

**SOSTENIBILIDAD E IMPLICANCIAS DEL “DESACOPLE” ENTRE EL CENTRO Y LA
PERIFERIA EN EL CONTEXTO LATINOAMERICANO**

Autor:

Fabián Amico

Documento de Trabajo N° 57 Mayo de 2014





DIRECTOR

GUILLERMO WIERZBA

INVESTIGADORES

FABIÁN AMICO
MARTÍN BURGOS ZEBALLOS
JUAN MATÍAS DE LUCCHI
JORGE GAGGERO
RODRIGO LÓPEZ
PABLO MARESO
ESTANISLAO MALIC
ANDREA MEDINA
MARÍA ANDREA URTURI
MARÍA SOL RIVAS

INVESTIGADORES INVITADOS

CLAUDIO CASPARRINO
NORBERTO CROVETTO
ALEJANDRO GAGGERO
GUILLERMO HANG
ARIANA SACROISKY

CONSEJO ACADÉMICO

CECILIA CARMEN FERNANDEZ BUGNA
ROBERTO FRENKEL
ALFREDO T. GARCÍA

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

RESUMEN

Este trabajo tiene por objetivo principal analizar las razones, implicancias y sustentabilidad del actual proceso de “desacople” (decoupling) entre la tendencia de crecimiento del centro y la periferia poniendo el foco en América Latina. Se muestra que esta tendencia tuvo mucho que ver con un cambio en las condiciones globales, entre las cuales se destaca el vertiginoso crecimiento chino, su papel central en la determinación de los términos de intercambio entre bienes industriales y materias primas, y las bajas tasas de interés en Estados Unidos. La hipótesis del trabajo es que estas condiciones internacionales, junto con los cambios en la política económica de algunos países periféricos tras las crisis de los años 90, posibilitaron el fenómeno conocido como “desacople” (decoupling) en los años 2000 en las tasas de crecimiento de la periferia y el mundo desarrollado. Asimismo, un análisis más detallado pondrá en evidencia que no existe nada de automático en este fenómeno del “desacople”. El “efecto China”, su robusto crecimiento, no se traduce “automáticamente” en tasas altas y sostenidas de crecimiento para el resto de la periferia, y depende –en una buena medida- de políticas autónomas de la propia periferia.

Contenido

Introducción	5
I. Lewis y el “desacople” (decoupling)	7
II. El “desacople” en la tendencia de crecimiento en los años 2000	12
III. Mecanismos de transmisión Sur-Sur y sostenibilidad del “desacople”	20
III.3. Los flujos de capitales hacia la periferia	41
III.4. Sostenibilidad de los factores que posibilitaron el desacople	51
IV. Mecanismos de transmisión Sur-Sur: exportación de commodities y desarrollo industrial en América Latina	56
a. Las condiciones externas del crecimiento latinoamericano	56
b. Las políticas macroeconómicas y la estrategia de desarrollo	67
IV. Comentarios finales	76
Referencias	80

Introducción

En los años 2000 cobró forma un hecho inusual en la historia económica moderna: el PIB de los países en desarrollo creció a tasas significativamente más elevadas que las de los países desarrollados. Además, a diferencia de lo ocurrido en la denominada “edad de oro” de capitalismo occidental, etapa en la cual el centro y la periferia crecieron a tasas similares, en los años 2000 se verificó también una brecha positiva a favor de los países en desarrollo en la evolución del PIB per cápita, algo que no había ocurrido en los últimos sesenta años.¹

El fenómeno actual no puede ser considerado como un episodio coyuntural o cíclico (como enseguida resultará evidente en el trabajo) y merece ser analizado en profundidad puesto que muestra una marcada persistencia.² El presente trabajo tiene por objetivo principal analizar las razones, implicancias y sustentabilidad del actual proceso de “desacople” (decoupling) entre el centro y la periferia poniendo el foco en América Latina como región.

Ciertamente esta tendencia tuvo mucho que ver con un cambio en las condiciones globales, entre las cuales se destaca el vertiginoso crecimiento chino, su papel central en la determinación de los términos de intercambio entre bienes industriales y materias primas, y las bajas tasas de interés en Estados Unidos. La hipótesis de este trabajo es que estas condiciones internacionales, junto con los cambios en la política económica de algunos países periféricos tras las crisis de los años 90, posibilitaron el fenómeno conocido como “desacople” (decoupling) en los años 2000 en las tasas de crecimiento de la periferia y el mundo desarrollado.

Asimismo, un análisis más detallado pondrá en evidencia que no existe nada de automático en este fenómeno del “desacople”. El “efecto China”, su robusto

¹ En el lapso 1870-1913, el PIB per cápita creció en promedio a un ritmo cercano tanto en Europa Occidental (1.32) como en América Latina (1.81), aunque en África creció más lentamente (0,64). En la etapa 1913-1950, el PIB per cápita en Europa creció 0,76% en promedio (algo menos que la media mundial de 0.91), debido al impacto de las dos guerras mundiales, mientras América Latina y África crecían a tasas algo más altas (1,42 y 1,02 respectivamente). En la “Edad de oro”, 1950-1973, Europa crece 4,08 y América Latina y África crecen por debajo de esa tasa (2.52 y 2.07), similar a Asia (2,92). Entre 1973-1998 América Latina y África crecen menos que la media mundial (1.33), Europa Occidental lo hace al 1.78% y solo Asia crece a tasas más altas (3.54). Ver Madison (2001, pp.126 y ss).

² Las estimaciones para 2015 confirman esas tendencias. El mundo desarrollado se estima que crecerá 2.4% en 2015 contra un 5,3% de los países en desarrollo (América Latina tiene un pronóstico de 4.1% para 2015). Ver UN/DESA (2014, págs..153-155).

crecimiento, no se traduce “automáticamente” en tasas altas y sostenidas de crecimiento para el resto de la periferia, y depende –en una buena medida- de políticas autónomas de la propia periferia.

El trabajo está organizado del siguiente modo. La sección I discute la importancia del “desacople” según la visión que expusiera Lewis hace más de treinta años. La sección II indaga sobre las características del “desacople” en los años 2000. La sección III discute los factores que hicieron factible este “desacople”, haciendo centro en la tendencia de los precios de las commodities, el rol del tipo de cambio en los términos de intercambio de la periferia y el de los flujos de capitales, analizando la sostenibilidad y probable persistencia de estos factores.

La sección IV discute los mecanismos de transmisión en el comercio Sur-Sur y los vínculos posibles entre la exportación de commodities y el desarrollo industrial, focalizando el análisis en la sustentabilidad externa del proceso.

La principal conclusión del trabajo es que, pese a que los factores que hicieron posible el desacople (los términos de intercambio, el crecimiento chino y las bajas tasas de interés en el centro) pueden considerarse persistentes, los mismos mecanismos que crean condiciones favorables para el comercio de los países periféricos también imponen dificultades para la reanudación de su industrialización. La creciente centralidad de la economía de China y su creciente impacto en los términos de intercambio, y en los parámetros de la competitividad internacional, cambian drásticamente las condiciones básicas en las que se deben concebir las estrategias de desarrollo de estos países. En este contexto, las experiencias recientes de crecimiento en la periferia (particularmente en América Latina), si bien no enfrentan los mismos problemas de vulnerabilidad externa que en el pasado, encuentran ya crecientes dificultades para continuar estos procesos sin cambiar el patrón hasta hoy predominante de crecimiento económico. Esos cambios no pueden ser inducidos meramente por el comercio y sin duda solo serán el resultado de políticas internas más abarcativas y profundas.

I. Lewis y el “desacople” (decoupling)

¿Por qué es importante el debate sobre el “desacople”? Para entender la importancia del tema, conviene poner el debate en el contexto de las ideas de Arthur Lewis (1979). El mundo en el cual Lewis construye sus ideas estaba cambiando significativamente. Desde 1973, la tasa de crecimiento del comercio mundial se había reducido a la mitad y nadie sabía si esa situación sería temporal o permanente. La economía mundial estaba en recesión desde 1974. Para Lewis, la mayoría de los economistas seguía asumiendo implícitamente que el mundo regresaría a tasas de crecimiento del comercio internacional del orden del 8%. Pero eso no estaba garantizado. En ese contexto, el análisis de Lewis ubicaba al comercio como el principal vínculo entre el crecimiento del Norte y el Sur:

“Durante los últimos cien años, la tasa de crecimiento del producto en el mundo en desarrollo ha dependido de la tasa de crecimiento de los países desarrollados. Cuando los países desarrollados crecen rápidamente, los países en desarrollo crecen rápido, y cuando las naciones desarrolladas crecen más lento, los países en desarrollo crecen el lento” (Lewis, 1980, 555).

El mecanismo era el siguiente: cuando el centro crecía más rápido, la tasa de crecimiento de sus importaciones se aceleraba, y por ende la periferia exportaba más. Lewis observó que la tasa de crecimiento del comercio mundial de productos primarios entre 1873-1913 fue 0,87 veces la tasa de crecimiento de la producción industrial en los países desarrollados. Casi la misma relación, se verificó en las dos décadas hasta 1973 (en este marco, las exportaciones de productos primarios son un proxy de las exportaciones de los países menos desarrollados).

El coeficiente mencionado es menor que uno (0.87). Eso supone que si el motor del crecimiento fuera la producción industrial en los países más desarrollados, y las exportaciones primarias en los países menos desarrollados, entonces el motor de los países más avanzados era más “potente” y permitía un crecimiento más rápido que el de los países menos avanzados.

En este vínculo entre el crecimiento del centro y la periferia, existen efectos secundarios que fortalecen la conexión: cuando el ritmo de crecimiento es más rápido, los términos de intercambio tienden a ser más favorables a la periferia (al menos en el corto plazo).³ El mercado interno prospera; por ende, la industrialización volcada hacia el mercado interno de la periferia se acelera. Los países del centro relajan sus barreras a las importaciones de bienes manufacturados, por lo que este comercio se acelera también. El capital extranjero fluye hacia la explotación de minerales, manufacturas e infraestructura. Los países centrales tienen más inmigrantes, por lo que el flujo de remesas hacia la periferia resulta mayor en la fase de auge del ciclo.

Considerando globalmente todos estos elementos, e incluyendo el hecho de que la producción industrial creció más rápido en la periferia que en el centro, no es sorprendente que la tasa de crecimiento del PIB fuera casi la misma en el centro y en la periferia en el cuarto de siglo que termina en 1973 (alrededor de 5% anual). Sin embargo, dado que la población crecía más rápidamente en la periferia que en el centro, se registraban grandes brechas en el crecimiento del PIB por habitante: mientras crecía a razón de 4% anual en los países del centro, lo hacía al 2,5% en los países periféricos. Como observó Lewis:

“El desempeño de los países menos avanzados fue notable en términos absolutos, pero la brecha en el ingreso per cápita entre países más desarrollados y los menos desarrollados sigue aumentando rápidamente”.

En este punto Lewis formula con toda claridad el dilema que enfrentaba la periferia: si el objetivo era reducir la brecha del ingreso per cápita entre los países. ¿cómo podía alcanzarse ese objetivo si el centro y la periferia están conectados de una forma tal que conduce a un mismo ritmo de crecimiento de la producción total?

³ Esto se debe al hecho de que, al menos en el corto plazo, los precios de los productos agrícolas y minerales fluctúan con las variaciones de oferta y demanda. En este sentido, son precios flexibles (flex prices) a diferencia de los precios industriales que son de precios rígidos (fix prices), formados por la adición de un markup sobre costos (Kalecki, 1971). O como sugirió Sylos Labini (1982), los precios agrícolas son determinados por la oferta y la demanda en el corto plazo y por los costos de producción en el largo plazo.

Lewis descarta algunas opciones sugeridas en ese debate. Por ejemplo, la sugerencia de que los países del centro redujeran su tasa de crecimiento (una propuesta de los ambientalistas). El problema es que si la tasa de crecimiento del centro se reduce, caerá también la de los países periféricos, dado que no son independientes. Para colmo de males, la reducción del crecimiento producirá un empeoramiento de los términos de intercambio para los países en desarrollo.

Otra opción posible era que los países avanzados aumenten la participación en sus importaciones de productos primarios provenientes de la periferia. Sin embargo, el vínculo entre los países centrales y los periféricos ha sido la demanda del centro por productos primarios de la periferia. Este ha sido un vínculo en términos de volumen físico, no muy afectado por los precios. Ergo, los países periféricos no podrían vender mucho más reduciendo los precios. Por el contrario, ganarían menos poder adquisitivo (más deterioro de los términos de intercambio). Asimismo, Lewis consideraba que difícilmente la periferia podría ganar más por la reducción del volumen o mediante la unión para aumentar sus precios. El efecto directo de estas acciones sería la reducción de la producción sin posibilidades de compensación.

Si se supone que el problema no puede ser resuelto mediante la aceleración o desaceleración de la producción de materias primas de los países periféricos, la opción que queda sería aumentar las exportaciones industriales de los países periféricos. Las exportaciones industriales eran hacia fines de los años setenta el 40% de las ventas externas de los países periféricos (no OPEP) y eran la exportación de más rápido crecimiento. Lewis asume que esto no puede hacerse, pero si fuera posible simplemente resolvería el problema.

Los países centrales pueden tolerar importaciones crecientes de manufacturas de los países periféricos cuando son prósperos (ya que las industrias en crecimiento pueden emplear a los desplazados por las importaciones). Pero la hipótesis de una baja tasa de crecimiento de los países centrales excluye esta posibilidad. Sería más realista asumir que los países centrales importarían menos manufacturas de los países periféricos y no más. Ciertamente, desde el punto

individual de un país periférico no importa en absoluto cuál es la tasa de crecimiento de los países centrales. Un país individual de la periferia siempre puede vender más a los países más desarrollados. Pero esto desplaza el comercio de otros países periféricos: lo que vale para uno no vale para todos.

El énfasis otorgado al comercio en el análisis de Lewis no es casual. Lewis admite que puede ser discutible si el comercio impulsó o no el crecimiento en la primera mitad del siglo XIX, pero sin duda eso ocurre en el siglo XX. En este contexto histórico surge la hipótesis de Lewis de la posibilidad de un “motor de crecimiento periférico”. El supuesto básico de Lewis era que los países del centro crecerían más lento que en el lapso 1953-1973 y que, por ende, sus importaciones aumentarían más lentamente, supongamos, al 4% anual en las siguientes dos décadas. En ese contexto, si el PIB de los países periféricos fuera a crecer al 6% anual ello requeriría un aumento de las importaciones de 6% al año. El problema obvio era cómo reconciliar estas dos tasas de crecimiento.

La solución matemática es única: si las exportaciones totales de los países periféricos deben crecer al 6% anual, mientras que las importaciones de los países centrales crecen al 4%, entonces las ventas al resto del mundo (ponderando a los países centrales con 0,7 y a los países periféricos con 0,3) deben aumentar inicialmente en cerca del 11 por ciento anual. Ergo, los países periféricos pueden resolver el problema sólo acelerando drásticamente su comercio dentro de la periferia. Nótese que esto es en buena medida lo que ocurrió en los años 2000.

Lewis se preguntaba: ¿puede el comercio al interior de la periferia compensar el bajo crecimiento del centro? El comercio entre países periféricos era pequeño (aproximadamente 19% de las exportaciones de los países periféricos no OPEP). El porcentaje no mostraba cambios pese al esfuerzo invertido en la creación y mantenimiento de instituciones regionales de comercio. ¿Puede, pese a todo, el comercio entre estos países compensar la reducción de los países centrales? La respuesta de Lewis es afirmativa, pero con condiciones.

Una de las condiciones es la integración regional creciente. Otra los acuerdos preferenciales, por los cuales se daría un trato preferencial a las importaciones procedentes de otros países de la periferia. La tercera condición es un clearing de monedas y/o acuerdos de divisas. Un último elemento es el mantenimiento de la demanda doméstica para enfrentar el estancamiento del comercio mundial de los productos primarios, “de modo tal que la economía pueda seguir creciendo en lugar de colapsar”. Por ende, “gran parte de la responsabilidad de mantener el impulso recae en el gobierno, dada su gran participación en la economía, así como en la medida en que regula o apoya al sector privado”.

Este requisito va de la mano de otro, ya que el gobierno “tiene la responsabilidad de desarrollar un gran programa de inversión (privado y público) en capital humano y físico”. Lewis creía que esta responsabilidad no se podía realizar sin ayuda externa.⁴ En este contexto, se podría hablar de un cambio en el centro cíclico” y un nuevo “motor de crecimiento” (periférico):

“Si un número suficiente de países periféricos ha alcanzado un crecimiento autosostenido estaríamos en un mundo nuevo”: esto significa que en lugar de que el comercio (exterior) de los países periféricos determine la tasa de crecimiento del producto, sería el crecimiento de la producción de los países periféricos lo que determinaría el comercio de los países periféricos, y serían las fuerzas internas las que van a determinar la tasa de crecimiento del producto (“La India es una posibilidad obvia”).

Lewis agregaba que no era posible que todos los países periféricos cumplan esta función y tampoco era necesario: si los países periféricos “líderes” crecen rápido y aumentan fuertemente sus importaciones, ello va a sustituir en cierta medida el rápido crecimiento de los países centrales. Esto significaría que un número de países dejan la periferia y pasan al centro. O si están especialmente vinculados entre sí por preferencias comerciales y arreglos monetarios, “incluso se puede

⁴ La “ayuda externa” quedaba cargo de organismos internacionales (como el Banco Mundial), que funcionaban en aquellos años con una lógica distinta de la imperante en las últimas décadas. Estos organismos prestaban asistencia financiera a países en desarrollo. Durante los años 60, por ejemplo, Hollis Chenery fue economista jefe de la Agencia de EE.UU. para el Desarrollo Internacional (USAID), responsable de la administración de programas financieros de ayuda externa cuya política era que los préstamos estuvieran vinculados planes de inversión en los países en desarrollo.

hablar de la creación de un nuevo centro consistente en las antiguas naciones periféricas que han construido juntas un nuevo motor de crecimiento” (énfasis agregado).

II. El “desacople” en la tendencia de crecimiento en los años 2000

Es interesante discutir en qué medida y de qué forma hubo o no “desacople” entre el crecimiento del centro y el de la periferia en los años 2000 teniendo en mente las posibilidades y condiciones enunciadas por Lewis hace más de treinta años. Los datos de la Tabla 1 ofrecen una primera aproximación al problema. Durante la etapa 1990-2002 es un hecho que el crecimiento medio de los países en desarrollo (o “periferia”) superó el de los países centrales o desarrollados (o “centro”) en poco más de 1 punto porcentual (en términos per cápita apenas hubo una convergencia de ingresos). La situación había sido peor en los años 80, cuando un gran número de países de la periferia sufrió severas crisis externas por el gran peso de la deuda externa y fuertes caídas en los precios de las materias primas.

Tabla1: Crecimiento del PIB real en economías seleccionadas

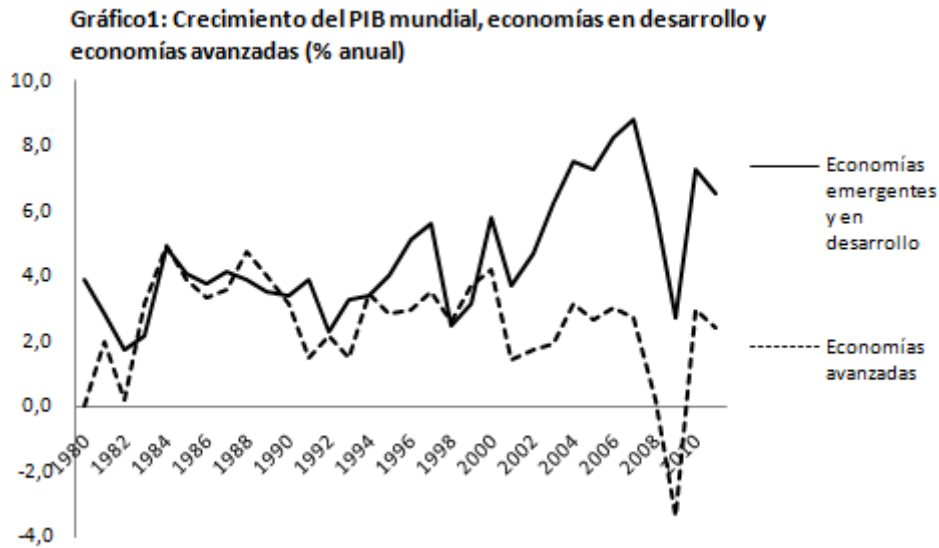
(% variación anual a precios constantes)

	1990-2002	2003-2007	2008	2009	2010	2011
Economías avanzadas	2,7	2,7	0,1	-3,5	3,0	1,6
Economías emergentes y en desarrollo	3,9	7,6	6,1	2,7	7,4	6,2
Economías asiáticas en desarrollo	7,0	9,6	7,9	7,0	9,5	7,8
América Latina & Caribe	2,6	4,8	4,2	-1,5	6,2	4,5
<i>Países seleccionados</i>						
Argentina	1,9	8,8	6,8	0,9	9,2	8,9
Brasil	1,9	4,0	5,2	-0,3	7,5	2,7
México	3,0	3,4	1,2	-6,0	5,6	3,9
Rusia	-0,9	7,5	5,2	-7,8	4,3	4,3
China	9,6	11,6	9,6	9,2	10,4	9,2

Fuente: Akyuz (2012)

Hasta los años 2000, la única economía del Sur que logró cerrar la brecha de ingresos con los países centrales fue China, con una tasa media de crecimiento cercana al 10% en el período 1990-2002 respecto de menos del 4% que registró el resto del mundo en desarrollo. Sin embargo, desde 2002 hasta la crisis de 2008, la

diferencia de crecimiento entre el centro y la periferia se disparó a 5 puntos porcentuales. Y no fue la desaceleración del centro la que produjo este resultado, sino una aceleración sin precedentes del crecimiento de la periferia (la tasa de crecimiento casi se duplicó desde los 90).



