adelante, un aspecto relevante fue la política cambiaria.²² Adoptando una mirada de más largo plazo, surge que el tipo de cambio real mostró un patrón de apreciación real persistente en los años 90, debido a su uso como ancla nominal para combatir la inflación. Este patrón se quebró con la crisis de 2001 y la devaluación de 2002 fijó un nuevo nivel real (más alto), para luego retornar a un sendero de lenta apreciación hasta el presente. Un estudio reciente reveló que este es un patrón general de toda la región, ya que hacia 2010 los países de América Latina habían visto apreciar sus tipos de cambio reales a niveles similares de los más apreciados de los años 90, con la sola excepción de Argentina que fines de 2011 mostraba un tipo de cambio real todavía un poco más alto que el mínimo de la década de 1990 (Damill & Frenkel, 2011).

Tipos de cambios bilaterales con Estados Unidos, América del Sur
(2000=100)



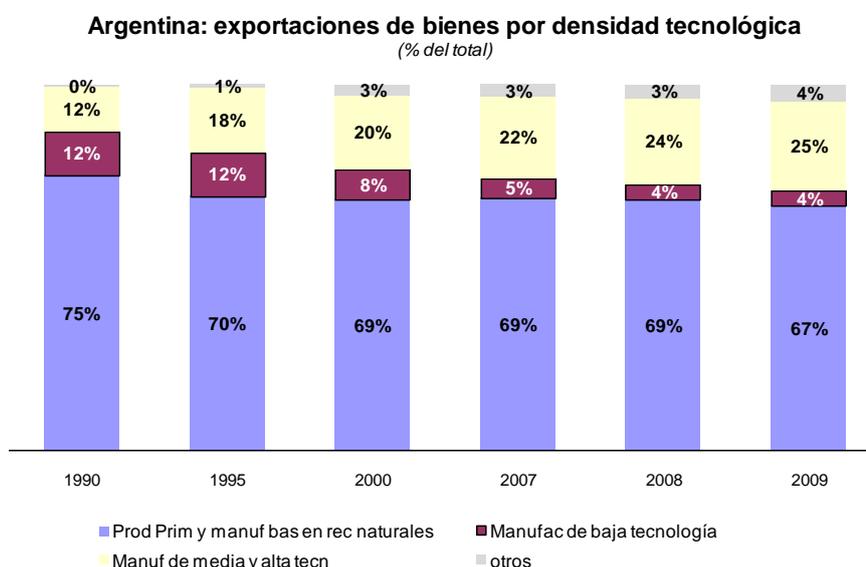
Fuente: Frenkel & Rapetti (2011).

En este contexto, un punto sensible es la evolución de la rentabilidad relativa de la producción industrial. Al respecto, existe evidencia empírica de que los costos laborales unitarios (CLU) en moneda extranjera aumentaron en forma sostenida desde los valores mínimos alcanzados en la década de 2000 en todos los países de América Latina. Pero, mientras que en 2010 en Argentina el CLU en dólares era todavía 7% inferior al de 2001, en el caso, por ejemplo, de Brasil ya era superior al 12% para el mismo período (Frenkel y Rapetti, 2011).

²² Debe subrayarse que la política cambiaria combinó un tipo de cambio competitivo compensado con impuestos a las exportaciones agrícolas ("retenciones"), los que neutralizaron –al menos parcialmente– los shocks negativos sobre el nivel del salario real, preservaron el mercado interno y contribuyeron a sostener la paridad real del tipo de cambio al contener la puja distributiva. .

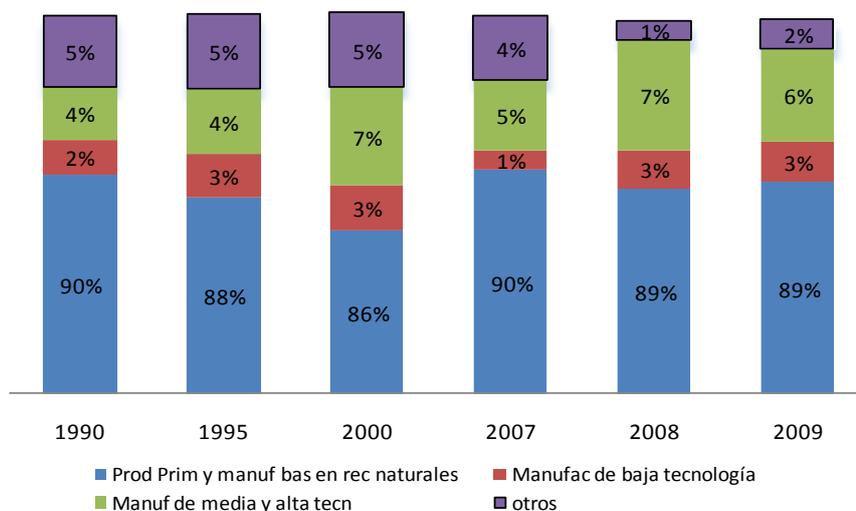
De algún modo, la evolución de la rentabilidad relativa se refleja en la estructura de las exportaciones y Argentina muestra un aumento de la proporción de las exportaciones industriales (del 60,6% de las exportaciones totales en 2002-2003 a 68,4% en 2010), mientras el resto de los países de la región tiende a reprimarizar sus exportaciones (Frenkel y Rapetti, 2011).

La CEPAL aporta un estudio hasta 2009 donde muestra la performance de las exportaciones de los países clasificándolas por su densidad tecnológica. En ese marco, Argentina es de los pocos países de la región que contuvieron o revirtieron levemente el nivel de primarización de sus exportaciones de un modo más definido que Chile y definitivamente mejor que Brasil (ver gráficos).



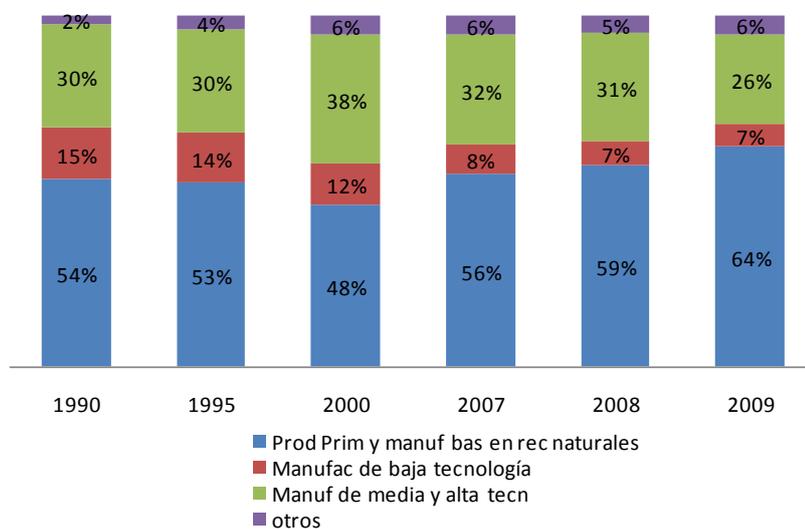
Fuente: CEPAL, División de Comercio Internacional e Integración

Chile: exportaciones de bienes por densidad tecnológica
(% del total)



Fuente: CEPAL, División de Comercio Internacional e Integración

Brasil: exportaciones de bienes por densidad tecnológica
(% del total)



Fuente: CEPAL, División de Comercio Internacional e Integración

Frenkel y Rapetti (2011) descomponen los aumentos del CLU en dólares entre 2002 y 2010 para los países de América del Sur en tres factores: aumento del salario real, apreciación del tipo de cambio real (TCR) y variación del diferencial de productividad.

Ante todo emerge una diferencia que se relaciona con el régimen de política económica: mientras en Argentina, la apreciación del TRC resultó del diferencial de inflación con EE.UU., en los restantes países la dinámica del TCR fue resultado fundamentalmente de la apreciación *nominal* del TC (particularmente, en Brasil y Colombia). Segundo, mientras en Brasil, Chile y Colombia, la productividad creció a un ritmo inferior al de un cierto grupo de países de referencia (Alemania, Brasil, China y Estados Unidos), en Argentina, Perú y Uruguay, lo hizo a una tasa superior. Por último, en Argentina los salarios reales crecieron proporcionalmente más que el diferencial de productividad, mientras que en Perú y Uruguay, en cambio, los salarios reales crecieron por debajo del ritmo de la productividad, dando por resultado un mayor crecimiento relativo del CLU en Argentina que en Perú y Uruguay.

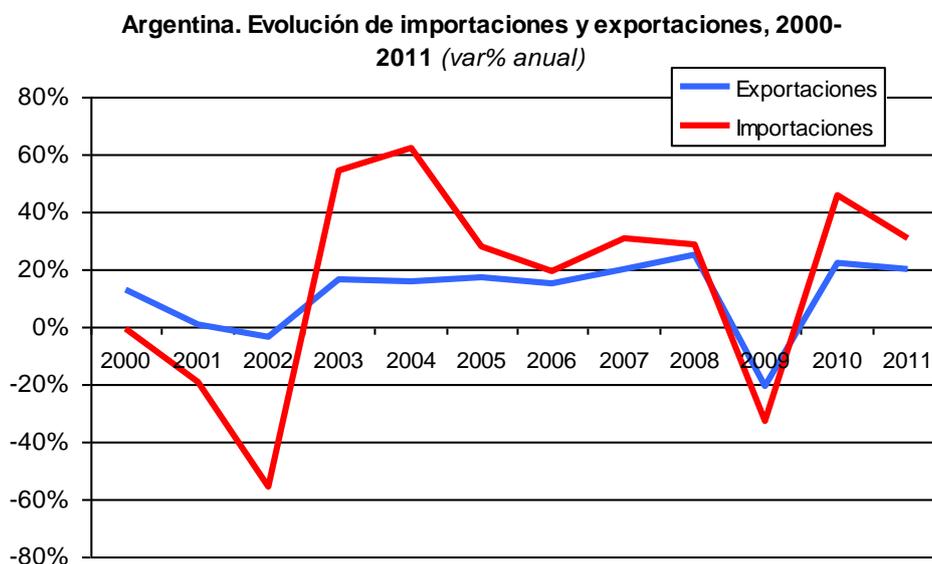
La apreciación cambiaria y los términos de intercambio

Esta tendencia *general* hacia la apreciación real tiene un efecto adicional que no debería pasarse por alto. Como observa Serrano (2012), entre los factores que determinan la tendencia del precio internacional de las commodities se cuentan el retorno de un "nacionalismo de los recursos naturales" en una serie de países exportadores de commodities, el rápido ritmo de cambio tecnológico en las industrias relacionadas con las tecnologías de la información, la tendencia de los salarios reales a crecer *por debajo* del ritmo de aumento de la productividad tanto en algunos países en desarrollo que exportan productos industriales (caso de China), como en los países capitalistas más avanzados y, finalmente, una tendencia simultánea hacia el aumento de los salarios reales y hacia la apreciación real de las monedas en muchos países exportadores de commodities.

Junto a las primeras tres tendencias, la devaluación del dólar en relación con las monedas del conjunto de los países exportadores de commodities parece haber sido un elemento importante para explicar la tendencia al aumento de los precios en dólares de los commodities. Por la revalorización (simultánea) de estas monedas frente al dólar aumentan los costos unitarios de producción de todo tipo de commodities medidos en dólares. Ciertamente, este efecto se relaciona con los cambios en la posición de balanza de pagos de los países exportadores de materias primas durante los años 2000, los que, tras las fuertes crisis externas de finales de los 90, adoptaron una política deliberada de reducción de la fragilidad externa (entre ellas, la adopción de regímenes de tipo de cambio flotante fuertemente administrados). Con estas políticas, en el marco de los fuertes cambios de la economía mundial, muchos de los países exportadores de commodities pudieron crecer sin incurrir en grandes

déficit en cuenta corriente ni endeudamiento externo. Esto llevó a una mejora sin precedentes en su posición de balanza de pagos.

En este contexto se estableció una tendencia hacia la apreciación del tipo de cambio en estos países al punto que el nivel de la paridad cambiaria real es en general inferior a los mínimos registrados en los años 90, y aún así no hay fragilidad financiera. En algunos países, esta tendencia hacia la apreciación vino de la mano de una apreciación nominal, con el fin de controlar la inflación interna. En otros, la apreciación provino de un rápido crecimiento de los salarios nominales respecto de la productividad debido a la reducción del desempleo y/o a gobiernos más nacionalistas (como Rusia, Argentina y Venezuela, por ejemplo). En cualquier caso, debido a esta tendencia revaloratoria de las monedas de los exportadores de commodities, desde 2003 ha habido una tendencia general hacia un aumento de los costes laborales unitarios en dólares de la mayoría de los exportadores de commodities. Por ende, la revalorización de las “commodity currencies” en relación con el dólar americano ha sido otro de los elementos importantes que afectaron el costo de producción en dólares y por ende los precios internacionales de la mayoría de las commodities en los años 2000.

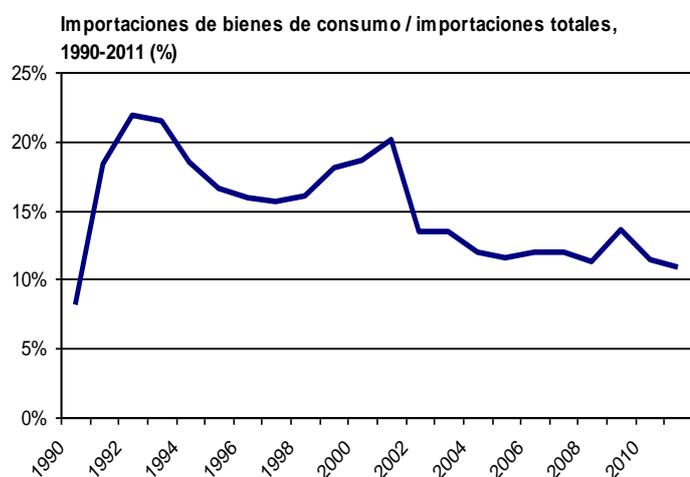


Fuente: Indec.

Asimismo, pese a los cambios en la política macroeconómica, los requerimientos de importaciones no resultaron –en el agregado- significativamente menores que en la convertibilidad. En la etapa 2002-2011 el aumento global de las importaciones ascendió al 722% debido al fuerte crecimiento interno. El 66% de este

aumento es explicado en este caso por bienes intermedios, bienes de capital y piezas y accesorios para bienes de capital. Las importaciones de combustibles explican solo 14% del aumento global porque las compras externas en este caso se aceleraron en los últimos años.

Sin embargo, este crecimiento notable muestra un patrón de crecimiento decreciente a través del tiempo (ver gráfico). ¿A qué se debe este patrón de crecimiento acelerado (aunque decreciente) de las importaciones? Por cierto, la mayor parte del crecimiento de los bienes importados está explicada por la compra de equipo, insumos y bienes intermedios de capital, algo que es por supuesto mucho mejor que las importaciones de bienes de consumo superfluo. Una gran cantidad de importaciones de bienes de capital y otros insumos no es algo negativo en la medida en que deja entrever un grado de actualización tecnológica. En buena medida, algo de esto viene ocurriendo en la economía argentina en los últimos años. Tras la devaluación de 2002, la incidencia de las importaciones de bienes de consumo en las compras externas totales se redujo, fijándose en un nuevo (y más bajo) nivel en torno al 11-12% desde 2003.



Fuente: Indec..

En efecto, el 33% del aumento del monto de importaciones entre 2003 y 2008 está explicado por el aumento de las importaciones de bienes intermedios, el 24% a las compras de bienes de capital y el 17% a piezas y accesorios. Estos tres ítems explican el 74% del incremento de las importaciones entre 2003 y 2008. El análisis no sería completo si además de explicar este aumento *absoluto* del monto de

importaciones, se omitiera el aumento del *coeficiente* de importaciones (la relación entre importaciones y producto). Estos cambios no se pueden subestimar.

Tras su derrumbe en la crisis de 2001-2002, el coeficiente de importaciones aumentó respecto de los niveles alcanzados en los años 90'. Además, mostró en toda la etapa 2002-2010, una tendencia *creciente*, solo interrumpida momentáneamente por la crisis internacional en 2009. De este modo, no solo creció el gasto de divisas asociado al crecimiento del producto por el monto *absoluto* de importaciones, sino que la *relación* importaciones-PIB aumentó gradualmente, haciendo que dicho gasto creciera más que proporcionalmente.

Importaciones por rubros, 2002-2011
(tasa de crecim a.a.)

Totales	26,4%
BK	30,9%
BI	19,7%
Comb	39,1%
PABK	27,7%
BC	24,2%
Aut Pasaj	47,1%

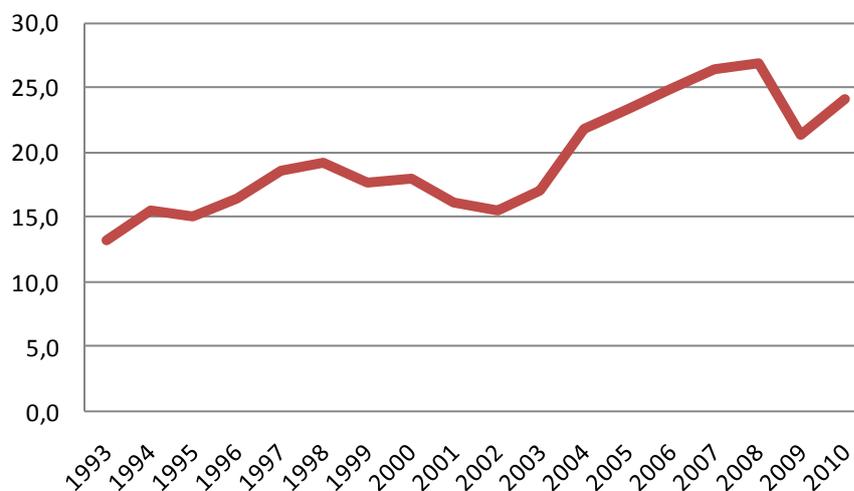
Fuente: elaborado en base a Indec.

La tabla previa revela que las importaciones de bienes de capital crecieron casi al 31% anual acumulativo, y las de combustibles al 39% anual. Esto parece revelar la insuficiencia del proceso de sustitución de importaciones. De hecho, un análisis econométrico realizados por Guaita & Guaita (2011) no permite concluir que se produjo una reversión en la tendencia de la elasticidad producto de las importaciones que refleje un esfuerzo sustitutivo significativo en los años 2000. Aun evitando los períodos de crisis (la de final de 1998 y la de final del 2008) se muestra que la tendencia de aumento de la elasticidad producto de las importaciones en fases de auge no se revierte en el siglo XXI. Esta tendencia de la penetración de importaciones fue particularmente intensa en el sector industrial

Coefficiente de importaciones en la industria

(importaciones / consumo aparente)

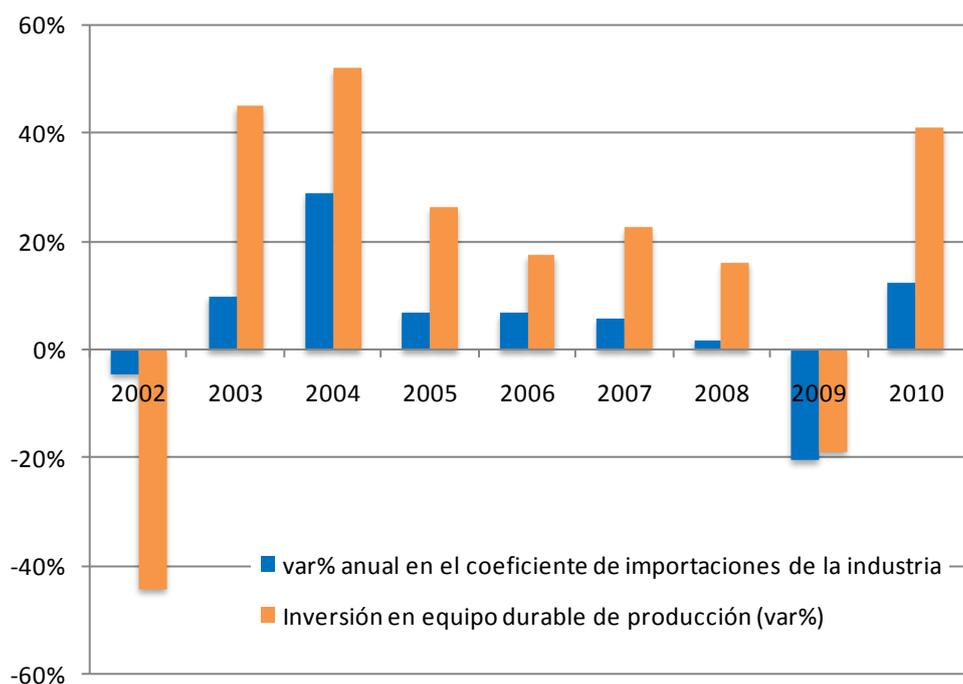
(nivel general)



Fuente: CEP.

En un trabajo cuya información estadística abarcaba hasta 2007, Herrera & Tavosnanska (2011) sostenían que “La evidencia pone de manifiesto que, si bien durante 2002 y 2003 la participación de los bienes industriales importados en el consumo total fue inferior a la vigente a finales de la década de 1990, rápidamente se recuperó y superó aquellos valores. De esta manera (...) la elevación del tipo de cambio real no parece haber provocado un proceso estable y significativo de sustitución de importaciones. Es probable que en el interior de los sectores existan ciertos productos cuya importación haya sido sustituida por producción local, pero esos casos parecen haberse visto compensados por otros en que los productos importados ganaron en relevancia. De esta forma, no solo no se detecta un cuadro de sustitución de importaciones a nivel sectorial, sino que —en varios casos— el retroceso de la participación de la producción sectorial local ha sido notorio” (Herrera & Tavosnanska, 2011, pág.118). De hecho, el aumento del coeficiente de importaciones en la industria se produce entre 2003 y 2006, más asociado a la dinámica de la inversión que al tipo de cambio real.²³

²³ El nuevo aumento del coeficiente en 2010 debe igualmente asociarse con el rápido crecimiento de la inversión en ese año.

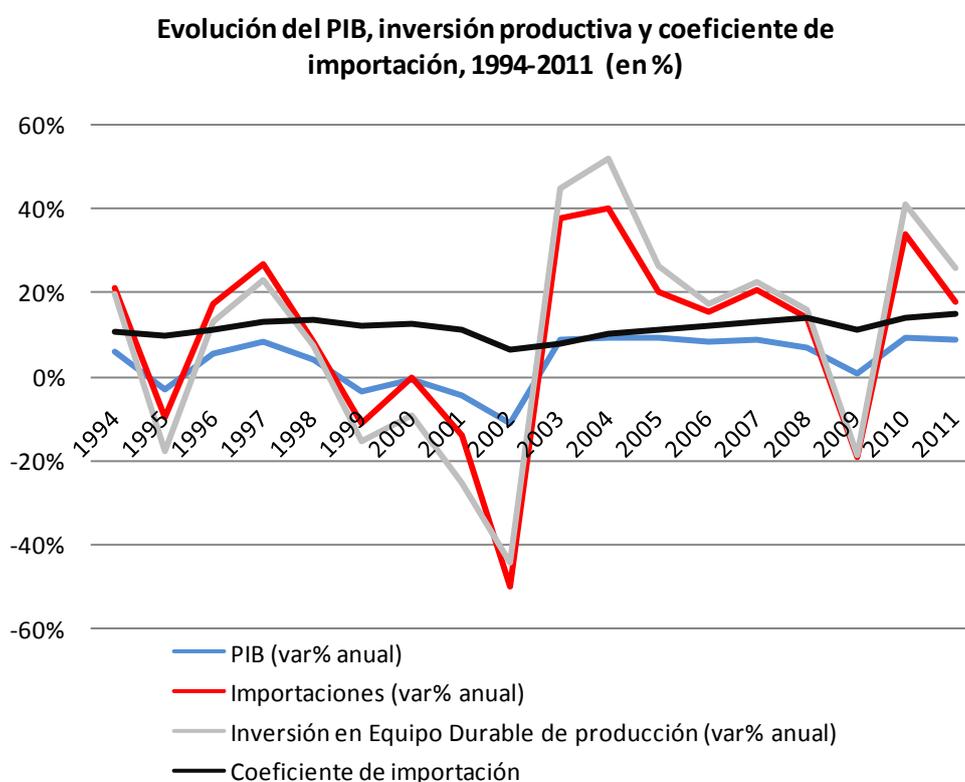


Fuente: elaboración propia sobre datos del CEP y Mecon.