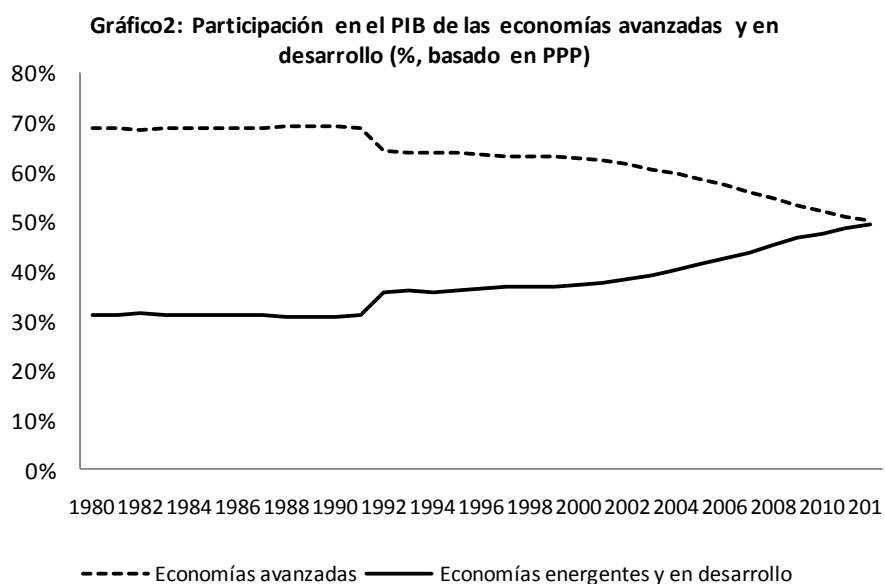
Fuente: FMI.

El conjunto de economías emergentes y en desarrollo creció 7,6% en promedio en 2003-2007 mientras el centro permaneció creciendo a la misma tasa (2.7% en promedio). La crisis llevó a una reducción de la tasa de crecimiento en la periferia en 2008-09, pero la diferencia de crecimiento con el centro se amplió aún más debido a la fuerte recesión de las economías más avanzadas. Pese a una posterior recuperación en el centro, el crecimiento periférico siguió siendo más rápido (4 puntos porcentuales en 2010-2011). Así, en 2002-2012, el crecimiento medio de la periferia supera en 5% anual el crecimiento medio del centro (ver Frenkel, 2010; Medeiros, 2013).

No hay precedentes de este “desacople”. Durante la denominada “Edad de oro”, la periferia creció muy rápido (6% anual), pero el crecimiento del centro también fue alto. Asimismo, la aceleración del crecimiento en la periferia en los 2000 no puede adjudicarse enteramente a China, ya que este país en los años 90 crecía a tasas tan altas como en los 2000 (Akyûz, 2012).

En los 2000 hubo también un rápido crecimiento del comercio mundial. En términos nominales en dólares, el comercio creció 2.5 veces en 2000-2008, mientras el crecimiento promedio anual de las exportaciones totales duplicaban la tasa de crecimiento de la producción mundial (Akyûz, 2012, pp.11). Al mismo tiempo, se registró un aumento importante en la participación de los países periféricos en el producto y en el comercio mundial, junto con una rápida expansión del comercio Sur-Sur. La participación de Estados Unidos en el producto mundial descendió a partir del año 2000, retornando hacia 2007 a los niveles de 1993. La participación del resto de los países centrales continuó su descenso; la de China aumentó un 50% entre 2000 y 2007 y la del resto de la periferia se incrementó 14% (Arceo & Urturi, 2010).

La combinación de tasas de crecimiento más elevadas y del aumento en la participación en el PBI mundial de la periferia, determinan un cambio sustancial en la contribución al crecimiento de las distintas regiones.



Fuente: FMI.

Desde el punto de vista de la contribución al crecimiento, Estados Unidos, que durante la burbuja del *punto com* alcanzó a representar más del 40% del

crecimiento mundial, disminuye su participación desde el año 2000. Arceo & Urturi (2010) muestran que a partir de 2001 “resto de la periferia” contribuye más que Estados Unidos al crecimiento mundial y en 2007 su aporte prácticamente duplica tanto al de este país y como al del resto de los países centrales. Ese mismo año (considerando promedios móviles trienales), China pasa a contribuir al crecimiento de la economía mundial más que Estados Unidos y la periferia en su conjunto aporta más del 60% del crecimiento mundial.⁵

Incluso algunos análisis sostienen la posibilidad de un intercambio o sustitución de roles (“switchover”) “donde los países en desarrollo en su conjunto toman en un papel más importante como locomotoras mundiales y empujan el crecimiento global hacia adelante, lo que compensa las fuerzas hacia un negativo reacomplamiento derivado del menos dinamismo de los países avanzados” (Canuto, 2010). Ciertamente, entre 1980 y 2010, los países en desarrollo, particularmente en Asia, aumentaron su participación en el comercio mundial de mercancías, de aproximadamente 25% a 47%, y su cuota de la producción mundial del 33% al 45%. Hoy en día, los países en desarrollo representan un tercio del valor agregado de la producción mundial de bienes manufacturados (Human Development Report, 2013).

En ese proceso, se registró una creciente e inédita vinculación entre las regiones en desarrollo. Entre 1980 y 2011, el comercio Sur-Sur como proporción del comercio mundial aumentó del 8,1% al 26,7%, con un crecimiento especialmente notable en la década de 2000 (Human Development Report, 2013). Durante el mismo período, la participación del comercio Norte-Norte se redujo de alrededor del 46% a menos del 30%. Estas tendencias se mantienen incluso cuando se excluyen las exportaciones e importaciones de recursos naturales (HDR, 2013).

⁵ “No se trata de un cambio coyuntural. Dado el peso alcanzado por la periferia en la economía mundial, cercano al 30% en 2007, si su tasa de crecimiento supera en alrededor del 70% la del centro, su contribución al crecimiento es necesariamente mayor y, obviamente, el progresivo aumento de esa participación, determina que su contribución al crecimiento dependa cada vez menos de la magnitud de la diferencia entre la tasa de expansión de su producto y la del centro. En los hechos, entre 2000 y 2007, su tasa de crecimiento ha sido 85% más alta y existen varias causas para el mantenimiento de diferencias marcadamente acentuadas. en las tasas de crecimiento”, (Arceo & Urturi, 2010).

El comercio Sur-Sur ha sido un importante estímulo de crecimiento durante la crisis de 2008-2009. Los países del Sur están exportando más mercancías (y manufacturas) entre sí que a los países del Norte y las exportaciones son más intensivas en conocimientos y tecnología. Todos estos países, y los países en desarrollo y “emergentes” en general, han crecido a un ritmo considerablemente más rápido que el mundo en general y, particularmente, que las economías más desarrolladas, lo que implica que han ido reduciendo la brecha entre ellos y los países ricos.

La reducción de la brecha se puede comprobar analizando la dinámica del PIB por habitante en las diferentes regiones, y en este punto surgirá una diferencia notable con el mundo que analizaba Lewis (1940-1973). Mientras en los años 80 se aprecia claramente que el PIB per cápita en las economías en desarrollo crece por debajo del PIB por habitante en el “centro”, y en los años 90 dichas tasas aproximadamente coinciden, en los años 2000 el PIB per cápita de la periferia crece significativamente por encima del mundo desarrollado.



Fuente: FMI, World Economic Outlook, octubre de 2013.

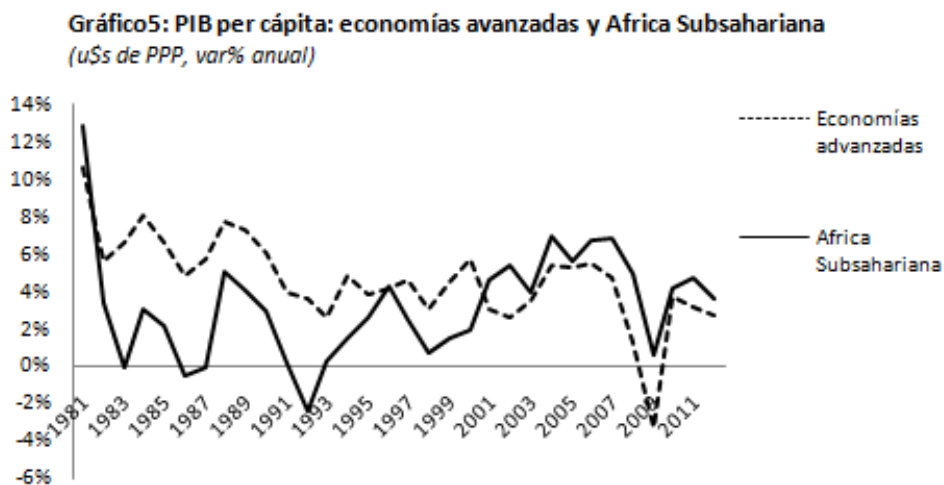
Ciertamente, este resultado está fuertemente influido por el desempeño de las economías en desarrollo de Asia (China y otras). No obstante, si se hace la misma comparación observando específicamente las otras regiones en desarrollo, los resultados son muy similares. Por ejemplo, en el caso de América Latina y el

Caribe, se reproduce la misma dinámica (si bien con una caída mucho más fuerte a fines de los años 90 y una “brecha” menor, aunque positiva, en los años 2000.



Fuente: FMI, World Economic Outlook, octubre de 2013.

Algo muy similar se registra en la performance de África Subsahariana, aunque esta región venía de una brecha “histórica” muy superior a las otras áreas del mundo en desarrollo.



Fuente: FMI, World Economic Outlook, octubre de 2013.

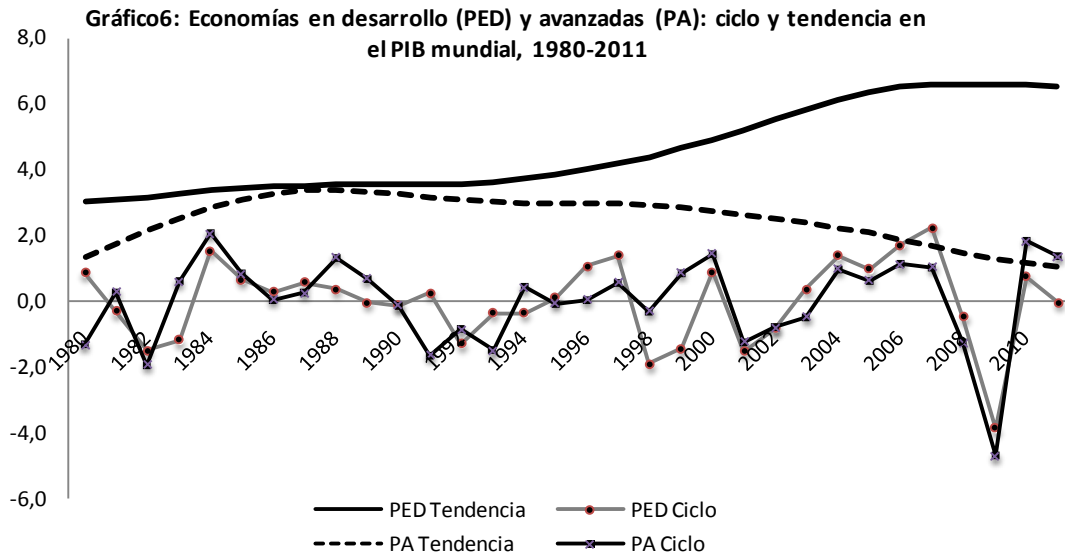
Podría concluirse entonces que, a diferencia del mundo analizado por Lewis (la denominada “edad de oro” del capitalismo occidental), se estuvo registrando por primera vez en décadas –y al menos hasta ahora- un desempeño de crecimiento que tiende a cerrar la brecha entre las diversas regiones. Asimismo, el crecimiento de los países en desarrollo se redujo abruptamente en 2009 debido a la contracción de las exportaciones hacia las economías avanzadas y el cambio de dirección de los flujos financieros. Sin embargo, la periferia se recuperó rápidamente, con tasas de crecimiento que en el lapso 2010-2011 igualaron e incluso excedieron los niveles pre-crisis, mientras la recuperación de EE.UU. era débil y Europa ingresaba en una nueva recesión.

Estos datos parecen poner en evidencia que hubo una desvinculación en el ritmo de crecimiento entre el centro y la periferia. Sin embargo, los economistas vinculados a los enfoques más convencionales tendieron a relativizar (o rechazar) este “desacople”. Algunos analizaron los ciclos económicos mundiales y encontraron desacople entre países en desarrollo y los avanzados, pero hallaron que aumentaba el “acople” dentro de cada grupo.⁶ Otros cuestionaron la existencia de una desvinculación real, ya que argumentaron que la evaluación del desacople no debía basarse en las tasas de crecimiento efectivas, sino en las desviaciones respecto de la tendencia o producto potencial (Wälti, 2009). En este caso, no habría una disminución en la sincronidad entre centro y periferia (Rose, 2009).

Otros señalaron que la evidencia pone de manifiesto que, de hecho, en la década de 2000 hubo un aumento en la correlación de las oscilaciones cíclicas entre los países en desarrollo y los países del G7 (Yeyati, 2009). Akyûz señala que “desacople” significa desincronización de los ciclos, lo que no sería consistente con la creciente integración mundial de los mercados (o “globalización”). La evidencia mostraría que las desviaciones de la actividad económica de las tendencias subyacentes entre centro y periferia siguen altamente correlacionadas.

⁶ Por ejemplo los economistas del FMI, Kose, Prasad y Otrok (2008).

Sin embargo, un simple observación empírica directa confirma que, junto con una ajustada correlación en los ciclos, se comprueba también una evidente desvinculación en la tendencia de crecimiento entre centro y periferia (ver gráfico).



Fuente: FMI.⁷

Ciertamente, tal como observa por ejemplo Levy Yeyati (2009), además de la desvinculación en la tendencia, se verifica desde los años 2000 en adelante un aumento en la correlación en los ciclos. Pero esto ocurre junto con un “desacople” en la tendencia de crecimiento.

Decoupling: Coeficientes de correlación

<i>Etapa</i>	<i>Tendencia</i>	<i>Ciclo</i>
1980-1999	0,171	0,473
2000-2011	-0,866	0,896

⁷ Dejando a un lado los problemas teóricos de las medidas basadas en la PPP (purchasing power parity) ya que tal medida no constituye un “atractor” de los tipos de cambio reales (ver Vernengo, 2001), “y aunque para algunos propósitos, es posible que uno quiera utilizar la PPP como una medida de bienestar material, uno también puede estar interesado en las tasas de cambio efectivas de mercado para otros fines. De hecho, para la mayoría de los asuntos relevantes que conciernen al bienestar económico, especialmente en los países periféricos, como la capacidad de pagar la deuda externa y evitar el default y la importación de bienes de capital para promover el crecimiento, es el tipo de cambio de mercado el que es fundamental para convertir los ingresos en diferentes países en una unidad de cuenta común” (Vernengo, 2012).

La hipótesis es que la globalización financiera, en la medida en que crea una base de inversionistas global común para la economía mundial, podría dar lugar a una correlación de los activos financieros más ajustada. En la medida en que movimientos de precios de los activos siguen influyendo en la actividad económica, la interdependencia financiera sigue siendo una fuente de re-acoplamiento (Levy Yeyati, 2010). En términos generales, parecería confirmarse (aunque en un contexto histórico distinto) la antigua predicción de Lewis, en el sentido de que:

"Si un número suficiente de Países Menos Adelantados alcanzara un crecimiento autosostenido, estaríamos en un mundo nuevo. Esto significa que en lugar de que el comercio determine la tasa de crecimiento de la producción de los países menos adelantados, será el crecimiento de la producción de los países menos adelantados lo que determine el comercio de los países menos avanzados, y las fuerzas internas las que van a determinar la tasa de crecimiento de la producción" (Lewis, 1980).

Básicamente, los países que han alcanzado un crecimiento "autosostenido" se concentran en la periferia asiática y se articulan en torno al poderoso crecimiento chino. Luego, China se transforma en el nuevo "centro cíclico" de la emergente Asia y particularmente de la periferia exportadora de commodities (América Latina y África).

Es interesante identificar cuáles han sido los principales mecanismos de transmisión dentro del comercio Sur-Sur y de qué modo la interacción entre la periferia exportadora de commodities (el análisis se centrará en América Latina) y el nuevo "centro cíclico" (China) ha contribuido a generar las condiciones que permitieron sostener este "desacople".

III. Mecanismos de transmisión Sur-Sur y sostenibilidad del "desacople"

Como se ha señalado recientemente (Serrano, 2010; Medeiros, 2013), los factores que posibilitaron este "desacople" fueron el cambio en la tendencia de los precios absolutos (y relativos) de las commodities, las bajas tasas de interés

prevalcientes en Estados Unidos y los grandes flujos de capitales, junto con algunos cambios importantes en las políticas económicas de los países en desarrollo.

Ciertamente, el crecimiento de China es un factor de primer orden. Pero la aceleración del crecimiento en la periferia en los 2000 no puede adjudicarse exclusivamente a China, ya que este país en los años 90 crecía a tasas tan altas como en los 2000 (Akyûz, 2012). En suma, una cuestión crucial es la interpretación de los mecanismos de transmisión que posibilitan este “desacople” y, a partir de esto, el análisis de su sostenibilidad.

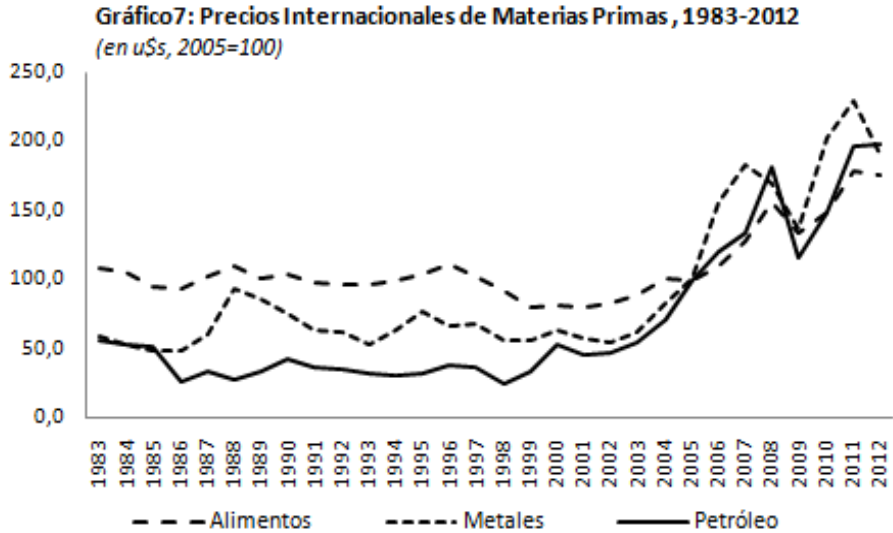
Sin embargo es preciso observar que si bien tales mecanismos son *condiciones de posibilidad* imprescindibles para el despegue del proceso de crecimiento, no generan automáticamente la expansión económica de la periferia. En este punto, existen dos aspectos cruciales que permiten explicar esta falta de automaticidad del “desacople”. En primer lugar, en la evaluación del impacto de los mejores precios de (y la mayor demanda por) las commodities de exportación de la periferia debe distinguirse cuidadosamente el papel de la tasa de crecimiento de las exportaciones como componente de tendencia de la demanda efectiva en el largo plazo, de su rol (estratégico) en la provisión del financiamiento externo para aliviar las restricción externa al crecimiento económico. Como fuente de demanda, las exportaciones, combinadas con otros componentes de la demanda agregada, determinan el nivel y la tasa de crecimiento del producto. Como fuente de financiamiento de las importaciones, las exportaciones establecen el límite (junto con otras fuentes de financiamiento internacional) más allá del cual el producto no se puede expandir.

En segundo lugar, las mejores condiciones internacionales de liquidez (i.e., el influjo de capitales) abren la posibilidad de que la política macroeconómica permita una mayor expansión del mercado interno (por ejemplo, mediante la expansión del crédito). Pero no hay ninguna relación automática o predeterminada entre el influjo de capitales y las bajas tasas de interés internacionales, por un lado, y la expansión del crédito interno y del producto, como muchas veces se sugiere con

la idea del “acelerador financiero” (ver Cepal, 2002, p.147-151).⁸ Estos aspectos serán discutidos con más profundidad hacia el final del trabajo.

III.1.La tendencia de los precios absolutos (y relativos) de las commodities

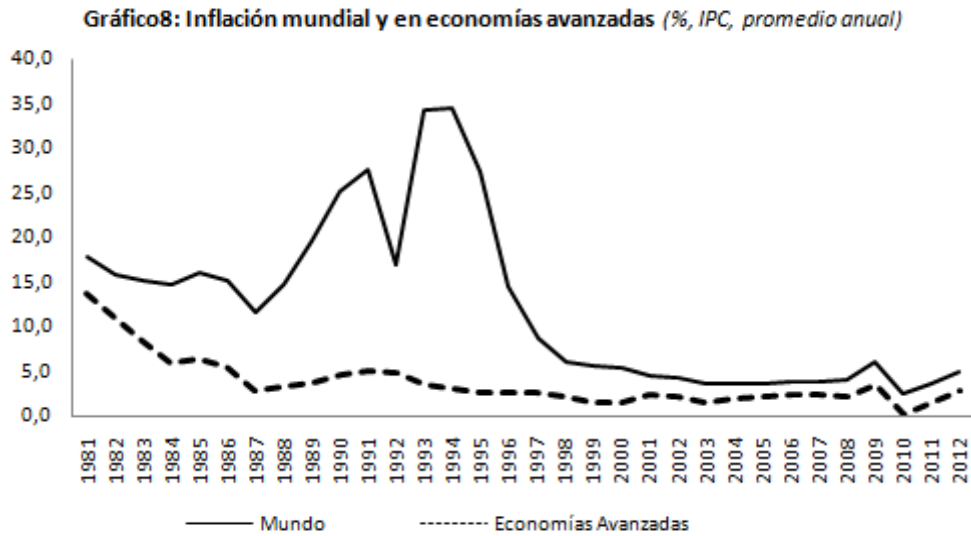
Un primer factor de “desacople” es la mejora, tanto absoluta como relativa, del precio de las commodities que exporta la periferia mundial. Una cuestión relevante es establecer cuáles son los factores que produjeron el cambio en la tendencia de precio de las commodities para poder saber cuál será la sustentabilidad futura de esta tendencia. Este cambio es usualmente explicado por el relativamente rápido crecimiento de la demanda mundial por commodities y por la especulación financiera. Como se aprecia en el gráfico7, los precios de las commodities comienzan a aumentar a partir de los años 2000. Primero ocurre con el precio del petróleo, y luego sigue con una fuerte aceleración del precio los metales. Los alimentos son los que menos suben en la comparación de estos agregados.



Fuente: FMI.

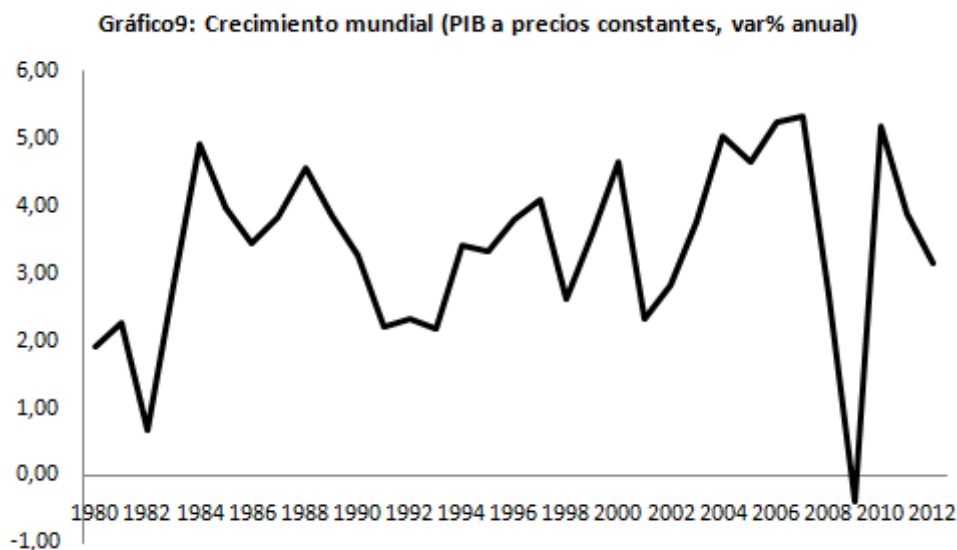
⁸ Brasil es un ejemplo actual de que esta relación dista mucho de ser automática.

En la misma etapa, la inflación mundial siguió una tendencia prácticamente opuesta, manteniéndose baja en los años 2000, y dando por resultado un fuerte aumento del precio relativo del conjunto de commodities.



Fuente: FMI.

Algunos autores (Serrano (2010); Wray (2008)) han señalado que el excesivo peso puesto en el lado de la demanda de China puede conducir a equívocos. En verdad, la elevación de la demanda de metales y minerales en China es relevante para la elevación de los precios de dichas commodities (no tanto el resto de la demanda china sobre otros productos). Sin embargo, aún cuando China ha crecido a tasas muy rápidas, la economía mundial no estuvo creciendo en los años 2000 a tasas significativamente más altas que en los años 90.



Fuente: FMI.

De hecho, desde principios de 1970, la disminución de la intensidad de commodities dentro del crecimiento ha sido más rápida para alimentos y energía. En el caso de los metales se observa el mismo -aunque algo menos pronunciado- patrón de una tendencia declinante en las intensidades, cuando excluimos a China. Pero sólo en este caso, el efecto de China sobre la demanda es de tal magnitud que hace que las mediciones de la intensidad de los metales en el PIB mundial aumente en lugar de disminuir después de 1995. Desde entonces, de hecho, ha habido una tendencia al aumento de la intensidad de metal en el PIB. Esto significa que después de 1995 la elasticidad ingreso de la demanda mundial de metales ha sido sustancialmente mayor que uno (Serrano (2010); Banco Mundial (2009)).

Durante los últimos 50 años, debido a una serie de razones (como el cambio tecnológico y de la estructura del PIB mundial, donde los servicios tienden a ser menos intensivos en commodities que los productos manufacturados), se ha reducido la cantidad de metales y de energía necesaria para producir una unidad de PIB en un promedio de 0.9 y 0.8 por ciento al año, respectivamente. La intensidad del consumo de alimentos en el PIB también ha disminuido a medida que una parte creciente de la población mundial ha alcanzado los niveles de

ingreso donde la demanda por persona de productos alimenticios básicos es estable (Banco Mundial, 2009).

A partir de mediados de la década de 1990, el descenso de la intensidad de los metales en el crecimiento comenzó a revertirse. Esta reversión se explica casi en su totalidad por el aumento de la intensidad de metales en el crecimiento chino, que comenzó en 1995 y se hizo aún más pronunciada a principios de los 2000. Actualmente, la intensidad de metal en China es cuatro veces mayor que en los países desarrollados y dos veces mayor que en otros países en desarrollo (Banco Mundial, 2009).

De este modo, la demanda de China es verdaderamente significativa respecto de los metales, aunque en el resto de las commodities, si bien la demanda es vigorosa, ha sido compensada por una reducción en la demanda por esas commodities proveniente de los países centrales. Esta tendencia es más patente aún en el caso del petróleo. Por ende, excepto para metales, el efecto del crecimiento de China sobre la demanda mundial de commodities ha sido magnificado.⁹

Wray (2008) también es escéptico respecto de las explicaciones por el lado de la demanda y, en particular, a los argumentos que apuntan que el rápido desarrollo de China e India estaría incrementando la demanda frente a una oferta bastante inelástica, lo que aumentaría los precios. Para Wray, aunque esta historia puede ser atractiva, es errónea. Por ende, sostiene que el crecimiento mundial no ha sido inusualmente alto, y no parece haber nada de extraordinario en el actual ciclo de crecimiento. Observa, por ejemplo, que en el caso del petróleo ha habido una relativa estabilidad en la demanda mundial entre 2001 y 2008, y no puede constituir la base de una explicación de sus precios. Wray encuentra que la actividad especulativa en los mercados de commodities es el factor fundamental que explicaría la tendencia (creciente) de los precios. El punto clave sería la

⁹ Como observa Serrano (2010), incluso en el caso de los metales, donde la demanda china es significativa para el rápido crecimiento de la demanda mundial, la aceleración de la demanda mundial de metales comenzó alrededor de 1995 con una nueva aceleración en torno a 2001, mientras que los precios de los metales registran un boom a partir de 2003.

especulación en el mercado de futuros de materias primas y, en particular, la “especulación de índice”.¹⁰

Para Serrano (2010), tres elementos serían claves en la explicación de la creciente especulación: la caída de las tasas de interés en los EE.UU. , la devaluación del dólar frente a otras monedas importantes (euro) y desregulación e innovación financiera en los mercados de futuros de commodities. La disminución de las tasas de interés a corto plazo en los EE.UU. habría reducido el atractivo de los activos financieros en relación con las commodities, y abaratado la formación de inventarios especulativos. Además, en esta visión, bajas tasas de interés llevarían tarde o temprano a un aumento sustancial de la inflación mundial y los especuladores estarían anticipando esta mayor inflación futura causada por la política monetaria, utilizando las commodities como una cobertura (“hedge”).

En realidad, la idea de que más bajas tasas de interés pueden aumentar en una cierta extensión la demanda especulativa por los precios de las materias primas es en sí razonable. Pero difícilmente pueda explicar la *tendencia* creciente registrada en los últimos años. Además, la inflación en los países desarrollados (y especialmente en Estados Unidos) se ha mantenido baja, a pesar de los drásticos aumentos en los precios de las materias primas en dólares. De hecho, la tasas de interés no aparecen como un importante motor de los precios en dólares, incluso en estudios recientes realizados por los principales defensores de este enfoque.¹¹

Ciertamente, el proceso de desregulación e innovación financiera ha dado lugar a una inmensa cantidad de recursos financieros para los mercados futuros de commodities. Por algunas estimaciones, el valor de los fondos dirigidos a estos mercados por los especuladores puramente financieros ha crecido de 13 mil millones de dólares en 2003 a más de 260 mil millones de dólares en marzo de 2008. Para muchos, esto fue una de las principales causas no solo de la alta

¹⁰ Los especuladores de índice –por lo general fondos de cobertura, fondos de pensiones, fundaciones universitarias, aseguradoras, fondos de riqueza soberanos y bancos- se dice que “consumen” liquidez al tomar sólo posiciones “largas” en una estrategia de “comprar y retener”. Serían los únicos participantes en el mercado insensibles al precio, pues con el fin de diversificar el riesgo asignan un porcentaje de sus portafolios a cada mercancía sin considerar el precio. Ver Wray (2008).

¹¹ Frankel y Rose (2009) admitieron que la falta de un efecto significativo econométrico de las tasas de interés bajas sobre los precios de las materias primas es “decepcionante”.

volatilidad de los precios de las materias primas en dólares, sino también de su creciente *tendencia* (Pollin & Heintz (2011) y Wray(2008).

Teniendo en cuenta todo esto, parece razonable argumentar que, a pesar de la controversia sobre el tamaño del efecto de los cambios recientes en los mercados de futuros, globalmente la especulación de hecho ha jugado un papel cada vez más importante en los mercados mundiales de productos básicos durante los años 2000. Pero, como observa Serrano (2010):

“la especulación normalmente funciona en ambos sentidos, a veces intensificando enormemente el incremento de los precios cuando la producción es tal vez sólo un poco menor que la demanda final, y otras veces causando espectaculares caídas de precios cuando el producto es mayor que la demanda final. Pero la especulación no puede explicar realmente la tendencia de los crecientes precios relativos y en dólares de las commodities, porque no parece haber ninguna razón obvia por la cual los fuertes aumentos de precios de corto plazo hayan sido, en promedio, mucho más altos que las -también muy grandes- caídas de precios de corto plazo de los productos básicos. La especulación, como hemos visto, depende crucialmente de los precios spot esperados. ¿Por qué, dentro de semejante inestabilidad y volatilidad, la tendencia de los precios esperados fue en aumento, en lugar de caer o ser casi al azar? Algo parece que falta”.

En el caso del petróleo, es suficiente a los fines del presente trabajo constatar que existe una sobreabundancia de reservas y en general los precios de esta commodity no reflejan una supuesta escasez física del recurso, sino principalmente el poder político y las estrategias de cada Estado. Así, existen posibles restricciones de capacidad productiva¹² y cuando la demanda mundial crece, la producción de petróleo se torna viable en regiones con costos mucho más altos.

En otros países (no pertenecientes a OPEP) un factor significativo en la tendencia creciente de los precios del petróleo fue el renacimiento del denominado *nacionalismo de los recursos naturales* donde varios países en desarrollo aprovecharon los precios crecientes del recurso para renegociar contratos con las empresas multinacionales en condiciones más favorables (Medeiros, 2012). Este

¹² Por ejemplo, la política deliberada de restricción de oferta de parte de Arabia Saudita que, dada su especial situación geopolítica, ha permitido un precio mínimo a la menos productiva, pero muy poderosa, industria petrolera americana. Ver Serrano (2010).

proceso aumentó el control estatal de las reservas de petróleo y elevó sustancialmente los royalties y por ende, el precio normal del recurso.

Respecto de los metales, es cierto que la demanda mundial creció muy rápidamente y la oferta potencial tendió a decrecer (Banco Mundial, 2009), mientras el aumento de la capacidad productiva (de manera similar al sector petrolero) demanda un lapso significativo (al menos 5 años en promedio). Así, en una primera etapa, los aumentos de demanda fueron satisfechos con capacidad ociosa, pero como la demanda siguió creciendo rápidamente entraron en operación áreas con costos más altos (generando un aumento de la renta diferencial). A estos factores se sumó el fenómeno del nacionalismo de los recursos naturales, que implicó una presión adicional sobre los costos.

Finalmente, en el caso de los productos agrícolas y los alimentos (el grupo en el cual los precios aumentaron relativamente menos) la tendencia de precio aparece claramente dominada por factores del “lado de la oferta” ya que la producción ha crecido en línea con la demanda. Para Serrano (2010), los precios en dólares agrícolas subieron en parte debido al aumento de los precios del petróleo, los que afectan los precios de los alimentos por los costos de la energía y de los fertilizantes. Además, para ciertos cultivos, la política energética de EE.UU. y de la Unión Europea parece haber tenido un fuerte impacto, vía el rápido aumento de la demanda de biocombustibles en estas regiones después de 2006 (lo que fortaleció el vínculo entre el precio del petróleo y algunos de los precios de los alimentos).

III.2. Tipos de cambio y términos de intercambio

Junto con estos aspectos particulares, existen factores de índole general que actuaron por el lado de los costos para explicar la tendencia del precio de las commodities. Parece ser un hecho que la apreciación de las monedas frente al dólar por parte de los países en desarrollo exportadores de commodities (las denominadas “commodity currencies”) fue un factor clave en la determinación y

sostenimiento del precio (absoluto) en dólares de esas commodities, ¹³ aún cuando resulte difícil cuantificar su influencia.

Chen, Rogoff & Rossi (2008) muestran que los tipos de cambio de los países exportadores de commodities tienen un vínculo fuerte con el precio de esas commodities. Sin embargo, los autores interpretan esta relación como si los tipo de cambio de los países exportadores de commodities (las “commodity currencies”) serían “predictores robustos” de los precios de esas commodities. Chen *et al* (2008) muestran evidencia de que la revaluación nominal de las “commodity currencies” (las monedas de los exportadores principales de productos básicos) en realidad habría precedido a los aumentos de los precios en dólares de las materias primas. Pero Chen *et al* interpretan dicha revaluación no como un factor impulsor del boom de precios, sino una expectativa racional sobre los precios futuros de los productos básicos (el tipo de cambio real sería una variable *forward-looking*). La diferencia radicaría en que para los tipos de cambios existen mercados de futuros mucho más desarrollados que para las commodities, cuyos precios además responden más sensiblemente a las condiciones de corto plazo de oferta y demanda.

Coudert, Couharde & Mignon (2008) investigaron el impacto de los términos de intercambio sobre los tipos de cambio reales de dos grupos de países: los exportadores de commodities y los de petróleo. Hallaron que el tipo de cambio real de estos países tiene un co-movimiento de largo plazo (cointegración) con los precios de las commodities, así como con el del petróleo. También identificaron un patrón común en la dinámica de los tipos de cambio reales para los dos conjuntos de países. Como la mayoría de los precios de los productos básicos presentaban una tendencia a la baja en los años 80 y 90, las monedas de los países que exportaban principalmente esos productos básicos tendieron a depreciarse (esto también sería cierto, aunque en menor medida, para las “oil-currencies”). La contracara es que desde comienzos de los años 2000, el repunte de los términos

¹³ “Commodity currencies” es la denominación de las monedas de aquellos países que dependen significativamente de la exportación de materias primas y productos básicos. En general, y no exenta de ambigüedad, la denominación comprende a países en desarrollo, aunque incluye también a algunos países desarrollados como Canadá y Australia.

de intercambio a favor de las commodities revirtió esa tendencia a la depreciación de la moneda (consolidando y amplificando la tendencia favorable de los términos de intercambio vía la apreciación de las “commodity currencies”).¹⁴

Cashin, Céspedes & Sahay (2003) analizaron tempranamente si el tipo de cambio real de países exportadores de commodities y el precio real de éstas se mueven juntos a lo largo del tiempo. Estudiando el período 1980-2002, hallaron evidencia de una relación de largo plazo entre el tipo de cambio real y el precio de commodities para cerca de un tercio de los países considerados. Para estos, el tipo de cambio real de largo plazo estaba determinado principalmente por los movimientos en el precio real de las exportaciones de bienes primarios.

Cashin *et al* admiten que no ha habido ningún trabajo empírico exhaustivo apuntado a evaluar los mecanismos mediante los cuales los cambios en los precios reales de los productos afectan el tipo de cambio real. Estos autores tratan de interpretar los datos recurriendo a canales de transmisión convencionales (por ejemplo, alguna variante del efecto Balassa-Samuelson por el cual el aumento de los salarios eleva el precio relativo del bien no transable y, por tanto, aprecia el tipo de cambio real).

Ciertamente, en el caso de los países de América Latina, parece difícil considerar la causalidad opuesta (desde el tipo de cambio real hacia el precio en dólares de las commodities) como el resultado de un *target* de la política cambiaria en los países en desarrollo en general y en América Latina en particular. En verdad, en la región existe un amplio consenso acerca de que la apreciación cambiaria real es un resultado *no deseado*, algo que usualmente se explica apelando a alguna variante de la denominada “enfermedad holandesa” (*ducht disease*) o la denominada maldición de los recursos naturales (*natural resource curse*).

¹⁴ Bodart, Candelon & Carpentier (2011) refuerzan de algún modo estas conclusiones al encontrar que el precio del producto básico dominante en la estructura de las exportaciones tiene un impacto significativo a largo plazo en el tipo de cambio real, cuando las exportaciones de dicho producto principal tienen una participación de al menos el 20 por ciento de en las ventas externas totales del país. Este resultado muestra, además, que cuanto mayor sea esa proporción, mayor será el tamaño del impacto.

En este punto se plantean dos visiones diferentes. Un enfoque considera que el fenómeno de “enfermedad holandesa” podría representar un proceso de ajuste hacia el “equilibrio”. Sea por aumento de la demanda externa de commodities o por un fuerte ingreso de capitales, la apreciación cambiaria tornaría inviable ciertas actividades industriales, pero esto no sería un problema en la medida en que el desempleo generado en la industria fuera compensado por las actividades en expansión. El resultado global sería una supuesta mejora en el bienestar (Magud & Sosa, 2010).¹⁵

Desde el momento en que el fenómeno deja de ser considerado un mecanismo de ajuste hacia el equilibrio, la apreciación real del tipo de cambio resulta ser una opción de política y presumiblemente un “error” resultante de la inclinación de algunos gobiernos hacia el “populismo fiscal/cambiarío” (Bresser Pereira, 2009), que terminaría por dañar las posibilidades de crecimiento y desarrollo industrial en el largo plazo.

Sin embargo, puesto que el tipo de cambio es, dentro de ciertos límites, una variable convencional o “arbitraria” y por ende, sujeta a la presión relativa de los diversos grupos sociales,¹⁶ en la fase de auge del ciclo económico en América Latina vastos sectores sociales se benefician con la apreciación del tipo de cambio real. Por ejemplo, los empresarios dedicados esencialmente al mercado interno, la masa amplia de asalariados y las clases medias constituyen objetivamente una amplia coalición social y política de apoyo a las políticas destinadas a la expansión del mercado interno y ciertamente constituyen una coalición renuente a todo intento de devaluación significativa de la moneda.

Más específicamente, distintos autores subrayaron la existencia de una relación positiva entre apreciación real de la moneda doméstica y salario real para América

¹⁵ Frenkel y Rapetti (2011) cuestionan este enfoque argumentando que “es imposible saber de antemano si los efectos de la contracción industrial generada por la apreciación cambiaria serán más adelante compensados por la expansión de los sectores de recursos naturales o los servicios, como se asume en los modelos de equilibrio general (que asumen pleno empleo). En otras palabras, las autoridades desconocen si existen mecanismos compensatorios de mercado, como se asume en los modelos de equilibrio general, y desconocen también cuáles podrían ser las “fallas de mercado” que inhabiliten la reabsorción de la mano de obra desplazada y cuáles deberían ser las políticas para corregirlas” (2011, p.21 y ss).

¹⁶ Ver Vernengo (2001).

Latina. Por ejemplo, en Brasil “el tipo de cambio sobrevaluado resultó muy importante para el crecimiento de los salarios reales y por lo tanto para el crecimiento del consumo de los hogares, y la evidencia en el período 2004-2010 pone de manifiesto que la apreciación de la moneda, por mucho que pueda agravar los problemas de competitividad externa y la balanza comercial, ha tenido un claro efecto tanto en la expansión global como la producción industrial y el PIB” (Serrano & Summa, 2011b, p.17). En el caso de México, un estudio econométrico sobre el lapso 1980-2006 sugirió un resultado análogo aunque indirecto, al registrar una asociación negativa del producto respecto al tipo de cambio real (López, Sánchez & Spanos, 2011, p. 16). Esta relación ha sido interpretada por los autores como el resultado de una caída en la participación relativa de los salarios en el ingreso debido a una tipo de cambio real más alto (una moneda doméstica más devaluada).¹⁷ En Argentina distintos autores estructuralistas han postulado una asociación negativa entre salario real y tipo de cambio real (Diamand, 1972; Canitrot, 1983).¹⁸

Este resultado se relaciona con la evolución del ciclo económico en la región. El ciclo de auge implica naturalmente una tendencia descendente de la tasa de desempleo y una mejora probable del empleo formal, aumentando el poder de negociación de los asalariados y conduciendo a una tendencia creciente de los salarios reales. La dinámica propia del ciclo de crecimiento lleva implícita el sello de la apreciación de la moneda por la vía de la suba gradual de los costos laborales unitarios, contracara de la suba de los salarios reales.

La solución propuesta para los fenómenos de “enfermedad holandesa” residiría en corregir la “falla” asegurando un tipo de cambio real que estimule a los sectores transables, en particular, al sector industrial. Pero, en primer lugar, el intento de estimular al sector industrial mediante el cambio de los precios relativos (esto es,

¹⁷ Es interesante observar que en la estimación de López et al (2011) mientras el signo registrado en el coeficiente de la tasa de protección es positivo, el correspondiente al coeficiente del tipo de cambio real es negativo. Este hallazgo contradice la equivalencia entre la protección comercial y la obtenida por vía el tipo de cambio real como es asumido en general en la macroeconomía para economías abiertas.

¹⁸ En el caso argentino reciente, una regresión sencilla para el lapso 2002:1 y 2010:1 entre el salario real y el tipo de cambio real muestra un coeficiente significativo de -0.13 para el TCR, con un R cuadrado de 0.62, confirmando la relación negativa entre ambas variables (se comprueba la no autocorrelación de los errores mediante los valores convencionales del test LM).

una moneda doméstica más depreciada), requiere un gran sacrificio de ingresos para lograr costos competitivos internacionales (bajos salarios relativos) a través de una devaluación y plantea un serio obstáculo de política a los gobiernos que intenten ese camino.

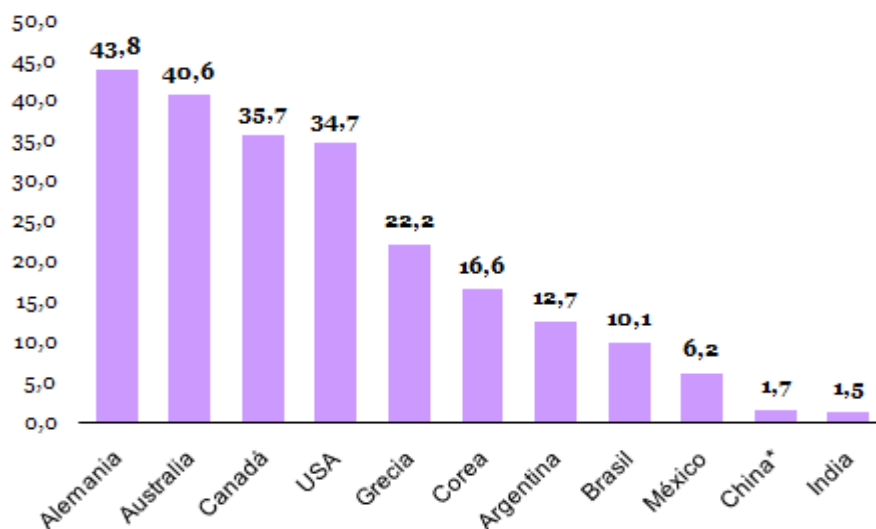
Ciertamente, un país particular puede llevar a cabo una devaluación “compensada” mediante impuestos a las exportaciones y/o subsidios a las importaciones. Esta variante tiene la ventaja de poseer efectos positivos en términos distributivos, ya que permiten una mejora de la rentabilidad industrial sin afectar los salarios reales. Además, en muchos casos implica la captura de rentas incrementando el margen de maniobra fiscal de los gobiernos con un sesgo tributario progresivo y potencialmente puede traducirse en un mayor crecimiento.¹⁹

Pero aún surgen dos limitaciones. En primer lugar, parece constituir un hecho estilizado que el comercio exterior (exportaciones e importaciones) de los países latinoamericanos es relativamente insensible a las variaciones del tipo de cambio real, confirmando el viejo “pesimismo de las elasticidades” que aún parece presidir la práctica de la política económica en los gobiernos de la región.²⁰ Adicionalmente, existe el problema de los bajísimos costos laborales en dólares de China (los que determinan crecientemente los costos internacionales de una amplia gama de productos industriales), y por ende torna a los costos laborales unitarios en divisas una variable cada vez menos relevante en la determinación de la competitividad.