Ciertamente, si la proporción de importaciones de bienes de capital es muy alta, significa que los efectos multiplicadores y aceleradores de los aumentos en los componentes autónomos de la demanda final resultan debilitados, ya que este aumento de la demanda se “filtra” hacia el exterior. Esto puede conducir en el largo plazo a una reducción drástica del volumen de empleo. En otras palabras, con un componente proporcionalmente menor de importaciones de bienes de capital, la política de manejo expansivo de la demanda (por ejemplo, la política fiscal) es mucho más eficiente.

El segundo problema se refiere a la balanza comercial. La demanda de bienes de capital e insumos es naturalmente una demanda *inducida*. Existe al respecto fuerte evidencia empírica y es crecientemente reconocido hoy en Argentina que la inversión es explicada por el *principio del acelerador*. (Amico, Fiorito & Hang, 2011). Según una expresión clásica del acelerador, para una economía *cerrada*, la porción del producto corriente que debe ser asignada a la inversión inducida es necesariamente igual a la relación incremental capital-producto multiplicada por la tasa de crecimiento del producto. En símbolos: $I = v \cdot g^e_{+1} \cdot Y$.

Así, el nivel de inversión (I) de largo plazo dependerá de dos factores: el crecimiento esperado de la demanda efectiva y la relación capital-producto (donde g_{t+1}^e es la tasa de crecimiento esperada de la demanda efectiva entre t y $t+1$., v es la relación capital-producto “normal” e Y es el producto). Dado que, técnicamente, la demanda por bienes de capital e insumos es inducida por el efecto acelerador y, a su vez, dado que una parte de esta demanda se canaliza hacia bienes importados, es evidente que el crecimiento de las importaciones será una función positiva de la tasa de crecimiento de la economía. Pero en el caso argentino actual hay un rasgo *adicional*: por el mecanismo del acelerador, la inversión productiva *creció más rápido* que el PIB desde 2003, aunque tiende naturalmente a *converger* con la tasa de crecimiento del producto. Por tanto, al no existir un proceso significativo de sustitución, las importaciones tienden a reproducir el mismo patrón, con lo cual el coeficiente de importaciones aumenta año a año (excepto en las crisis, cuando la inversión reproductiva ajusta a la baja más que proporcionalmente que el PIB). Esto se aprecia claramente en el gráfico siguiente, donde se puede visualizar la altísima correlación entre las tasas de crecimiento de la inversión bruta interna fija (IBIF), el PIB y las importaciones.



Fuente: Ministerio de Economía.

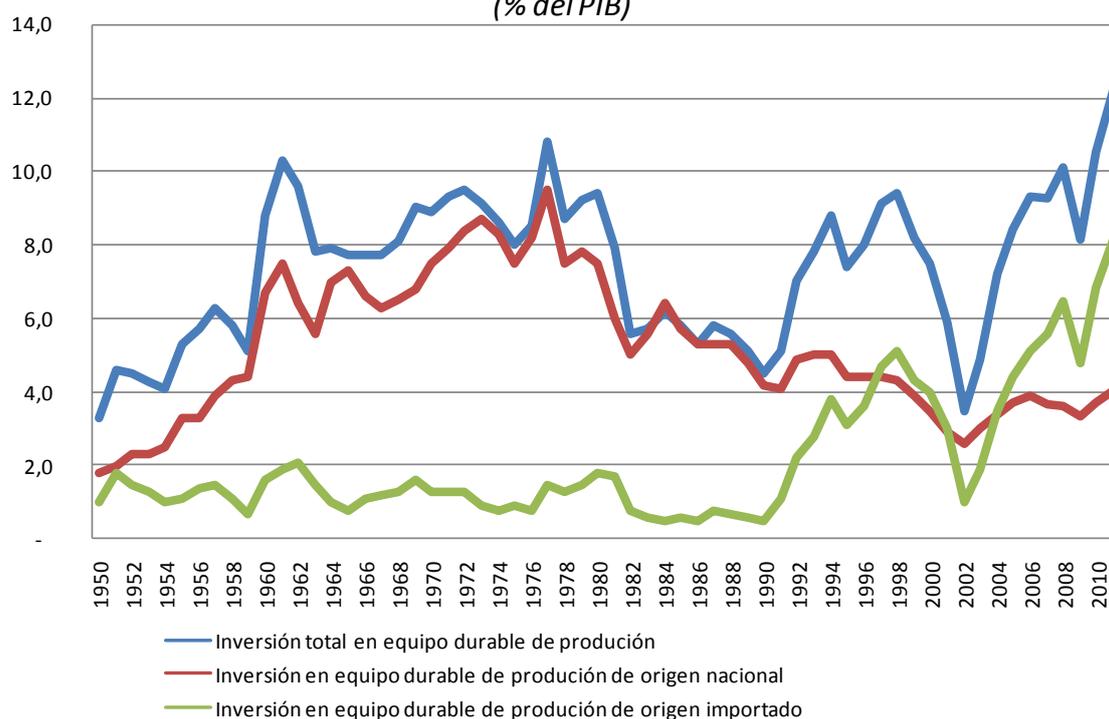
Así, el aumento absoluto de importaciones de bienes de capital e insumos y la tendencia creciente del coeficiente de importaciones son subproductos necesarios del vigoroso crecimiento de la inversión. Sin embargo, dado que la proporción de insumos importados es alta, esto implicará que cualquier aumento en la tasa de crecimiento del producto tendrá un fuerte efecto "acelerador" en la demanda de importaciones, como ocurre actualmente. Este impulso de las importaciones no ha dañado aún el balance comercial de Argentina, incluso con el PIB creciendo a tasas elevadas, por el importante crecimiento del valor de las exportaciones totales y, particularmente, por los favorables términos del intercambio.



Fuente: Ministerio de Economía.

Esta relación entre inversión e importaciones obedece a un cambio estructural legado por las políticas aperturistas y desindustrializantes de los años 90'. En efecto, en toda la etapa 1950-1990 la inversión en equipo durable total mantenía una alta correlación con la producción de equipo durable *nacional* (ver gráfico abajo). Sin embargo, desde 1990 esa correlación se debilita considerablemente y la inversión en equipo durable pasa ahora a estar correlacionada fuertemente con la *importación* de equipo durable. Es importante remarcar que la alta correlación entre inversión y equipo durable nacional, presente entre 1950-1990, no fue un resultado de la "mano invisible" del mercado, sino el resultado de políticas deliberadas de industrialización impulsadas por el Estado, con la aplicación de políticas de todo tipo destinadas a sustituir importaciones e integrar y profundizar el mercado interno.

Inversión en equipo durable nacional e importado, 1950-2011 (% del PIB)



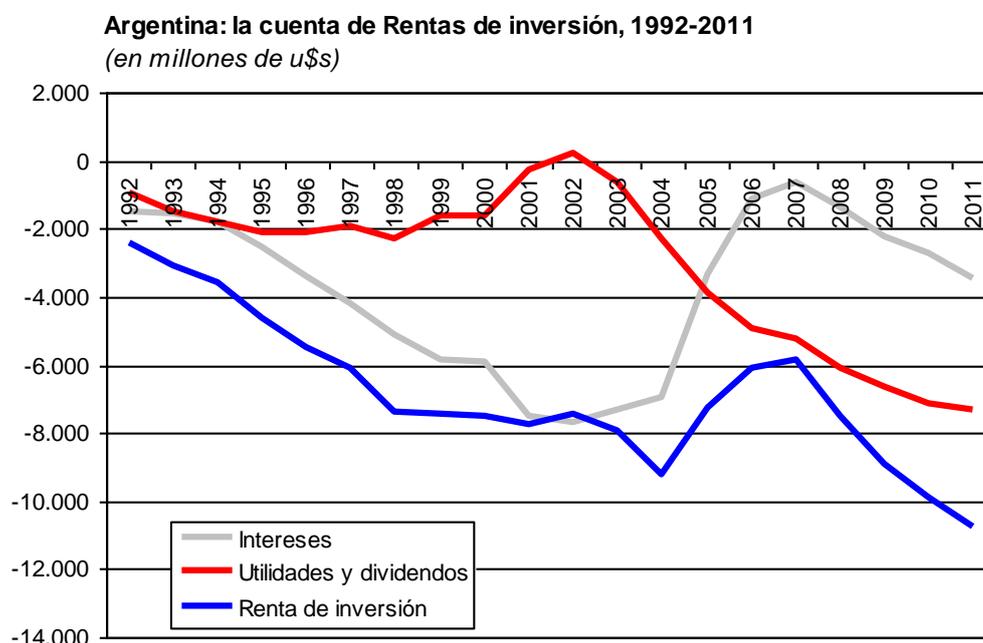
Fuente: Elaboración propia en base a Coremberg et al (2007) y Ministerio de Economía.

La cuenta de rentas de inversión

Ciertamente, la dinámica del comercio exterior no alcanza a explicar la tendencia al deterioro de la relación cuenta corriente / exportaciones. Para completar el análisis, se debe incorporar la dinámica de la cuenta de rentas de inversión. En este marco, la cuenta de rentas puede verse como un contrapunto de la cuenta de mercancías, y las grandes cuentas de estos agregados pueden verse como determinantes del comportamiento de corto plazo de la cuenta corriente del balance de pagos (Damill, 2000).

El resultado de la cuenta de inversión depende sobre todo de factores exógenos (como la tasa de interés internacional) o predeterminados (como el stock de deuda, los stocks de activos externos o el stock de IED radicada localmente). Por ende, la cuenta de inversión depende poco de ciclo económico y, al mismo tiempo, el peso de los factores determinados previamente constituye un importante factor de inercia. Así, mientras la cuenta de mercancías exhibe una alta correlación con el ciclo (determinada esencialmente por la alta elasticidad-ingreso de las importaciones), la

cuenta de renta de inversión es *estructuralmente* deficitaria ya que el país enfrenta un flujo neto negativo de intereses y ha sido un receptor neto de IED, lo que usualmente genera una contrapartida de flujo neto negativo de utilidades y dividendos.



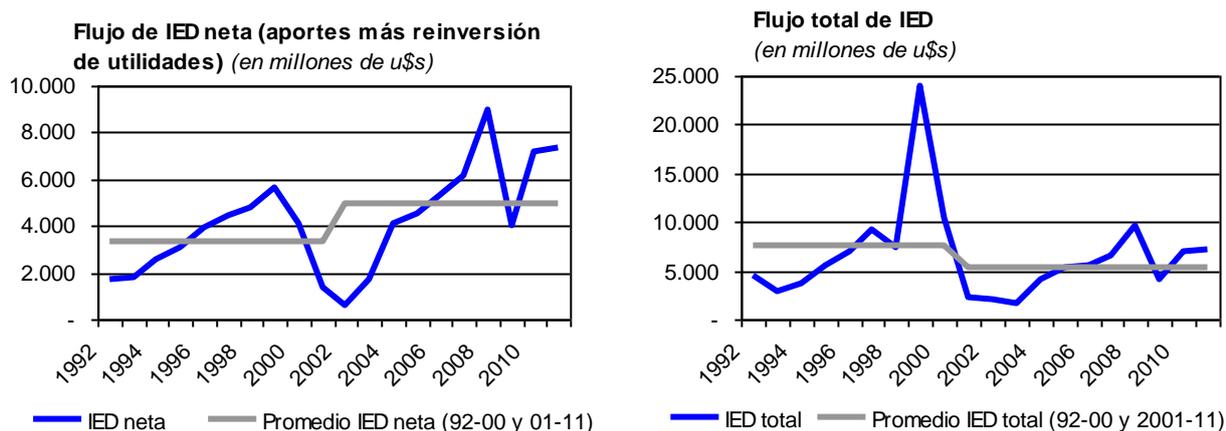
Fuente: Ministerio de Economía.

Como puede verse en el gráfico previo, desde el 2002, a medida que la economía se recupera vigorosamente de la crisis, se reactiva la remisión de utilidades. Por su lado, la carga de intereses crece hasta el default, para luego reducirse significativamente. Recién a partir de 2007 comenzará a crecer nuevamente aunque en niveles sustancialmente inferiores a los de la década anterior. Allí cambia la tendencia, y con la recuperación del nivel de actividad, las empresas extranjeras vuelven a girar utilidades a sus casas matrices. En cambio, los intereses se reducen por la política de desendeudamiento adoptada. A causa de ello, por primera vez la remisión neta de utilidades y dividendos (descontada la reinversión de utilidades) supera al pago neto por intereses.

Ciertamente, el peso creciente de las utilidades y dividendos se asocia con el creciente peso de la IED en los años 90, básicamente focalizada en un intenso proceso de fusiones y adquisiciones de firmas locales, lo que tiempo después –junto con el fuerte proceso de crecimiento- genera un flujo creciente de utilidades hacia el exterior. Entre el grupo de empresas de mayor importancia en el país se verificó un

notable proceso de extranjerización durante los años noventa cuando el capital local pasa de representar el 56% del total de grandes empresas en 1993 a sólo el 32% en 2002. En la etapa post-Convertibilidad se consolida el peso del capital extranjero en la cúpula empresaria en alrededor del 65% (Santarcangelo & Perrone, 2012).²⁴ Así, cuando el país crece y las empresas obtienen mayores ganancias, se incrementa la transferencia de esos beneficios al exterior. De este modo, desde fines de 2007 hasta el presente se viene registrando una creciente remisión de utilidades y dividendos hacia fuera del país, tendencia que restringe “estructuralmente” la disponibilidad de divisas.²⁵

No obstante, caben algunas observaciones adicionales. Primero, hay un cambio evidente entre el flujo de IED total y la IED neta entre los años 90 y los 2000. Mientras en los años 90, la IED total fue en promedio más elevada que en la primera década de los 2000, ocurrió lo opuesto con el flujo *neto* de IED (es decir, los aportes y la reinversión netos de los cambios de manos).



Fuente: Indec

Asimismo, al observar el rol del ingreso de capitales en concepto de IED es interesante tener en cuenta su *composición*. De esta surge que la reinversión de

²⁴ Al respecto, un reciente estudio del Indec que reúne información consolidada de las 500 compañías no financieras más grandes del país brinda datos relevantes sobre el perfil y el comportamiento de las principales empresas (sin incluir la que tienen por actividad principal el agro o los servicios). En primer lugar, el 56,6 por ciento del total (283 firmas) pertenece a la industria manufacturera. La masa de ganancias del conjunto alcanzó un máximo en 2009 con 72.425 millones de pesos, 13,3 por ciento más que el año anterior (413 empresas tuvieron ganancias y 87 sufrieron pérdidas). Segundo, se verificó un leve retroceso de la extranjerización de la cúpula empresarial: la cantidad de firmas con participación de capital nacional, tras haber experimentado una disminución de 170 compañías en 2007 a 162 en 2008, durante el 2009 mostró un aumento significativo, alcanzando a 176.

²⁵ En cierta medida, parte de la alta (y creciente) propensión marginal a importar es en sí una consecuencia del aumento de la incidencia de la inversión realizada por empresas de capital extranjero, que presumiblemente tiene un alto contenido de bienes importados.

utilidades y el flujo de aportes juegan un papel más destacado que en los años 90, en desmedro de los cambios de manos, cuyo peso relativo cae abruptamente.

Composición de los ingresos por IED, 1992-2011

(en millones de u\$s)

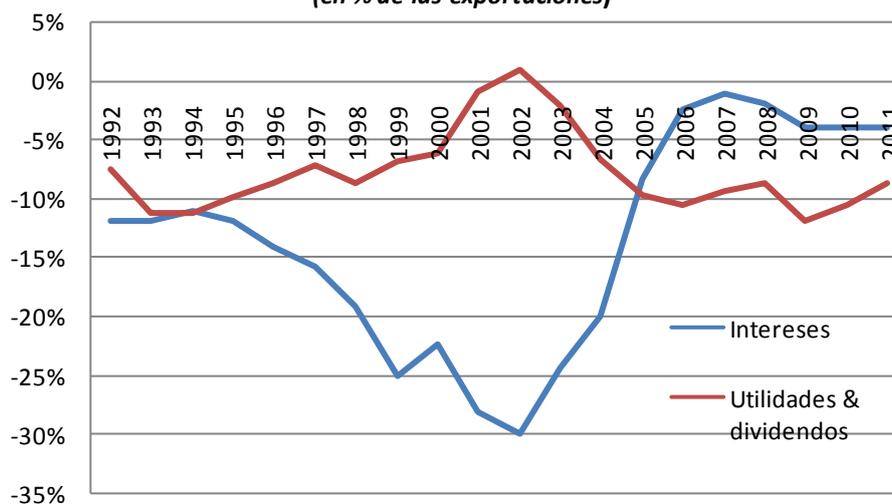
	Reinversión de utilidades	Aportes	Deuda con Matrices y filiales	Cambios de manos	Total
Acumulado 1992-2000	5320	18753	7910	42291	74274
% del total	7%	25%	11%	57%	
Acumulado 2003-2011	13354	26281	8515	1772	49921
% del total	27%	53%	17%	4%	

Fuente: Indec.

Este punto refleja un significativo cambio de la *estructura* de la cuenta corriente externa respecto de los años 90. A diferencia de los tiempos de la convertibilidad, el proceso de desendeudamiento produjo el resultado de que la cuenta de pagos a factores del exterior tiene una carga relativamente menor de intereses e, inversamente, adquieren mayor peso relativo las utilidades de la inversión extranjera.

Intereses y Utilidades & dividendos

(en % de las exportaciones)



Fuente: Indec.

Se ha observado que la diferencia en la estructura de la cuenta corriente en uno y otro periodo constituye una diferencia importante en términos de una menor fragilidad externa. Esta diferencia consiste en que mientras,

“los intereses de las deudas externas en moneda internacional deben ser necesariamente pagados en esa moneda y constituyen una partida inercial en el débito de la cuenta corriente. En cambio, las utilidades de la inversión extranjera se obtienen en buena medida en moneda local y su magnitud se devalúa en moneda internacional cuando el tipo de cambio se deprecia, por ejemplo, en una situación de *sudden stop*. Además, en esa situación, las autoridades pueden imponer restricciones temporarias a las transferencias de utilidades” (Frenkel y Rapetti, 2011, pág.12).

Asimismo:

“...en condiciones normales una significativa proporción de las utilidades de la inversión extranjera se destina al financiamiento de nueva inversión (y se registra en el balance de pagos como nuevo flujo de IED), de modo que una parte significativa del débito de la cuenta de utilidades de la IED tiene un financiamiento más o menos automático. En ese caso, ni la parte reinvertida de las utilidades ni el nuevo flujo de capitales pasan por el mercado cambiario. En consecuencia, a igual magnitud del déficit de cuenta corriente, la fragilidad externa representada por este resultado es significativamente menor que en el pasado” (Frenkel y Rapetti, 2011, op.cit.).

Ciertamente, frente a un shock externo negativo (lo que puede incluir -e incluso inducir- una aceleración de la tasa de remisión de utilidades por parte de las empresas transnacionales), la flexibilidad del tipo de cambio puede permitir un mejor ajuste de la economía a las condiciones externas. En tal situación, la acumulación de reservas permite que el banco central intervenga en el mercado cambiario a fines de que el ajuste del tipo de cambio resulte en un deslizamiento controlado, evitando los *overshooting*. Esto limita los potenciales efectos negativos sobre las hojas de balance del sector privado, al mismo tiempo que la disponibilidad de grandes reservas otorga mayor capacidad al banco central para guiar el mercado cambiario minimizando las intervenciones vendedoras a gran escala. Sin embargo, debe señalarse que este uso de la flexibilidad cambiaria no constituye, en un cierto rango de “flexibilidad”, un recurso sin costo. De hecho, el ajuste cambiario como método para “licuar” el valor en

dólares de la remisión de utilidades de la IED tiene, a su vez, efectos colaterales sobre la actividad económica y la inflación que deben ser tomados en cuenta.²⁶

No obstante, existe un rasgo adicional, de largo plazo, que cabe subrayar respecto de la relación entre la dinámica de la IED, la reinversión de utilidades y lo que denominaremos la fragilidad “estructural” que estas variables pueden introducir en el cuenta corriente. Sobre este punto algunos economistas sostienen que una alternativa viable al estrechamiento de la “zona de sustentabilidad” (el ratio cuenta corriente/exportaciones) sería inducir la atracción de la IED a fines de sostener un déficit razonable de la cuenta corriente.²⁷ Incluso la IED es considerada una alternativa más “estable” que el flujo de inversión de cartera (la otra alternativa de financiamiento).

La idea subyacente es que la inversión de cartera y la IED son *preferibles* a los préstamos directos, ya que no incluyen una carga *fija* de intereses denominados en moneda extranjera, determinada a su vez por las tasas de interés del mercado internacional de capitales. A su vez, la experiencia reciente de alta volatilidad de los flujos de cartera provocó grandes dudas acerca de los beneficios de este mecanismo en relación a la IED. De estas consideraciones emergió la noción de que la IED es la forma de préstamo (o financiamiento) más apropiada, ya que carece del elemento de tasa fija de interés del endeudamiento típico y de la volatilidad asociada al flujo de cartera, en la medida en que la IED es una inversión en “máquinas y ladrillos” y su movilidad resulta más restringida.²⁸

Sin embargo, incluso si la IED fuera redefinida de modo de incluir sólo las inversiones en activos *reales*, supuestamente de carácter más permanente, esto *no implicaría* que tendría un impacto diferente en la administración de los tipos de cambio y los flujos de capital. Como muestra Kregel (1996), entre los varios factores que relativizan las diferencias entre la IED y la inversión de cartera en el largo plazo, se encuentra el hecho de que aún en las inversiones que representan activos reales el riesgo cambiario y financiero no es ignorado. Con la cobertura de los riesgos, se producirán flujos fuera del país que aumentarían la presión sobre el mercado cambiario. Otro aspecto de la IED que se suele pasar por alto se basa en el supuesto

²⁶ De hecho, tanto Argentina como Brasil produjeron aumentos de su tipo de cambio real en 2009 respecto de 2008 (del 2,1% en el primer caso y del 3,6% en el segundo). Estas devaluaciones reales también fueron posibles porque articularon una suba del tipo de cambio nominal con una baja simultánea de los precios internacionales de las *commodities* de exportación, lo que atenuó el impacto inflacionario del ajuste cambiario.

²⁷ Ver Eduardo Levy Yeyati, ¿Cuánta apreciación tolera la economía argentina?, febrero de 2011 (en <http://yeyati.blogspot.com.ar/2011/02/cuanta-apreciacion-tolera-la-economia.html>).

²⁸ Como observa Kregel (1996) este punto de vista parece ignorar la facilidad con que los inversores de los países desarrollados asumen y abandonan el control de las empresas a través de las fusiones y adquisiciones. En los mercados financieros actuales, las empresas parecen haberse convertido en *commodities* negociadas diariamente en los mercados de control corporativo

de que, sin una carga fija de intereses predeterminada, no se hará ningún pago al exterior. Pero obviamente los inversores externos directos no invierten sin esperar nada a cambio. Como dice Kregel (1996, 37):

”La IED no representa una donación generosa para un país en desarrollo; se trata de un préstamo realizado con la expectativa de la obtención de beneficios y de la posibilidad de su repatriación”.

No obstante, desde el punto de vista del prestamista, mientras los riesgos asociados con los préstamos directos son los más bajos posibles y los de la inversión de cartera le siguen en la escala, los asociados a la IED son los más altos (dada su permanencia y su mayor dificultad de cobertura). Por tanto, las primas de riesgo incorporadas a los retornos serán mayores para la IED:

“Esto significa que para un país en desarrollo, la inversión extranjera directa es el más costoso de los métodos de préstamos de capital” (Kregel, 1996, 37).

Existe un aspecto adicional frecuentemente descuidado en el análisis. Buena parte (y a veces la mayor parte) de la IED consiste en reinversión de utilidades. Una de las razones por las cuales la IED se considera una forma de financiamiento externo más atractiva que el endeudamiento directo es porque –como se dijo– no implica una carga fija o inmediata sobre las reservas. Sin embargo, los beneficios, a su vez, representan una carga directa sobre las reservas porque son registrados como salidas de la cuenta corriente, las cuales no obstante son compensadas por un registro simétrico y automático en la cuenta de capital, donde la reinversión de utilidades cuenta como un ingreso de capitales de IED.

En cierto modo esto equivale a capitalizar los intereses de un préstamo y simplemente transferir el pasivo sobre las reservas de divisas para el futuro. Si bien el país receptor puede considerarlos como equivalentes a una inversión directa, la reinversión de estos flujos puede ser considerada por el inversor como un retorno tardío (o demorado) sobre la inversión original, los cuales no necesariamente tienen que ser invertidos en proyectos productivos, y pueden fácilmente ser invertidos por la filial de la empresa extranjera en activos financieros domésticos. Por tanto, pese a ser registrados como flujos de IED, estos flujos son equivalentes a una inversión de cartera de corto plazo. Esto puede hacer muy difícil la tarea de evaluar el estado *real* de la balanza de pagos de un país, porque puede crear una *acumulación* en la repatriación de ganancias que cause fuertes perturbaciones en el mercado cambiario.

Las condiciones reales de la balanza de pagos pueden ser aún más complejas si la IED incluye una gran proporción de bienes de capital e insumos especializados para ensamblado doméstico. Pese incluso a que esas importaciones podrían ser compensadas por la creación de exportaciones adicionales (o por la re-exportación de los productos finales ensamblados, e incluso por la reinversión registrada de utilidades), todo el proceso puede resultar en una pérdida *net*a de las reservas, ya que esos flujos de IED no representan una afluencia real de divisas. Asimismo, el ingreso de dólares (por ejemplo, obtenido con la exportación) se puede utilizar para pagar deudas de los inversores extranjeros, mientras que las importaciones siempre representan un pasivo sobre las reservas de divisas.

Por ende, la reinversión de utilidades de la IED es un aspecto crucial. Como en cualquier esquema *Ponzi*, el método funciona mientras el ritmo de reinversión de utilidades continúa y los inversores extranjeros están dispuestos a obtener sus ganancias en la forma de una inversión interna creciente. Los problemas se producen cuando la afluencia de ingresos no es suficiente, o cuando el inversor externo decide reasignar capital hacia otros destinos. El interés compuesto tiene aquí un papel crucial. Por ejemplo, a una tasa de retorno compuesta anual de 10%, se duplica el valor de la inversión en poco más de 7 años. Un país con una tasa de crecimiento del 10% anual y una entrada neta inicial de IED equivalente al 10% del ingreso nacional, se vería con un stock acumulado de IED equivalente a su renta nacional en menos de 18 años, si las ganancias extranjeras fueran del 25%. Este resultado no considera ningún tipo de reinversión de utilidades además de la IED del período inicial. Por lo tanto, luego del período de 18 años, los derechos de agentes externos en relación a los beneficios serían equivalentes al 25% del PIB. El proceso se hace obviamente más intenso si se considera la posibilidad de nuevos flujos de IED.²⁹

Con independencia de cualquier otra cuestión, incluso en el supuesto de que el país haya logrado estabilizar sus cuentas externas hasta el punto de ser capaz de acomodar ese flujo de IED, se habrá establecido una *inestabilidad estructural* en el sistema. Dos tipos de situaciones pueden detonar esa inestabilidad. En un caso sería suficiente un evento del mercado de capitales (doméstico o internacional) que llevara a los inversores a interrumpir su afluencia de IED. El otro caso podría darse si los inversores consideraran –con cierta lógica– que existe un cierto *umbral crítico* (por caso, un cierto porcentaje de la IED respecto del PIB) a partir del cual sería prudente

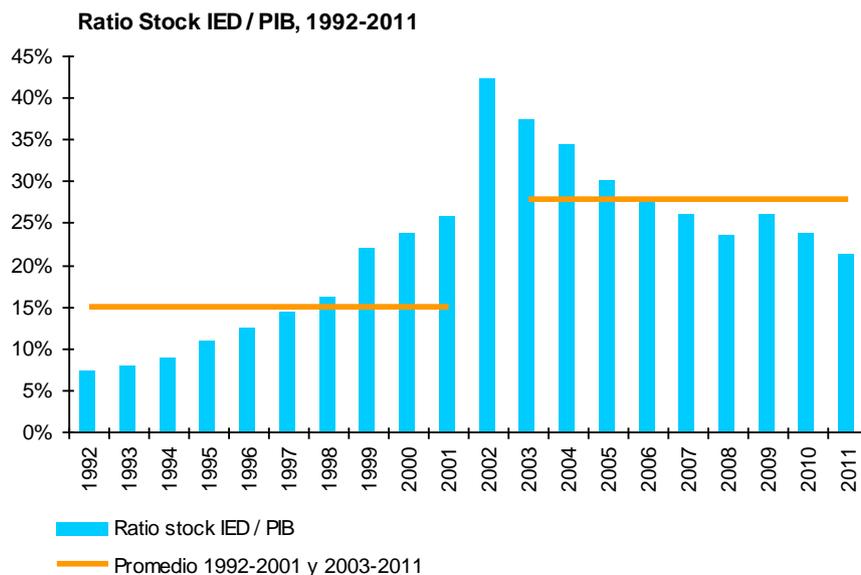
²⁹ Estas cifras parecen absolutamente exageradas e irreales, pero según Kregel corresponden a un orden de magnitud aproximado al observado en el caso de Malasia en el lapso 1983-1994.

reducir su exposición y comenzar un proceso de repatriación de los flujos anuales de utilidades.

Este es el tipo de impacto estructural que la excesiva dependencia de los flujos de IED puede producir en el balance de pagos de la economía, y llama la atención sobre la similitud de los flujos de IED basado en la alta reinversión de utilidades con un esquema *Ponzi*. A su vez, la inestabilidad estructural causada es independiente de cualquier tipo de inestabilidad de corto plazo de los flujos de IED y se produciría incluso si la IED tuviera el grado de “permanencia” que se le atribuye tradicionalmente.

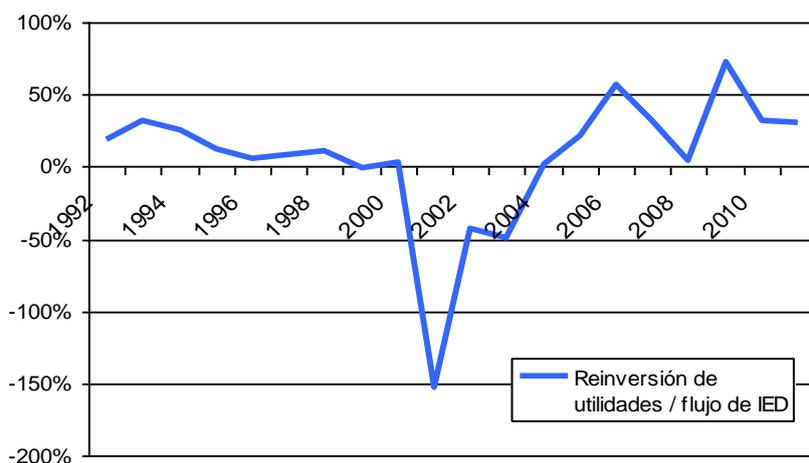
Para un país en desarrollo, el problema es determinar qué proporción de los flujos de IED es, en efecto, permanente, y cuál será su impacto en el corto y largo plazo sobre el flujo de negocios. Probablemente, cuando mayores fueran los retornos de la inversión y la proporción de las utilidades reinvertidas sobre el stock total de IED, tanto menos “permanente” será el stock de IED y, en consecuencia, tanto mayor será la amenaza para la balanza de pagos y la estabilidad del tipo de cambio. En este sentido, la elección entre la IED y otros tipos de préstamos extranjeros es una cuestión de intensidad y no de diferencia, y el monto de la inversión extranjera, de cualquier tipo, no puede resultar indiferente a la política económica.

Obviamente los ejemplos y advertencias anteriores no se corresponden con el caso argentino actual, donde la acumulación de reservas provino del saldo comercial. No obstante, existen varios factores que la política económica debe tomar en cuenta hacia el futuro. En primer lugar, la proporción de la IED en el PIB en los años 2000 tendió a crecer debido a los nuevos flujos de capitales y especialmente a la reinversión de utilidades.



Fuente: Indec y World Bank

Así, como se ve en el gráfico previo, la relación entre el stock de IED y el PIB ha subido, en promedio, del 15% en los años 90 al 28% en los años 2000. Asimismo, buena parte de esta tendencia está alimentada por una volátil (aunque creciente) reinversión de utilidades. En efecto, esto se aprecia en el gráfico que sigue acerca de la relación entre la reinversión de las ganancias y el flujo de IED. Este ratio pasa de un promedio del 13% en los años 1992-2000 a una media del 22% entre 2003 y 2011.



Fuente: Indec.

La tabla a continuación resume algunos de estos resultados. El período 2003-2011 muestra algunas diferencias significativas con los años 90. Como se dijo previamente, aumenta sustancialmente la proporción de reinversión de utilidades. La remisión de utilidades –si bien es más elevada en términos absolutos- disminuye en términos del total de IED, aunque es levemente creciente respecto del stock de IED. Finalmente, la “tasa de utilidad aparente” de la IED sube levemente en promedio en los últimos años (de una media de 5% al otra de 6,1%).

Utilidades devengadas sobre la IED, reinversión y remisión de utilidades, 1992-2011

(en millones de u\$s)

	Utilidades & dividendos (1)	Reinversión (2)	Remisión (1)- (2)	Remisión sobre total	Remisión sobre stock de IED*	"Tasa de utilidad" **
1992	924	857	67	7%	0,4%	5,7%
1993	1.501	878	624	42%	3,4%	8,1%
1994	1.799	898	901	50%	4,0%	8,0%
1995	2.094	659	1435	69%	5,1%	7,5%
1996	2.080	398	1682	81%	5,0%	6,2%
1997	1.920	726	1194	62%	2,8%	4,6%
1998	2.293	788	1505	66%	3,1%	4,8%
1999	1.616	-144	1760	109%	2,8%	2,6%
2000	1.609	261	1348	84%	2,0%	2,4%
2001	258	-3306	3564	1380%	5,2%	0,4%
2002	-230	-924	694	-301%	1,6%	-0,5%
2003	633	-808	1441	228%	3,0%	1,3%
2004	2.287	71	2216	97%	4,2%	4,4%
2005	3.895	1156	2738	70%	5,0%	7,1%
2006	4.939	3108	1831	37%	3,0%	8,2%
2007	5.241	2050	3191	61%	4,7%	7,8%
2008	6.094	396	5698	93%	7,4%	7,9%
2009	6.627	2894	3733	56%	4,7%	8,3%
2010	7.159	2273	4886	68%	5,6%	8,2%
2011	7.330	2214	5117	70%	5,4%	7,7%
Acumulado 1992-2001	16.095	2.014	14.081	87%	3,4%	5,0%
Acumulado 2003-2011	44.206	13.354	30.852	70%	4,3%	6,1%

(tasas promedio)

Fuente: Indec.

* El stock de IED es el stock registrado a fin del año anterior.

** Utilidades totales sobre el stock de IED registrado a fin del año anterior Como sostiene Damill (2000) es una “tasa aparente de utilidad”.

En este contexto, si se realiza una desagregación de los factores que explican el deterioro de la cuenta corriente, el peso de la IED adquiere su verdadero significado, ya que la cuenta de rentas explica 35% del estrechamiento de la cuenta corriente entre 2003 y 2011 (mientras el saldo de mercancías explica el 40%). En síntesis, dado el fuerte impulso en los flujos de IED que tuvo lugar en la década de los 90, muchos países en desarrollo aumentaron su participación en el total de flujos. Argentina estuvo a la vanguardia en ese proceso. El grueso de los flujos recibidos en esos años se volcó, por un lado, a la privatización de activos públicos y a otras actividades terciarias, determinando una orientación de la IED hacia el sector servicios. A su vez, la explotación de actividades extractivas fue un importante factor de atracción.

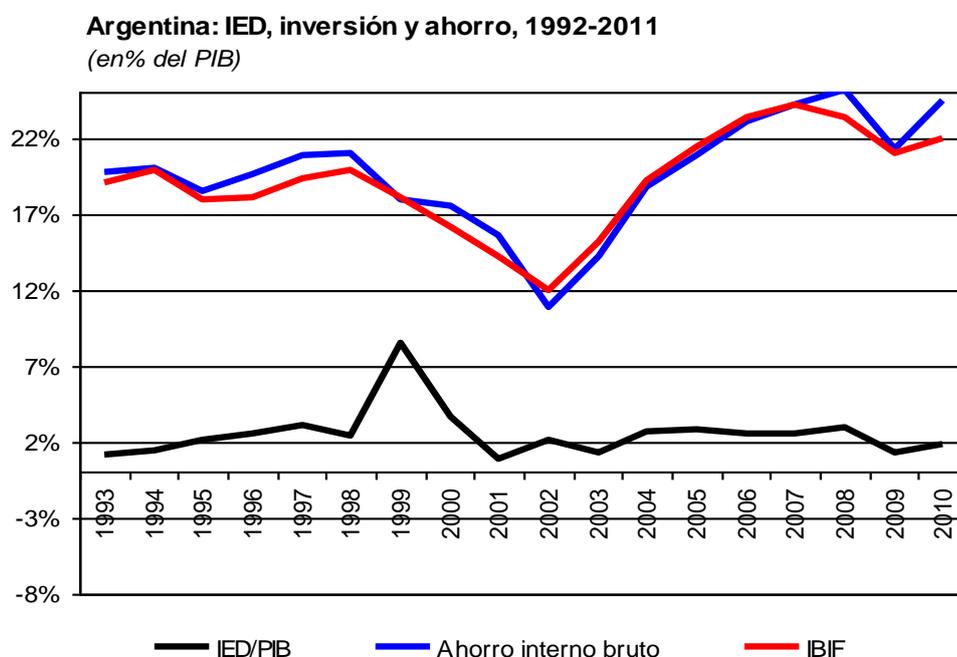
En los años 90 la estrategia de las empresas extranjeras se orientó al aprovechamiento de oportunidades generadas por las nuevas “reglas del juego”: la liberalización de la economía, la desregulación de los mercados y fundamentalmente la privatización de empresas públicas. Sus características más salientes fueron: el grueso de la IED se explicó por la adquisición de activos existentes, la reinversión de utilidades dio cuenta de una parte exigua de las inversiones, la mayor parte de la renta obtenida fue remitida a los países de origen, el abastecimiento de insumos y bienes de capital provino fundamentalmente del exterior (contribuyendo al desmantelamiento de la estructura de proveedores domésticos) y el patrón de exportaciones no sufrió modificaciones sustanciales. En los años 2000 la participación de los flujos orientados a las actividades extractivas en el total se mantuvo relativamente constante, mientras que el sector secundario de la economía duplicó su participación en el total de IED del 21% al 42% en desmedro de las actividades de infraestructura y de otros servicios (Sacrosky, 2006).

Ciertamente, la reversión del nivel de “extranjerización” de la estructura económica es un proceso extremadamente lento y complejo. Una herramienta crucial para administrar la dinámica de la IED y el flujo de utilidades en conexión con la cuenta corriente es la imposición de normas y restricciones a las transferencias de utilidades de modo de evitar los potenciales efectos desestabilizadores sobre el mercado cambiario (Arceo & De Lucchi, 2012). Estas regulaciones permitirían un rol más efectivo de la flexibilidad cambiaria y limitaría los efectos disruptivos que, en un contexto de crisis externa, el ajuste cambiario puede tener sobre la actividad y la inflación. Otro aspecto clave de una estrategia de regulación es el requisito de la contribución a la capacidad exportadora del país proveniente de la nueva inversión extranjera, dado que si, como ocurrió hasta ahora, el grueso de la IED se dirige a

producir bienes para el mercado interno, esto reforzará la tendencia deficitaria de la cuenta de rentas.

Conviene aclarar aquí que tanto la IED como la inversión de cartera son considerados como parte del registro de la operatoria con el exterior, y los flujos de IED no representan inversión en sentido económico, sino modalidades de financiamiento que sólo en algunos casos están destinadas a la formación de capital por parte de filiales de compañías transnacionales. No obstante, los enfoques convencionales sostienen que la IED promueve el crecimiento en los países en desarrollo, ya que estos carecerían del suficiente ahorro interno para “financiar” el proceso de desarrollo. El argumento remite a una causalidad entre ahorro e inversión de tipo *pre-keynesiana*, según la cual el ahorro “determina” la inversión, en lugar de la causalidad correcta por la cual es la inversión la que determina el volumen y tasa de ahorro *a través de cambios en el ingreso*, Cuando se incorpora el “ahorro externo” estas confusiones se tornan mayúsculas.³⁰

No obstante los problemas teóricos que existen con el enfoque que vincula la IED con proceso de ahorro-inversión doméstico, en Argentina no se aprecia empíricamente ninguna correlación entre el volumen de IED y el nivel de inversión y de ahorro agregados.



Fuente: Ministerio de Economía.

³⁰ Sobre este punto ver Serrano (2011).

Además, existe evidencia empírica acerca de que los resultados de la IED sobre la acumulación de capital son por lo menos ambiguos. Un trabajo econométrico de Agosin & Mayer (2000) mostró que los efectos de la IED sobre la inversión agregada han sido por lo menos ambiguos, sugiriendo que la IED ha tenido un efecto “crowding in” en Asia, en tanto que el efecto crowding out sobre la inversión agregada ha sido la norma en América Latina.

En síntesis, ante el significativo influjo de capital que está fluyendo hacia las economías “emergentes”, puede afirmarse que los problemas de inestabilidad y de desarrollo no se resolverán cambiando la composición de los flujos de capital. Ha sido demostrado que cuando una economía abierta y pequeña atrae mucho capital especulativo de corto plazo, será más propensa a padecer crisis externas y financieras. Sin embargo, lo expuesto hasta aquí demuestra que incluso si esos flujos de capital consistieran principalmente de IED de largo plazo, la fragilidad externa estructural no se vería reducida.

El único modo en que esa fragilidad estructural pudiera reducirse sería si la IED creciera de modo constante en conexión directa con la expansión de la capacidad exportadora (o de sustitución de importaciones). Ciertamente, un mayor flujo de IED puede reforzar la especialización primario-exportadora de la economía si se dirige hacia sectores de ventajas comparativas “naturales” (tendencia que puede verse reforzada con la apreciación cambiaria que suele estar asociada con un intenso influjo de capitales).

En síntesis, desde el punto de vista de la sustentabilidad externa la única diferencia relevante entre la IED y el endeudamiento externo (sea éste de corto o largo plazo) es su costo relativo en términos de pagos en divisas. Así, aunque la IED ha sido considerada una forma de financiamiento más “barato” debido a que parte de las ganancias son reinvertidas, en realidad –como se mostró– puede ser una forma más costosa en el largo plazo. Recordando la condición de Domar (1950), respecto de que la sostenibilidad de la deuda depende de la relación entre la dinámica de la tasa de interés y la tasa de crecimiento de las exportaciones, la razón de fondo del mayor costo relativo de la IED es que la tasa de ganancia tiende a ser más alta que la tasa de interés.³¹

Es conveniente además advertir sobre las condiciones de sustentabilidad en el corto y largo plazos. Es cierto que una trayectoria insostenible de los pasivos externos

³¹ En este caso, la 'reversión' de beneficios debe ser vista como un nuevo flujo bruto de IED lo que implica nuevos derechos a la repatriación de ganancias futuras.

netos, tarde o temprano conducirá a una cierta desaceleración en el crecimiento, pero no necesariamente llevará a una crisis cambiaria o financiera. Esto es particularmente cierto en el caso argentino, donde el endeudamiento externo ha pasado a tener una importancia marginal como forma de financiamiento de la balanza de pagos.

Como se mostró en las secciones anteriores, en el caso de la Argentina actual los indicadores relevantes (básicamente, los pasivos externos y su relación con las reservas internacionales) son robustos y muestran que una crisis financiera y/o externa es altamente improbable en las actuales circunstancias externas e internas. Observando la sostenibilidad de largo plazo, cabe señalar que, excepto en circunstancias extremas, a medida en que el ratio pasivos externos / exportaciones se deteriora gradualmente, tal ratio puede mejorarse mediante una devaluación y/o desacelerando el crecimiento de la demanda agregada, y por tanto conteniendo el crecimiento de las importaciones. Así una economía que tiene problemas de sostenibilidad externa tenderá a crecer más lentamente. Por supuesto, esta desaceleración no determinará por sí misma la emergencia o no de una crisis externa, la que básicamente dependerá de la estructura de vencimientos de los pasivos externos del país y del tamaño de sus reservas internacionales.³²

Ciertamente, considerando en su conjunto los datos y reflexiones previas, podría decirse que cuando las tendencias del comercio exterior se vinculan con una dinámica deficitaria de la cuenta de rentas, la trayectoria de la cuenta corriente en el largo plazo podría resultar no sostenible. En otros términos, si la dinámica de crecimiento de la economía argentina en el último lapso, caracterizada por el aumento en el nivel *absoluto* de importaciones y también del *coeficiente* de importaciones, se mantuviera inalterada, podría conducir a la política de administración expansiva de la demanda agregada hacia una lógica de tipo *stop-and-go* en la medida en que la expansión sea iniciada en (y liderada por) el mercado interno. Así, dada esta relativa desindustrialización de componentes y bienes de capital, el crecimiento solo podría ser sostenido si estuviera siendo liderado por las exportaciones. Es decir, dado que las altas tasas de crecimiento del PIB inducen tasas proporcionalmente más altas de la inversión y que esta, a su vez, induce un fuerte aumento proporcional de las importaciones, las exportaciones deberían crecer a tasas significativamente más altas y crecer tanto o más que los otros componentes de la demanda doméstica.

³² A modo de ejemplo, Medeiros y Serrano (2006, 227) señalan que durante la primera mitad de la década de 1990 la desaceleración del crecimiento de las exportaciones coreanas y el aumento en el coeficiente de importaciones pusieron en evidencia que el crecimiento no podía continuar a las altas tasas de los años 80. Sin embargo, esa no fue la razón de la caída del won en 1997, que se debió a un excesivo nivel de endeudamiento de corto plazo después de la apertura financiera de la economía.

Sin embargo, en este punto corresponde hacer una serie de consideraciones. La estructura de la cuenta corriente y la posición general del balance de pagos hacen que la economía argentina sea mucho más robusta que en el pasado y registre uno de los índices de vulnerabilidad financiera externa más bajos de su historia reciente. De modo que, en el contexto actual, un cierto déficit de cuenta corriente está muy lejos de configurar una crisis externa. O dicho de otro modo: para un mismo nivel de déficit de cuenta corriente, hoy el sector externo es mucho más fácil de administrar que en el pasado. De hecho, la tendencia al déficit de cuenta corriente es la norma en toda la región, aunque esa tendencia no parece representar una amenaza como en décadas pasadas. La disponibilidad de reservas y la flexibilidad cambiaria constituyen una de las diferencias principales.

Estas condiciones, la economía argentina podría incluso pasar por una prologada fase de creciente endeudamiento externo antes de que las condiciones de sustentabilidad se tornaran críticas como en el pasado. En verdad, los riesgos reales son los que atañen al proceso de industrialización y no a la posibilidad de ocurrencia de nuevas crisis financieras y externas. Asimismo, como ocurrió otras veces en el pasado, el nivel de tipo de cambio real que hace sostenibles las cuentas externas, no necesariamente coincide con el nivel de paridad cambiaria que protege (y eventualmente) estimula las actividades industriales. Ciertamente, en la medida en que puedan aplicarse políticas de desarrollo más agresivas y profundas, la dependencia de la industria del tipo de cambio resultaría menor en el largo plazo, y por ende el conjunto del modelo de desarrollo estaría menor sometido a presiones distributivas e inflacionarias. Volveremos sobre este aspecto.