¹⁹ Quizás el caso más relevante sea Argentina. Ver Amico (2013).

²⁰ Por ejemplo, Schettini et al (2011) estiman para la economía brasileña en el lapso 1995-2009 que la elasticidad de las exportaciones brasileñas en relación al tipo de cambio es muy baja. Fiorito et al (2013) encuentran un resultado muy similar para la economía argentina en la etapa 2002-2010. Finalmente, López Gallardo & Cruz (2004) encuentran resultados análogos para los principales países latinoamericanos en la etapa 1965-1996, poniendo el acento en los probables efectos disruptivos sobre el comercio y el producto de la suba del tipo de cambio real.

Gráfico10: Costos por hora en la industria (u\$s de EEUU, 2010)



Fuente: Bureau of Labor Statistics.

En segundo lugar, esa distancia tan significativa en los costos laborales unitarios hace que aún en el caso de una devaluación compensada, si esta medida resulta de una acción coordinada en varios países de la periferia (particularmente, los exportadores de las principales commodities) podría traducirse en un empeoramiento de los términos de intercambio sin ninguna mejora palpable por el lado de las cantidades exportadas. Como observó en algún momento el propio Keynes:

"[H]ay dos objeciones a los movimientos en el tipo de cambio [...]. La primera se relaciona con el efecto sobre los términos de intercambio [...] en ciertas condiciones de las elasticidades implicadas, una depreciación del tipo de cambio puede en realidad empeorar la balanza de pagos, y es fácil imaginar casos en que, incluso si el equilibrio es restaurado, es a costa de una reducción grave e innecesaria en el nivel de vida [...]. En segundo lugar, en el mundo moderno, donde los salarios están estrechamente relacionados con el costo de vida, la eficacia de la depreciación cambiaria podría reducirse considerablemente" (Keynes 1980, p. 288).²¹

²¹ Traducción propia: "[T]here are two objections to movements in the rate of exchange [...]. The first relates to the effect on the terms of trade [...] in certain conditions of the elasticities involved, a depreciation in the rate of exchange may actually worsen the balance of payments, and it is easy to imagine cases where, even if equilibrium is restored, it is at the cost of a serious and unnecessary reduction in the standard of life [...]. In the second place, in the modern world, where wages are closely linked with the cost of living, the efficacy of exchange depreciation may be considerably reduced" (Keynes 1980, p. 288).

En este sentido, la observación de Medeiros (2012) acerca de que “el ascenso de China desplazó hacia abajo los costos laborales industriales en una proporción tal que la competitividad basada únicamente en los costos no es socialmente viable para los países de ingresos medios como Brasil”, parece tener validez general para los países de América Latina y el mundo en desarrollo.

Cabe aclarar que este análisis no pone en cuestión el rol de los tipos de cambios múltiples, junto con otras medidas y recursos, como herramienta de política industrial, sino simplemente a marcar sus límites como instrumento fundamental y excluyente del cambio estructural y de la promoción de la industrialización.

Muchos países, de hecho, en el marco de los esquemas de metas de inflación, indujeron la apreciación nominal de sus monedas como herramienta antiinflacionaria a través de la determinación de diferenciales de intereses positivos, dando lugar de hecho a una tendencia a la apreciación real del tipo de cambio (Abeles & Borzel, 2010). Otros países rechazaron la aplicación del sistema de metas y optaron por menores tasas de interés en términos reales, pero mostraron una tendencia a la devaluación nominal del tipo de cambio con mayores niveles de inflación (como Argentina y Venezuela). Sea por un camino, o por otro, y partiendo de condiciones distintas, todos los países de la región mostraron una tendencia persistente a la apreciación real del tipo de cambio y un aumento relativamente rápido de los costos laborales unitarios en dólares (Frenkel & Rapetti, 2011).

En el contexto latinoamericano, la política cambiaria reciente es consecuencia de una historia previa, signada por la crisis. Estas comenzaron a fines de los años 90 (Brasil, Chile y Colombia, en 1999; Perú en 1998-1999, México, 2001; Argentina, 2001-2002) y en un mismo movimiento, estas crisis provocaron dos cosas: un salto en la evolución del tipo de cambio nominal (que fue seguido de un pico de tipo de cambio real y una posterior tendencia hacia la apreciación real) y un abandono casi simultáneo en todos los países de los esquemas de tipo de cambio nominal fijo que habían prevalecido en los años noventa.

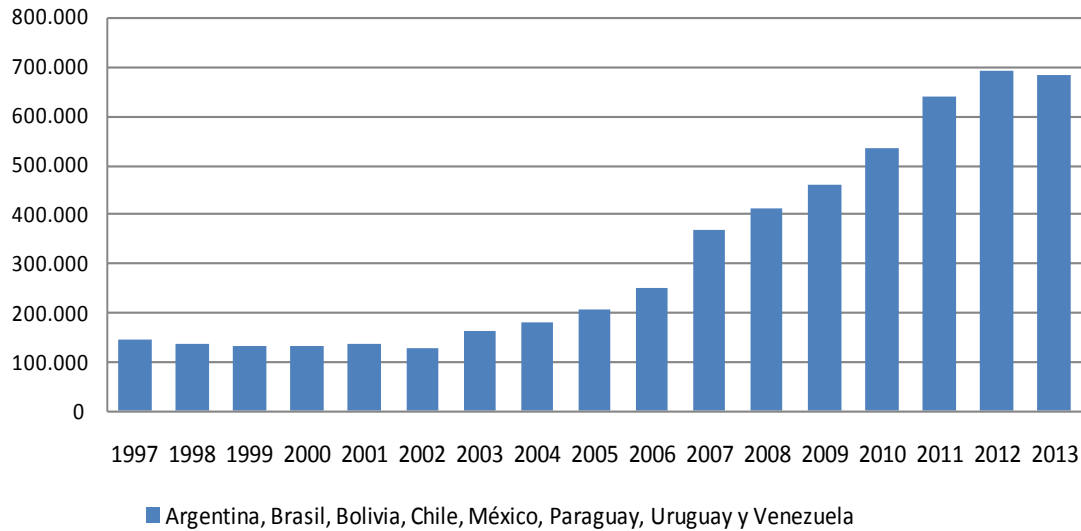
Tras esta sucesión de devaluaciones nominales, los países de la región siguieron –como se explicó- caminos diferentes. Pero en todos primó la tendencia persistente a la apreciación real. Esta dinámica fortaleció la tendencia creciente de los precios en dólares de los productos básicos exportados por la región y fueron un factor adicional en la definición de la dirección de los precios nominales en dólares de las commodities primarias (agrícolas, metales y petróleo).

Es difícil establecer el orden de los acontecimientos. ¿Qué vino primero: la apreciación real o la suba de los precios de commodities? La evidencia parece sugerir que la tendencia a la apreciación real de las monedas era un resultado de la propia evolución interna de los países de la región, debido que es un proceso “natural” que sucede a todas las crisis externas. Más tarde, la suba de precio de las commodities –por las razones particulares mencionadas antes, algunas de ellas de corto plazo- amplió las posibilidades de esa tendencia a la apreciación real y la reforzó. Ciertamente, y dejando de lado la dirección de la causalidad, es también difícil establecer siquiera órdenes de magnitud.

Por otra parte, la mayoría de los países adoptó regímenes de tipo de cambio flotante fuertemente administrado. La flexibilidad permite enfrentar y desanimar los ataques especulativos. Como explican Frenkel y Rapetti (2009), “la ausencia de compromisos (...) elimina incentivos a los especuladores a apostar en el mercado cambiario en una sola dirección. Por otro lado, en sus elecciones de cartera entre activos y pasivos domésticos y externos los agentes deben asumir el riesgo cambiario”. Asimismo, es notorio que estos regímenes cambiarios flexibles (pero fuertemente administrados) han ido acompañados en los países en desarrollo en general, y en América Latina en particular de una sistemática y significativa acumulación de reservas.

Gráfico12: América Latina: Reservas internacionales

(países seleccionados, en millones de u\$s)

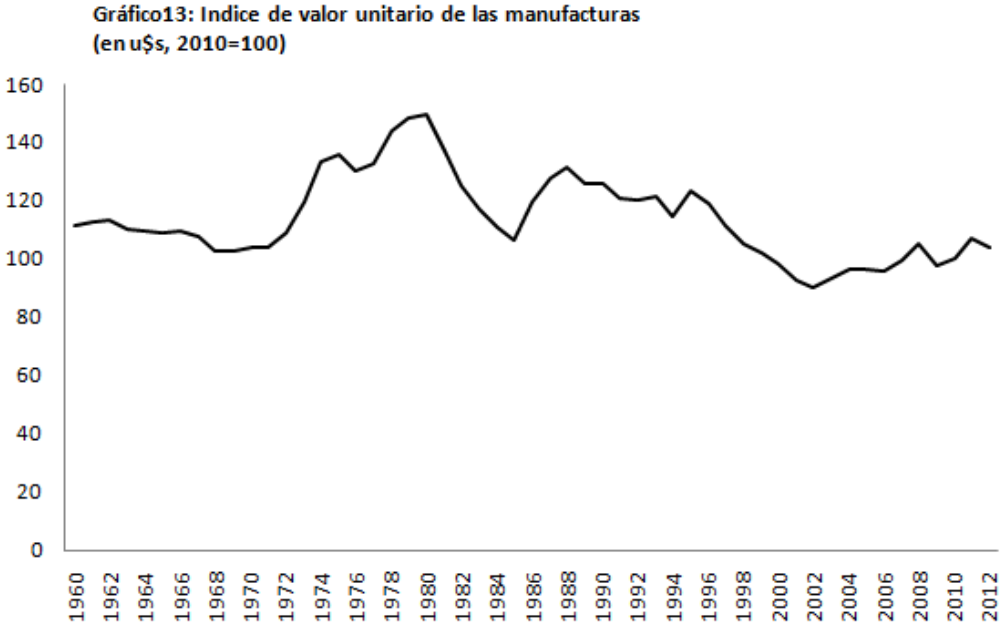


Fuente: CEI.

Aquí la literatura distingue dos objetivos probables de la acumulación de reservas: uno, precautorio; otro, mercantilista (un tipo de cambio competitivo como estrategia de promoción de los sectores transables). La evidencia disponible parecería indicar que el objetivo principal de los países de la región (sean inflation targeters o no) ha sido disponer de abundantes reservas que sirvan como prevención para ataques especulativos que pudieran conducir a una devaluación descontrolada de sus monedas.

Dado que el nivel “óptimo” de reservas para ese fin no es observable, los bancos centrales tienden a acumular reservas por encima de los indicadores convencionales elaborados al efecto. Por ende, en todos los casos, satisfecho el requisito de ese nivel de reservas hipotético (es decir, el volumen de reservas que el mercado considera suficiente para que el banco central determine el tipo de cambio nominal), apostar a una devaluación no resultaría rentable (Frenkel & Rapetti, 2009).

Estas tendencias (factores de oferta, nacionalismo de los recursos naturales y política macroeconómica de la periferia exportadora de commodities) marcaron la tendencia del precio absoluto en dólares de las principales commodities. Simultáneamente, la tendencia de los precios internacionales de los productos industriales configura el cuadro general de la tendencia de los términos de intercambio.



Fuente: Banco Mundial.

En este punto es interesante regresar al análisis de Lewis (1977) acerca de los términos de intercambio. Lewis argumentó que los factores que gobiernan los términos de intercambio eran dependientes de las características de los países (o regiones) exportadores más que del tipo de bienes involucrados. Así, de acuerdo con el enfoque de Lewis, los productos provenientes de las regiones agrícolas más atrasadas (que poseían excedentes estructurales de mano de obra y bajos salarios) debían ser más baratos que aquellos producidos en países con agricultura moderna, altos salarios y bajos excedentes de mano de obra.

En resumen, en la teoría de Lewis la principal diferencia en los términos de intercambio entre el Norte y el Sur no era realmente entre exportaciones industriales y primarias (como en la tesis Prebisch-Singer), sino entre el nivel de productividad y de los salarios en la producción de alimentos y en el excedente de mano de obra. Así, en el contexto actual, los bajos salarios pagados en China mantienen bajos los precios de los bienes producidos (directa o indirectamente afectados por ellos), con independencia de su composición material.

“En la década de 1880 el salario de un obrero de una plantación era un chelín al día, pero el salario del trabajador no calificado de la construcción en Australia era de nueve chelines al día. Si el té hubiera sido un cultivo de clima templado en lugar de un cultivo tropical, su precio habría sido tal vez cuatro veces más alto que lo que realmente fue. Y si la lana hubiera sido un producto de clima tropical en lugar de templado habría valido quizás una cuarta parte del precio vigente” (Lewis, 1977, pág.11).

Lewis se refirió a la tendencia de los términos de intercambio a ser declinante para los países más atrasados hasta que el excedente de mano de obra de China e India se extinguiera:

“Los términos factoriales disponibles para los trópicos, por otro lado, les ofrecen la oportunidad de seguir siendo pobres, al menos hasta que las reservas de mano de obra de la India y China puedan ser agotadas” (Lewis, 1977, pág.19).

En este contexto, el surgimiento de China con sus enormes economías de escala y los salarios relativamente bajos (en términos internacionales), genera una clara tendencia hacia la disminución en términos relativos de los costos industriales en relación con los costos de producción de las materias primas. De hecho, desde que China se ha convertido en un exportador principal en rubros industriales en general, sus costos internos determinan crecientemente la tendencia de los precios internacionales.

Así, en lugar de un país tropical produciendo ciertas materias primas con salarios mundialmente bajos y excedente ilimitado de mano de obra, tenemos el mismo

país de salarios internacionalmente muy bajos y un enorme excedente de mano de obra, pero que produce bienes industriales. En este caso, sólo el aumento de los salarios y de la productividad en la agricultura china podría interrumpir esta tendencia de los términos de intercambio a deteriorarse en detrimento de los precios industriales.²²

En la misma dirección contribuyó la tendencia de los salarios en el centro. En los países centrales los salarios tienden a crecer por debajo de la productividad, al tiempo que en los nuevos países periféricos exportadores de productos industriales (China e India) ocurre lo mismo. Por ende, sus costos laborales unitarios en términos reales tienden a declinar en términos relativos a los de las commodities, consolidando el alza persistente del precio relativo de los productos y commodities primarios.²³

En otros ciclos de precios, en las fases de auge los términos de intercambio mejoraban para la periferia (subían los precios relativos de las commodities) mediante, por ejemplo, un aumento de corto plazo de los precios de las materias primas por aumentos de la demanda mundial. Sin embargo, tarde o temprano, las commodities que utilizaba el centro, ahora encarecidas, producían presiones inflacionarias por el lado de los costos y, en un contexto de resistencia salarial, llevada a aumentos de las remuneraciones nominales de los trabajadores del centro, produciendo inflación en el mundo desarrollado y revirtiendo la tendencia de los términos de intercambio. Además, el centro podía recurrir a las subas de las tasas de interés para reprimir la inflación salarial, generando una reversión de los flujos de capitales (desde la periferia hacia el centro), y produciendo devaluaciones y “deflación de deuda” en los países en desarrollo, por ende, revirtiendo la tendencia de los términos de intercambio a favor de los bienes industriales producidos en el centro (Guinzburg & Simonazzi, 2004).

²² Como se verá más adelante, los salarios reales en China suben muy rápidamente, pero partiendo desde niveles iniciales irrisorios.

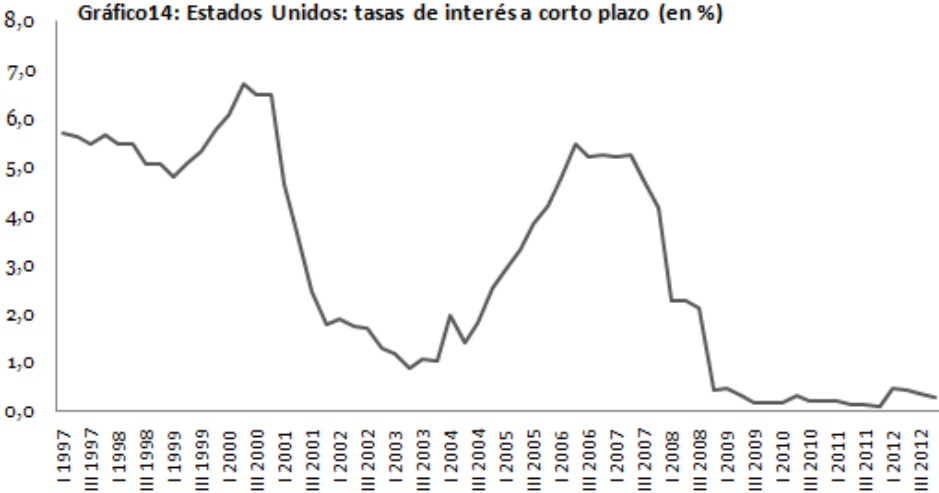
²³ En buena medida, como observa Serrano (2012), los salarios en el centro tienden a crecer en línea o por debajo de la productividad debido a la fuerte competencia de los bajos salarios de los trabajadores de la periferia que ahora exporta crecientemente bienes industriales sofisticados.

En los años 2000, sin resistencia salarial en el centro (y en la periferia exportadora de bienes industriales, i.e., China), y por ende con baja inflación mundial, los países centrales y particularmente Estados Unidos, no han tenido necesidad de subir las tasas de interés y por tanto no hubo reversión en la tendencia del flujo de capitales. Esto permitió consolidar la apreciación de las “commodity currencies” y reforzó la tendencia de los términos de intercambio.

Esta situación inédita en los años 2000 pone en el centro del análisis la teoría de Lewis (1977) de los términos de intercambio, donde lo que cuenta son los niveles de salarios reales relativos y no el tipo de bienes (su composición material) que se exportan. En este punto vale una aclaración importante. El enfoque de Lewis es altamente relevante porque lo importante, desde el punto de vista de los términos de intercambio, no es exportar bienes tecnológicamente sofisticados per sé, sino exportar en base a salarios reales relativos más elevados.

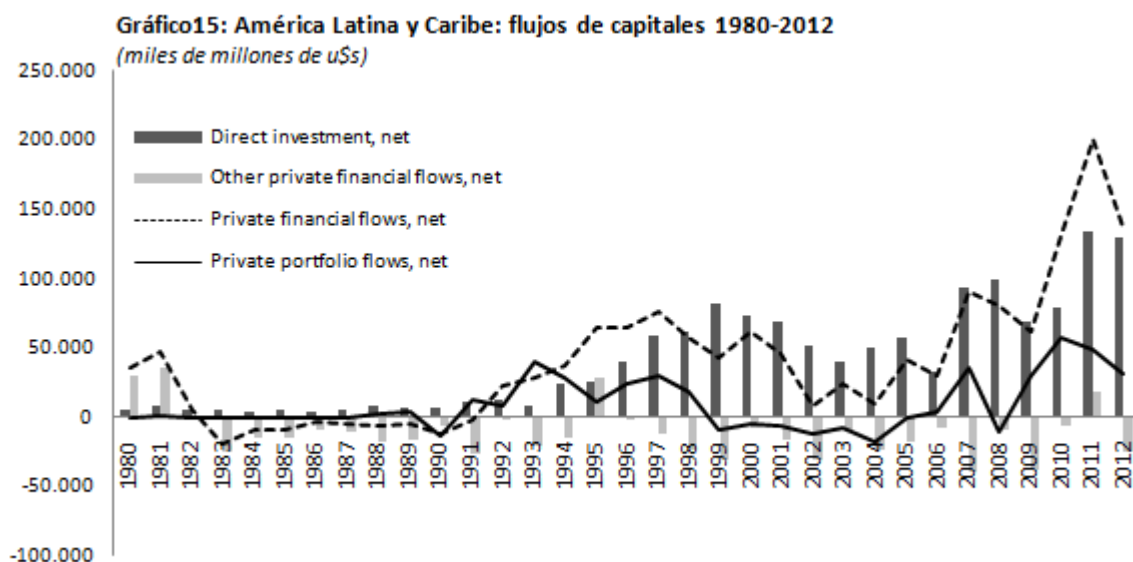
III.3. Los flujos de capitales hacia la periferia

El otro factor, absolutamente crucial en el fenómeno del “desacople” de la periferia, fueron la tendencia de las tasas de interés en el centro y por ende los flujos de capitales hacia la periferia.



Fuente: CEI.

Así, junto con el crecimiento de la economía mundial y los altos precios de los commodities, los flujos internacionales de capital fueron centrales para que la periferia comenzara a crecer rápidamente desde 2003. Akyüz (2012a) distingue tres fases de auge y reversión de los flujos de capital. La primera comienza a principios-mediados de los años 70 y finaliza con la crisis de la deuda de comienzos de los 80s, cuando Paul Volcker produce un shock con la suba abrupta de las tasas de interés. La segunda comenzó a principios de los 90 y culminó a fines de la década con una serie de crisis financieras en el este de Asia. La tercera fase se desarrolló simultáneamente con la burbuja subprime y finalizó con el colapso de Lehman Brothers y el “vuelo a la calidad” a fines de 2008 (aunque el flujo de capitales hacia los países emergentes se restauró rápidamente).