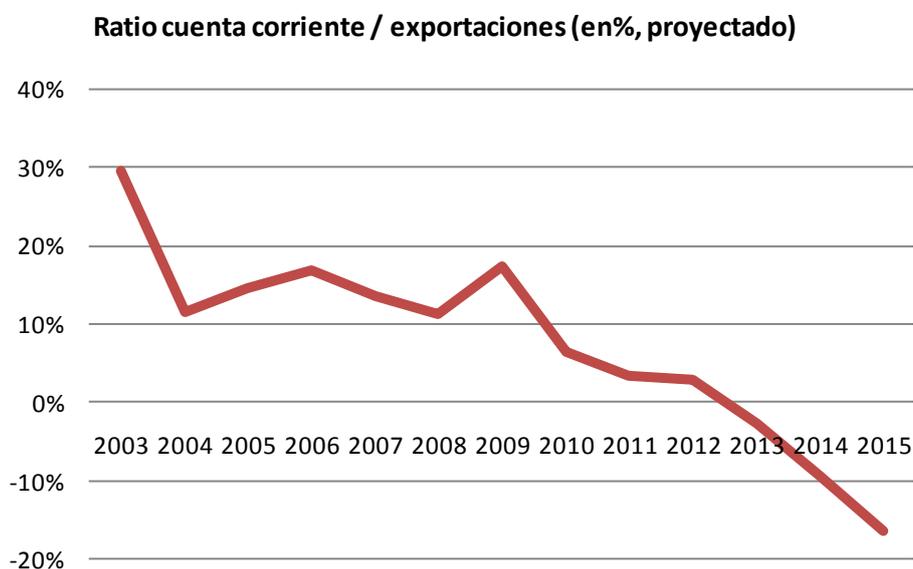
3- Políticas para mejorar la sustentabilidad externa

Un ejercicio sumamente esquemático puede contribuir a ilustrar el orden de magnitud del problema de sustentabilidad externa que eventualmente podría enfrentar la economía argentina en los años venideros. Se trata de una proyección lineal del ratio entre el resultado de la cuenta corriente y las exportaciones como indicador sintético de sustentabilidad de largo plazo.

El supuesto para 2012 es que las exportaciones caerán 10% anual y las importaciones se reducirán en 12%.³³ Desde 2013 en adelante, si la cuenta corriente

³³ Sería el resultado de extender para todo el año los resultados del primer semestre de 2012 respecto de igual período del año anterior.

reprodujera la dinámica “promedio” del lapso 2003-2011, la economía mostraría un ratio CC/exportaciones negativo a partir de 2014 ingresando en una zona de clara erosión de la sustentabilidad de largo plazo.



Fuente: elaboración propia en base a Indec.

Sin embargo, es preciso formular algunas advertencias respecto de estos resultados. Este “escenario”, construido con supuestos tan esquemáticos, se basa en el supuesto subyacente de que en esa trayectoria hipotética *ninguna* política específica operará sobre los diversos componentes de la cuenta corriente externa para mejorar las condiciones de sustentabilidad. Por ende, dada una cierta elasticidad-ingreso de las importaciones y una dinámica estructural de las rentas de inversión, el resultado final dependería esencialmente del comportamiento de las exportaciones, que es un factor básicamente exógeno. Aquí caben algunas observaciones.

En primer lugar, esta proyección es altamente sensible a los cambios en las variables relevantes (esencialmente exportaciones e importaciones, y en menor medida la cuenta de rentas). El supuesto de esta proyección es que las exportaciones crecerían al 13,8% anual acumulativo (promedio 2003-2011), mientras las importaciones aumentan al 23,5% anual (promedio del mismo período). Obviamente, si las exportaciones crecieran a una tasa más alta, por ejemplo, al 18% anual acumulativo en lugar de 13,8% (nada descabellado ya que en 2011 las exportaciones crecieron al 20%), entonces habría un ligero déficit en cuenta corriente en los años

que vienen, implicando un riesgo considerablemente menor sobre la sustentabilidad externa.

Algo similar ocurriría si como resultado de un proceso de sustitución de importaciones lograra reducirse levemente la elasticidad importaciones-producto, moderando el crecimiento de las compras externas de, por ejemplo, el 23,5% anual promedio a –supóngase- 20% anual, algo que también extendería en el tiempo la sustentabilidad externa del crecimiento.

En este punto nos detendremos brevemente en las grandes áreas de políticas factibles de operar sobre la sustentabilidad externa. Respecto de la política macroeconómica surge que, en principio, dados los otros componentes de la demanda agregada, un tipo de cambio real (TCR) más depreciado puede conducir a mayores exportaciones y consecuentemente, a un mayor demanda para las actividades domésticas en conjunción con una mejora en el saldo comercial.

Sin embargo, una devaluación real tiene muchos impactos complejos y el resultado neto no es tan simple y directo. Pueden discutirse el punto haciendo uso de un modelo muy simple, que incluye dos hipótesis de comportamiento: el nivel de ingreso (Y) depende de la evolución de la demanda agregada (que es la variable independiente) y la principal restricción al crecimiento del ingreso proviene del sector externo (disponibilidad de divisas). En términos usuales:

$$Y = C_0 + cY + G + I + X - M \quad (1)$$

Examinemos ahora el efecto de la devaluación desde el punto de vista del nivel de actividad.³⁴ El supuesto inicial es que la devaluación mejora X y reduce o deja inalterada las M , con lo cual mejora el saldo comercial aunque sin alterar la evolución de ninguno de los otros componentes de la demanda agregada (C_0 , cY , G , I). Es decir, la devaluación mejora el saldo comercial y agrega demanda, produciendo un efecto expansivo. De (1), podemos escribir:

$$Y = \frac{1}{1-c} [C_0 + I + G + X - M] \quad (2)$$

Donde $1-c$ es la propensión a ahorrar. El incremento de X (con C_0 , cY , G e I constantes) lleva a un aumento del nivel de actividad y de empleo en las industrias

³⁴ Seguimos de cerca aquí el enfoque de Assous, M. & López Gallardo, J, 2009, Cap. VI, Kalecki's Open Economy Macroeconomics.

que exportan. Luego, a ese efecto expansivo inicial de aumento del empleo se agrega un efecto expansivo *adicional*, asociado con el alza del consumo salarial o *inducido*, puesto que aumenta el empleo con un salario real *constante*, llevando a un incremento del multiplicador $1/(1-c)$. En otros términos, el país absorbe poder de compra del exterior y además aumenta su propio poder de compra doméstico (por el alza de la masa salarial).³⁵

Pero esta es solo una parte de la historia. Como se sabe desde hace décadas, existe una relación *inversa* entre tipo de cambio real y salario real (Carciofi, 1986; Canitrot, 1975). De este modo, tras la devaluación el salario real debe caer y el multiplicador $1/(1-c)$ resultará menor, con lo que el efecto *neto* del ajuste del tipo de cambio puede bien ser *contractivo*.³⁶ Pero además aún cuando tras una devaluación haya un aumento de las exportaciones y una baja de importaciones *en cantidades físicas*, eso no garantiza que se registre una mejora significativa en el saldo comercial. En términos técnicos, la condición Marshall–Lerner podría no cumplirse.³⁷ Incluso en el caso de que tal condición fuera satisfecha, si la suma de la elasticidad-precio de las importaciones más la elasticidad-precio de las exportaciones excede la unidad *aunque solo ligeramente*, se requeriría una *gran* devaluación para observar mejoras significativas en el balance comercial³⁸.

Los mecanismos contractivos de una devaluación han sido ampliamente analizados en la literatura (Diaz Alejandro, 1963, y Krugman y Taylor, 1979). No obstante, en la hipótesis más optimista el resultado final de la devaluación depende de

³⁵ Si se asume que la inversión responde más o menos elásticamente y aún con rezagos a las variaciones en el grado de utilización de la capacidad, habrá un efecto *acelerador* y se reforzará el inicial efecto expansivo.

³⁶ Diamand sostenía que “los programas recesivos empiezan siempre con una brusca devaluación. De acuerdo con la teoría económica vigente, dicha devaluación debería estimular las exportaciones, desalentar las importaciones y restablecer el equilibrio externo”. Pero, alertaba, “en Argentina y en otras estructuras productivas desequilibradas, las importaciones y exportaciones son poco elásticas al precio, especialmente en el corto plazo”. De allí que el equilibrio resultante se logra mediante ajustes sobre el ingreso: “Caen los salarios reales y se produce una transferencia de ingresos a favor de los productores agropecuarios y de los exportadores tradicionales. Debido a las diferencias en la propensión al consumo, esta transferencia de por sí trae una significativa disminución de la demanda global” (Diamand, 1985).

³⁷ La condición de Marshall–Lerner supone que para que una devaluación tenga un impacto positivo en la balanza comercial, la suma de las elasticidades de precios de las importaciones y las exportaciones tiene que ser, en valor absoluto, superior a 1. En Argentina usualmente la devaluación mejora el balance comercial aunque con fuertes costos en términos de demanda agregada.

³⁸ Un ejemplo será útil para aclarar la cuestión. Supongamos una devaluación del peso. Esto significa un encarecimiento de las importaciones y una reducción de su volumen físico. Sin embargo, esto no garantiza que el país gaste una menor parte de sus dólares en bienes importados. Por ejemplo, supongamos que a un precio de 700 pesos los argentinos importan 1.100 aparatos de TV por semana, por ende gastan 770 mil pesos. Luego de la devaluación, supongamos que el precio de las TV importadas aumenta a 800 pesos. A tal precio, la cantidad de TV importadas se reduce, digamos, a 1000. En este ejemplo hipotético, sin embargo, el gasto total en TV importadas aumentó de 770 mil a 800 mil pesos, aún cuando la cantidad importada haya disminuido (a la inversa, para las exportaciones). El ejemplo es análogo al de Davidson (2006) para EE.UU.

factores que operan en direcciones opuestas y la determinación de la importancia relativa de cada uno de ellos es una cuestión empírica³⁹.

Un punto básico y claramente significativo es tener aquí en cuenta es la sensibilidad de las exportaciones (e importaciones) a las variaciones del tipo de cambio real, ya que es uno de los factores cruciales que co-determinan el resultado global. Al respecto, una estimación presentada en un documento técnico del Ministerio de Economía (Mecon, 2009) analiza algunos determinantes del comercio exterior de Argentina con Brasil (ya que éste país es nuestro principal socio comercial). El documento revela como primer resultado relevante una elevada y generalizada dependencia de las exportaciones industriales a Brasil respecto del *crecimiento* del PIB de ese país. Sin embargo, en lo que respecta a la sensibilidad de las exportaciones respecto del tipo de cambio real bilateral, se pueden identificar tres grupos de sectores:

a) El primero de ellos presenta una elevada elasticidad exportaciones-TCRB (cuando el tipo de cambio real bilateral del sector se deprecia/aprecia un 10% las exportaciones crecen/caen más que el 10%). Comprende a tres sectores: Prendas de vestir, Productos textiles (distintos de indumentaria) y calzado. En los tres casos también es determinante el nivel de actividad en Brasil. Sin embargo, para estos rubros la participación de las exportaciones en la producción general del sector es reducida (menor al 1,5%).

b) El segundo grupo lo conforman aquellos sectores con una sensibilidad media a modificaciones en el tipo de cambio real bilateral (cuando el TCRB se deprecia/aprecia un 10% las exportaciones crecen/caen entre un 5% y un 10%). Comprende Madera y Muebles, Productos de caucho, Fabricación de aparatos de uso doméstico y el sector automotriz. En todos los casos, el documento observa que “la sensibilidad a variaciones en el nivel de actividad es elevada, y se acentúa pasados cuatro trimestres”. Al igual que para el sector automotriz, las exportaciones a Brasil de neumáticos (productos de caucho) tienen una elevada participación en su VBP (15%), lo que indica que una depreciación del TCRB o una merma del PIB brasileño afectan en forma relevante la producción sectorial.

c) Finalmente se encuentran aquellos sectores con muy baja dependencia del TCRB (cuando se deprecia el TCRB un 10% las exportaciones se expanden entre 0 y

³⁹ Si se asume que la inversión reproductiva agregada sigue el principio del acelerador, entonces la retracción del consumo interno será seguida por una reducción de la inversión en esos sectores, de modo tal que el efecto sobre la inversión *agregada* depende de la magnitud de la reducción en la demanda doméstica vis a vis la potencial suba de las exportaciones netas.

5%). Los sectores son plásticos, papel, motores, maquinaria, fibras sintéticas, hierro y acero, químicos y cuero.

De un modo similar, el trabajo estimó la relación que las importaciones desde Brasil de diversas ramas industriales guardan con el PIB argentino y con el tipo de cambio real sectorial. Al igual que en el caso de las exportaciones, las compras desde Brasil muestran una elevada sensibilidad al producto y todos los sectores analizados muestran una sensibilidad más que proporcional a las variaciones del ingreso argentino. De hecho, ese tipo de relación es la que se revela a nivel agregado. Por ejemplo, de 2004 a 2007 las importaciones del conjunto de estos sectores creció 93%, triplicando al aumento real del PIB (29%).

Salvo el caso de sectores en los que existen o existieron políticas comerciales específicas que limitan los flujos comerciales (automotriz, siderurgia), o fuerte presencia de comercio intrafirma (químicos limpieza y cosmética), las mayores elasticidades al producto aparecen en sectores cuya demanda usualmente varía más que proporcionalmente con el ingreso, por ser durables o prescindibles (vgr. muebles, electrodomésticos).

Respecto del tipo de cambio real, los resultados sectoriales aparecen en línea con lo observado en forma agregada. En varios sectores, algunos de ellos con alta participación en las compras a Brasil, como automotriz, papel o siderurgia, el tipo de cambio real sectorial no se muestra como una variable relevante para explicar la evolución de las importaciones. El estudio sugiere la existencia de una relación estrecha entre el intercambio comercial entre Argentina y Brasil y sus niveles de actividad. De acuerdo a los resultados del modelo utilizado, esta relación resulta –a nivel agregado- más fuerte que la encontrada para el TCRB al analizar importaciones y exportaciones.

Un trabajo de Berrettoni y Castresana (2009) parece confirmar estos resultados. Los autores calculan las elasticidades de comercio para las cantidades exportadas e importadas por la Argentina entre 1993-2008. Los resultados destacan, por un lado, la baja elasticidad que tienen los volúmenes de comercio al tipo de cambio real multilateral en relación a la respuesta a los cambios en el PIB. Por otro lado, se observa una menor elasticidad ingreso en el caso de las exportaciones, lo cual, ante tasas de crecimiento similar de la Argentina y sus socios en los próximos años, podría significar una reducción significativa en el resultado del balance comercial. Por último, ni los derechos a las exportaciones ni los aranceles parecen

haber tenido un impacto significativo sobre las cantidades exportadas e importadas, respectivamente, al menos a nivel agregado.

Por último, un tercer trabajo reciente (Médici, 2010) confirma estas tendencias. Mediante una estimación apuntada a evaluar la relación entre las exportaciones y el PBI, agregando el tipo de cambio real, los resultados pusieron en evidencia que la influencia positiva de una depreciación nominal y/o una baja de los precios internos sobre el PBI es estadísticamente significativa pero reducida. Así, concluye que mientras que una de las posibles causas del bajo efecto estimado del TCR sobre el PBI es la baja elasticidad precio de las exportaciones argentinas, existen numerosos efectos adicionales de una devaluación sobre el ingreso agregado que deben ser considerados (Médici, 2010, 45-51).

Estos resultados no ponen en cuestión que el tipo de cambio real no sea relevante en el largo plazo como un elemento importante en la estrategia de desarrollo. En todo caso, pone de relieve las complejidades que encierra su implementación y los límites de su influencia real. Ciertamente, la competitividad industrial puede mejorar con un mayor tipo de cambio real obtenido mediante una significativa depreciación de la moneda, pero –como se explicó– ésto puede afectar negativamente el consumo y la inversión, y generar un aumento de la inflación. Por caso, López Gallardo (2008) sugiere que existe evidencia acerca de que, en general, los efectos negativos de la devaluación sobre la demanda interna no resultan compensados por la mejora de la balanza comercial generada por el ajuste cambiario.⁴⁰

La opción por tipos de cambios múltiples (tipo de cambio nominal combinado con impuestos a las exportaciones), como vino sosteniendo la política económica desde 2002-2003, permite mantener un tipo de cambio real competitivo, al mismo tiempo que se preservan los salarios reales. No obstante, como se observó en la sección 2, debe subrayarse que así como la tendencia *general* hacia la apreciación real del tipo de cambio de los exportadores de commodities (y en particular de América Latina) tiene un efecto (benéfico) sobre los términos de intercambio, una devaluación

⁴⁰ Uno de los motivos se relaciona con las consecuencias inflacionarias del alto pass-through sobre precios que caracteriza a las devaluaciones en los países subdesarrollados. En Argentina, sin embargo, en 2002 dicho pass-through fue muy bajo en relación a las experiencias anteriores, resultado de la escasísima capacidad de resistencia salarial que emergió de la década de los 90 (dados los profundos cambios institucionales en el mercado de trabajo) y en particular por la fuerte recesión del período 1998-2002. Sin embargo, esto no necesariamente contradice la regla respecto del carácter contractivo de la devaluación. Más bien, en el caso argentino la contracción que usualmente inducen las grandes devaluaciones se produjo antes de 2002, tras cuatro años de profunda recesión (1998-2002), lo que ocasionó un ajuste brutal de las importaciones a la baja. La devaluación coronó ese proceso para “liberar” a la política monetaria y cambiaria del corsé de la convertibilidad, pero no provocó la parte esencial del ajuste (ver Amico, 2008).

del tipo de cambio real, en la medida en que es realizada por los países en desarrollo que aproximadamente tienen la misma canasta exportadora (i.e., commodities), tiende a deteriorar sus términos de intercambio.

La revalorización (simultánea) de las denominadas “commodity currencies” frente al dólar aumenta los costos unitarios de producción de todo tipo de commodities medidos en dólares. Existe literatura empírica, generalmente incorporando causalidades de tipo convencional, intentando hallar explicaciones para este tipo de co-movimientos entre los tipos de cambio de los grandes exportadores de commodities y los precios en dólares de esas commodities (Chen, Rogoff & Rossi, (2010); Clements & Fry (2006); y Kato (2012), entre otros).

El punto lógico es que, dado ese co-movimiento entre tipos de cambio y términos de intercambio, si los países en desarrollo (o los grandes exportadores de commodities) devalúan sus monedas *de manera coordinada* (sean devaluaciones “compensadas” o no), corren el riesgo de empeorar sus términos de intercambio, puesto que la depreciación (simultánea) de sus monedas frente al dólar reduciría los costos unitarios de producción de todo tipo de commodities medidos en dólares, y por ende, reduciría esos mismos precios en dólares.⁴¹

Como señalan López & Perrotini (2006), Keynes había anticipado la idea de que cuando los precios de exportación caen, los términos de intercambio del país podían deteriorarse.⁴² Y este deterioro puede conducir a una disminución de los ingresos. Keynes no profundizó en este punto, pero López & Perrotini interpretan esa sugerencia en términos de que cuando los términos de intercambio de un país se deterioran, ese país está transfiriendo más exportaciones por cada unidad de importaciones que recibe. Si el comercio exterior tiene un peso importante en la demanda total, luego incluso si el producto total se mantiene sin cambios, el ingreso nacional podría reducirse por el empeoramiento de los términos de intercambio

⁴¹ Blecker & Razmi (2007) presentan y testean un argumento análogo respecto de la competencia de precios en los países en desarrollo y sus efectos sobre el crecimiento en aquellas naciones que se especializan en exportaciones de productos manufacturados. Los autores refieren a una “falacia de composición”, es decir, que una reducción en el precio relativo de las exportaciones de un país en desarrollo (es decir, una depreciación real) con respecto a las exportaciones de otro país en desarrollo competidor tiene un efecto positivo sobre la tasa de crecimiento de ese país, pero un efecto negativo en la tasa de crecimiento de sus competidores (en el corto plazo). También testean (y encuentran estadísticamente significativa) la hipótesis de la “devaluación contractiva”, a saber: que un menor precio relativo de las exportaciones (depreciación real) de un país en desarrollo con respecto a los países industrializados tiene un efecto negativo sobre la propia tasa de crecimiento del país en desarrollo a corto plazo, cualquiera sea el grado de estímulo obtenido para las exportaciones. En el mismo trabajo, los autores estiman que las devaluaciones apuntadas a lograr bajos costos salariales en moneda extranjera y mantener la competitividad externa, han producido en ciertos casos una caída en los términos de intercambio, mientras que los salarios reales no aumentan (o incluso caen) y las ganancias en la expansión de las exportaciones son muy limitadas (ver también Kaplinsky, 2006).

⁴² Es decir, el precio relativo de las exportaciones cae en términos del precio de las importaciones.

ocasionados por depreciación de la moneda.⁴³ En suma, las devaluaciones no solo tienen efectos *internos* (sobre la distribución, el crecimiento y los precios), sino también efectos *externos*, en la medida en que tal estrategia (o alguna versión equivalente) sea adoptada por países con similar canasta exportadora y por esa vía pueda terminar afectando los propios términos de intercambio.

3.2 La sustitución de importaciones

En este contexto, el recurso de una política consistente de sustitución selectiva de importaciones es casi obligado. La industrialización por sustitución de importaciones (ISI) fue la política económica basada en la premisa de reemplazar las importaciones con producción nacional. Sus principios son una política industrial activa que promueva la producción nacional de base de sustitutos estratégicos, implicando a su vez una fuerte inversión pública en infraestructura y en sectores estratégicos, y constituyendo instituciones que financien el desarrollo para dar apoyo a esas actividades. Por el lado comercial, la sustitución se apoyaba en el establecimiento de barreras a las importaciones (tarifas y cuotas). Por el lado cambiario-monetario se asentaba en la determinación de tipos de cambio múltiples para compensar los desequilibrios estructurales de un país en desarrollo (Storm, 2009, 614-615).

La ISI fue la primera respuesta en base a un nuevo esquema de protecciones que surge luego de la crisis del '29, ante la imposibilidad de continuar con el esquema de exportaciones primarias precedente en muchos de los países de la región. Sin embargo, los países latinoamericanos comenzaron tardíamente sus procesos de desarrollo y por ende encontraron agravado el problema de su vulnerabilidad externa. En efecto, eso ocurrió porque esos países debieron enfrentar un contexto internacional con menos márgenes de maniobra, debido en primer lugar a la propia actividad comercial de los países del centro en un esquema de dependencia tecnológica de algunos países de la región. En segundo lugar la existencia de *estructuras productivas desequilibradas*, que genera un persistente problema basado en la muy diversa productividad del sector desarrollado que exporta a precios

⁴³ Por cierto, Prebisch desarrolló esta visión de Keynes algunos años más tarde. Prebisch sostuvo: "Puede ser posible entrar en un extenso análisis teórico que demostraría que, si [en el período entre las dos guerras] los salarios británicos se habían deteriorado como resultado del desempleo, la resultante disminución en el costo de producción habría permitido el establecimiento de nuevas industrias y garantizar las ya existentes, sin necesidad de la reducción deliberada en el coeficiente de importaciones [logrado gracias a los aranceles proteccionistas y otras medidas restrictivas] [...]. Pero aún cuando la reducción de los salarios aumentara el empleo –lo que es muy dudoso– también habría significado una reducción correspondiente en el precio de todas las exportaciones británicas por el objetivo de estimular algunas de ellas, una medida que implica una considerable pérdida de ingresos reales para el país" (citado en López & Perrotini).

internacionales y por lo tanto más productivo (primario), versus el menos productivo (industrial) que no puede competir para un tipo de cambio basado en el primero (Diamand, 1973).

Esto se hizo evidente con la crisis del '29, cuando los países de la región perdieron de un golpe la demanda externa que solventaba sus importaciones de bienes y se vieron forzados a iniciar un proceso de "industrialización sustitutiva" (ISI) importadora conformando un nuevo modelo, donde la capacidad importadora estaba limitada por su actividad primaria exportadora. Claro está que la industrialización preexistente a la crisis no generaba capacidad para generar sistemas económicos que pudieran crecer autónomamente, las industrias se basaban en actividades de terminación de productos de consumo importados:

"Frente a la permanente declinación de la capacidad de importación, muchas de esas industrias tuvieron que reducir sus actividades, pero un número considerable se empeñó en encontrar, o producir, sustitutos locales para algunos de los ingredientes importados. De ese modo se incrementaba el valor agregado interno por unidad de producción. A ello se debe que la actividad industrial...haya asumido la forma de "sustitución de importaciones" (Furtado,1982, 45).

De 1914 a 1945 las economías de la región sufrieron crisis externas sucesivas contabilizando unos 20 años de guerra y una caída del 50% en la capacidad importadora de manera irreversible. (Tavares, 1976, 33). La CEPAL a fines de la década del 40, mostró la importancia de no considerar al intento de industrialización latinoamericana como una "anomalía" o desvío de las ventajas comparativas. En cambio señaló la originalidad del impulso apuntado a diversificar las estructuras productivas domésticas en condiciones externas adversas. Se constituyó como un caso especial que respondía a una demanda preexistente pero no satisfecha debido a la caída de la capacidad de importar. Hubo una pérdida de la importancia relativa del sector externo y en su lugar apareció el mercado doméstico. A partir de esta redefinición de la Cepal, surgieron en forma práctica innumerables problemas teóricos con el convencionalismo, expresadas en oposiciones reales entre la lógica de empresa y la macroeconomía, la relación entre obsolescencia de equipos productivos y selección de técnicas, etc.

En efecto, en América Latina suele interpretarse que luego de una primera etapa "hacia afuera", la mutación obligada por la crisis económica de 1929 torna los

recursos productivos en pos de un modelo “hacia adentro” con el objeto de satisfacer con elaboración doméstica lo que el modelo inicial exportador de materias primas permitía importar. La exportación se volvía un componente de demanda menos decisivo ante la diversificación productiva sustitutiva obligada por una estructura de consumo establecida previamente a la crisis. Prebisch observa que a partir de la Gran depresión, la industrialización tuvo que ocurrir “hacia adentro”, en tanto que los países centrales no permitían las importaciones. Para 1949 –año en que Prebisch publica su *Manifiesto* sobre el desarrollo latinoamericano- en Brasil, la sustitución de importaciones ya constituía el 96% de los bienes de consumo no durables (Furtado, 1982).

Sin embargo bien vista, la división “hacia dentro” o “hacia fuera” es incorrecta, en tanto siempre el crecimiento es hacia dentro, dado que los crecimientos liderados por las demandas de exportaciones suelen ser la excepción y suele ser el caso de economías de “enclave” o de “plataformas de exportación” sin un mercado interno que pueda tener incumbencia en sus variables de demanda doméstica. En realidad subyace la confusión del papel de las exportaciones como generadores de divisas y como impulso de demanda. Esta taxonomía fue utilizada posteriormente para referirse a la estrategia de los países latinoamericanos versus los asiáticos de manera confusa por el Banco Mundial (Serrano & Medeiros, 2003).

Asimismo, existe consenso sobre la percepción de la disminución en la velocidad sustitutiva a mediados de los '50 -que pasa así de una etapa “fácil” a otra “difícil”. Este paso, según la literatura, se debe al bajo nivel de coeficientes de importaciones-producto, la fragmentación de estructuras de importación que producían vacíos en los encadenamientos y el efecto “saturación” de los mercados para los productos de consumo “tradicionales”⁴⁴, así como los cambios en la disposición empresarial a dejar subsidios a importaciones y un empeoramiento de las condiciones externas después de la guerra de Corea (Pinto, 1971).

Junto con la crisis sustitutiva “fácil”, a fines de los '50 aparecen en la escena dos cambios: 1) Llegan las inversiones extranjeras y 2) surge un nuevo sector dinámico que permitirá, junto con la IED, aliviar la restricción externa. Con la llegada de la IED, se diversificaba y expandían las exportaciones, al mismo tiempo que se extranjerizaba el aparato productivo de los países de la región. Por la segunda se desplaza la producción hacia bienes de consumo duradero y bienes denominados

⁴⁴ Que se debe diferenciar esta “saturación” entre países desarrollados y los subdesarrollados, en tanto que en los primeros la difusión de estos productos es generalizada entre su población mientras que en los últimos, sólo atañe a una parte de la población generalmente minoritaria, por lo que restringe su demanda. Pinto, 1971, p.32.

“pesados” con un relativo alto precio unitario.⁴⁵ Una de las diferencias de estos bienes con respecto a los de la primera fase, era que no tienen una base de demanda preexistente satisfecha con importaciones para sustituir y que por otra parte se iba reduciendo la franja de demandantes, que en cada nuevo rubro creaba problemas de escala.⁴⁶

Las razones sectoriales entre importaciones y la oferta total muestran una caída asignándose que existe una sustitución de importaciones para ese producto o grupo de productos. Sin embargo esto puede pasar aunque en el agregado la relación o coeficiente importaciones sobre producto siga creciendo. El proceso de sustitución de importaciones no busca eliminar importaciones hasta llegar a la autarquía, ni disminuir el monto total de importaciones, lo que sólo ocurre como un resultado no deseado de la restricción externa. Más bien, para aliviar esta restricción, se comienzan a producir algunos bienes que antes se importaban. Asimismo en lugar de los bienes sustituidos aparecen otros y a medida que el proceso avanza eso acarrea un aumento de la demanda derivada por importaciones, que puede resultar en una mayor dependencia del exterior.

La medición de este proceso es complicada debido a que el coeficiente de importaciones total $\frac{M}{Y}$ puede efectivamente decrecer aunque no se haya modificado *aparentemente* la participación relativa de productos del exterior, y tampoco se haya modificado la cantidad total de importaciones.⁴⁷ También es compleja dicha estimación con el surgimiento de nuevos productos de consumo durable, fundamentalmente luego de la segunda guerra, puesto que no puede llamarse “sustitución” estrictamente a la fabricación local de esos bienes. (Tavares, 1976, 39-40).

En la literatura convencional abunda la interpretación que la sustitución de importaciones como política de desarrollo sólo atañe a una primera etapa de la economía en cuestión, a la protección de una “industria infantil”, y que una vez culminada debe ser abandonada o bien pierde su importancia so pena de generar ineficiencias de asignación. Como se dijo antes, la originalidad del camino latinoamericano luego de la crisis ameritó varias etapas en la ISI. Dicha innovación se

⁴⁵ Automóviles, televisores, heladeras, calefactores, etc. Logran una amplia irradiación, mucho mayor que la anterior etapa de sustitución “ligera”. Pinto, 1982.

⁴⁶ Tanto Furtado, 1972; como Pinto, A, 1971; coinciden en el cálculo para instalar un mercado de bienes durables sin “insuficiencia dinámica”, que para la instalación de un parque industrial diversificado se depende de un ingreso per cápita y de su dimensión demográfica, es decir de la dimensión de sus mercados.

⁴⁷ Esto puede ser posible si existiese un aumento de la participación de la oferta doméstica dentro de la oferta total (creciente) en la economía.

encontró con escollos luego de la primera etapa “fácil”, con costos crecientes por falta de tamaño de mercado que obligaban a muy altos aranceles, con efectos desfavorables para la estructura industrial.

Dado que en general el proceso de industrialización no fue un resultado planeado, sino un emergente de situaciones externas adversas, las restricciones a las importaciones fueron aplicadas a los bienes considerados prescindibles sin atenerse a consideraciones de costo. Por lo mismo, es que quedaban concentradas las importaciones en bienes indispensables requeridos por la actividad productiva. De tal forma que cuando los ingresos por exportaciones primarias se debilitan, no es posible reducir como en los comienzos a las importaciones sin perjudicar el nivel de actividad. (Prebisch, 1964). En estos casos tampoco se trata de una “sustitución real” para muchos productos, que no llegan realmente a fabricarse internamente bien por la falta de escala o de recursos, pero que dejan de importarse debido al control pautado. La dinámica de la sustitución de importaciones como intento industrializador en la región, se basa en una continúa puja entre un crecimiento del producto que impulsa nuevas ondas de importaciones de insumos y bienes intermedios, versus las nuevas y cada vez más rígidas pautas de importación para generar “espacio” de divisas y volver a crecer. (Tavares, 1976, 40).

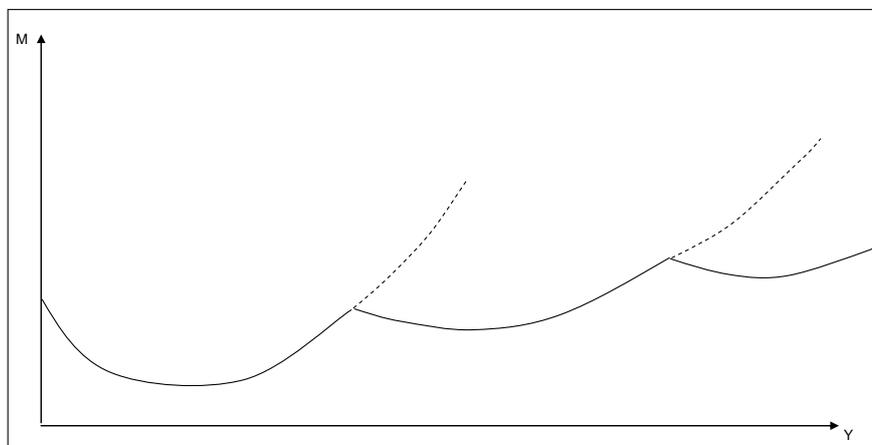
Históricamente suele comenzarse con bienes más fácilmente sustituibles de consumo final, en vista principalmente de la mayor reserva de mercado doméstico, pero que en una siguiente ronda con el crecimiento del producto, aumenta a su vez las importaciones de los productos intermedios necesarios para la fabricación de dichos bienes a sustituir. De tal forma que con la iteración de sucesivas rondas de nuevas sustituciones, la composición de las importaciones se va modificando dentro de una pauta cada vez más estricta. Sus límites dependen de la posibilidad efectiva de ir produciendo bienes y servicios con relativa independencia del sector externo, en lo que entra a jugar la dimensión del mercado interno y la tecnología accesible domésticamente.

Sin embargo si no se adopta una visión dinámica de la sustitución de importaciones lo más probable es que la demanda derivada de importaciones de insumos y otros insumos, supere las disponibilidades de divisas y vuelva inviable el proceso. Dentro de tres tipos de bienes a sustituir (consumo, intermedios y de capital) y con la especificidad de cada país y etapa de desarrollo, se van modificando la composición de las importaciones, y con el avance del crecimiento permitido por la misma sustitución. El objetivo de sustentabilidad a cumplir es la no acumulación de

demandas de importaciones de cada tipo de bien que de lugar a cuellos de botella externos. Debe necesariamente existir un encadenamiento entre productos sustituidos que permita la continuidad del proceso sustitutivo, en punto a ampliar la capacidad productiva de lo que ya se produce y también para tener la flexibilidad de importar nuevos productos. Dicho plan de encadenamientos debe estar a cargo del Estado, por la dificultad que encierra dicho tipo de coordinación.

Un ejemplo conducente al sostenimiento de la continuidad del proceso sustitutivo es el que se muestra en gráfico, donde con el aumento del producto en las abscisas se da un aumento de las importaciones, de tal forma que se mantiene el coeficiente de importaciones, cortando, la acumulación de importaciones de cada ronda sustitativa, como parábolas desfasadas.⁴⁸ Para obtener este comportamiento no puede dejarse el proceso librado al “resultado del mercado” en tanto que es necesario desde el inicio la búsqueda planificada de la sustitución en las tres esferas de bienes, y tempranamente comenzar con los bienes intermedios y los de bienes de capital, antes que la pauta de importaciones se vuelva sumamente rígida.

La dinámica de los ciclos sustitutivos



La sustitución de bienes intermedios muestra ciertas ventajas desde el punto de vista de los requisitos de productos importados para fabricarlos (vg. materias primas de origen doméstico e importaciones de escaso valor unitario); por otra parte la demanda doméstica de este tipo de productos no tiende a crecer de manera abrupta como pasa con los bienes de consumo final, por el mero hecho de producirlos internamente. (Tavares, 1976, 45).

⁴⁸ (Tavares, 1976).

Substitución	Bienes de consumo	Bienes intermedios	Bienes de Capital
Ventajas	-Facilidad de sustitución -Mayor porción de reserva de mercado	-Pocos requisitos de importación. -Demanda doméstica sin picos abruptos al inicio	-Su inicio coexistente con los otros tipos de bienes, flexibiliza la pauta de sustituciones y permite la continuidad del proceso sustitutivo.
Desventajas	-Rápido agotamiento de la flexibilidad de pauta importadora. -Cuellos de botella al avanzar en la sustitución lineal desde esta franja de bienes.	-Exige una alta coordinación y planeación, debido al lag entre la decisión de sustituir y la puesta en operaciones del proyecto.	-Obtención de tecnologías -Escala del mercado doméstico

Fuente: elaboración propia basado en Tavares (1976).

La sustitución de importaciones no implica ni más ni menos que un instrumento para poder mantener de forma continua el crecimiento del aparato productivo. Implica que el patrón de importaciones no puede dejarse a la arbitrariedad del mercado y sin coordinación dinámica⁴⁹ ni planeamiento estatal. En realidad, la sustitución de importaciones es parte del engranaje de un plan de desarrollo global, ya que sin planificación puede incluso agravar el problema externo mientras avanza el proceso de sustituciones regenerando las trabas que buscaba eliminar.

Por último, esta política requiere instituciones específicas que dispongan un financiamiento generoso. Por ejemplo, la constitución de un banco que permita dirigir el crédito industrial en moneda doméstica en realidad se articula con los organismos y empresas del Estado que realizan compras y las coordinan con la inversión pública, al

⁴⁹ Con dinámica nos referimos a tomar en cuenta los aspectos de nuevas demandas de importaciones derivadas de las medidas de sustitución de las mismas.

tiempo que sus efectos sobre la macroeconomía a corto y largo plazo repercuten sobre los proveedores y sobre el conjunto del sistema.

3.3. La inversión pública y la productividad global

En este marco, para remover la restricción externa, diversificar la estructura productiva y promover un crecimiento alto y sostenido, es necesario un fuerte impulso a la inversión pública apuntando a producir mejoras en la productividad global. A su vez, esto debe tener como fundamento que la principal fuente de productividad global es el propio crecimiento, por ende, la fuente de productividad está “adentro”, en el propio mercado interno, y no en el mercado internacional. Como dice la cita de Kaldor que preside este documento:

“A largo plazo sólo hay un remedio efectivo: el mundo subdesarrollado debe cambiar su estructura económica, debe diversificarla, depender menos de los productos primarios para su comercio de exportación, desarrollar sustitutos de las importaciones y *alentar la producción de bienes manufacturados hasta el grado en que pueda exportarlos*” (Kaldor, 1965, énfasis agregado).

Consecuentemente, dado que los procesos de desarrollo nunca han tenido como fundamento la evolución de actividades aisladas o puntuales, la inversión pública en infraestructura debe apuntar a lograr aumentos de productividad en aquellos sectores que afectan actividades *básicas*, es decir, aquellas ramas o actividades que directa o indirectamente entran como insumos en la elaboración de todos los productos. Son esta clase de bienes la que cuenta en el consumo y la inversión domésticos, impactan en la distribución y resultan vitales para la reproducción del sistema (alimentos, vivienda, energía, transporte, etc.).⁵⁰ Las mejoras de productividad en la producción de estos bienes (sean transables o no) impactan sobre la competitividad del conjunto, ya que son insumos de toda producción. De hecho, todas las experiencias de desarrollo registraron avances iniciales en estas actividades que luego se propagaron al conjunto del sistema.

Un dispositivo esencial para inducir esas mejoras es la puesta en práctica de una enérgica política industrial apuntada a la modernización tecnológica de la estructura productiva. Quizás uno de los principales instrumentos de política industrial (que hoy es manifiestamente desaprovechado) es la utilización del *poder de compra*

⁵⁰ La noción de “actividades básicas” es análoga a lo que Sraffa denomina *bienes básicos* (o mercancías *básicas*), es decir, las mercancías que entran, de modo directo o indirecto, en la producción de todas las demás mercancías. Las condiciones de producción de dichas mercancías influyen en la determinación de la estructura de precios o de la tasa de beneficios (ver Sraffa, 1960, cap.2).

del Estado para inducir tales resultados, en particular respecto de la política de sustitución de importaciones y de la promoción de ciertas exportaciones. El uso de las compras estatales como instrumento del desarrollo industrial y tecnológico no es una idea novedosa. Fue una parte importante de todas las experiencias de desarrollo exitosas, tanto en el sudeste asiático como en otras regiones. Cayó en desuso junto con la deslegitimación de la acción del Estado en el proceso de desarrollo que produjo el advenimiento de las ideas favorables a la libertad de mercado, la desregulación financiera y la hipótesis de los mercados eficientes. Sin embargo, las compras del Estado pueden tener importantes y positivos efectos. Por ejemplo, se puede inducir una expansión de los mercados en actividades nacionales de producción, ingeniería, ciencia y tecnología, estimular el desarrollo de proveedores, y alentar valiosos procesos de aprendizaje de largo plazo. Una política de estas características –aplicada tanto a las compras corrientes como a las inversiones- a cambio de algunos costos adicionales de corto plazo, produciría significativos impactos benéficos en el largo plazo debido a las “externalidades” que genera sobre el desarrollo económico, científico y tecnológico.

El aumento y estabilización de la demanda por parte del Estado va de la mano de mayores especificaciones, crecientemente rigurosas, a lo que se suma el apoyo técnico y crediticio de parte del gobierno. Las mejoras redundantes en el nivel técnico y capacitación del personal generan un proceso de aprendizaje que mejora la competitividad sistémica. Estas políticas también implican efectos de encadenamiento o arrastre, en tanto repercuten en la cadena hacia atrás y hacia delante del producto demandado por la compra estatal, modificando la estructura económica con nuevos contenidos tecnológicos y conocimientos. Para el propio proceso sustitutivo se torna entonces fundamental el direccionamiento de las compras estatales para superar etapas y pasar a otras más complejas, donde cada ronda sustitutiva debe compensar reducciones en el uso de divisas con nuevas importaciones de nuevos insumos.

La pregunta usual en este caso es: ¿cómo se financia todo esto?. La pregunta se enmarca claramente en el contexto de la sólidamente arraigada tradición de las “finanzas sanas” (*sound finance*). Según esta tradición, el gasto del Estado está “financiado” con impuestos y por ende el presupuesto público debe estar básicamente equilibrado. En el fondo, subyace una confusión respecto de cómo funcionan efectivamente las finanzas públicas en las economías reales, y esa confusión tiende a asimilar el funcionamiento del Estado en la economía con los mismos límites y

posibilidades de que dispone una economía familiar o individual en la administración de su presupuesto.

4. Finanzas funcionales, restricción externa y desarrollo

Pero desde fines de años 30, gracias a Keynes y Kalecki (que en su tiempo debieron batallar contra el mismo sentido común) se sabe que el tamaño del déficit fiscal no tiene nada que ver con el concepto de una economía familiar (o individual). Es evidente que si una economía tiene capacidad ociosa y desempleo, es posible estimular su crecimiento mediante el déficit fiscal. Más aún si se acepta, como los hechos estilizados del crecimiento parecen confirmar, que el producto potencial de la economía es endógeno (ver Amico, Fiorito & Hang, 2011).

Además, es obvio que los ingresos tributarios son fuertemente pro-cíclico y por lo tanto, el déficit fiscal es endógeno. Ni siquiera el déficit actual es una buena medida para evaluar el grado de expansionismo de la política fiscal. En verdad, antes de que irrumpiera la hipótesis de los mercados eficientes, los economistas más sólidos y los gobiernos más civilizados utilizaban la medida de lo que se denominaba “déficit de alto empleo”, es decir, el déficit fiscal correspondiente al nivel en que la economía opera a plena capacidad. Para evaluar si este déficit de “plena capacidad” es alto o bajo debe seguirse el enfoque de las “finanzas funcionales” propuesto por Abba Lerner en los años 40 años.

En su origen, la teoría de las finanzas funcionales proponía que el gobierno podía lograr el objetivo del pleno empleo con tasas de inflación bajas, simplemente mediante políticas monetarias expansivas o fiscales y tipo de cambio flexible o flotante. Aunque después de la Segunda Guerra Mundial el keynesianismo llegó a ser considerado como sinónimo de activismo fiscal y la política de gasto público se convirtió en una forma de gestión de la demanda en varios países, en verdad en el pensamiento de Keynes la política fiscal no ocupaba una posición central como luego resultaría en los modelos convencionales keynesianos y en la formulación de políticas en los años 1950 y 1960. De hecho la prescripción de Keynes es mucho menos clara que el concepto lerneriano de "finanzas funcionales" que llegó a ser dominante en la política fiscal a principios de la posguerra (Vera, 2008).

Al proponer las reglas de las finanzas funcionales, el propósito de Lerner era mostrar que el impacto de la política fiscal sería beneficioso en el nivel de actividad y

empleo de la economía, independientemente de si aumenta o disminuye la deuda pública. Precisamente, una de las preocupaciones iniciales de la tradición keynesiana era cómo aumentar el gasto público en la recesión (era la receta básica) si la recaudación se derrumbaba con la contracción de la economía y el superávit fiscal –si existía- tendía a esfumarse. Abba Lerner, en los años 40, fue el primero en llenar un gran vacío que se necesitaba para extender la revolución keynesiana. Lerner buscó, sobre todo, demostrar que no habría ningún impedimento (fiscal o de endeudamiento público) que pudiera neutralizar el intento del Estado de promover la reducción del desempleo. Lerner denominó a esta teoría como las finanzas funcionales.

La prescripción de las “finanzas sanas” sólo podría resultar una política “funcional” si los supuestos ortodoxos fueran válidos, en particular, la tendencia más o menos automática al pleno empleo (o a las tasas “naturales”). En cambio, si el desempleo crónico es norma, las “finanzas sanas” se vuelven irracionales. Varias son las prescripciones postuladas por el enfoque de las finanzas funcionales.⁵¹ Solo se enumerarán brevemente algunas de ellas.

Lerner consideraba que las políticas deben ser juzgadas únicamente por su capacidad para lograr los objetivos planteados y no en base a cualquier noción de lo que se supone es “sano” o si cumple con los dogmas de la economía tradicional. Es decir, deben juzgarse en base a cómo tal política “funciona” en la economía en su conjunto, más allá de cuál sea el resultado fiscal. En este trabajo vamos a defender este principio general aún en el contexto de una economía “pequeña y abierta”.

En segundo lugar, las finanzas funcionales son posibles por el hecho de que “el dinero es una criatura del Estado” (Lerner, 1947). El estado tiene el poder de fijar los impuestos y decir en qué moneda aceptará su pago. De este modo, el Estado genera la demanda para el dinero fiduciario que emite. En este contexto, la fijación de tributos no es una operación estrictamente de “financiamiento” del gasto, (ya que el dinero es “una criatura del Estado”), sino que es un modo de retirar poder de compra, y así manejar el nivel de liquidez global de la economía. En el mismo sentido, la emisión de bonos de deuda del gobierno no constituye una operación de financiación, sino que se realizan por otros motivos. En verdad, el propósito básico de las ventas de bonos públicos es regular la tasa de interés básica.⁵²

⁵¹ Para una visión general, véase Forstater (1999).

⁵² Con la venta de bonos, el gobierno puede drenar el sistema bancario de reservas excedentes creados por su propio gasto deficitario, y así evitar que la tasa de interés que se derrumbe. Este proceso apoya claramente la opinión de que, lejos de la venta de bonos con el fin de financiar los gastos, las ventas de bonos siguen lógicamente los gastos del gobierno.