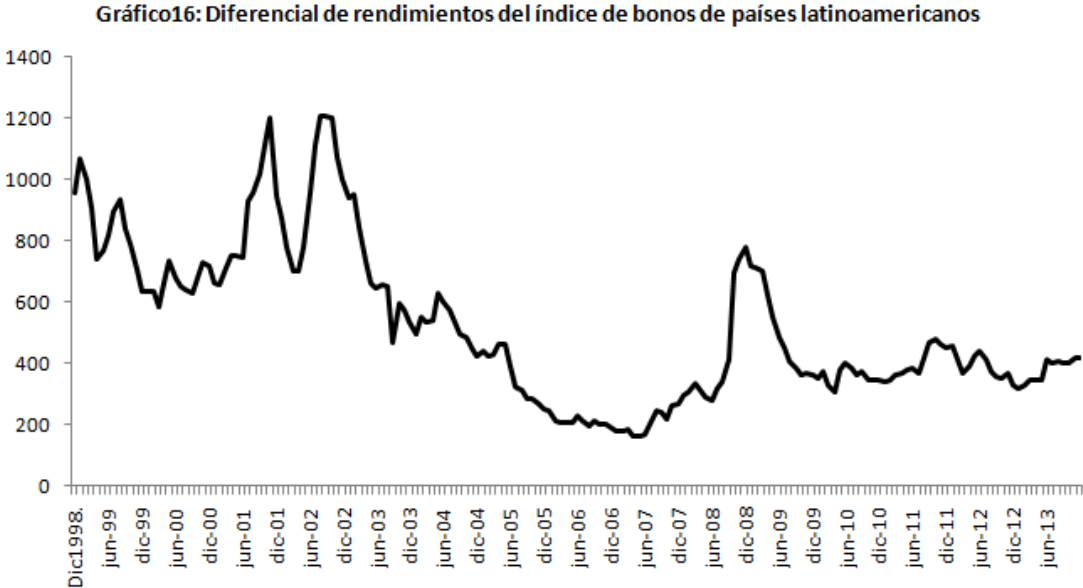


Fuente: FMI, World Economic Outlook Database, October 2013

Como observan Frenkel & Rapetti (2011), esta tercer fase del flujo de capitales parece estar motorizada por los altos diferenciales de rendimiento de los países periféricos respecto de los más desarrollados. Además de los diferenciales en los rendimientos (reales y financieros), los flujos de capital hacia la periferia están determinados también por una fuerte reducción del riesgo percibido (Frenkel & Rapetti, 2011).

El aumento de las entradas de capital fue acompañado por la reducción de los spreads sobre la deuda de los mercados emergentes. El spread promedio, que había llegado a 1.400 puntos básicos después de la crisis rusa y fluctuó entre 600 y 1.000 puntos básicos durante los primeros años del milenio, cayó constantemente desde mediados de 2002 en adelante, llegando a 200 puntos básicos en el primer semestre de 2007 antes de empezar a aumentar ligeramente con el estallido de la crisis subprime (Akyûz, 2011).

Como observa Akyûz (2011, pág.11), de hecho la mayoría de los países en desarrollo disfrutaron del mayor “apetito por el riesgo” y participaron del auge de las entradas de capital, independientemente de sus fundamentals subyacentes. Así, a principios de 2007, el promedio de las primas de riesgo alcanzó su mínimo histórico, en un nivel muy inferior al alcanzado antes de la crisis asiática. Si bien las primas de riesgo país tendieron a elevarse desde mediados de 2007, aún así, antes de la quiebra de Lehman Brothers, eran similares a los niveles vigentes en los mejores momentos del período previo a las crisis asiáticas (Frenkel y Rapetti, 2011).



Fuente: Bloomberg y Reuters.

La tendencia de los flujos de capitales plantea una serie de interrogantes. Por ejemplo, ¿son los factores de “atracción” y los de “empuje” igualmente importantes en la determinación de los flujos de capital?. Además, ¿cuál es la sostenibilidad de estos flujos y del crecimiento económico basado en ellos, así como sus impactos en las economías receptoras?.

Los enormes stocks de reservas de divisas que los países en desarrollo han acumulado desde el final de la crisis asiática son una prueba cristalina de que, fuera de los períodos de crisis, las monedas de los principales países emergentes se encuentran bajo presión permanente hacia la apreciación, con una tendencia a situarse largamente fuera de sus supuestos valores de “equilibrio” (como sea que estos valores se definan). La visión ampliamente compartida es que estas tendencias ponen en peligro la competitividad de los países receptores en el mercado mundial y “distorsiona los efectos sobre el bienestar percibidos del comercio” (Unctad, 2011).

Una cuestión importante es determinar las fuerzas que definen esta tendencia a la apreciación, es decir, si son principalmente factores de atracción (como las atractivas tasas de retorno en las economías emergentes), o si hay también factores de empuje como las expectativas de bajos retornos y tasas de interés extremadamente bajas en los países centrales (como Estados Unidos y Japón).

Como se observa en Unctad (2011, p.2-5), la mayor parte del tiempo existe una brecha significativa entre las tasas de interés nominales a corto plazo entre las economías emergentes y las economías avanzadas desde mediados de la década de 1990, aunque con una clara tendencia a la baja en los niveles de tasa acompañando la reducción de tasas en el centro (particularmente en EE.UU.).

La mayor parte de las operaciones de carry trade de divisas, que aprovechan las diferencias en las tasas de interés a corto plazo, utilizan las monedas donde prevalecen bajos rendimientos (como la de Japón) como moneda de financiación (“funding currency”). Un fondo de cobertura (“hedge fund”) con sede en los Estados Unidos tomaría dinero prestado en Japón y lo depositaría en Brasil, en

Turquía o en África del Sur. Por ende, como se observa en Unctad (2011), la cuestión de si los flujos son empujados desde las economías avanzadas o atraídos por los mercados emergentes, no es demasiado relevante. Para los jugadores financieros globales con acceso a los centros financieros más importantes, el tamaño absoluto de la diferencia de tipos de interés entre el país que realiza el funding y el país target (o “de destino”) es el factor decisivo. Un punto importante es que la creciente brecha entre las tasas de interés de Estados Unidos y las regiones emergentes, después del colapso de 2008, ha provocado un cambio en las monedas de financiación (funding) desde Japón hacia Estados Unidos.

Buena parte de la discusión académica en este punto se ha focalizado en la volatilidad de estos flujos y sus efectos nocivos sobre la competitividad (debido a que posibilitan una amplia apreciación real de las monedas “emergentes”, entre ellas, las commodity currencies). Sin embargo, un punto previo (y crucial) es la notable estabilidad de estos diferenciales de interés.

Ciertamente, la estabilidad de los diferenciales de tasas de interés es sencillamente la consecuencia de la ausencia de un mecanismo endógeno de ajuste de los mercados monetarios. Los enormes flujos de dinero a corto plazo no reducen la tasa de interés doméstica en el país de destino y no la elevan en el país del cual proviene el funding. Como sostiene Unctad (2011, pág.3) esta rigidez de las tasas de interés de corto plazo en ambos polos de países sólo puede explicarse por la voluntad de los bancos centrales para establecer y mantener la tasa de interés de corto plazo en un nivel favorable para alcanzar sus objetivos económicos nacionales.²⁴ Sin embargo, si bien se admite que el poder de los bancos centrales para determinar las tasas de interés nacionales constituye el vínculo crucial con el sistema monetario global, al mismo tiempo se observa la necesidad de “un mecanismo de ajuste externo efectivo para ayudarles a hacer frente a los shocks externos” (Unctad, 2011).

²⁴ En el caso de los países centrales, la motivación para sostener bajas tasas de interés puede estar dada por los bajos niveles de crecimiento y de inflación. En el caso de muchos países en desarrollo, la política de tasas puede estar apuntada, por ejemplo, a inducir el ingreso de capitales (vía el mantenimiento de un diferencial positivo de interés interno-externo) y controlar la inflación doméstica mediante la apreciación cambiaria resultante.

En la teoría establecida, ese mecanismo es simple: puesto que se supone que los diferenciales de tasas de interés están estrechamente asociados con los diferenciales de inflación, la regla para determinar la expectativa sobre el tipo de cambio determinado por el mercado es la denominada "paridad de tasas de interés no cubierta" (UIP, por sus siglas en inglés, donde altas tasas de interés son compensadas por la expectativa de una devaluación) o la llamada "paridad de poder adquisitivo" (PPP, en inglés, donde las altas tasas de inflación se compensan con la expectativa de una depreciación). Sin embargo, existe evidencia abrumadora de que los mercados de divisas nunca llegan a tales resultados -al menos, no en el corto y mediano plazo, que son los plazos relevantes para las políticas económicas efectivas-.²⁵

Para que la UIP y la PPP funcionen, los tipos de cambio deberían compensar los diferenciales de interés o de inflación. Esto supuestamente daría lugar a la estabilización de los flujos de capital puesto que el arbitraje con los diferenciales en las tasas de interés ya no sería rentable, y complementariamente se derivaría un equilibrio estable en el comercio, puesto que la tasa de cambio real (la tasa que determina la competitividad entre países) sería bastante estable.

El proceso de ajuste que se suponía debía ocurrir, mediante la vigencia de tipos de cambios flexibles o determinados por el mercado, no ha tenido lugar dado que las entradas netas de inversión de cartera han apreciado las monedas de los países con altas tasas de interés y altas tasas de inflación durante períodos prolongados. En buena medida esto se relaciona con la inexistencia de tipos de cambio verdaderamente "flexibles" como observaron Calvo & Reinhardt en "Fear of floating". Es una consecuencia del hecho de que, como el tipo de cambio se determina como el precio de un activo sujeto a especulación, las expectativas acerca del cambio esperado en el tipo de cambio son en buena medida endógenas al tipo de cambio efectivamente vigente. En tal contexto, la interacción entre resultado efectivo y expectativas es básicamente inestable.

²⁵ Sobre el no cumplimiento tanto de la PPP como de la UIP puede consultarse Sarno & Taylor (2002), Lavoie (2000) y Shaikh (1999), entre muchos otros autores.

En la práctica, esta inestabilidad resultante de la retroalimentación entre expectativas y evolución efectiva del tipo de cambio, obliga a los bancos centrales a manipular los diferenciales de tasas de interés, junto con las intervenciones de compra y venta de divisas, como único modo de estabilizar el mercado. Esta es la razón, como sugieren Serrano y Summa (2011a), del “miedo a flotar” y de que en la práctica no exista tal cosa como un régimen de libre flotación: los tipos de cambios flexibles (sin intervención alguna del gobierno) no sólo no producen ningún equilibrio, sino que conducen a persistentes desvíos. Asimismo, la misma apreciación cambiaria ha aumentado la rentabilidad del arbitraje de tasas de interés, alimentando nuevas entradas y reforzando el proceso.

La visión casi consensual sobre este punto destaca la inestabilidad del sistema (una visión fuertemente influida por las crisis producidas a mediados-fines de los años 90s) y la pérdida de autonomía de la política monetaria. El ejemplo arquetípico sería Brasil donde enormes flujos de capitales caracterizaron el escenario económico antes y después de la crisis de 2008 “provocando una enorme e injustificada apreciación real” (Unctad). En estos casos, existe una relativa rigidez de las tasas de interés determinadas nacionalmente por los bancos centrales y el diferencial de tasas de interés actúa como un enorme imán que después de cada shock atrae los flujos de regreso hacia las monedas “objetivo”.

Unctad (2011) muestra evidencia de una masiva actividad de carry trade financiada en yenes entre enero de 2005 y septiembre de 2007. Luego, desde el otoño de 2007 se muestra la emergencia del dólar de EE.UU. como moneda de financiamiento para operaciones de carry trade. Esto sería confirmado por las expectativas de los inversores reflejadas en el llamado ratio de riesgo del carry trade (carry-to-risk ratio), una medida difundida de la rentabilidad ex ante del carry trade. En este ratio, las ganancias derivadas del diferencial de tasas de interés se ajustan por el riesgo de movimientos futuros del tipo de cambio.²⁶ Cuanto más alto sea este ratio, mayor es la rentabilidad ex-ante de la estrategia de carry trade.

²⁶ El ratio es definido como el diferencial de tasas de interés a tres meses entre la divisa objetivo y la divisa de financiamiento (ver Unctad, 2011).

Unctad (2011) sostiene que cuando la crisis irrumpió, los bancos centrales de los países emergentes aplicaron políticas monetarias y fiscales restrictivas, y que esas restricciones ponen en riesgo la recuperación. Se consideró, por ejemplo, que tras la crisis de 2008 la asistencia del FMI pudo haber contribuido a aliviar la presión inmediata sobre los países con problemas. Pero, como el origen del problema habría sido la especulación del carry trade, el enfoque tradicional del FMI resultaría inadecuado, dado el sesgo hacia la elevación de las tasas de interés. Así, Unctad (2011) sostuvo que “De hecho, los países que han estado expuestos a la especulación del carry trade necesitan una devaluación real con el fin de restaurar su competitividad internacional”. En este enfoque, los países en desarrollo necesitarían políticas fiscales y monetarias expansionistas para evitar una recesión, siempre y cuando los efectos expansivos de la devaluación "ordenada" de la moneda no se hayan materializado.

Para evitar las devaluaciones competitivas destructivas “entre vecinos”, Unctad sugiere una curiosa regla de “Managed floating based on UIP or PPP as a solution” (“una flotación administrada basada en la UIP o la PPP como solución”). Esta estrategia podría ofrecer a cada país una protección contra la “amenaza” de carry-trade en situaciones incluso cuando la tasa de interés interna es más alta que la tasa de interés del país pivote. Como la depreciación target iguala los diferenciales de interés, la gestión del tipo de cambio a lo largo de las líneas de la UIP elimina por completo las ganancias potenciales del carry trade, además de eliminar el incentivo para que los deudores nacionales incurran en su deuda en moneda extranjera. Pero Unctad (2011) propone que la instrumentación más eficiente de este enfoque es a escala regional.

Esta propuesta no deja de ser sorprendente por varios motivos. Primero, porque supone la remoción del esquema que hizo factible el ingreso neto de capitales en la periferia, lo que implica de hecho una contracción del margen externo de estas economías, una moneda doméstica más depreciada y salarios reales más bajos. Segundo, los efectos de la política monetaria y de la política fiscal no parecen ser equivalentes en términos del crecimiento en la región. Mientras está establecido

que la política fiscal tiene una influencia bastante directa en el nivel de actividad (aunque la óptica convencional restringe este resultado solo al corto plazo), la política monetaria tiene efectos mucho más ambiguos e inciertos.

Dado que los sistemas de metas tienen como principal herramienta las tasas de interés (postulando un cierto efecto de las tasas sobre la evolución de la demanda agregada), distintos estudios en la región han apuntado a un punto crucial: la estimación de elasticidad de la demanda agregada ante cambios en la tasa de interés para medir el impacto y alcance de estas políticas.

Frenkel (2008) pasa revista a los análisis empíricos efectuados sobre este punto en la experiencia reciente de distintos países de la región (por ejemplo, Barbosa-Filho, 2006 y 2008; Galindo y Ros, 2008; y Chang, 2007) y muestra que las principales conclusiones de estos estudios dan cuenta de una baja elasticidad-interés de la demanda agregada.²⁷

En muchos casos, y particularmente en Brasil y México, se registró una relación negativa entre tasa de interés y la tendencia del tipo de cambio. La política de tasas de interés más altas indujo un mayor ingreso de capitales lo que se tradujo en una tendencia a la apreciación del tipo de cambio. La apreciación cambiaria fue el mecanismo de transmisión que permitió mantener la inflación baja en un contexto regional donde la influencia de los factores externos en la inflación era relativamente más alta y donde predominaba una muy escasa resistencia salarial (Serrano, 2010; Barbosa-Filho, 2007; Pérez Caldentey & Vernengo, 2013). Incluso en la economía mexicana se halló una relación positiva entre la suba de la tasa de interés y el crecimiento del PIB por la vía de la apreciación cambiaria y la suba del salario real (López, Sánchez & Spanos, 2011). En suma, todos estos estudios ponen de relieve que la elasticidad de la demanda agregada a cambios en la tasa de interés en América Latina es, como mínimo, muy baja.

²⁷ Frenkel (2008, pág. 198) señala que “Los trabajos citados sobre las economías de Brasil y México no contienen estimaciones directas de la elasticidad-tasa de interés de la demanda agregada. Pero sí analizan, con diferentes metodologías, los mecanismos de transmisión de la política de tasas de interés que presentan los esquemas de metas de inflación. Sus conclusiones señalan que la elasticidad-interés de la demanda agregada es pequeña”.

Pese a ello, es un lugar común señalar el supuesto efecto contractivo de las altas tasas de interés real. Ciertamente, en economías donde una parte significativa del consumo privado está financiado con crédito, tasas de interés más altas deben tener necesariamente un efecto contractivo sobre el consumo. Pero los gobiernos disponen de instrumentos para segmentar (si así lo desean) las tasas de interés, manteniendo bajas aquellas tasas que afectan el crédito para el consumo. Fue el caso de Brasil quien llevó a la práctica una vigorosa política anticíclica frente a la crisis mundial de 2009 produciendo por resultado una fortísima recuperación con niveles de tasas de interés (reales y nominales) menores a las históricas, pero aún así significativamente altas. En este marco, la economía brasileña pasó de una recesión de -0,6% en 2009 a un crecimiento del 7,5% en 2010. Entre las medidas adoptadas se cuentan la expansión de los mecanismos de protección social, el aumento del salario mínimo, la expansión de la inversión pública y una expansión del consumo, tanto del gobierno como de los hogares, impulsado por el crecimiento de los créditos internos otorgados principalmente por las instituciones financieras públicas.

Respecto del “canal de demanda” del tipo de cambio, y con base en la experiencia de los años 90, habitualmente se supone que una política monetaria de tasas de interés más alta conduciría a la apreciación cambiaria y disminuiría las exportaciones netas y así la demanda agregada. Pero como observan Serrano & Summa para el caso brasileño (2010, pág.10, nota 16), “este canal específico no funciona (en Brasil) ya que los efectos distributivos de un tipo de cambio apreciado son aumentar los salarios reales y el consumo en un monto superior a la reducción de las exportaciones netas, y por ende la demanda agregada aumenta cuando la tasa de cambio se aprecia”. La comprobación de este mecanismo equivale a afirmar que, en términos de sus efectos globales, la demanda agregada aumenta cuando la tasa de interés sube (al menos en cierto rango), es decir, un resultado análogo al registrado en México.

Esta evidencia aconseja observar con mayor cuidado y de manera separada los efectos diferenciales de la política monetaria y fiscal en América Latina, ya que la

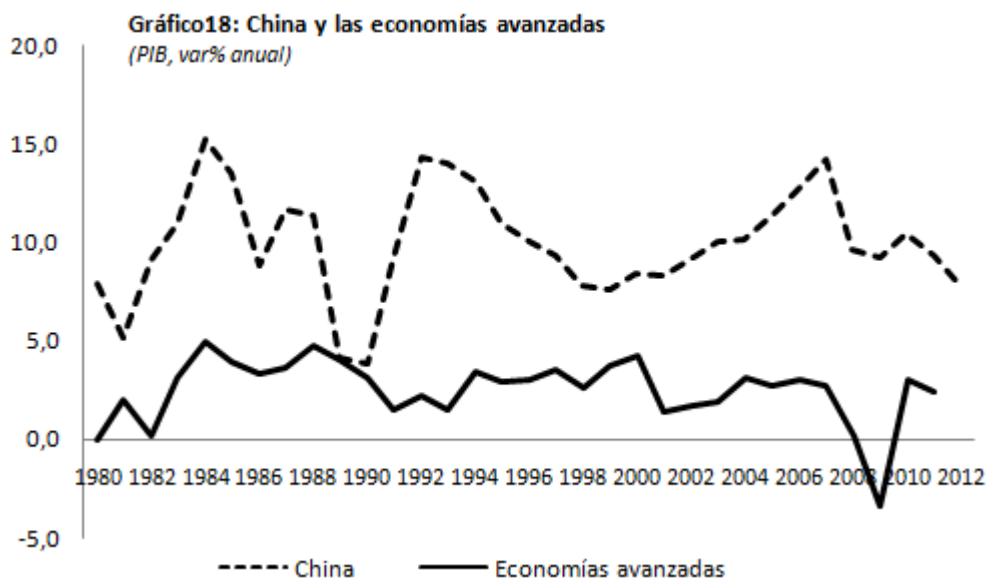
reducción de las tasas de interés (que induce una mayor devaluación de la moneda por la reducción de los diferenciales de interés) y la expansión fiscal no generan efectos en la misma dirección en la demanda agregada: mientras la devaluación tiene un efecto contractivo, la política fiscal es claramente expansiva.

Ciertamente, las tasas de interés reales más altas, si devienen en un fenómeno persistente, pueden tener un efecto negativo sobre la distribución del ingreso. Es lo que se ha denominado el canal de costo de la política monetaria. Es cierto que cuando suben las tasas de interés hay un efecto sobre los costos financieros de las empresas. Pero el enfoque mencionado es más general y abarca al conjunto del capital (sea prestado o no). En el contexto de la denominada “teoría monetaria de la distribución” (Pivetti, 1991), las tasas de interés constituyen un costo de oportunidad para el conjunto del capital invertido, y la rentabilidad del capital productivo no puede estar persistentemente muy alejada de la tasa de interés real durante un largo período de tiempo. Esto supone que tasas de interés reales más elevadas determinarán probablemente un piso de la tasa de ganancia relativamente más alto y por ende podría determinar una distribución más regresiva del ingreso (Pivetti, 1991). Este efecto de la política monetaria puede interactuar con otros efectos inducidos por la política económica e incluso puede contrabalancearse por completo, generando la posibilidad de diversos resultados en términos distributivos (Pivetti, 2008).

III.4. Sostenibilidad de los factores que posibilitaron el desacople

Analizar la sostenibilidad del actual desacople en el crecimiento tendencial del centro y la periferia implica analizar la persistencia temporal de los factores que lo hicieron posible y su grado de interrelación. Un factor relevante como se explicó ha sido el comportamiento de la economía china como nuevo “centro cíclico” no solo en el sudeste asiático sino también para la periferia exportadora de commodities. En este punto el interrogante sobre la sustentabilidad del crecimiento chino implica un interrogante previo, a saber: ¿Qué impulsa el crecimiento de China?

Respecto de este punto, existen dos posiciones principales.²⁸ Por un lado, están quienes defienden la idea de que China es una economía impulsada por exportaciones. Este enfoque sostiene que durante 2002-08 las exportaciones chinas crecieron en media un 25% anual, mientras el consumo creció más lentamente. Por ejemplo, según Akyûz (2012, 26-27), “Durante este período, alrededor de un tercio del crecimiento del PIB en China se debió a las exportaciones (...) Si se añade el efecto multiplicador de las exportaciones en el consumo interno y el efecto indirecto sobre la inversión, el porcentaje sube a casi 50%”.



Fuente: FMI.

Sin embargo, algunos economistas advirtieron que el ratio exportaciones / PIB puede conducir a equívocos a la hora de observar el papel de las exportaciones en el crecimiento y que incluso puede resultar una magnitud carente de sentido, puesto que en algún punto resulta análogo a la confusión de comparar ventas totales versus valor agregado (Anderson, 2007).

²⁸ La posición de Krugman (2011) de que el crecimiento chino se debe a una burbuja inmobiliaria que puede estallar en cualquier momento, no será discutida en este trabajo. Ver también The Economist (2013). Para una crítica ver Vernengo (2011).

Para una ponderación correcta del verdadero rol de las exportaciones debería excluirse el contenido importado de las exportaciones para ver realmente cuánto cuenta como impulso hacia la economía doméstica y luego convertir ese contenido doméstico en unidades de valor agregado (sustrayendo las compras hacia otros sectores domésticos).²⁹

Pese al rápido crecimiento de las exportaciones chinas (20 % en 2010), no sólo el valor añadido de esta producción es muy baja, sino que incluso la enorme inversión que impulsa el crecimiento de China se produjo en la industria pesada, menos dependiente de las exportaciones. (Medeiros, 2010). Como observó Vernengo (2011).

“China está pasando por una larga transición de una sociedad rural a una urbana e industrial, lo que implica que cientos de millones de personas se desplazarán a las ciudades en las próximas dos décadas”.

Ineludiblemente, este proceso tiene fuertes implicancias sobre la dinámica de la inversión pública en infraestructura. Por ende, desde la perspectiva de la sostenibilidad, existe una poderosa dinámica “inercial” en el crecimiento chino vinculada a su estrategia de desarrollo. En el actual ciclo de crecimiento chino asociado a su enorme proceso de urbanización, existe una industria pesada asociada a esta demanda (la producción de acero es su principal motor). En este contexto, China pasó de la autosuficiencia a ser un gran importador de mineral de hierro, soja y aceite (Medeiros, 2010).

Respecto de la dinámica de los términos de intercambio, como se explicó el surgimiento de China con sus enormes economías de escala y sus salarios relativamente bajos, genera una clara tendencia hacia la disminución en términos relativos de los costos industriales, dado que al ser un exportador principal en

²⁹ Este paso puede parecer contrario a la intuición: ¿no deberíamos medir los bienes y servicios que las empresas exportadoras compran el resto de la economía? Pero estimar el “valor agregado” implica excluir la compra de bienes y servicios sumando sólo salarios y beneficios generados internamente (si incorporamos las compras de insumos nacionales para las empresas exportadoras, tendríamos que hacer lo mismo con todos los demás sectores: esto significaría un denominador mucho más grande que el PIB). Ver Anderson (2007).

rubros industriales en general, sus costos internos determinan crecientemente la tendencia de los precios internacionales.

En este caso, sólo el aumento de los salarios (y complementariamente de la productividad en la agricultura china) podría interrumpir esta tendencia de los términos de intercambio a deteriorarse en detrimento de los precios industriales. Si bien es cierto que el crecimiento de los salarios reales en China es de los más rápidos del mundo, en torno al 10% anual en los últimos años (ILO, 2013), también es cierto que el punto de partida de ese crecimiento es inusitadamente bajo en la comparación internacional.³⁰ Dadas estas tendencias estructurales, parece muy poco probable que los costos chinos en términos relativos puedan experimentar una modificación muy radical en los años por venir.

Tabla2: Salarios reales por regiones (índice 2000=100)

<i>Grupo regional</i>	2000	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Africa	100,0	103,9	105,3	108,1	108,6	115,4	117,8
Asia	100,0	149,0	158,8	165,1	174,6	185,6	194,9
Europa del esta y centro de Asia	100,0	204,4	233,9	253,4	244,4	257,9	271,3
Economías desarrolladas	100,0	103,3	104,5	104,1	104,9	105,5	105,0
América Latina y el Caribe	100,0	105,4	108,5	109,3	111,0	112,6	115,1
Mundo	100,0	112,8	116,1	117,3	118,8	121,3	122,7

Fuente: ILO, *Global Wage Report 2012/13*

Por otro lado, los salarios en el centro muestran una clara tendencia al estancamiento y no existen indicios de que esta dinámica se vaya a revertir en el futuro inmediato. La brecha entre la productividad por hora de trabajo y el crecimiento de la remuneración por hora contribuyó a una disminución de la participación del trabajo en los Estados Unidos (ILO, 2013, pp.46). Desde 1980 la productividad laboral por hora en el sector empresarial no agrícola de EE.UU.

³⁰ Pese al acelerado crecimiento real de los salarios en China, según el *Bureau of Labor Statistics*, para 2010 los salarios en dólares por hora eran 17 veces más altos en EE.UU. que en China, mientras resultaban 8,3 veces más altos en Corea del Sur, 6,35 veces más altos en Argentina y 5,05 ves más elevados en Brasil.

aumentó en torno al 85 por ciento, mientras que la remuneración real por hora aumentó sólo en un 35 por ciento.³¹

Otro ejemplo es Alemania, donde la productividad laboral (definida como el valor agregado por trabajador ocupado) se incrementó 22,6 por ciento en las últimas dos décadas, mientras que los salarios mensuales reales se han mantenido estables durante el mismo período, e incluso entre 2003 y 2011 cayeron por debajo del nivel registrado a mediados de la década de 1990 (ILO, 2013).

Esta baja resistencia salarial en el centro es otro determinante de la tendencia de los precios industriales y de los términos de intercambio. En un contexto de mayor resistencia salarial, los aumentos de las remuneraciones nominales de los trabajadores del centro podrían producir inflación y revertir (en parte o totalmente) la tendencia actual de los términos de intercambio. Y esta dinámica salarial (sea en el centro o en la periferia exportadora de productos industriales) no parece reversible en el corto plazo.

Estos factores se relacionan con el rol de los flujos de capitales hacia la periferia y su sostenibilidad en el futuro. En un contexto de mayor poder relativo de negociación de los trabajadores, el centro recurría a las subas de las tasas de interés para reprimir la inflación salarial, generando una reversión de los flujos de capitales (desde la periferia hacia el centro), y produciendo devaluaciones y “deflación de deuda” en los países en desarrollo, por ende, revirtiendo la tendencia de los términos de intercambio a favor de los bienes industriales producidos en el centro (Guinzburg & Simonazzi, 2004).

En el contexto de los objetivos de política explicitados por la Reserva Federal (“máximo empleo, precios estables y tasas de interés de largo plazo moderadas”),³² es factible conjeturar que los factores determinantes de la política monetaria norteamericana no parecen augurar una reversión de la tendencia

³¹ A su vez, en USA, la formación de cadenas globales de commodities y la deslocalización (offshoring) de las actividades industriales en un contexto de menor sindicalización del trabajo acentuó la caída en la participación de los salarios en el ingreso y marcó el lento crecimiento de los salarios industriales.

³² Ver Board of Governors of the Federal Reserve System (2014).

visualizada hasta el presente. La modesta recuperación de la economía norteamericana parece constituir un freno a todo intento de suba de tasas, más aún en un contexto de baja inflación.³³

IV. Mecanismos de transmisión Sur-Sur: exportación de commodities y desarrollo industrial en América Latina.

a. Las condiciones externas del crecimiento latinoamericano

Si bien los factores que permitieron el “desacople” parecen dotados de persistencia, es conveniente analizar el patrón de crecimiento y su interacción con esos factores externos más en profundidad. Un rasgo clave del crecimiento de los países periféricos en los años 2000 es la mayor participación de la periferia en el comercio mundial y la rápida expansión del comercio Sur-Sur. En este marco, China se ha convertido –parafraseando a Prébisch- en un nuevo “centro cíclico” para la periferia exportadora de commodities.

Como sugería Lewis hace treinta años, el principal link del crecimiento Sur-Sur ha sido el comercio y en particular, en el caso latinoamericano, la demanda externa por commodities. No obstante, según la opinión generalizada, el desarrollo industrial en países exportadores de commodities primarias está en desventaja (debido a la “maldición de los recursos”) respecto de otras experiencias (por ejemplo, Asia). Incluso esa desventaja sería mayor en la medida en que el peso de las commodities sea torna más importante, profundizando el fenómeno conocido como “enfermedad holandesa” y cuyo principal mecanismo sería la apreciación cambiaria real y el deterioro que esta dinámica produce sobre el desarrollo industrial.

³³ Como dijo Janet Yellen, la Fed considera que “las condiciones económicas pueden justificar por algún tiempo el mantenimiento de tasas de interés a corto plazo por debajo de los niveles que probablemente resultarían normales en el largo plazo” (ver: http://www.nytimes.com/2014/04/17/business/economy/yellen-speech-federal-reserve.html?_r=0).

Antes de discutir en profundidad estos puntos, conviene hacer una breve discusión previa sobre algunos aspectos analíticos que resultan fundamentales para comprender el rol de los términos de intercambio y del flujo de capitales en el crecimiento latinoamericano reciente. Para ello es conveniente repasar algunas definiciones básicas:

$$\Delta R = (X-M) - RLEE + FK$$

Donde el saldo comercial (X-M) menos los pagos netos por rentas de inversión enviados al exterior más los flujos de capitales son iguales a la variación de reservas internacionales. Por supuesto, $\Delta R - FK$ puede ser mayor o menor que el resultado de la cuenta corriente ($CC = X-M-RLEE$). Puede haber una entrada de capitales que más que compense el déficit de CC, o bien el FK puede no ser suficiente para compensar el déficit en transacciones corrientes, resultando en una pérdida de reservas (ver Lara, 2012). Si se asume que no existen flujos de capitales (y que $RLEE=0$) y se supone $X=M$ como condición de equilibrio del balance de pagos tenemos:

$$P_M Q_M = P_X Q_X$$

Donde P y Q son precios y cantidades de importaciones y exportaciones respectivamente. O lo que es lo mismo:

$$P_X/P_M = Q_M/Q_X \quad (1)$$

Esto implica que si los términos de intercambio se deterioran sería necesario un mayor volumen de exportaciones para pagar el mismo nivel de importaciones (o habría que reducir las compras externas de manera compatible con el nivel de exportaciones). A su vez, el crecimiento de exportaciones e importaciones puede representarse como sigue:

$$x = e^X g^W \quad (2)$$

$$m = e^M g^D \quad (3)$$

Donde el crecimiento de las exportaciones (x) depende de la elasticidad-ingreso de las exportaciones (e^X) y del crecimiento mundial (g^W) (o de los socios comerciales) y el de las importaciones depende de la elasticidad-ingreso de las compras externas (e^M) y del crecimiento doméstico (g^D). En este punto, el supuesto de Prebisch era que $e^X < e^M$. Esta sola condición hacía que la periferia creciera a largo plazo a tasas menores que el centro dada la necesidad de mantener el equilibrio externo, aún con términos de intercambio constantes. Por ende, el deterioro de los términos de intercambio –si se produce– agrava esta situación estructural.

Como argumentan Medeiros y Serrano (2001), esta desfavorable estructura de las elasticidades era el argumento central y suficiente para que Prebisch pudiera sostener su argumento a favor de la industrialización de la periferia como un modo de aumentar la elasticidad de sus exportaciones y permitir tasas de crecimiento más altas compatibles con el equilibrio externo.³⁴

Surgen dos puntos fundamentales: (1) el deterioro de los términos de intercambio requiere de un crecimiento más rápido las cantidades exportadas para mantener la balanza comercial equilibrada, (2) con términos de intercambio dados, una nación con una estructura de elasticidades desfavorable necesariamente debe crecer menos que sus socios comerciales para mantener el equilibrio en su balanza comercial.

Para evaluar este punto (y comprender cómo estas relaciones han operado sobre las condiciones externas del crecimiento latinoamericano en los años 2000), se debe volver a la razón de la expresión (1), que define la ecuación de restricción de la balanza comercial en términos de precios y cantidades de las exportaciones e importaciones. Sustituyendo la expresión (2) de las cantidades exportadas y la expresión (3) las cantidades importadas en (1) surge:

³⁴ Es importante notar que la similitud de este esquema analítico con el enfoque de Thirlwall es puramente formal. En la concepción de Thirlwall, la tasa de crecimiento consistente con el equilibrio de la balanza de pagos es considerada un “atractor” de la tasa efectiva de crecimiento, algo que es enteramente distinto en Prebisch y otros autores estructuralistas (incluido Diamand en Argentina). En los estructuralistas el límite externo es un techo (una restricción) que no puede superarse y no un punto gravitatorio hacia el cual converge el crecimiento efectivo (ver Serrano & Medeiros, 2001; o Amico & Fiorito, 2011).

$$t = e^{M_g^D} / e^{X_g^W}$$

Donde t es la tasa de crecimiento de los términos de intercambio P_X/P_M (es decir, $t = p_x - p_m$) que permite mantener el balance comercial inicial equilibrado (o un déficit considerado sostenible), compatible con una estructura desfavorable de las elasticidades. Estas relaciones permiten comprender cómo una mejora de los términos de intercambio puede relajar la restricción externa al crecimiento económico de la periferia. Además, un punto crucial a señalar es que esta condición no sólo requiere de un cambio en el nivel de los términos de intercambio, sino también una tasa continua de crecimiento" (2012, 14).

Esta es la forma en que los economistas estructuralistas (Prebisch, Singer, Lewis) consideraban la cuestión. Sin embargo, en la casi totalidad de las formulaciones de los economistas estructuralistas el rol de los flujos de capitales no era tomado en cuenta. O para ser más precisos, no jugaban ningún papel autónomo respecto del balance de pagos y la determinación de la restricción externa (Medeiros, 2008).

Una de las razones de esta omisión es sin dudas histórica: en tiempos en que regía el sistema de Bretton Woods, los flujos de capitales estaban reducidos a inversión directa, y eran escasos y altamente regulados. Las corrientes financieras se originaban en préstamos bancarios y también eran poco significativos. Así, el enfoque tradicional se focalizó casi enteramente en los flujos de comercio, mientras los flujos de capitales ocupan un lugar secundario meramente destinado a servir de "lubricante" para financiar el comercio (o a constituir movimientos "compensatorios"). Pero desde la liberalización financiera en adelante se tornó cada vez más evidente no solo que los flujos de comercio no tienden hacia ningún balance, sino que los flujos de capitales han adquirido una significativa dimensión autónoma, cobrando una influencia enorme en los mercados cambiarios.

Esto se revela en el hecho de que cuando el aumento de los pasivos externos netos excede el déficit en cuenta corriente, hay un exceso de flujos financieros respecto a las necesidades de la economía "real". El punto señalado por Medeiros

es el reconocimiento de que existe una demanda financiera por divisas -una "preferencia por la liquidez" por moneda extranjera- que no surge por necesidad real, sino por "fragilidad financiera". De este modo, cuando se incorpora la posibilidad de que los déficits comerciales (o de cuenta corriente) puedan ser financiados mediante el ingreso de capitales externos, eso puede llegar a compensar una estructura desfavorable de elasticidades para un dado nivel de los términos de intercambio.

Un punto importante es que estos capitales externos (sean por ejemplo, bajo la forma de IED o de endeudamiento) podrían eventualmente permitir un crecimiento mayor que el que surge de la estructura de elasticidades y/o de los términos de intercambio. Sin embargo, el problema es que ese ingreso de capitales –utilizado para financiar el desequilibrio de cuenta corriente-, luego implica mayores transferencias futuras de rentas hacia el exterior bajo la forma de intereses y/o utilidades y, por ende, reaparece en la cuenta corriente como pasivo.

Una forma de ver esta interacción es formalizando el proceso. Dado que:

$$FK = -CC = M - X + RLEE + \Delta R \quad (1)$$

Y que el stock de pasivos externos evoluciona del siguiente modo:

$$D_t = D_{t-1} + \Delta D \quad (2)$$

Esto supone que la renta neta de inversión enviada al exterior es equivalente a una tasa de interés (i) aplicada sobre el stock de pasivos acumulados hasta el período anterior (D_{t-1}):

$$\Delta D = (M_t - X_t) + i \cdot D_{t-1} \quad (3)$$

Sustituyendo (3) en (2):

$$D_t = D_{t-1} + (M_t - X_t) + i \cdot D_{t-1} \quad (4)$$

Por ende el stock de pasivo externo depende del stock en el período previo, de la tasa de interés y del déficit comercial del período. Así, una serie de déficit

comerciales y una tasa de interés positiva implican un pasivo externo creciente. Es importante aclarar que el stock de pasivos externos comprende *indistintamente* a la IED como a la deuda propiamente dicha, ya que ambas formas implican compromisos futuros de remisión de rentas en divisas. Por ende, la tasa de interés (i) en la expresión (2) es en verdad una “tasa promedio” que vincula el flujo de rentas (intereses o utilidades) con el stock total de pasivos acumulados.

Llegado a este punto se plantea naturalmente la cuestión de indagar sobre cuál es el límite para absorber capitales externos. Si dividimos la expresión (4) por las exportaciones tenemos:

$$\frac{D_t}{X_t} = \frac{(M_t - X_t)}{X_t} + (1+i) \frac{D_{t-1}}{X_t} \quad (5)$$

Dado que las exportaciones en el período presente son:

$$X_t = (1+\eta)X_{t-1} \quad (6)$$

Sustituyendo (6) en (5):

$$\frac{D_t}{X_t} = \frac{(1+i)}{(1+\eta)} \frac{D_{t-1}}{X_{t-1}} + \frac{(M_t - X_t)}{X_t} \quad (7)$$

De modo que la dinámica del ratio D/X depende de la evolución de la cuenta comercial como proporción de las exportaciones ((M-X)/X) y de la razón entre la tasa de interés sobre el pasivo externo y la tasa de crecimiento de las exportaciones (que es la conocida condición de Domar (1959).

Estas condiciones pueden dar resultados hasta paradójicos. En ciertos casos un país podría tener un déficit comercial decreciente y aún así la razón D/X podría crecer. Y diversamente, podríamos tener un déficit comercial constante con una razón D/X descendente. De todos modos, la condición derivada en (7) demuestra que los flujos de capitales no pueden dissociarse completamente de la dinámica de las exportaciones.

Otro punto importante (que no podemos discutir aquí) es que, en el contexto de un modelo liderado por la demanda del tipo supermultiplicador –como el que se sigue en este trabajo-, los flujos de capitales alteran el *nivel* de producto de largo plazo, pero no su *tasa de crecimiento*.³⁵

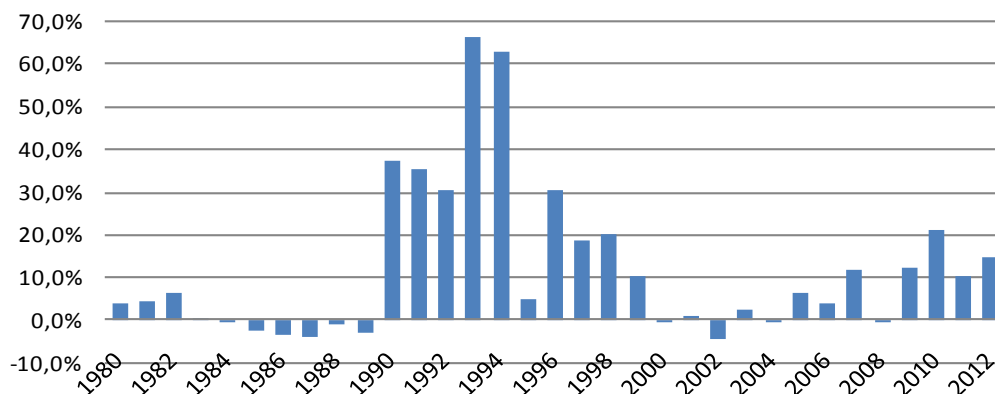
Dada la dificultad de estimar esa “tasa media” de los pasivos externos acumulados se puede recurrir a un indicador más sencillo, que es la razón entre el déficit de cuenta corriente y las exportaciones. Esto dará un indicador de la solvencia de esa economía. Asimismo, la relación entre deuda de corto plazo y las reservas proporcionará un indicador de liquidez (Medeiros & Serrano, 2006). Esto se debe al hecho de que un país puede tener una proporción de deuda de corto plazo relativamente pequeña en relación a la deuda total, pero si su cobertura en reservas es muy pequeña puede detonar una crisis cambiaria.

Una vez reconocido, por lo tanto, que el pasivo externo de corto plazo debe evaluarse en comparación con las reservas disponibles, cabe también considerar el peso del stock de inversión de cartera en las reservas en la medida en que también es una fuente potencial de demanda por divisas sin una temporalidad definida. Por ende, tanto la deuda externa a corto plazo como el stock de inversión de cartera pueden ser incluidos en el análisis de las condiciones de liquidez de una economía.

Pero esa inclusión no parece relevante. Ante todo, en un contexto de libertad relativa para la movilidad de capitales, los residentes pueden generar una demanda por divisas *en cualquier momento*, si consideran que tienen una oportunidad lucrativa para hacerlo, de modo que la inversión extranjera en cartera corresponde, en realidad, solo a una parte de la demanda *potencial* por divisas sin período determinado.

³⁵ Sobre este punto ver Bhering & Serrano (2013).

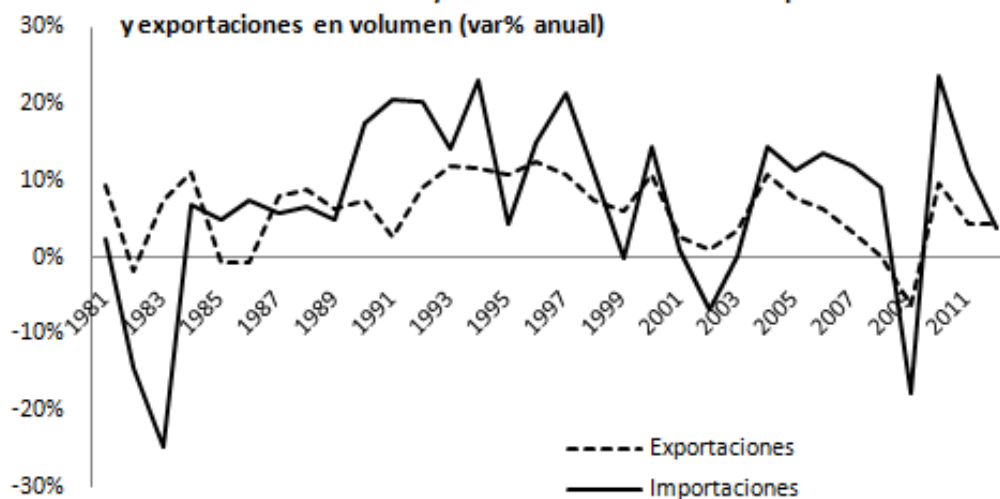
**América Latina y el Caribe: Pasivos inversión de cartera / Reservas
(en %)**



Fuente: CepalStat.