La emisión o impresión de dinero en sí misma no tiene ningún impacto en la economía. Para Lerner, existen tres pares de instrumentos fiscales: impuestos (gastos), compra (venta), y prestar (o tomar prestado). La “emisión” de dinero no constituye una operación independiente de esos instrumentos. Sólo cuando el dinero impreso se gasta en bienes y servicios, o es prestado a través de la emisión de bonos, habrá un impacto económico. Pero estos impactos ya están cubiertos a través de la consideración de los instrumentos fiscales antes considerados. Como escribió Lerner:

"La impresión de dinero no es un instrumento de política. Es sólo un siervo de estas políticas, al igual que la papelería utilizada en los distintos departamentos gubernamentales" (Lerner, 1944, 312-14).

En este contexto, las finanzas funcionales proponen el uso de alguna combinación de estos instrumentos fiscales para alcanzar el nivel de gasto agregado y permitir que la economía alcance el objetivo del pleno empleo sin afectar el objetivo de controlar la inflación. Esta es la esencia de la propuesta de Lerner. Adicionalmente, existe en Lerner lo que denominó el nivel de “bajo pleno empleo”, algo que es muy importante en la consideración del caso argentino. Este nivel se determina en el punto donde el crecimiento de la demanda de trabajo terminará eventualmente causando inflación de salarios y precios. De hecho, para Lerner es posible que la economía supere el nivel de “bajo pleno empleo”, sin incurrir en una espiral inflacionaria.

Este es, muy esquemáticamente descripto, el núcleo del enfoque original de las finanzas funcionales. El esfuerzo del análisis estaba orientado a proponer que el gobierno debía mantener, en todo momento, un nivel de demanda razonable. Si hay poca demanda -y consecuente alto nivel de desempleo- el gobierno debe o bien reducir los impuestos o bien aumentar sus gastos. Si hay “demasiada” demanda, el gobierno debería hacer lo opuesto. A diferencia de los *pump-primers*, es decir, quienes aconsejaban “cebar la bomba” en tiempos de recesión para luego volver al equilibrio fiscal, Lerner dirá que si la función de la política es el “pleno empleo”, entonces no hay razón para suponer que la política fiscal que alcanza ese objetivo debería llevar al equilibrio presupuestario.

A la luz de la experiencia de los países en desarrollo, dos dudas emergen de inmediato: 1) ¿Funciona este enfoque en contextos donde la restricción externa es un obstáculo central del proceso de crecimiento?; 2) ¿Se condice este enfoque con la experiencia de países donde los agentes tienen una alta “preferencia por la liquidez”...

en moneda extranjera? En general, la respuesta que se ha dado a estas dos preguntas ha sido negativa.

De hecho, Lerner postulaba que la deuda pública (en moneda doméstica) puede crecer indefinidamente “si el público acepta prestarle al gobierno”. ¿Qué ocurre si el público no acepta prestar? Lerner planteaba dos posibilidades: 1) la gente atesora el dinero en lugar de bonos, y el gobierno imprime el dinero; 2) la gente aumenta su tasa de gasto por lo cual el gobierno no debe endeudarse para gastar. Por supuesto, en una economía abierta y pequeña –como Argentina- la gente podría tener una tercera opción: comprar dólares.

Respecto de la primera pregunta Lerner mismo ofrece un comienzo de respuesta. Dice que aunque ningún país puede quebrar en una deuda denominada en su propia moneda, en el caso del endeudamiento externo (en divisas) esa país funcionará como el ama de casa de una economía hogareña. Ciertamente, en países en desarrollo cualquier economista con los mínimos antecedentes del problema diría que el enfoque tiene límites evidentes, puesto que el empuje a la demanda doméstica –sin más- puede terminar generando situaciones de crisis de balanza de pagos por las razones estructurales antes explicadas.

En verdad, este es uno de los puntos controvertidos del enfoque hoy conocido como Moderna Teoría Monetaria (Modern Monetary Theory o MMT), representado por Randall Wray, Bill Mitchell, Warren Mosler y Stephanie Bell, entre otros. Por ejemplo, Wray sostiene que mientras un país conserva una moneda soberana, es decir que conserva el privilegio de hacer pagos mediante la emisión de su propia moneda y no se compromete a amortizar deuda a cualquier tipo de cambio fijo o peor en una moneda extranjera, entonces ese país no puede incurrir en default y la nacionalidad de los tenedores de la deuda es irrelevante:

"Creemos que con la “deuda soberana” emitida por un país que adopta un tipo de cambio flotante, no convertible (sin promesa de convertir al metal o divisas a un tipo de cambio fijo) la moneda no enfrenta el riesgo de default. Una vez más, llamamos a esto una moneda soberana, emitida por un gobierno soberano. ... Un gobierno soberano sirve su deuda -sea esta sostenida por extranjeros o por residentes en el país- exactamente de una manera: mediante una acreedición en las cuentas bancarias. ... [Es en verdad] irrelevante para el tema de la solvencia o de las tasas de interés si existen compradores para los bonos del

gobierno y si los bonos son propiedad de ciudadanos nacionales o extranjeros” (Nersisyan y Wray 2010).

Un tipo de cambio fijo puede conducir a un déficit de cuenta corriente y así un país puede estar está expuesto a “interrupciones súbitas” (“sudden stops”) en los flujos de capital, y la mayor tasa de interés necesaria para evitar las fugas de capitales y mantener la estabilidad cambiaria empeorará los desequilibrios externos e internos. Pero para Wray los desequilibrios de cuenta corriente parecen irrelevantes:

"Un país puede incurrir en un déficit por cuenta corriente siempre que el resto del mundo quiera acumular sus IOUs (documentos informales de reconocimiento de deudas). El superávit de la cuenta de capital del país ´equilibra´ su déficit por cuenta corriente.... Incluso podemos ver el déficit en cuenta corriente como resultado de un deseo del resto de mundo de acumular un ahorro neto en forma de créditos en el país”.

Esto implicaría que cualquier país con una moneda plenamente soberana y ninguna promesa de convertibilidad a un tipo de cambio fijo podría acceder a un crédito externo ilimitado. Pero de hecho es mediante la promesa de una convertibilidad que los países de la periferia pueden financiar de una manera barata sus déficits en cuenta corriente. Por supuesto, esto puede resultar muy caro a largo plazo, pero sin duda un tipo de cambio flotante desalentaría los préstamos externos baratos. Por otra parte, a contramano de lo expuesto hasta aquí, la MMT considera que el manejo del tipo de cambio prácticamente *elimina* el problema de la restricción externa. Por ejemplo Mitchell, escribe:

“Para una nación soberana –es decir, un “régimen monetario moderno”- que incluye un tipo de cambio flexible, el gobierno tiene más espacio para la política interna de lo que el *mainstream* considera. El gobierno puede hacer uso de este espacio para buscar el crecimiento económico y el aumento de los niveles de vida, *aunque esta expansión implique un déficit en cuenta corriente y la depreciación de la moneda*. Si bien *no hay tal cosa como una restricción de balanza de pagos al crecimiento en una economía de tipo de cambio flexible*, en la misma forma que existe en un mundo de tipo de cambio fijo, la balanza de pagos todavía tiene implicaciones para las tenencias de reservas extranjeras a través del nivel de la deuda externa en poder del sector público y privado” (Mitchell, 2009, énfasis agregado).

Hay un exagerado optimismo en las elasticidades del comercio exterior respecto del tipo de cambio al tiempo que la relación entre tipo de cambio, distribución y precios domésticos es juzgada como irrelevante. Mitchell observa con razón que la disciplina fiscal no ayudó a los países en desarrollo a tratar con las crisis financieras, el desempleo o la pobreza, pero deduce de esta tesis correcta otra que no es necesariamente cierta: que la expansión fiscal *no puede* generar crisis externas ni desencadenar presiones inflacionarias en ningún caso. Respecto de la restricción externa, la misma idea se reafirma en otro trabajo, esta vez referido a Australia:

“El crecimiento económico de Australia siempre ha estado limitado por la llamada restricción de balance de pagos. Bajo un tipo de cambio fijo, la cuenta corriente influye en las reservas del banco central y hace que la expansión doméstica resulte dependiente de la necesidad de defender la paridad externa. Esta restricción no se aplica bajo un régimen de tipo de cambio flotante y la política interna así pueden perseguir objetivos de pleno empleo con el tipo de cambio realizando el ajuste "(Mitchell & Mosler, 2001).

López-Gallardo (2000) desarrolla una línea de crítica sobre la propuesta de la MMT del “Estado como empleador de última instancia” (ELR) focalizada en dos puntos: 1) las políticas expansivas pueden alentar el conflicto distributivo y desatar presiones inflacionarias bien antes del “pleno empleo” (algo que la propuesta de ELR descarta); 2) las políticas expansivas pueden conducir a déficits en cuenta corriente y esto puede ocasionar presiones inflacionarias y efectos disruptivos (algo que la MMT considera irrelevante si hay un tipo de cambio flexible).

López-Gallardo discute la visión de Wray, para quien el programa de ELR puede conducir a mejoras en la productividad y la eficiencia, y con esto desactivar la presión del conflicto distributivo sobre el excedente. Algo análogo se plantea respecto de la balanza de pagos: un país puede implementar una estrategia industrial para aumentar la incidencia de los bienes de cuya demanda tienen una alta elasticidad-ingreso, y alcanzar una mayor tasa de crecimiento de sus exportaciones para una tasa dada de crecimiento de las exportaciones mundiales. López-Gallardo afirma que estas estrategias pueden efectivamente tener el efecto indicado, pero que tales políticas “toman tiempo”.

Sin embargo, es interesante observar que el “tiempo” aquí es una referencia que sitúa el problema más allá del corto plazo. Por supuesto, si la política se redujera

a desplegar políticas expansivas de demanda dentro de una cierta estructura económica con problemas latentes de restricción externa y con los rasgos estructurales de un país como Argentina (con alta elasticidad-ingreso de las importaciones), la propuesta no iría muy lejos. Implícitamente, esa es la propuesta del ELR que López-Gallardo critica acertadamente.

Pero es posible aquí invertir el razonamiento: no hay otra opción que tomarse el tiempo necesario y diseñar políticas que contemplen los problemas estructurales y su verdadera dimensión temporal para darles una solución adecuada. En verdad, una política “prudente” de contracción moderada de la tasa de crecimiento no resuelve ningún problema importante, deja intactos los escollos estructurales y hasta puede agravarlos.

En otras palabras, el enfoque de finanzas funcionales, originalmente pensado para perseguir, a través del manejo expansivo de la demanda y de la política fiscal los objetivos de un alto crecimiento y del “pleno empleo”, en las condiciones particulares de una economía pequeña y abierta requiere generar previamente las condiciones de posibilidad para ese “manejo expansivo de la demanda”. Básicamente, eso implica reorientar los objetivos de la política fiscal (el gasto y la inversión públicos) a fin de desplazar la restricción externa al crecimiento.

Nuevamente, en este contexto –como en el planteo original de Lerner- la política fiscal deberá evaluarse exclusivamente por sus efectos sobre el sistema económico, en particular, sobre el alivio de la restricción de divisas al mismo tiempo que se genera la expansión de la demanda. Y, una vez más, la obtención de estos objetivos no implican necesariamente que el gobierno deba mantener el equilibrio fiscal en la medida en que efectivamente la restricción externa sea desplazada.

El otro aspecto frecuentemente señalado es cómo adecuar este enfoque en el caso de países donde los agentes tienen una alta “preferencia por la liquidez”... en moneda extranjera. Para pensar este punto, recurrimos a la siguiente identidad:

$$G + iB = \Delta MD + T + \Delta B \quad (1)$$

Donde G es el gasto del gobierno (inyección de *outside money*)⁵³, iB son los intereses de los bonos de la deuda pública, ΔMD son las variaciones de las tenencias de dinero del público, T (impuestos) y ΔB la variación del stock de bonos en manos del

⁵³ Outside money o “dinero externo” es un término que se refiere al dinero que no es un pasivo para nadie más “dentro” de la economía.

público. Aquí, la prescripción de Lerner es sencilla. Mientras el público está dispuesto a seguir prestándole al gobierno, no hay dificultad, y “no importa cuántos ceros se agreguen a la deuda nacional”. Si el público se resiste a seguir prestando al gobierno, o bien deberá atesorar el dinero o gastarlo. Si el público atesora, el gobierno puede imprimir el dinero para satisfacer sus intereses y otras obligaciones, y el único efecto es que el público tiene la moneda del gobierno en lugar de los bonos del gobierno, y el gobierno “se ahorra la molestia de hacer los pagos de intereses”. Si el público gasta, esto aumentará la tasa de gasto agregado, por lo que no será necesario que el gobierno tome prestado para ese fin, y si la tasa de gasto se vuelve demasiado grande, entonces será el momento de “subir los impuestos para evitar la inflación”. El excedente fiscal puede ser usado para pagar intereses y deuda pública. En todos los casos “las finanzas funcionales proporcionan una simple y casi automática respuesta” (Lerner, 1943, 302).

Sin embargo, claramente Lerner está refiriéndose a una economía cerrada (o a las economías industriales de los años 50, con fuertes controles de capital). Para quienes piensan en una economía pequeña y subdesarrollada en los tiempos que corren, es casi automático regresar a la expresión (1) y modificarla para representar una economía “abierta”:

$$G + iB = \Delta MD + T + \Delta B + \Delta AF$$

Donde ΔAF son las compras netas de activos externos (divisas). En este contexto, cuando la gente “no quiere prestarle al gobierno”, además de las dos posibilidades señaladas por Lerner (atesorar el dinero o aumentar su gasto), ahora hay una tercera opción: comprar activos externos.

¿Cuál es la lógica de esta compra persistente de activos externos? En los últimos años Argentina ha tenido un superávit (exceso de dólares) en sus cuentas externas. El gobierno utilizó parte de ese exceso para pagar deudas y acumular reservas, mientras que otra parte financió la compra de activos externos del sector privado (que utilizó esos dólares como reserva de valor). El Estado puede intentar minimizar la formación de activos externos ofreciendo un retorno en moneda doméstica que induzca cambios de portfolio del sector privado, aunque esta opción podría ser muy costosa ya que la tasa de interés (en verdad, el diferencial de intereses entre la tasa doméstica y la internacional más la prima de riesgo) debería quizás ser

demasiado alta para inducir ese cambio.⁵⁴ Otra opción es afectar el retorno de esos activos externos (por ejemplo, mediante la fijación de impuestos) o directamente controlar las cantidades, o una combinación de ambas.

Respecto de los rendimientos, debe señalarse que mientras otras economías de la región (por ejemplo, Brasil) ofrecen un gran diferencial de intereses entre las tasas locales y las internacionales (más la prima de riesgo país), en Argentina ese diferencial es prácticamente nulo.



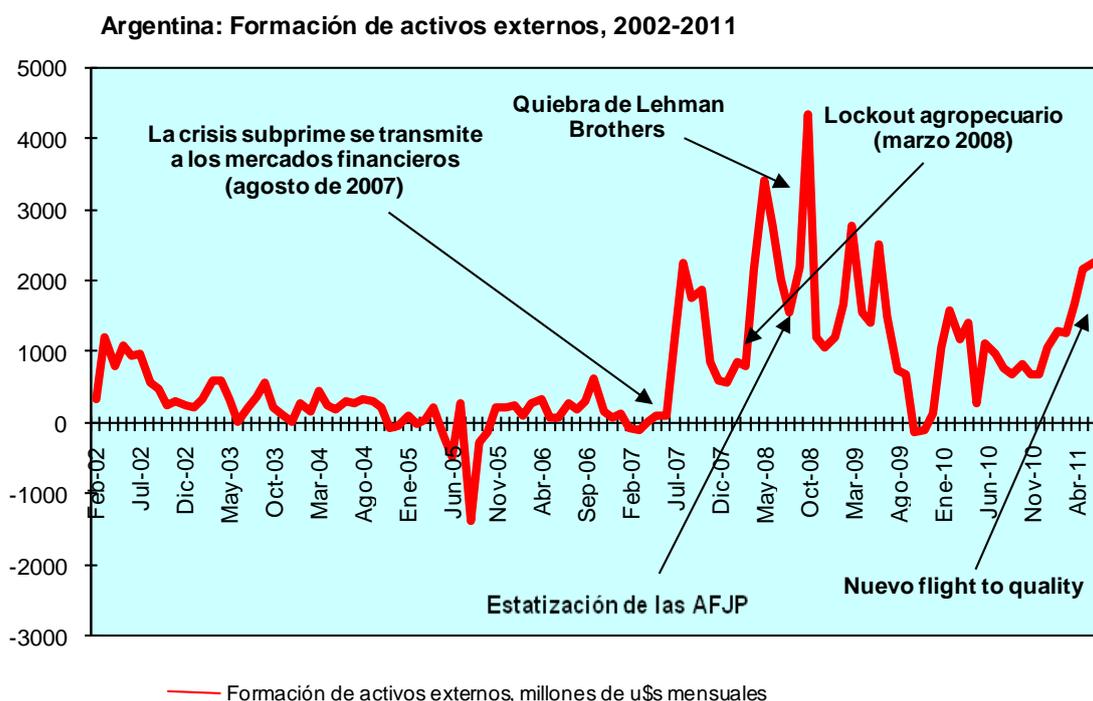
Fuente: Elaborado en base a Indec y CEI.

Ciertamente, este resultado es la contrapartida de una elección crucial de política económica: mientras la mayoría de los países de la región optaron por un sistema de *inflation targeting* (que tiene como componentes principales un diferencial positivo de intereses y un fuerte sesgo hacia la apreciación cambiaria), Argentina rechazó esa alternativa a favor de un esquema de tasa de interés real baja y tipo de cambio real relativamente más competitivo (Abeles & Borzel, 2010).

⁵⁴ Es probable que en el contexto actual de la economía argentina la tasa de interés internacional más el riesgo-país constituyan apenas un "piso" para la tasa de interés doméstica en términos de las preferencias de los inversores extranjeros. Como señala Frenkel (2006), con un bajo desarrollo del mercado de tipos de cambios futuros y donde los inversores externos deben asumir algún riesgo cambiario, la tasa de interés local sería: $i_t = i_t^* + (e_{t+1}^* - e_t) + k_t + r_t$, donde i^* es la tasa internacional, $(e_{t+1}^* - e_t)$ es la devaluación esperada, k es el riesgo-país y r es el riesgo cambiario, donde $(e_{t+1}^* - e_t) > 0$ y $r > 0$.

Pero la comparación de los rendimientos no es suficiente para explicar esta alta “preferencia” por activos externos. Si el análisis se focaliza en los acontecimientos específicos que acompañaron la evolución del mercado de activos externos en el período, surgen con más claridad algunos factores de significación. El primer gran impulso se observa durante el tercer trimestre de 2007, con el comienzo de la crisis financiera en Estados Unidos. Asimismo, tres episodios ocurridos durante 2008 contribuyeron a acentuar la salida de capitales. En marzo se inició el *lock out* agropecuario contra el gobierno nacional. En septiembre se presentó el segundo episodio relevante, cuando el sistema financiero en Estados Unidos sufrió una gran crisis que resultó en la quiebra de Lehman Brothers y otros episodios relacionados.

Se desató, entonces, un episodio de extensión global de la crisis financiera. Los mercados mundiales entraron en pánico, lo que aceleró las salidas de capitales a nivel local como consecuencia de un generalizado fenómeno de “vuelo a la calidad” (centralmente, hacia el dólar y los bonos del Tesoro de los Estados Unidos) (Gaggero, Kupelian & Zelada, 2010, p.12-13).



Fuente: elaboración propia en base a Indec.

Así, el portafolio de los inversores tendió a dolarizarse a escala global. Por último, en octubre el gobierno argentino presentó un proyecto de ley disponiendo la unificación bajo el régimen estatal “de reparto” del Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones, eliminándose el régimen de las Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones hasta entonces vigente. La estatización de las AFJP no fue bien recibida por los agentes del mercado financiero y quizás profundizó la formación de activos externos.

La introducción de regulaciones cambiarias y de controles de los flujos de capital es indispensable para cualquier proceso de desarrollo. En este contexto pueden inscribirse todos los controles que favorezcan la estabilidad y eliminen los factores de volatilidad cambiaria. No obstante, el factor determinante respecto de las consecuencias finales de la tendencia a la formación de activos externos es la construcción de una cuenta corriente robusta que desaliente las expectativas de devaluación (o, lo que es lo mismo, las desplace persistentemente hacia delante), junto con las regulaciones que favorezcan la estabilidad y limiten la volatilidad del mercado. Asimismo, es el modo más genuino de financiar aquella parte de la FAE que no logre ser completamente erradicada por la política monetaria y/o por las regulaciones.

En este sentido, un cambio significativo en los últimos años fue la abrupta reducción de la fragilidad financiera que, bajos otros regímenes macroeconómicos, producía el financiamiento de la formación de activos externos. Ciertamente, la magnitud de la fuga de capitales de los últimos años solo es comparable a la observada en fases críticas como en la crisis de 2001. Sin embargo su efecto macroeconómico ha sido sustancialmente diferente y fueron estos años mucho menos nocivos que en el pasado. Mientras en los modelos anteriores (en 1976-1981, y en la convertibilidad) la salida de capitales produjo una drástica reducción de las reservas internacionales, las que eran alimentadas con endeudamiento externo y por ende generaban una situación externa insostenible, en los últimos años las ventas netas de divisas del banco central al sector privado fueron mínimas, mientras que el grueso de la fuga fue financiada con dólares “comerciales”. Pese a esta tormenta, la sociedad argentina pasó por el shock casi sin enterarse y el gobierno pudo evitar el ajuste contractivo y contar incluso con espacios para realizar políticas anticíclicas.

La existencia de agentes con alta “preferencia por la liquidez” en dólares no es una característica exclusiva de la economía argentina. De hecho, esta tendencia tiene razones estructurales de larga data y que son comunes a la mayoría de los países

periféricos. Como afirma Patnaik (2002), existe una fragilidad intrínseca de las monedas “periféricas” como medio de mantener la riqueza, algo que siempre se ha confirmado por la dirección final de los movimientos de la cuenta de capital y/o por la posición del balance de pagos. Así, en un mundo financiero desregulado, hay una tendencia crónica del capital a alejarse de estas monedas, y por ende, existe una tendencia latente a que tales monedas se deprecien. Existen indicadores de que este fenómeno, en más o en menos, está presente en las principales economías de la región. Y esta tendencia no siempre puede ser eliminada por la política monetaria.

La desregulación de la cuenta de capital, un producto típico de la era de la globalización, se ha constituido así en un factor adicional para la declinación de los términos de intercambio de los países que producen productos primarios. Al punto que Patnaik (2002) sugiere que la desregulación de los regímenes cambiarios tiene un efecto independiente y poderoso sobre los términos de intercambio, y que este efecto tiene su origen en los mercados de divisas y no los mercados de bienes. Este efecto surgiría de la tendencia secular del valor real de las monedas “periféricas” a caer respecto de la moneda hegemónica en un contexto de desregulación financiera y apertura externa.

Asimismo, existen factores políticos que trascienden la mera comparación de retornos entre activos nominados en distintas monedas. Análogamente a la sentencia de Kalecki (1943), respecto a que la clase empresaria, “en algún punto, aprecia más la “disciplina” y la “estabilidad” que las ganancias mismas”, en términos de monedas la conformación de carteras no responde automáticamente a los retornos esperados de cada activo. Como observa Epstein:

“La fuga de capital es un fenómeno inherentemente político con problemas relacionados con el estado, clases sociales y conflicto. Esto se vuelve evidente cuando uno considera que la fuga de capital puede ser un arma política poderosa en contra de las políticas de gobierno que amenacen a la riqueza y las prerrogativas de los ricos” (Epstein, 2005, 6).

De este modo, la “racionalidad” de la formación de activos externos puede estar dictada por factores distintos de la simple comparación de rendimientos entre moneda doméstica y en divisas (incluso puede ir en una dirección distinta de lo que a priori indicarían los diferenciales de rendimiento).

Asimismo, existen factores exógenos en la tendencia de la FAE que no pueden ser desconocidos. Aún cuando pueden existir factores domésticos que estimulen la

FAE, no se puede pasar por alto que su dinámica está fuertemente correlacionada con la dirección de los flujos de capitales entre los países “emergentes” y los países desarrollados. Por ejemplo, un artículo reciente de *The Economist*⁵⁵, señala que las reservas de divisas se redujeron en la mayoría de las economías “emergentes”. La rápida acumulación de reservas que estos países habían logrado en los últimos años, fue interrumpida en septiembre de 2012 cuando los inversores extranjeros huyeron de los mercados emergentes debido a la crisis, en un típico movimiento de *flight to quality*. En este contexto, países como China, Ucrania, Rusia y Brasil tuvieron que elegir entre permitir la depreciación de sus monedas o una caída de reservas (o una combinación de ambas).

Síntesis de las principales medidas regulatorias del mercado cambiario

Julio de 2010: el BCRA torna más estrictas las normas relativas a la formación de activos externos de residentes. Fija controles especiales a la compra de billetes y divisas en moneda extranjera que superen la suma de 250 mil dólares anuales. Estas medidas fueron ampliadas en noviembre de 2011.

Octubre de 2011: el BCRA crea el Programa de Consulta de Operaciones Cambiarias (PCOC), mediante el cual la AFIP supervisa las solicitudes de compra de divisas.

Noviembre de 2011: el BCRA enuncia un conjunto de excepciones al PCOC a los organismos internacionales, Gobiernos locales, empleados públicos de ciertas provincias con plazo determinado, personas con créditos hipotecarios hasta 15 días corridos desde el 31 de octubre y jubilaciones del exterior, entre otras.

Enero de 2012: el BCRA regula normas para el ingreso y egreso de divisas, en materia de servicios, rentas y transferencias corrientes.

Marzo de 2012: el BCRA dispone que los retiros de moneda extranjera con el uso de tarjetas de débito locales desde cajeros automáticos ubicados en el exterior, deberán ser efectuados con débito a cuentas locales del cliente en moneda extranjera.

Mayo de 2012: la AFIP limita la compra de dólares para atesoramiento. Además, mediante la resolución general 3333/12, se instaura un régimen de información previo a fin de atender gastos en concepto de viajes al exterior, por razones de salud, estudios, congresos, conferencias, gestiones comerciales, deportes, actividades culturales, actividades científicas y/o turismo.

Junio de 2012: el BCRA regula la compra venta de valores por parte de entidades financieras.

⁵⁵ “Currency reserves. Blip or trend?” (<http://www.economist.com/blogs/dailychart/2011/11/currency-reserves>).

Julio de 2012: el BCRA prohíbe formalmente la compra de dólares para atesoramiento. En una extensa actualización de la normativa cambiaria, también establece que las operaciones de compra de moneda extranjera deben hacerse con dinero bancarizado. Asimismo, el BCRA ordena que compra de dólares por ayuda familiar mayor a 1.500 dólares requiere su autorización especial, entre 300 y 1.500 debe hacerse con dinero bancarizado y sólo hasta 300 puede hacerse en efectivo.

Agosto de 2012: el BCRA modifica el régimen informativo de entidades financieras para el concepto turismo y viajes. Se debe a los crecientes consumos de argentinos en el exterior mediante tarjetas de crédito. Además, el BCRA hace oficial la limitación para la compra de dólares por turismo para países limítrofes y de la zona euro. Para estas regiones, sólo se permitirá comprar las divisas del país de destino.

De este modo, es altamente probable que cuando el gobierno comenzó a intervenir en el mercado cambiario en octubre pasado, la aceleración en el ritmo de la FAE estuviera vinculada a cuestiones globales. Ciertamente, es difícil distinguir cuánto pesan los factores internos y externos, pero no puede atribuirse la aceleración de la FAE exclusivamente a factores internos, cuando el fenómeno tiene un correlato bastante nítido con otros países de la región y del mundo. Además, aquellos que atribuían el fenómeno a factores internos (como las supuestas “inconsistencias” del modelo) se encuentran con un problema, ya que no pueden explicar que el mismo fenómeno que ellos atribuyen aquí a la “mala praxis” de la política económica afecte a países que supuestamente “hicieron todo bien” en la gestión macroeconómica como Brasil.⁵⁶ Esto no significa que los factores internos no cuenten. Puede que algunos episodios domésticos destaquen momentos particulares, pero en la tendencia general Argentina no parece mostrar una dinámica de la FAE muy distinta de todo el mundo “emergente”.⁵⁷

Estos aspectos ayudan a explicar por qué la eliminación total de la “fuga de divisas” es sumamente difícil y también pone de relieve que cambio significativo de Argentina en los años 2000 consistió fundamentalmente en la eliminación de los factores que hacían que la FAE introdujera una tendencia creciente hacia la fragilidad financiera externa, algo que cambió sustancialmente en los años 2000 debido a la adopción de un esquema macroeconómico mucho más robusto.

⁵⁶ En mayo último, el balance cambiario de Brasil registró un saldo negativo de u\$s 2.691 millones. Fue la mayor salida neta de dólares desde noviembre de 2008 en plena crisis internacional según el BCB, aún cuando el saldo del intercambio comercial fue superavitario en 3.636 millones.

⁵⁷ Es interesante notar que los cambios en la dinámica de los flujos de capitales no parece siquiera respetar los diferenciales de rendimientos entre monedas domésticas y los activos externos, ya que afecta de manera similar a países con regímenes macroeconómicos y políticas monetarias sumamente diferentes, como Argentina y Brasil.

5. Algunas conclusiones preliminares y comentarios finales

El presente trabajo se ha focalizado en el análisis de algunos aspectos relevantes del desplazamiento de la restricción externa al crecimiento en los años 2000. El análisis se concentró en la interacción entre los cambios en el entorno internacional y su articulación con los cambios en las políticas internas de los últimos años en Argentina. Se demostró que hipótesis del “viento de cola” es extremadamente simplista y que el ambiente externo contribuyó a aliviar la restricción externa al crecimiento, pero no determinó el *ritmo* de crecimiento alcanzado, que fue inédito en la comparación histórica. Además del rol estratégico de China en el mercado mundial, también el crecimiento de Brasil, especialmente desde mitad de la década, fue un factor importante. Pero el cambio principal se debió al régimen macroeconómico que emergió de la crisis y se consolidó desde 2003.

Uno de los hechos más destacables en términos de la sostenibilidad externa del crecimiento, en contraste con los años 90, fue el cambio en el resultado promedio de la cuenta corriente externa. Mientras durante la Convertibilidad, el régimen de política económica suponía el financiamiento de los crecientes déficit de cuenta corriente a través de la cuenta capital y financiera, desde 2002-2003 Argentina pasó de ser un país de “cuenta de capital” a ser un país de “cuenta corriente”.

A diferencia del modelo previo, la expansión económica no condujo a una fragilidad financiera ni introdujo dosis crecientes de riesgo sistémico, aún cuando los tenedores de riqueza siguieron teniendo una alta preferencia por los activos externos y aunque, durante el período bajo análisis, tuvieran la opción de pasar fácilmente de activos denominados en moneda doméstica a activos externos. La ausencia de fragilidad financiera hizo que la alta “preferencia por la liquidez” (externa) de estos agentes no lograra socavar el espacio del gobierno para realizar políticas económicas activas, particularmente durante la crisis de 2009.

Suprimida la fragilidad financiera de los años 90 (gracias a la política de desendeudamiento y de acumulación de reservas), los viejos rasgos de la “estructura productiva desequilibrada” argentina retoman un lugar dominante en el escenario y comienzan a operar gradualmente sobre el sector externo en un nuevo contexto interno e internacional. Al lado de un exitoso desempeño de las exportaciones de manufacturas de origen industrial, se registró un intenso aumento absoluto de importaciones de bienes de capital e insumos y una tendencia creciente del coeficiente

de importaciones, como consecuencia del vigoroso crecimiento de la inversión. De no mediar cambios sustanciales, este comportamiento implicará que cualquier aumento en la tasa de crecimiento del producto tendrá un fuerte efecto "acelerador" en la demanda de importaciones.

Asimismo, la relación entre inversión e importaciones obedece a un cambio estructural legado por las políticas aperturistas y desindustrializantes de los años 90'. Mientras en toda la etapa 1950-1990 la inversión en equipo durable total mantenía una alta correlación con la producción de equipo durable nacional, desde 1990 esa correlación se debilita considerablemente y la inversión en equipo durable pasa ahora a estar correlacionada fuertemente con la importación de equipo durable. Ciertamente, esta es una de las áreas principales que demandan profundas políticas industriales de carácter estructural.

Asimismo, en el manejo de la política cambiaria debe considerarse también la relación existente entre la apreciación cambiaria y los términos de intercambio en términos globales respecto del bloque de países exportadores de commodities. La tendencia hacia la revaluación real de las monedas de los exportadores de commodities desde 2003 condujo a una tendencia general hacia un aumento de los costes laborales unitarios en dólares de la mayoría de los exportadores de commodities. Por ende, la revalorización de las "commodity currencies" en relación con el dólar americano ha sido otro de los elementos importantes que afectaron el costo de producción en dólares y por ende los precios internacionales de la mayoría de las commodities en los años 2000.

Ciertamente, los episodios de contracción o desaceleración de los años 2000 (en 2009 y 2012) no se deben a la operación de la restricción externa al crecimiento (como era el caso en los años 60 y 70), ya que incluso hoy el país detenta un volumen considerable de reservas internacionales y recién ahora está registrando un ligero déficit de cuenta corriente. Sin embargo, la economía argentina de los años 2000 financió su crecimiento vía cuenta corriente, y el lento deterioro de sus sustentabilidad externa va poniendo de manifiesto la tradicional especialización primaria de la economía y su desequilibrio estructural de larga data. En este sentido, la dinámica cíclica difiere de la observada en los años de integración financiera, ya que dos episodios de desaceleración en años recientes se originan en shocks externos cuyo principal canal de transmisión hacia el crecimiento doméstico es el canal *comercial*, vía la abrupta contracción de las exportaciones, y no los mecanismos financieros.

En verdad, los riesgos reales del proceso actual tienen más que ver con potenciales dificultades para expandir el proceso de crecimiento del mercado interno y para profundizar el proceso de industrialización, que con la posibilidad de ocurrencia de nuevas crisis financieras y externas. En tal contexto, en la medida en que se decidan aplicar políticas de desarrollo más agresivas y profundas, la dependencia de la industria del tipo de cambio resultaría menor en el largo plazo, y por ende el conjunto del modelo de desarrollo estaría menos sometido a pujas distributivas y presiones inflacionarias.

Asimismo, frente a las tendencias estructurales que emergen en la cuenta corriente y la reducción paulatina de la sustentabilidad externa, hay quienes propician una forma de financiamiento externo basada en un “razonable” déficit de cuenta corriente financiado con mayores flujos de IED. Sin embargo, el análisis revela la fragilidad estructural que la excesiva dependencia de los flujos de IED puede producir en el balance de pagos de la economía, y llama la atención sobre la similitud de los flujos de IED basado en la alta reinversión de utilidades con un esquema Ponzi.

Por otro lado, la reversión del nivel de “extranjerización” de la estructura económica (aunque indispensable) es un proceso extremadamente lento y complejo. En tal contexto, una herramienta crucial para administrar la dinámica de la IED y el flujo de utilidades en conexión con la cuenta corriente es la imposición de normas y restricciones a las transferencias de utilidades de modo de evitar los potenciales efectos desestabilizadores sobre el mercado cambiario. Estas regulaciones permitirían un rol más efectivo de la flexibilidad cambiaria y limitarían los efectos disruptivos que, en un contexto de crisis externa, el ajuste cambiario puede tener sobre la actividad y la inflación. Otro aspecto clave de una estrategia de regulación es el requisito de la contribución a la capacidad exportadora del país proveniente de la nueva inversión extranjera, dado que si, como ocurrió hasta ahora, el grueso de la IED se dirige a producir bienes para el mercado interno, esto reforzará la tendencia deficitaria de la cuenta de rentas.

Ciertamente, considerando en su conjunto los datos y reflexiones previas, podría decirse que cuando las tendencias del comercio exterior se vinculan con una dinámica deficitaria de la cuenta de rentas, la trayectoria de la cuenta corriente en el largo plazo podría resultar no sostenible. En otros términos, si la dinámica de crecimiento de la economía argentina en el último lapso, caracterizada por el aumento en el nivel absoluto de importaciones y también del coeficiente de importaciones, se mantuviera inalterada, podría conducir a la política de administración expansiva de la

demanda agregada hacia una lógica de tipo *stop-and-go* en la medida en que la expansión sea iniciada en (y liderada por) el mercado interno. Así, dada esta relativa desindustrialización de componentes y bienes de capital, en ese caso hipotético el crecimiento solo podría ser sostenido si estuviera siendo liderado por las exportaciones. Es decir, dado que las altas tasas de crecimiento del PIB inducen tasas proporcionalmente más altas de la inversión y que esta, a su vez, induce un fuerte aumento proporcional de las importaciones, las exportaciones deberían crecer a tasas significativamente más altas y crecer tanto o más que los otros componentes de la demanda doméstica.

Sin embargo, en este punto corresponde hacer una serie de consideraciones. La estructura de la cuenta corriente y la posición general del balance de pagos hacen que la economía argentina sea mucho más robusta que en el pasado y registre uno de los índices de vulnerabilidad financiera más bajos de sus historia. De modo que, en el contexto actual, un cierto déficit de cuenta corriente está muy lejos de configurar una crisis externa. O dicho de otro modo: para un mismo nivel de déficit de cuenta corriente, hoy el sector externo es mucho más fácil de administrar que en el pasado. De hecho, la tendencia al déficit de cuenta corriente es la norma en toda la región, aunque no parece representar una amenaza como en el pasado. La disponibilidad de reservas y la flexibilidad cambiaria constituyen una de las diferencias principales, además de las nuevas condiciones internacionales (básicamente la emergencia de China como gran potencia comercial, un rasgo que parece perdurable).

Debe afirmarse además que en estas nuevas condiciones internacionales, y considerando la situación estructural actual del sector externo (bajo endeudamiento externo, menor fragilidad financiera), incluso un proceso de *stop and go* en Argentina podría adquirir *una nueva forma*, quizás con caídas más leves del producto –como de algún modo ocurrió en 2009- y recuperaciones más extendidas, contribuyendo a generar una tendencia de crecimiento más sostenida en el largo plazo.

Asimismo, las proyecciones más o menos lineales que indican una reducción de los niveles de sustentabilidad externa, incorporan implícitamente el supuesto de que bajo esas trayectorias hipotéticas ninguna política específica operará sobre los diversos componentes de la cuenta corriente externa para mejorar las condiciones de sustentabilidad. Por ende, dada una cierta elasticidad-ingreso de las importaciones y una dinámica estructural de las rentas de inversión, el resultado final dependería esencialmente del comportamiento de las exportaciones, que es un factor básicamente exógeno.

Respecto de las áreas de política, se destaca el mantenimiento de tipos de cambios múltiples, a fines de sostener la competitividad industrial y preservar los salarios reales. Adicionalmente, una fuerte dosis de inversión pública en infraestructura debe apuntar a lograr aumentos de productividad en aquellos sectores que afectan actividades básicas, es decir, aquellas ramas o actividades que directa o indirectamente entran como insumos en la elaboración de todos los productos. Al respecto, se subrayó que uno de los principales instrumentos de política industrial debería ser la utilización del poder de compra del Estado para inducir tales resultados estructurales, en particular respecto de la política de sustitución de importaciones, la promoción de ciertas exportaciones y en general como herramienta de inducción del desarrollo industrial y tecnológico.

Sin embargo, la política de sustitución de importaciones exige adoptar una visión dinámica para que dicha sustitución no termine engendrando una demanda derivada de importaciones superior a la inicial y por ende torne inviable el proceso. Para ser efectiva, la sustitución debe necesariamente ser un proceso planificado para que exista un encadenamiento entre productos sustituidos que permita la continuidad del proceso en punto a ampliar la capacidad productiva de lo que ya se produce y también para tener la flexibilidad de importar nuevos productos. Dicho plan de encadenamientos debe estar a cargo del Estado por la dificultad que encierra dicho tipo de coordinación.

La sustitución de importaciones no implica ni más ni menos la adopción de un instrumento que permita mantener de forma continua el crecimiento del aparato productivo. Implica que el patrón de importaciones no puede dejarse librado a la arbitrariedad del mercado sin coordinación dinámica ni planeamiento estatal. En realidad, la sustitución de importaciones es parte del engranaje de un plan de desarrollo global, y –como se dijo- sin planificación la sustitución puede avanzar regenerando las trabas que buscaba eliminar.

Respecto del financiamiento, en las condiciones particulares de una economía pequeña y abierta, el análisis anterior requiere generar previamente las condiciones de posibilidad para el manejo expansivo de la demanda. Básicamente, eso implica reorientar los objetivos de la política fiscal (el gasto y la inversión públicos) a fin de desplazar la restricción externa al crecimiento. En este contexto –de igual modo que en el planteo original de Lerner- la política fiscal debería evaluarse fundamentalmente por sus efectos (su “funcionalidad”) sobre el sistema económico, en particular, sobre el alivio de la restricción de divisas y la sostenibilidad del crecimiento. La obtención de

estos objetivos no implica necesariamente que el gobierno deba mantener el equilibrio fiscal en la medida en que tal política contribuya a mejorar la sustentabilidad externa y la posición de la balanza de pagos de la economía.

Por otro lado, el discurso refractario hacia *cualquier* nivel de déficit fiscal resulta extraño considerando, por ejemplo, que las severas recomendaciones emergidas del Tratado de Maastrich fijaban un límite al déficit de los países de la Eurozona del 3% del PIB. Asimismo, cuando se habla de déficit fiscal es preciso apuntar los problemas de medición existentes desde el ángulo del análisis económico. Por caso, el concepto de “deuda pública neta del sector público” (o de necesidad de financiamiento neta) utilizado en Argentina no considera que, en general, la inversión en capital fijo genera como contraparte un activo con algún retorno futuro. Por supuesto, esto produce mayores obstáculos para un crecimiento más significativo de la inversión pública, una variable clave en el largo plazo para el proceso de desarrollo. Hace unos años, en Gran Bretaña se comenzó a usar la denominada “regla de oro”, que impone un equilibrio a lo largo del ciclo (pero no en cada momento) entre el gasto público corriente e ingresos fiscales y, al mismo tiempo, permite el financiamiento mediante el incremento de la deuda pública de todo el gasto del gobierno en capital fijo.

En el caso argentino, sin embargo, todo el gasto público en capital es considerado a la par de cualquier otro tipo de gasto (como consumo corriente), algo que no parece correcto; de hecho, ¿cómo puede la “necesidad de financiamiento” que no descarta la contrapartida en activos reales ser “neta”? Del mismo modo, en la mayoría de los países avanzados, como Estados Unidos, las cuentas fiscales no hacen distinción entre gastos corrientes e inversión. Como observó Eisner, “La mayoría de las grandes corporaciones en Estados Unidos se encontrarían ellas mismas en déficit si tuvieran que incluir los gastos de capital en lugar de la depreciación en sus declaraciones de ganancias y pérdidas” (Eisner, 1989, pág.75).

Finalmente, la persistente tendencia a la formación de activos externos en una economía argentina requiere su regulación y control a fines de evitar una tendencia potencial hacia la fragilidad financiera y la inestabilidad. No obstante, la gran diferencia es que mientras en décadas anteriores la salida de capitales producía drásticas reducciones de las reservas internacionales y se financiaban con endeudamiento externo, en los últimos años ese financiamiento provino de la cuenta corriente y resultó sostenible. A su vez, la persistencia de la tendencia a la formación de activos externos en un país como Argentina tiene razones estructurales: como en otras economías periféricas, existe una *fragilidad intrínseca* de la moneda como medio seguro de

mantener la riqueza, un reflejo de lo que Diamand denominó “estructura productiva desequilibrada”. Esa fragilidad puede ser compensada (y a duras penas) pagando costos elevadísimos, como el enorme diferencial de tasas de interés que ofrece Brasil y que, sin embargo, tampoco pudo evitar la fuerte salida de capitales en 2008. En este contexto, el enfoque de las finanzas funcionales debe ser reorientado a fin de robustecer la cuenta corriente externa (básicamente, la sustitución de importaciones y la promoción de exportaciones, así como aquellos factores que definen la productividad global, como la infraestructura energética, de transporte y social). En tal contexto, la política de finanzas funcionales resultará posible y sostenible en la medida en que permita remover la restricción externa al crecimiento (actuando positivamente sobre la estructura productiva subyacente a las exportaciones e importaciones) y que, al mismo tiempo, permita financiar de manera consistente la formación de activos externos, es decir, la fracción dolarizada del portfolio de los tenedores de riqueza que las regulaciones y controles no logren eliminar. En suma, el éxito macroeconómico de estos años requiere, para su sostenibilidad en el largo plazo, de la aplicación y profundización de políticas estructurales que aseguren el crecimiento del mercado interno, el empleo y una mejor distribución del ingreso en el futuro.

Referencias:

Abeles, M. & Borzel, M. (2004). “Metas de inflación: implicancias para el desarrollo”, Centro de Economía y Finanzas para el Desarrollo de la Argentina, DT Nro1, junio 2004.

Abeles, M. & Borzel, M. (2010). “El régimen bajo presión: los esquemas de metas de inflación en Brasil, Chile, Colombia y Perú durante el boom en los precios internacionales de materias primas”, Cefid-Ar, Documento de Trabajo N° 31, Septiembre de 2010.

Agosin, M. & Mayer, R. (2000). “Foreing investment in developing countries: Does it Crowd in Domestic Investment?”, No.146, UNCTAD/OSG/DP/146, February 2000.

Amico, F. & Fiorito, A. (2012). “The effects of the Great Recession of 2008 on the neo-Keynesian development experiences: the cases of Argentina and Brazil”, forthcoming. Collective research project: “The Great Recession. Causes, evolution and

consequences from a Post Keynesian standpoint”. (edit) Óscar Dejuán, Jorge Uxó y Eladio Febrero.

Amico, F. (2008). “Argentina 2002-2008: ciclo económico, inflación y crecimiento”, Oikos, Rio de Janeiro, Nro10, 2008, p.33-51.

Amico, F. (2011). “Notas sobre la Industrialización por Sustitución de Importaciones en Argentina: Buscando adentro la fuente de la competitividad externa”, H-industri@, Revista de historia de la industria, los servicios y las empresas en América Latina, Año 5- Nro. 9, segundo semestre de 2011.

Amico, F., Fiorito, A. & Hang, G. (2011). “Producto potencial y demanda en el largo plazo: Hechos estilizados y reflexiones sobre el caso Argentino reciente”, Cefid-Ar. <http://www.cefidar.org.ar/documentos/DTN35.pdf>.

Amsden, Alice H. 2001. The Rise of “the Rest”: Challenges to the West from Late-Industrializing Economies. Oxford, U.K.: Oxford University Press.

Arceo, E. & De Lucchi, J. (2012). “ESTRATEGIAS DE DESARROLLO Y REGÍMENES LEGALES PARA LA INVERSIÓN EXTRANJERA”, Cefid-Ar, Documento de Trabajo N° 43 - Mayo de 2012.

Berretroni, D. & Castresana, S. (2009), “Elasticidades de comercio de Argentina para el período 1993-2008”, Anales de la Asociación Argentina de Economía Política, XLIV Reunión Anual, Mendoza, Noviembre, p. 1-14.

Bhagwati, Jagdish. 1978. Anatomy and Consequences of Exchange Control Regimes. Foreign Trade Regimes and Economic Development series, vol. 11. Cambridge, MA: Ballinger.

Bianco, C., Porta, F. & Vismara, F. (2007). “Evolución reciente de la balanza comercial argentina. El desplazamiento de la restricción externa”, incluido en “Crisis, recuperación y nuevos dilemas. La economía argentina 2002-2007”, Bernardo Kosacoff (ed.), Cepal, Documentos de proyectos, N° 20.

Blecker, R. & Razmi, A. (2007). “The Fallacy of Composition and Contractionary Devaluations: The Output Impact of Real Exchange Rate Shocks in Developing Countries that Export Manufactures”, January 2007 (<http://www.american.edu/academic.depts/cas/econ/workingpapers/workpap.htm>).