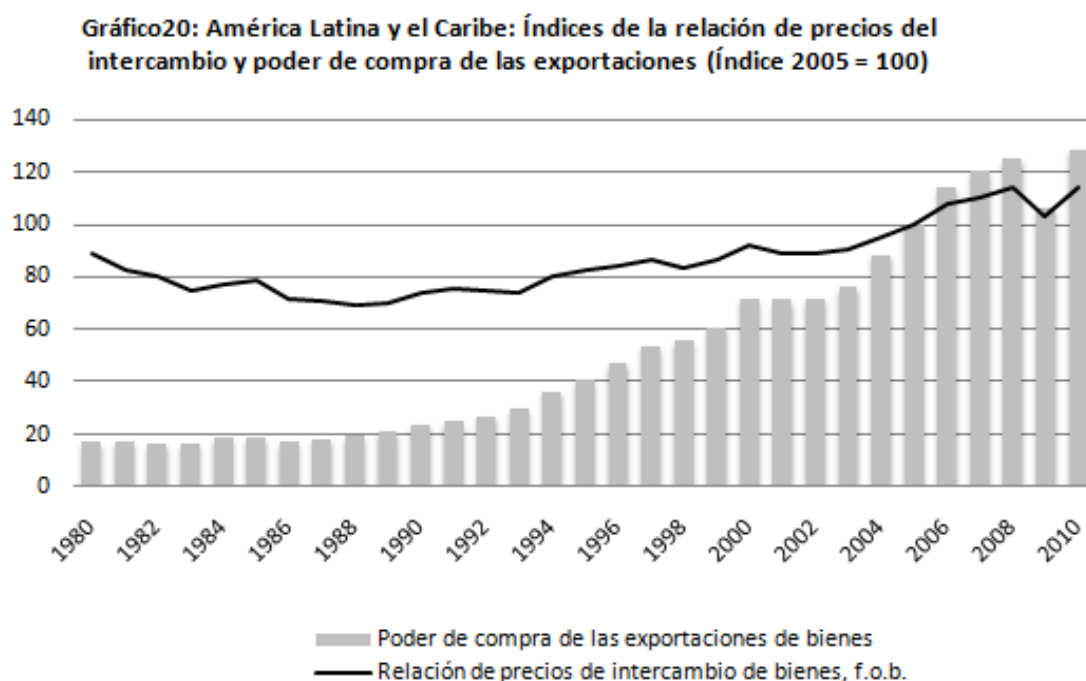
Con este esquema conceptual podemos ahora realizar algunas estimaciones empíricas respecto de la sostenibilidad externa del crecimiento Sur-Sur: los precios de los commodities y los flujos de capitales. En primer lugar, en los años 2000, en América Latina se mantuvo la vieja divergencia en las elasticidades-venta de importaciones y exportaciones ($e^X < e^M$).

Gráfico19. América Latina y el Caribe: Crecimiento de importaciones y exportaciones en volumen (var% anual)



Fuente: Cepalstat.

En efecto, cuando se consideran los flujos de comercio *en volumen* surge claramente una divergencia entre exportaciones e importaciones. Entre 2003 y 2012 el volumen exportado creció 46%, mientras el de las importaciones aumentó 108%. Esta divergencia resultó compensada en buena medida por la mejora de los términos de intercambio (es decir, una caída de la relación P_M/P_X).

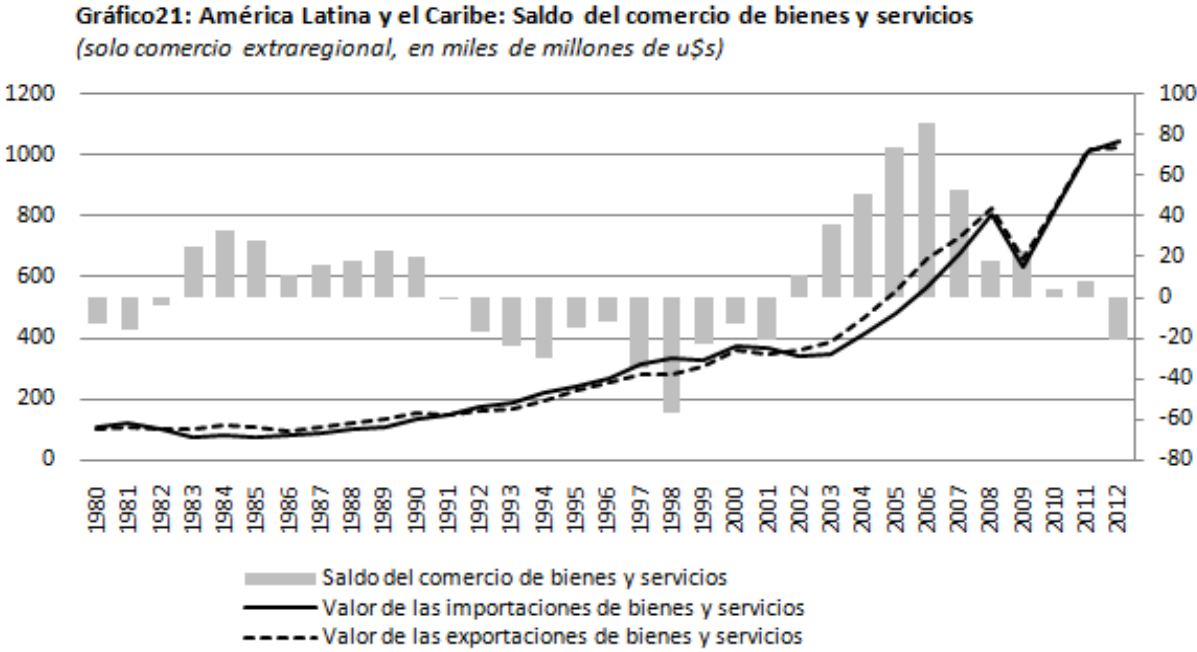


Fuente: Cepalstat.

Sin embargo, si se considera la interacción de precios y cantidades surge que la mejora de los términos de intercambio alcanzó a compensar la desfavorable estructura de las elasticidades de la región *hasta 2006*,³⁶ año en el cual la mejora de los términos de intercambio más que compensaba la estructura desfavorable de las elasticidades-*renta* de importaciones y exportaciones. A partir de 2006, la mejora de los términos de intercambio ya no es suficiente y el crecimiento más

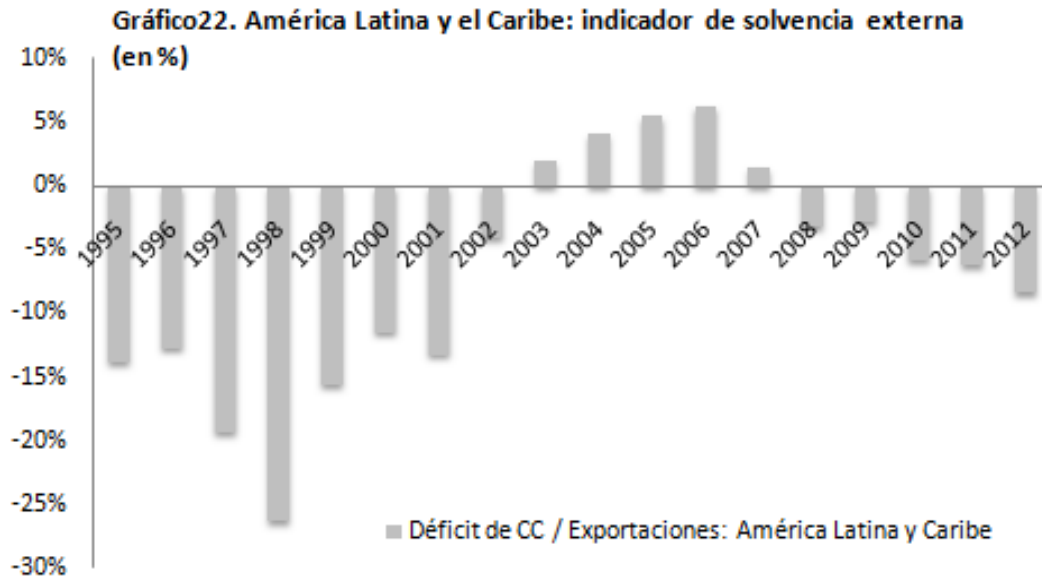
³⁶ Se consideran sólo las exportaciones e importaciones extrarregionales.

fuerte de las cantidades importadas respecto de las exportadas pasa a ser dominante, determinando una disminución del *valor* de las exportaciones netas.



Fuente: Cepalstat.

Con estos datos estamos en condiciones de representar la dinámica de las condiciones de *solvencia*, resumidas en el ratio cuenta corriente/exportaciones. Como muestra el gráfico, en los años 90 la región alcanzó déficits en cuenta corriente equivalentes a más del 30% del valor sus exportaciones (extra-regionales) de bienes y servicios. Luego de una fase (2003-2007) donde el signo de esta relación se invierte, desde 2008 América Latina vuelve a mostrar un gradual deterioro de sus condiciones de solvencia de largo plazo, con un déficit de cuenta corriente equivalente al 10% del valor de las exportaciones en 2012, lejos de los niveles alcanzados en los años 90.



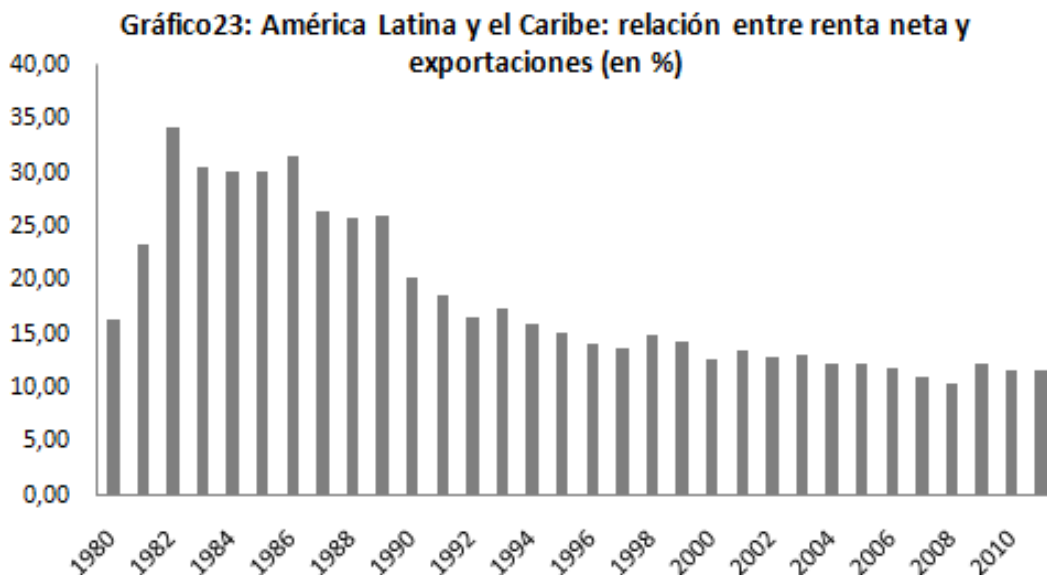
Fuente: Cepalstat.

Para completar el análisis sería necesario construir indicadores de liquidez, teniendo como base el ratio deuda externa de corto plazo versus reservas. Es dificultoso construir un indicador así para cada país y mucho más es hacerlo en forma agregada. Distintos trabajos (Frenkel & Rapetti, 2011; Lara, 2013) estiman que en general, para la región como un todo, hubo un mejoramiento de las condiciones de liquidez debido a la reducción del peso del endeudamiento externo en general y a la sustancial acumulación de reservas.

Por otro lado, la fortaleza de los indicadores de liquidez y solvencia externa alejan las sospechas de que la región deberá hacer un ajuste forzoso del tipo de cambio generando pérdidas patrimoniales a los inversores.³⁷

Asimismo, si se observa la renta neta enviada al exterior (históricamente negativa) en relación a las exportaciones, también surge una relación baja medida en términos históricos.

³⁷ En una situación así, los inversores se asegurarían de retirar los fondos para evitar la devaluación. Por ende, el capital externo se volcaría en plazos cada vez más cortos, deteriorando las condiciones de liquidez.



Fuente: Cepalstat.

b. Las políticas macroeconómicas y la estrategia de desarrollo

Con todo lo importante que han sido las condiciones externas para el crecimiento latinoamericano (precios de commodities, flujos de capitales y demanda china), estas no pueden traducirse automáticamente en un mayor crecimiento interno sin que medie la política macroeconómica.

La hipótesis de que el crecimiento de la periferia ha sido un reflejo *automático* de la demanda externa por commodities (y de sus precios) falla en distinguir los diferentes roles desempeñados por las exportaciones en el crecimiento. Por un lado, en tanto constituye una fuente de demanda, las exportaciones se combinan con otros componentes de la demanda agregada para fijar el nivel y la tasa de crecimiento del producto. Por otro lado, en tanto constituye la fuente fundamental de provisión de divisas para pagar importaciones, las exportaciones fijan el límite (junto con otras fuentes de financiamiento externo) más allá del cual el producto no puede crecer.

Asimismo, este “ambiente externo” (más propicio para el crecimiento periférico) también entraña riesgos, especialmente en el largo plazo. En muchas economías

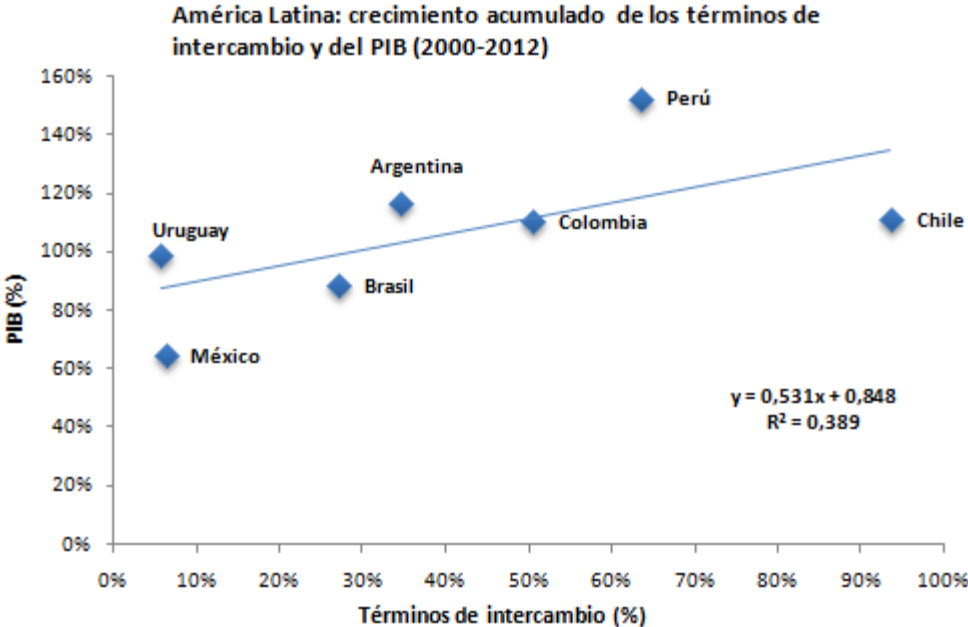
latinoamericanas, el boom económico de los años 2000 tiene algunos rasgos en común con el viejo modelo de integración primaria-financiera vigente en el siglo XIX y comienzos del XX, puesto que en muchos casos el elemento dinámico sigue siendo la demanda externa y por ende estas economías aparecen sujetas a similares riesgos asociados con la ocurrencia de shocks externos. Adicionalmente, la fuerte demanda externa proveniente del nuevo “centro cíclico” (China) genera una presión en el sentido de reforzar el tradicional patrón de especialización primaria de la región y plantea un obstáculo potencial a los intentos de producir un cambio estructural (Pérez Caldentey & Vernengo, 2008).

Sin embargo, lo hasta aquí expuesto podría dar lugar a la errónea conclusión de que el “desacople” latinoamericano de los años 2000 fue en realidad el reflejo de estas nuevas condiciones externas. 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. Esta influencia se produce mediante dos mecanismos diferentes. Por un lado, ciertamente empujan hacia arriba las tasas de crecimiento de la región debido a un “efecto de demanda” causado por mayores 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”). Ciertamente, este segundo efecto es el *principal* canal de transmisión que opera sobre el crecimiento regional.

Esta mayor holgura en las cuentas externas de la región permitieron en cada país la aplicación de políticas macroeconómicas (fiscales y monetarias) más expansivas y son estas políticas las que han inducido el “desacople” regional valiéndose de la holgura de divisas que desplazó la restricción externa al crecimiento.

Los factores externos, por tanto, son condiciones de posibilidad para permitir una posición más expansiva de la política macroeconómica y en ese sentido son fundamentales. Pero no se reflejan *automáticamente* en el crecimiento interno.

Ciertamente, los términos de intercambio están correlacionados positivamente con el crecimiento regional global, como surge del gráfico. Pero la relación entre las tasas de crecimiento de cada país y la evolución de sus términos de intercambio particulares, no es lineal ni automática. En efecto, como muestra el gráfico previo, Argentina crece en los años 2000 más que Chile, con una mejora de sus términos de intercambio sustancialmente menor.



Fuente: Cepal y Cei.

Un punto clave a la hora de transformar las propicias condiciones externas en crecimiento doméstico *efectivo* es sin dudas la política fiscal. La asociación de los Estados de la región con el boom de precio de las commodities (a través de mayores ingresos fiscales) abrió la posibilidad de que los gobiernos aumentaran el gasto público sin incurrir en los desequilibrios presupuestarios que son virtualmente rechazados en los esquemas de *inflation targeting* y por el pensamiento convencional en general. De este modo, un conjunto de 19 países de la región ha aumentado sustancialmente (y simultáneamente) sus ingresos y sus

gastos, manteniendo resultados fiscales primarios equilibrados y déficits financieros manejables (Cepal, 2013, pp.39 y ss.).

AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: INGRESOS FISCALES PROVENIENTES DE LA EXPLOTACION DE PRODUCTOS PRIMARIOS

	1999-2001	2009-2011	1999-2001	2009-2011
	(en porcentajes del PIB)		(en porcentajes del ingreso total)	
Argentina	0,0	3,0	0,1	13,6
Bolivia	5,1	9,6	20,5	29,9
Chile	0,8	3,7	3,8	17,3
Colombia	1,2	2,4	10,2	16,2
Ecuador	6,3	13,5	30,8	34,5
México	6,1	7,5	31,2	32,5
Perú	0,2	1,6	1,2	9,3
Venezuela	8,7	8,3	44,0	39,2

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).

Nota: corresponde al gobierno central en los casos de Argentina, Chile, general en Bolivia, sector público no financiero en Ecuador y sector público México, Colombia, Perú y Venezuela.

En estas nuevas condiciones externas, América Latina pudo estimular sus mercados internos y acelerar la tasa de crecimiento económico en un marco de holgura externo aunque con un gradual deterioro de la cuenta corriente externa que resultó más que compensado por el fuerte ingreso de capitales. Una discusión pertinente en este novedoso contexto regional es en qué medida estas favorables condiciones externas, implicadas en el “desacople”, están siendo utilizadas para generar una transformación interna.

En el actual contexto internacional, las políticas de cambio estructural con eje en las políticas industriales, enfrentan serios obstáculos. Primero, una reducida capacidad de protección de la industria doméstica, lo que pone de relieve las dificultades de la industrialización “orientada hacia adentro”. Segundo, la industrialización “orientada hacia afuera” resulta restringida por la intensa competencia china.

Además, existe una opinión prácticamente generalizada acerca de que el desarrollo industrial en países o regiones exportadores de materias primas estaría en desventaja como consecuencia directa de la explotación de los recursos naturales (la llamada “maldición de los recursos”). Las razones aducidas son varias, desde la proliferación de grandes rentas hasta la apreciación cambiaria, lo que perjudicaría el desarrollo industrial. Se argumenta además que rara vez los commodities primarios proporcionan los excedentes ordinarios y estables como para promover el desarrollo, además de que la producción primaria suele ser una actividad con pocos encadenamientos y escasos efectos indirectos sobre el desarrollo de la industria.

Sin embargo, como sostiene Kaplinsky (2011), si bien puede existir una relación entre la intensidad de commodities en una economía y tasas de crecimiento relativamente bajas, esta asociación es muy débil. Además, cuando esta asociación se verifica, se debe menos a una relación económica causal, que a una débil estructura industrial pre-existente y/o a políticas inadecuadas desde la perspectiva de la promoción del desarrollo industrial.³⁸

Es enteramente factible que la histórica declinación en los términos de intercambio sea revertida por un largo periodo a favor de la periferia. Sin embargo, aún en un contexto de altos precios de commodities de exportación, el modelo puede crecer un tiempo considerable sin cambios estructurales.

Este crecimiento basado en el mercado interno tiene indudables efectos beneficiosos sobre la reducción de la desigualdad y la pobreza, en el mejoramiento y diversificación de los patrones de consumo, a la vez que proporciona fuertes estímulos a la inversión productiva a través de un mercado doméstico más amplio (y por ende impulsa un ritmo importante de actualización tecnológica). Pero esto no cambia sustancialmente la estructura productiva ni tecnológica, ni las elasticidades del comercio exterior (que son su reflejo).

³⁸ De hecho, una revisión de la experiencia histórica de algunas economías de ingresos altos, como los EE.UU., Canadá, Suecia y Australia muestran que estas economías no sólo construyeron sus competencias industriales, en parte, mediante el desarrollo de los vínculos de los sectores de commodities, sino también que estas competencias industriales se retroalimentaron con los sectores de commodities (Kaplinsky, 2011).

Al pensar el vínculo entre producción de commodities y desarrollo industrial puede resultar útil la taxonomía propuesta por Albert Hirschman en la década de 1970. Hirschman sugirió tres posibles vínculos entre el sector de commodities y el sector industrial. El primero, son los vínculos fiscales donde la renta de los recursos naturales es apropiada por el gobierno y utilizada para promover el desarrollo industrial en sectores no relacionados con commodities. El presente nivel de los precios de las commodities hace que este link resulte hoy mucho más factible que la era del deterioro de los términos de intercambio de la periferia.