Blecker, Robert A. 1999. The Diminishing Returns to Export-Led Growth. Occasional Paper, Council on Foreign Relations. http://www.cfr.org/publication/8709/diminishing_returns_to_exportled_growth_a_cfr_paper.html.

Braun, O. & Joy, L. (1968). "A Model of Economic Stagnation. A Case Study of the Argentine Economy", *The Economic Journal*, Vol. 78, No. 312 (Dec., 1968), pp. 868-887.

Brodersohn, M. 2008. "Frente a la Oportunidad Internacional más Excepcional de la Historia Argentina", *Econométrica S.A, Economic Research and Forecasts*, junio de 2008.

Castagnino T. (2006), "Contenido tecnológico y diferenciación de producto en las exportaciones argentinas", *Revista del CEI* N° 5, junio.

Curia, E. (2008). "El Péndulo Argentino: ¿Hacia una Recidiva? Pensando en Marcelo Diamand", *Centro de Análisis Social y Económico*, Abril de 2008.

Damill, M. & Frenkel, R. (2011). "Macroeconomic policies and performances in Latin America 1990-2010", *CEDES, Buenos Aires*, December 2011.

Damill, M. (2000). "El balance de pagos y la deuda externa pública bajo la convertibilidad", *Cedes, Buenos Aires*.

De Lucchi, M. (2012). "El enfoque del dinero endógeno y tasa de interés exógena. Reflexiones sobre la convertibilidad y la posconvertibilidad", *Cefid-Ar*, agosto de 2012 (en proceso).

Diamand, M. (1972) "La Estructura Productiva Desequilibrada Argentina y el Tipo de Cambio", *Desarrollo Económico* Vol. 12 N° 45. 1972.

Diamand, M. (1985). "El péndulo argentino: ¿Hasta cuándo?", *Revista Argentina de Política Económica y Social* n° 4, *Instituto de Política Económica y Social*, Buenos Aires, pp.93-134.

Díaz-Alejandro, C. (1963). "A note on the impact of devaluation and the redistributive impact", *Journal of Political Economy*, vol. 71, No. 6, diciembre.

Domar, E., "The burden of the debt and the national income", *American Economic Review*, vol. 34(4), 1944, pp. 798-827.

Dooley, M., Folkerts-Landau, D. & Garber, P. (2003). "An Essay on the Revived Bretton Woods System", NBER Working Paper No. 9971, September 2003.

Eisner, R. (1989). Budget deficits: Rethoric and Reality, *The Journal of Economic Perspectives* (1986-1998); Spring 1989; 3,2.

Epstein, G. (2005) *Capital Flight and Capital Controls in Developing Countries*. Edward Elgar

Eshag, E. & Thorp, R. (1965). "Las Consecuencias Económicas y Sociales de las Políticas económicas ortodoxas aplicadas en la República Argentina durante los años de postguerra", *Desarrollo Económico* Vol 4 N°16. 1965.

Esteban Pérez Caldentey and Matías Vernengo (2008). "Back to the Future: Latin America's Current Development Strategy", *The Ideas working paper series*, paper no. 07/2008.

Ferrer, A. (1963). "Devaluación, Redistribución de Ingresos y el Proceso de Desarticulación Industrial en la Argentina", *Desarrollo Económico*, Vol. 2, No. 4 (Jan. - Mar., 1963), pp. 5-18.

Ferrer, A. (1983). "Vivir con lo nuestro. Nosotros y la globalización", *Fondo de Cultura Económica*.

Ferreres, O. (2005). "Dos Siglos de Economía Argentina (1810-2004)", *Fundación Norte y Sur*.

Forstater, M. (1999). "Functional Finance and Full Employment: Lessons from Lerner for Today?", *Working Paper No.272*, The Jerome Levy Economics Institute, July 1999.

Frenkel, R. & Rapetti, M. (2009). "A developing country view of the current global crisis: what should not be forgotten and what should be done", *Cambridge Journal of Economics* 2009, 33, 685–702.

Frenkel, R. (2003) *Deuda Externa, Crecimiento y Sostenibilidad*. *Desarrollo Económico*, vol. 42, N°168

Frenkel, R. (2003). "Globalización y crisis financieras en América Latina", *Revista de la Cepal* 80, agosto 2003.

Frenkel, R. (2004). "Tipo de cambio real y empleo en Argentina, Brasil, Chile y México", Cedes.

Frenkel, R. (2006) "El esquema de "inflation targeting" y las economías en desarrollo", exposición en las Jornadas Monetarias y Bancarias del BCRA, junio de 2006.

Frenkel, R. (2010). "Los nuevos fundamentals de la política macroeconómica en los países en desarrollo", Conferencia UNU-WIDER The Triple Crisis. Helsinki, 13-15 de Mayo, 2010.

Frenkel, R. (2012). "Lessons from a comparative analysis of financial crises", Cedes.

Furtado, C. (1972) Posibilidades de generalización del "modelo" Brasileño, Análisis del "modelo" brasileño, CEAL, BsAs.

Furtado, C. (1982) Transnacionalización y Monetarismo, Pensamiento Iberoamericano, nro1, ene-jun. De Economía Mundial, transformación y crisis, Tercer mundo ed. Colombia

Gaggero, J., Kupelian, R. & Zelada, M. (2010). "La fuga de capitales II. Argentina en el escenario global (2002-2009)", Cefid-Ar, Documento de Trabajo N° 29 - Julio de 2010.

Herrera, G. & Tavošnanska, A. (2011). "La industria argentina a comienzos del siglo XXI", Revista Cepal, 104, agosto de 2011.

Kaldor, N. (1965) El problema de la relación de precios del intercambio en los países subdesarrollados, en Programación del desarrollo Económico, pp.56-80FCE

Kalecki, M. "Political Aspects of Full Employment", 1943, Political Quarterly.

Kaplinsky, R. (2006). "Revisiting the revisited terms of trade: will China make a difference?", World Development (June 2006, forthcoming).

Keifman, S. (2005) "Tipo de Cambio y Empleo: a Treinta Años de Canitrot y Porto", XL Jornadas AAEP, La Plata.

Kregel, J. (1996). "Riscos e implicações da globalização financeira para a autonomia de políticas nacionais", *Economia e Sociedade*, Campinas, (7): 29-49, dez.1996.

Lerner, A. (1978). "The Scramble for Keynes' Mantle", *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 1, No. 1 (Autumn, 1978), pp. 115-123.

López Gallardo, J. & Perrotini, I. (2006). "On floating exchange rates, currency depreciation and effective demand", *BNL Quarterly Review*, vol. LIX, no. 238, September 2006, pp. 221-42.

López Gallardo, J. (2008). "Una reconsideración de las perspectivas económicas de México", *Economia e Sociedade*, Campinas, v. 17, Número especial, p. 677-694.

López Gallardo, J., Moreno-Brid, J.C & Puchet Anyul, M. (2006). "Financial fragility and financial crisis in Mexico", *Metroeconomica* 57:3 (2006) 365–388.

López, R. & Sevilla, E. (2010). "Los desafíos para sostener el crecimiento. El balance de pagos a través de los enfoques de restricción externa", *Cefid-Ar*, DT 32, octubre de 2010.

Mecon (2009). "Comercio Argentina-Brasil Una Perspectiva Desagregada", *Notas Técnicas N°15* (<http://www.mecon.gov.ar/peconomica/informe/indice.htm#>).

Medeiros, C. & Serrano, F. (1999). "Padrões monetários internacionais e crescimento", en Fiori, J. L. (ed.), *Estado e Moedas no Desenvolvimento das Nações*, Vozes, Petrópolis, 1999.

Medeiros, C. & Serrano, F. (2006). "Capital Flows to Emerging Markets under the Flexible Dollar Standart: A Critical View Based on Brazilian Experience", en: Matias Vernengo. (Org.). *Monetary Integration and Dollarization*. Northampton: Edward Elgar, 2006, 218-242.

Medeiros, C. (2008). "Financial dependency and growth cycles in Latin American countries", *Journal of Post Keynesian Economics*, Fall 2008, Vol. 31, No.1 79.

Medeiros, C. (2011). "The Decoupling of Economic Growth in World Economy in the Last Decade and Development Strategies", workshop *New Developmentalism*

and a Structuralist Development Macroeconomics organized by Centro Celso Furtado, August 15-16, 2011, Fundação Getulio Vargas, Sao Paulo.

Médici, F. (2010). "La Demanda Efectiva como Determinante del Producto: Un Análisis de Cointegración para Argentina (1980-2007)", Tesis de Maestría, UNLP, La Plata.

Mitchell, W. & Mosler, W. (2001). "Fiscal Policy and the Job Guarantee", Working Paper No. 01-09, august 2001, Centre of Full Employment and Equity.

Nersisyan Y., Wray R.L. (2010), Does Excessive Sovereign Debt Really Hurt Growth? A Critique of This Time Is Different, by Reinhart and Rogoff, Working Paper No. 603, Levy Institute June 2010.

Pasinetti, L., "The social burden of high interest rates", en P. Arestis, G. Palma y M. Sawyer (eds.), Capital Controversy, Post-Keynesian Economics and the History of Economics: Essays in Honour of Geoff Harcourt, vol. I, Londres, Routledge, 1997.

Pinto, A. (1971) Modelo de desarrollo reciente de América Latina, Trimestre Económico n.150 pp.477-498

Prebisch, (1986) El desarrollo económico de la América Latina y algunos de sus principales Problemas Desarrollo Económico, Vol. 26, No. 103.

Prebisch, R. (1981); "En torno de las ideas de la CEPAL. Problemas de la industrialización en la América Latina", en Ffrench-Davis, Ricardo (ed.), Intercambio y desarrollo, serie Lecturas, nro. 38, México DF, Fondo de Cultura Económica, pp. 143-171.

Prebisch, Raúl. 1964. Towards a New Trade Policy for Development. New York: United Nations.

Ros, J. (2011). "How to neutralize the adverse developmental effects of the Dutch Disease?", Unam, México, agosto de 2011.

Sacroisky, A. (2006). "La Inversión Extranjera Directa en la post-Convertibilidad. Principales tendencias en un nuevo patrón de crecimiento", Cefid-Ar, Documento de Trabajo N° 12, octubre de 2006.

Santarcángelo, J. & Perrone, G. (2012). “La cúpula empresaria argentina y su rol en el desarrollo económico”, *Revista Problemas del Desarrollo*, 168 (43), enero-marzo 2012.

Schvarzer, J. (1995). “La reestructuración de la industria argentina en el periodo de ajuste estructural”. CISEA, Centro de Investigación de la Situación del Estado Administrativo, Buenos Aires, Argentina. 1995. p. 41.

Schvarzer, J. (1997). “El régimen de regulación salarial en la Argentina moderna. Aproximación a sus condiciones globales”, CISEA, Centro de Investigación de la Situación del Estado Administrativo, Buenos Aires, Argentina. 1997. p.50.

Serrano & Medeiros (2001) *Inserção Externa, Exportações e Crescimento no Brasil*. IE-UFRJ

Serrano, 2011. “¿La suma de los ahorros determina la inversión?”, en *Ensayos, “Nuevas Miradas sobre Economía Heterodoxa”, Volumen N° 2*, Mariano de Miguel y Diego Coatz (comp). UCES.

Serrano, F. & Freitas, F. (2007). “El supermultiplicador sraffiano y el papel de la demanda efectiva en los modelos de crecimiento”, *Revista Circus*, Primavera de 2007, Año1, Nro.1.

Serrano, F. & Medeiros, C. (2004). “O desenvolvimento econômico e a retomada da abordagem clássica do excedente”, *Revista de Economia Política*, vol. 24, nº 2 (94), abril-junho/2004.

Serrano, F. & Summa, R. (2011). “Macroeconomic Policy, Growth and Income Distribution in the Brazilian Economy in the 2000s”, *Center for Economic and Policy Research*, junio de 2011.

Serrano, F. (2012). “Continuity and Change in the International Economic Order: Towards a Sraffian interpretation of the change in the trend of “commodity” prices in the 2000s”, UFRJ, mimeo.

Sraffa, P. (1960). “Production of Commodities by Means of Commodities: Prelude to a Critique of Economic Theory”, Cambridge University Press.

Storm, S. (2009) *Import substitution industrialization*, in Reinert & Rajan , *The Princeton Encyclopedia of the World Economy* Princeton University Press. Pp. 614-619

Tavares, M. C. (1963) "Auge e Declínio do Processo de Substituição de Importações no Brasil" in R. Bielschowsky (org.) "Cinquenta Anos de Pensamento da CEPAL-volume 1" , Cepal-Record, 2000

Tavares, M.C. (1976) O processo de substituição de importações como Modelo de Desenvolvimento na América Latina. Zakar. Rio de Janeiro.

Theitel y Thoumi, (1987) De La Sustitución De Importaciones A Las Exportaciones: La Experiencia De Las Exportaciones Manufactureras De La Argentina Y El Brasil* Desarrollo Económico, v. 27, NO 105 (abril-junio)

Vera, L. (2008). "Fiscal Policy", in International Encyclopedia of Public Policy, edited by Phillip O'Hara, Oxford University Press, 2008.

Vernengo, M. (2005) Export promotion in International Encyclopedia of The social Sciences, 2nd. Edition. Pp.66-68

Wray L.R. (2011), Currency Solvency and the Special Case of the US Dollar.

DOCUMENTOS PUBLICADOS POR EL CEFID-AR:

Nº 1 – “METAS DE INFLACIÓN: IMPLICANCIAS PARA EL DESARROLLO”. Martín Abeles y Mariano Borzel. Junio 2004

Nº 2 – “ALGUNAS REFLEXIONES SOBRE EL ROL DE LA BANCA PÚBLICA”. Daniel Kampel y Adrian Rojze. Noviembre 2004

Nº 3 – “REGULACIÓN BANCARIA EN ARGENTINA DURANTE LA DÉCADA DEL 90”. Guillermo Wierzba y Jorge Golla. Marzo 2005

Nº 4 – “BANCA COOPERATIVA EN FRANCIA. UN ESTUDIO DE CASO”. Mariano Borzel. Junio 2005

Nº 5 – “LA CUESTIÓN TRIBUTARIA EN ARGENTINA. LA HISTORIA, LOS DESAFÍOS DEL PRESENTE Y UNA PROPUESTA DE REFORMA”. Jorge Gaggero y Federico Grasso. Julio 2005

Nº 6 – “SOCIEDAD DE GARANTÍA RECÍPROCA. UNA HERRAMIENTA PARA EL DESARROLLO DEL CRÉDITO PYME”. Alejandro Banzas. Octubre 2005

Nº 7 – “EL MANEJO DE LA CUENTA CAPITAL: ENSEÑANZAS RECIENTES Y DESAFÍOS PARA ARGENTINA” Autor: Mariano Borzel, Colaborador: Emiliano Libman. Diciembre 2005

Nº 8 – “FINANCIAMIENTO A PYMES EN LA BANCA PÚBLICA. ESTUDIO DE CASO: DESARROLLO DE MODELOS DE SCORING DE RIESGO CREDITICIO EN EL BANCO DE LA PROVINCIA DE BUENOS AIRES”. César Marcelo Ciappa. Enero 2006

Nº 9 – “LA CRISIS ARGENTINA DE 2001. ALGUNOS TÓPICOS SOBRE SU IMPACTO EN EL PORTAFOLIO Y LAS FUENTES DE FINANCIAMIENTO DEL SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO”. Máximo Sangiácomo. Febrero 2006

Nº 10 – “DIMENSIÓN DE LOS CONGLOMERADOS FINANCIEROS. EL CASO ARGENTINO” Autor: Jorge Golla Colaborador: Lorena E. Fernández. Mayo 2006

Nº 11 – “EL SPREAD BANCARIO EN LA ARGENTINA. UN ANÁLISIS DE SU COMPOSICIÓN Y EVOLUCIÓN (1995-2005)”. Federico Grasso y Alejandro Banzas. Agosto 2006

Nº 12 – “LA INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA EN LA POST-CONVERTIBILIDAD. PRINCIPALES TENDENCIAS EN UN NUEVO PATRÓN DE CRECIMIENTO” Ariana Sacroisky Octubre 2006

Nº 13 – “ESTRUCTURA PRODUCTIVA Y DETERMINACIÓN DE PRECIOS. UN ABORDAJE SECTORIAL (2002-2005)” Mariano Borzel y Esteban Kiper. Noviembre 2006

Nº 14 – “LA FUGA DE CAPITALES. HISTORIA, PRESENTE Y PERSPECTIVAS”. Jorge Gaggero, Claudio Casparrino y Emiliano Libman. Mayo 2007

Nº 15 – “LA INVERSIÓN Y SU PROMOCIÓN FISCAL ARGENTINA, 1974 – 2006” Jorge Gaggero y Emiliano Libman, Junio 2007

Nº 16 – “DESAFÍOS DE LA RECONFIGURACIÓN PRODUCTIVA EN ARGENTINA. APORTES PARA EL DEBATE ACTUAL”. María Agustina Briner, Ariana Sacroisky y Magdalena Bustos Zavala. Julio 2007

Nº 17 – “LA SOSTENIBILIDAD DE LA POLÍTICA DE ESTERILIZACIÓN”. Roberto Frenkel. Agosto 2007

Nº 18 – “EL FINANCIAMIENTO A LA VIVIENDA EN ARGENTINA. HISTORIA RECIENTE, SITUACIÓN ACTUAL Y DESAFÍOS”. Alejandro Banzas y Lorena Fernández. Septiembre 2007

Nº 19 – “NUEVAS ARQUITECTURAS FINANCIERAS REGIONALES. SU INSTITUCIONALIDAD Y CARACTERÍSTICAS”. Guillermo Wierzba. Diciembre 2007

Nº 20 – “UN ESTUDIO DE CASOS SOBRE BANCA DE DESARROLLO Y AGENCIAS DE FOMENTO” Claudio Golonbek y Emiliano Sevilla. Mayo de 2008

Nº 21 – “BANCA DE DESARROLLO EN ARGENTINA. BREVE HISTORIA Y AGENDA PARA EL DEBATE” Claudio Golonbek, Septiembre 2008

Nº 22 - “LA REGULACIÓN FINANCIERA BASILEA II. LA CRISIS Y LOS DESAFÍOS PARA UN CAMBIO DE PARADIGMA” Guillermo Wierzba, Estela del Pino Suarez, Romina Kupelian y Rodrigo López. Noviembre 2008

Nº 23 – “LA PROGRESIVIDAD TRIBUTARIA. SU ORIGEN, APOGEO Y EXTRAVÍO (Y LOS DESAFÍOS DEL PRESENTE)” Jorge Gaggero. Diciembre 2008

Nº 24 – “LAS ESTRATEGIAS DE FOCALIZACIÓN DE LA INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA. LECCIONES PARA LA ARGENTINA DE LAS EXPERIENCIAS DE SINGAPUR, MALASIA Y LA REPÚBLICA CHECA” Ariana Sacroisky. Abril 2009

Nº 25 – “DESIGUALDAD Y CRECIMIENTO. LA LITERATURA, LOS DEBATES Y SU MEDICIÓN” Autor: Federico Grasso Colaboración: María José Castells. Mayo 2009.

Nº 26 – “CRISIS MUNDIAL. ELEMENTOS PARA SU ANÁLISIS”. Enrique Arceo, Claudio Golonbek y Romina Kupelian. Julio 2009

Nº 27 – “TITULIZACIÓN HIPOTECARIA EL INSTRUMENTO. RESEÑA DE EXPERIENCIAS. ENSEÑANZAS Y DESAFIOS POST-CRISIS PARA SU USO EN LA ARGENTINA”. Alejandro Banzas y Lorena Fernández. Agosto 2009

Nº28 – “BANCA DE DESARROLLO UN ESTUDIO DE CASO: BNDES, DISEÑO INSTITUCIONAL Y ROL CONTRACICLICO”. Claudio Golonbek y Andrea Urturi. Marzo de 2010.

Nº29- “LA FUGA DE CAPITALS II. ARGENTINA EN EL ESCENARIO GLOBAL (2002-2009). Jorge Gaggero, Romina Kupelian y María Agustina Zelada. Julio de 2010.

Nº30- “CENTRO, PERIFERIA Y TRANSFORMACIONES EN LA ECONOMIA MUNDIAL”. Enrique Arceo y María Andrea Urturi. Agosto de 2010.

Nº31- “EL REGIMEN BAJO PRESION: LOS ESQUEMAS DE METAS DE INFLACION EN BRASIL, CHILE, COLOMBIA Y PERU DURANTE EL BOOM EN LOS PRECIOS INTERNACIONALES DE MATERIA PRIMA”. Martin Abeles y Mariano Borzel. Septiembre de 2010.

Nº32- “LOS DESAFÍOS PARA SOSTENER EL CRECIMIENTO. EL BALANCE DE PAGOS A TRAVÉS DE LOS ENFOQUES DE RESTRICCIÓN EXTERNA”. Rodrigo López y Emiliano Sevilla. Octubre de 2010.

Nº33- “EL SISTEMA FINANCIERO ARGENTINO. LA EVOLUCIÓN DE SU REGIMEN REGULATORIA DESDE LA LIBERALIZACIÓN FINANCIERA. IMPACTOS RELEVANTES SOBRE EL CRÉDITO Y LA ECONOMÍA REAL”. Guillermo Wierzba, Estela del Pino Suarez y Romina Kupelian. Noviembre de 2010

Nº34 - “AMERICA LATINA: EXPANSIÓN, CRISIS Y DESPUÉS. UN ESTUDIO DE CASO SOBRE LA POLÍTICA CONTRACÍCLICA EN ARGENTINA”. Guillermo Wierzba y Pablo Mareso. Diciembre 2010.

Nº35 - “PRODUCTO POTENCIAL Y DEMANDA EN EL LARGO PLAZO: HECHOS ESTILIZADOS Y REFLEXIONES SOBRE EL CASO ARGENTINO RECIENTE”. Fabián Amico, Alejandro Fiorito y Guillermo Hang. Enero 2011.

Nº36 - “SECTOR FINANCIERO ARGENTINO 2007/2010. NORMALIZACIÓN, EVOLUCIÓN RECIENTE Y PRINCIPALES TENDENCIAS”. Claudio Golonbek y Pablo Mareso. Marzo 2011.

Nº37 - “LA REGULACIÓN DE LA BANCA EN ARGENTINA (1810-2010). DEBTAES, LECCIONES Y PROPUESTAS”. Guillermo Wierzba y Rodrigo López. Junio 2011.

Nº38 - “PLANIFICAR EL DESARROLLO. APUNTES PARA RETOMAR EL DEBATE”. Claudio Casparrino, Agustina Briner y Cecilia Rossi. Julio 2011.

Nº39 - “MÁRGENES UNITARIOS FLEXIBLES, CICLO ECONÓMICO, E INFLACIÓN”. Gustavo A. Murga y María Agustina Zelada. Agosto 2011.

Nº40 - “IMPACTO DEL PRESUPUESTO SOBRE LA EQUIDAD. CUADRO DE SITUACIÓN (ARGENTINA 2010)”. Jorge Gaggero y Darío Rossignolo. Septiembre 2011.

Nº41 - “DIMENSIÓN Y REGULACIÓN DE LOS CONGLOMERADOS FINANCIEROS. EL CASO ARGENTINO”. Romina Kupelian y María Sol Rivas. Diciembre 2011.

Nº 42 – “GLOBALIZACIÓN FINANCIERA Y CRISIS. LOS LIMITES QUE IMPONE LA OMC PARA LA REGULACIÓN ESTATAL”. Ariana Sacroisky y María Sol Rovas.

Nº 43 - “ESTRATEGÍAS DE DESARROLLO Y REGÍMENES LEGALES PARA LA INVERSIÓN EXTRANJERA”. Enrique Arceo y Juan Matías De Lucchi.

Nº 44 - “EL ENFOQUE DE DINERO ENDÓGENO Y TASA DE INTERÉS EXÓGENA”.
Juan Matías De Lucchi.