El segundo vínculo proviene del consumo en el cual los ingresos generados por la producción de commodities generan una demanda por productos industriales producidos localmente. Sin embargo, la apertura comercial (la reducción de los aranceles a la importación) implicó en años recientes que muchos de estos estímulos al consumo se transformaron en fugas hacia el exterior, a través de mayores compras externas en lugar de mayor producción doméstica. En tercer lugar, están los vínculos con la producción (hacia atrás en el suministro de insumos y hacia adelante en el procesamiento de las commodities).

Estos vínculos podrían proporcionar el potencial de creación de empleo y contribuir al crecimiento económico de sectores que no producen commodities. Pero por su propia naturaleza, esos vínculos no se producen ni se desarrollan espontáneamente, y requieren un fuerte rol coordinador de los gobiernos.

Esa estrategia involucra necesariamente un conjunto de políticas coordinadas cuya puesta en práctica enfrenta considerables obstáculos de naturaleza política. Algunas de estas políticas son las regulaciones de capitales³⁹, los impuestos a las exportaciones y subsidios a las importaciones, los incentivos para la incorporación de la tecnología y diversificación de las exportaciones, la inversión pública en infraestructura y la formación de empresas públicas en áreas de interés estratégico, entre muchas otras.

³⁹ Las regulaciones de capitales pueden ser de diverso tipo, pasando desde los requisitos de permanencia, limitaciones de montos, impuestos, entre otras.

Es necesario entonces considerar el modo efectivo y real en que tiene lugar este “desacople” de parte de la región, en particular respecto al vínculo con China como nuevo “centro cíclico”. Ray & Gallagher (2013) muestran que las exportaciones de América Latina y el Caribe a China han aumentado desde 2000, pero se desaceleraron en 2012, creciendo al 7,2 por ciento en dólares en términos reales, cuando el crecimiento medio anual de las exportaciones latinoamericanas hacia China fue de 23 por ciento entre 2006 y 2011. El punto principal es que hubo una reducción de los precios de commodities y los exportadores compensaron parcialmente esta baja mediante el aumento de los volúmenes exportados. Por ende, el valor exportado ha permanecido estancado.

Más de la mitad de todas las exportaciones de la región siguen concentradas en tres grandes sectores relacionados con el cobre, el hierro y la soja, y la mayor parte de estas exportaciones se concentran en tres países: Brasil, Argentina y Chile. Las exportaciones chinas a América Latina involucran productos diversos pero sobre todo tienden a concentrarse en bienes manufacturados, particularmente electrónica y vehículos. El valor de las exportaciones chinas ha crecido más rápidamente que las exportaciones de la región hacia ese país, generando un déficit en el comercio de bienes para América Latina en 2011 y 2012.

Al mismo tiempo, Ray & Gallagher observan que si bien la inversión extranjera directa de China hacia América Latina aumentó levemente, sigue siendo un porcentaje relativamente pequeño del total de la IED en América Latina, al mismo tiempo que la financiación china para los gobiernos soberanos disminuyó. Estos autores concluyen que la tendencia hacia delante, considerando como base los precios de commodities en 2013 y sus proyecciones para 2014, es la de un creciente déficit comercial en bienes de la región con China.

Estas tendencias generan una paradoja ante el fenómeno del “desacople”: el comercio Sur-Sur, que posibilitó un crecimiento tendencial más rápido que el centro, está ahora deteriorando lentamente las bases del propio desacople. La emergencia de China, que debía funcionar como “locomotora” de un proceso de

crecimiento en torno a un nuevo centro cíclico, produce en cierto modo una reversión gradual de esta tendencia, lo que se pone de manifiesto en la fuerte penetración de importaciones en la industria de los países de la región.

Esto puede comprobarse con los ejemplos de Argentina y Brasil. En Argentina, entre 1993 y 2001 el coeficiente promedio de penetración de importaciones en la industria fue de 14,9%, mientras en el lapso 2003-2011 alcanza a 18,9% (un resultado muy vinculado al comportamiento e la inversión). Por el lado de Brasil, el coeficiente de contenido importado aumentó en la industria en 8,1 puntos porcentuales entre 1996 y 2008. El aumento fue más fuerte aún en las industrias tecnológicamente más avanzadas, como es el caso de " comunicaciones y equipos electrónicos" y "equipo médicos y hospitalario", donde en el mismo lapso el contenido importado subió 32,7pp y 35,1pp, respectivamente (en el último caso el coeficiente de importación llegó a 65% en 2008).⁴⁰

Una forma posible de resolver esta contradicción es fortaleciendo y profundizando los procesos de integración regional, lo que requiere en primer lugar la voluntad excluyente del Brasil de crecer y de invitar a los vecinos a un proceso de integración diferente. En este punto conviene subrayar que existen dos grandes concepciones que guiaron los procesos de integración regional. Un punto de vista apunta a la "convergencia macroeconómica" y a una integración centrada en el libre comercio. Su objetivo excluyente es la estabilidad macroeconómica y de precios a fines de inducir al sector privado a invertir en dirección de las ventajas comparativa sin decisiones "arbitrarias" del Estado. El punto fundamental es la política monetaria concentrada en la inflación y severas metas fiscales.

La otra perspectiva –hasta ahora ausente en el debate y en la política de integración- es el "keynesianismo regional" o comercio estratégico, cuyo objetivo central es el crecimiento articulado del conjunto. El punto aquí es que este enfoque depende de la política económica del país de mayor mercado interno, ya que la expansión de los países más pequeños depende, en gran parte, de la

⁴⁰ No existe correlación clara entre la suba del contenido importado y el tipo de cambio real. En Argentina, por ejemplo, la penetración de importaciones es más rápida entre 2003 y 2005, cuando el tipo de cambio real registraba uno de los mayores niveles de las últimas décadas.

expansión de importaciones del país de mayor tamaño. En este contexto, el país de mayor tamaño debe financiar (mediante el déficit comercial o inversiones), el déficit de los otros países con el resto del mundo. Esta configuración de un “centro cíclico regional” es autónoma respecto de los arreglos cambiarios y monetarios en el ámbito regional (Medeiros, 2007).

En este segundo enfoque el énfasis central está puesto en el grado en que la regionalización puede reducir -por aumento de las exportaciones-, la vulnerabilidad externa de los países, cuestión que depende de manera dominante del comportamiento del país "locomotora". Luego, la menor vulnerabilidad externa lleva a la estabilización cambiaria y de precios. Contrariamente, si el patrón de especialización comercial entre vecinos es la exportación primaria hacia el mundo, las posibilidades de integración son escasas.

En este marco analítico, el creciente saldo comercial positivo intra-regional de Brasil y las asimetrías existentes debilitan la construcción de un área económica integrada. A su vez, existen riesgos asociados a la integración actual, con fuerte predominio de empresas transnacionales, donde el creciente comercio intra-firma conduce a una quiebra de la cadena de valor agregado y, por ende, una pérdida de las oportunidades de desarrollo clásicamente asociadas con la industrialización.

La regionalización articulada hacia la industrialización requiere la expansión de los mercados internos y del comercio regional generando en cada país un mercado más grande para sus industrias y una mayor especialización. Por ende, está lejos de ser un proceso espontáneo inducido por el mercado, sino que requiere cooperación especial y compensaciones para los desequilibrios intra-regionales. Mientras el concepto tradicional de la regionalización apunta a la nivelación de las reglas del juego (el libre comercio), la perspectiva del keynesianismo regional plantea justamente lo contrario: el “desnivel de las reglas entre socios desiguales” (comercio estratégico).⁴¹

⁴¹ Para un enfoque histórico-global del proceso de integración ver Wierzbka *et al* (2013).

Un punto importante es que el alto crecimiento de las exportaciones de América Latina si bien redujo la vulnerabilidad externa de la región, reafirmó la dominancia de las commodities, reduciendo la importancia comercial de la región. De hecho, para Brasil las importaciones intra-regionales disminuyeron su importancia desde fines de los años 90. Es decir, Brasil aumentó sus importaciones desde el resto del mundo más que desde el mercado regional. Al mismo tiempo, la divergencia entre la estrategia política de Brasil (con un claro sentido pro-integración) y su base económica refuerza la sospecha entre los otros países respecto de que el proyecto de integración sudamericana corresponde esencialmente a los intereses brasileños.

En la actualidad, varios países de la región tienen déficit comercial con China y este déficit se compensa con dificultad al interior de la región mediante excedentes comerciales obtenidos con otros países latinoamericanos más pequeños. Por un lado, Brasil busca equilibrar parcialmente su déficit con China mediante la obtención de superávit con Argentina. Por otra parte, Argentina equilibra parcialmente su déficit comercial con Brasil y China obteniendo excedentes con los países más pequeños de América Latina. Pero poco a poco el desequilibrio estructural se refleja en una tendencia persistente al déficit de la cuenta corriente externa en la región globalmente considerada, y particularmente con China, considerada el motor del “desacople” regional.

IV. Comentarios finales

El análisis precedente muestra que hubo una clara desvinculación en el ritmo de crecimiento entre el centro y la periferia: junto con una ajustada correlación en los ciclos, se comprueba también una evidente desvinculación en la *tendencia* de crecimiento entre centro y periferia. Y este “desacople” aún continúa (Cepal, 2013). El aumento de la correlación en los ciclos pone de relieve la fuerza adquirida por la integración financiera entre el centro y la periferia.

En este contexto, China se ha transformado en el nuevo “centro cíclico” de la emergente Asia y particularmente de la periferia exportadora de commodities (América Latina y África). Desde la perspectiva de la sostenibilidad, existe una poderosa dinámica “inercial” en el crecimiento chino vinculada a su estrategia de desarrollo que le impone a esa economía un ritmo de crecimiento significativo en los próximos años.

Los principales mecanismos de transmisión de este creciente comercio Sur-Sur han sido los precios de las commodities y los flujos de capitales impulsados por las bajas tasas de interés prevaletes en el centro. Los términos de intercambio ha mejorado debido básicamente a que los bajos salarios pagados en China mantienen bajos los precios de los bienes industriales, al tiempo que la baja resistencia salarial en el centro permiten una inflación mundial baja. Las políticas económicas en la periferia, manejadas para permitir el ingreso de capitales a través del establecimiento de diferenciales de intereses positivos, permitieron una amplia apreciación real de los tipos de cambio, reforzando la tendencia positiva de los términos de intercambio para la periferia. Resulta claro que la determinación de los niveles de tasas de interés (particularmente en Estados Unidos) responde a objetivos políticos y por ende no existe a priori ningún comportamiento determinista en esa variable. Más bien, los factores que determinan el sentido de la política monetaria no parecen augurar una reversión de la *tendencia* visualizada hasta el presente en el corto plazo.

No obstante, cuando se considera la interacción entre precios y cantidades surge que la constante mejora de los términos de intercambio alcanzó a compensar los desequilibrios estructurales de la región (la desfavorable estructura de las elasticidades-ingreso del comercio exterior) hasta 2006.

Sin embargo, desde 2006 en adelante la mejora de los términos de intercambio ya no es suficiente y el crecimiento más fuerte de las cantidades importadas respecto de las exportadas pasa a ser dominante, determinando una disminución del valor de las exportaciones netas. Luego de una fase (2003-2007) de mejora sin precedentes, desde 2008 América Latina vuelve a mostrar un gradual y lento

deterioro de sus condiciones de solvencia de largo plazo, con un déficit de cuenta corriente equivalente al 10% del valor de las exportaciones en 2012, muy lejos de los niveles alcanzados en los años 90. Dadas las muy buenas condiciones de liquidez, la posibilidad de una crisis externa en la región queda confinada más allá del corto plazo.

Cuando se considera la manera real en que tiene lugar este “desacople” de parte de la región, y el vínculo con China como nuevo “centro cíclico”, surge que más de la mitad de todas las exportaciones de la región siguen concentradas en tres grandes sectores relacionados con el cobre, el hierro y la soja, mientras las exportaciones chinas a América Latina tienden a concentrarse en bienes manufacturados, particularmente electrónica y vehículos. En tal marco, el valor de las exportaciones chinas ha crecido más rápidamente que las exportaciones de la región hacia ese país, generando un déficit en el comercio de bienes para América Latina en 2011 y 2012.

Desde el punto de vista de la integración regional, si bien el alto crecimiento de las exportaciones de América Latina redujo la vulnerabilidad externa de la región, también reafirmó la dominancia de las commodities, reduciendo la importancia comercial de la región. De hecho, Brasil aumentó sus importaciones desde el resto del mundo más que desde el mercado regional. En la actualidad, los países de la región que tienen déficit comercial con China tratan de compensarlo con dificultad al interior de la región mediante excedentes comerciales obtenidos con otros países latinoamericanos más pequeños. Pero poco a poco el desequilibrio estructural se refleja en una tendencia persistente al déficit de la cuenta corriente externa en la región globalmente considerada, y particularmente con China, considerada el motor del “desacople” regional.

Una conclusión central es que la región no parece tener problemas de sostenibilidad externa en su crecimiento de corto plazo; más bien, los datos sugieren que la región podría crecer con más intensidad en el actual contexto internacional. No obstante, la mera expansión no resuelve por sí sola ninguno de los antiguos problemas estructurales (la estructura del comercio exterior, la alta

propensión a importar, las carencias de infraestructura, la necesidad de actualización tecnológica, etc) ni resuelve (sino más bien lo contrario) los problemas de solvencia externa de largo plazo. La región podría crecer y lograr mejoras sociales y económicas significativas, sin cambiar estas estructuras que la han ubicado históricamente en un lugar subordinado. Y de hecho eso es lo que parece estar ocurriendo.

Todo esto encierra el riesgo adicional de que las buenas condiciones de liquidez internacionales y los favorables precios de las commodities, paradójicamente terminen financiando una creciente irrupción de productos industriales de la periferia asiática, manteniendo congelada la vieja estructura productiva de la región, o incluso induciendo un mayor deterioro.

Una estrategia alternativa de desarrollo es posible, pero tiene como requisito general que el Estado retome su rol como líder del proceso de industrialización. Un aspecto clave es una fuerte recuperación de la capacidad y voluntad del Estado para invertir. La inversión pública es la base de sustentación para desplegar una política amplia de desarrollo (industrial, comercial, financiera y tecnológica) apuntada a estimular la diversificación de las exportaciones y la sustitución selectiva de importaciones. Esto permitiría asegurar y hacer sostenible la expansión de los mercados internos.

Para ello, hay que cuestionar decididamente el consenso macroeconómico actual que limita la capacidad de los Estados para gastar e invertir en el crecimiento y el desarrollo. Esto es particularmente importante dado que los mismos mecanismos que crean condiciones favorables para el comercio de los países periféricos también imponen dificultades en la reanudación de su industrialización. La creciente centralidad de la economía de China y su creciente impacto en los términos de intercambio, y en los parámetros de la competitividad internacional, cambian drásticamente las condiciones básicas en las que se deben concebir las estrategias de desarrollo de estos países. En este contexto, las experiencias recientes de crecimiento en la periferia (particularmente en América Latina), si bien no enfrentan los mismos problemas de vulnerabilidad externa que en el pasado,

encontrarán crecientes dificultades en el futuro para continuar estos procesos sin cambiar el patrón hasta hoy predominante de crecimiento económico.

Referencias

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.

Akyüz, Y. (2011). "Capital Flows to Developing Countries in a Historical Perspective: Will the Current Boom End With a Bust?", South Center, Research Paper 37, March 2011.

Akyüz, Y. (2012a). "The Boom in Capital Flows to Developing Countries: Will It Go Bust Again?", *Ekonomi-tek* Volume / Cilt: 1 No: 1 January / Ocak 2012, 63-96.

Akyüz, Y. (2012b). "The Staggering Rise of the South?", South Centre, UNCTAD, Genova.

Amico, F. & Fiorito, A. (2011). "La estructura productiva desequilibrada y los dilemas del desarrollo argentino", en *Ensayos en honor a Marcelo Diamand*, Chena, Crovetto y Panigo eds, CEIL- PIETTEU de Conicet, UNM y Mño y Dávila SRL, p.55-80, mayo de 2011.

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. (2013). "La política fiscal en el enfoque de Haavelmo y Kalecki. El caso argentino reciente", Cefid-Ar, Documento de Trabajo N° 51, noviembre de 2013.

Arceo, E. & Urturi, A. (2010). "Centro, periferia y transformaciones en la economía mundial", Cefid-Ar, Documento de Trabajo N° 30, agosto de 2010.

Athukorala, P. & Kohpaiboon, A. (2010). "China and East Asian trade: the decoupling fallacy, crisis and policy challenges", The Australian National University, July 2010, Working Paper No. 2010/05.

Barbosa-Filho, N. (2007). "Inflation targeting in Brazil: 1999-2006". Disponível em www.networkideas.org.

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

Bhering, G. & Serrano, F. (2013). "A Restrição Externa ao Crescimento", UFRJ, Rio de Janeiro.

Board of Governors of the Federal Reserve System (2014). "What are the Federal Reserve's objectives in conducting monetary policy?", informing the public about the Federal Reserve (http://www.federalreserve.gov/faqs/money_12848.htm).

Bodart, V., Candelon, B. & Carpentier, J. (2011). "Real exchanges rates in commodity producing countries: a reappraisal", Center for Operations Research and Econometrics, Belgium.

Bresser-Pereira, L. (2009). "The tendency to the overvaluation of the exchange rate", version en ingles del capítulo 4 del libro *La Découverte, Mondialisation and Compétition*, 3 de noviembre de 2008.

Canitrot, A. (1983) "El salario real y la restricción externa de la economía", *Desarrollo Económico* vol. 23, N° 91.

Canuto, O. (2010). "Recoupling or Switchover: Developing countries in the global economy", Forthcoming in Canuto, O. And Giugale, M. (eds.), "The day after tomorrow: economic policy challenges for developing countries after the crisis", World Bank, 2010.

Cashin, P., Céspedes, L. & Sahay, R. (2003). "Commodity currencies and the real exchange rate", Working Paper N° 236, Banco Central de Chile.

Cepal (2002). "Globalización y Desarrollo", Secretaría Ejecutiva, LCG.2157(SES.293) Abril 2002.

Cepal (2013). "El Balance Preliminar de las Economías de América Latina y el Caribe", Santiago, Chile.

Chen, Y., Rogoff, K. & Rossi, B. (2008). "Can Exchange Rates Forecast Commodity Prices?", NBER Working Paper No. 13901, March 2008.

Coudert, V., Couharde, C. & Mignon, V. (2008). "Do Terms of Trade Drive Real Exchange Rates? Comparing Oil and Commodity Currencies", Cepii, Working Paper No 2008-32.

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

Dutt, A. (2012). "South-south issues from a north-south perspective", Department of Political Science, University of Notre Dame, Notre Dame, BACKGROUND PAPER NO. 2.

Fiorito, A.; Guaita, N. & Guaita, S. (2013). "El mito del crecimiento económico dirigido por el tipo de cambio competitivo", Circus, Revista Argentina de Economía, Pág. 81-104; año 3 / Otoño de 2013 (<http://circusrevista.com.ar>).

Frenkel, R. & Rapetti, M. (2007). "Política Cambiaria y Monetaria después del Colapso de la Convertibilidad", BCRA, Ensayos Económicos 46, enero 2007.

Frenkel, R. & Rapetti, M. (2009). "Flexibilidad cambiaria y acumulación de reservas en América Latina", Lectura Nro.50, Iniciativa para la Transparencia Financiera.

Frenkel, R. (2010). "Lecciones de política macroeconómica para el desarrollo, a la luz de la experiencia de la última década", CEDES, Noviembre de 2010.

Frenkel, R. & Rapetti, M. (2011). "Fragilidad externa o desindustrialización: ¿Cuál es la principal amenaza para América Latina en la próxima década?", División de Desarrollo Económico, Cepal, Santiago de Chile, noviembre de 2011.

Frenkel, R. (2006). “El esquema de inflation targeting y las economías en desarrollo”, JMyB del BCRA, 6 de junio de 2006.

Human Development Report (2013). “The Rise of the South: Human Progress in a Diverse World”, United Nations Development Programme (UNDP).

ILO (2013). “Global Wage Report 2012/13. Wages and equitable growth”, International Labour Organization, Geneva 2013.

Kalecki, M. (1977). “Ensayos escogidos sobre dinámica de la economía capitalista, 1933-1970”, Fondo de Cultura Económica, México.

Kaplinsky, R. (2011). “Commodities for Industrial Development: Making Linkages Work”, United Nations Industrial Development Organization, Viena, 2011.

Keynes, J.M. (1980). “The Collected Writings of John Maynard Keynes”, vol. 26, Macmillan, London (citado en López & Perrotini (2006). “On floating exchange rates, currency depreciation and effective demand”. BNL Quarterly Review, vol. LIX, no. 238, September 2006, pp. 221-42.

Krugman, P. (2008) “More on oil and speculation”, available at <http://krugman.blogs.nytimes.com/2008/05/13/more-on-oil-and-speculation/>

Krugman, P. (2011). “Will China Break?”, The New York Times, December 18, 2011.

Lara, F. (2012). “Solvência e liquidez externas: aspectos teóricos, contábeis e a definição de indicadores sintéticos para análise de conjuntura”, Textos para Discussão FEE N° 101, Porto Alegre, março de 2012.

Lara, F. (2013). “As condições de inserção externa e o crescimento econômico recente na América Latina”, Revista Indicadores Econômicos da FEE.

Lavoie, M. (2000). “The reflux mechanism in the open economy”, incluido en el libro “Credit, Effective Demand and the Open Economy: Essays in the Horizontalist Tradition”, editado por Louis-Philippe Rochon y Matias Vernengo, Edward Elgar.

Lewis, W.A. (1977). "The evolution of the international economic order", Princeton University Press.

Lewis, W.A. (1980). "The Slowing Down of the Engine of Growth", The American Economic Review, Vol. 70, No. 4 (Sep., 1980), pp. 555-564.

López Gallardo, J. & Cruz A. (2004). "Thirlwall's Law and beyond: the Latin American experience", Essays on Balance of Payments Constrained Growth. Routledge.

López, J., Sanchez, A. & Spanos, A. (2011). "Macroeconomic linkages in Mexico", Metroeconomica : international review of economics.- Oxford, Vol. 62.2011, 2, p. 356-385.

Maddison, A. (2001). "The world economy: a millennial perspective", Development Centre Seminars, Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD).

Magud, N. y S. Sosa (2010) "When and Why Worry About Real Exchange Rate Appreciation? The Missing Link between Dutch Disease and Growth," IMF Working Papers, Vol. 271, No. 201, pp. 1-32.

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. (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. (2007). "Medeiros 2007 Alternatives Models for South American Integration", UFRJ, Rio de Janeiro.

Medeiros, C. (2008). "Financial dependency and growth cycles in Latin American countries", Journal of Post Keynesian Economics, Fall 2008, Vol. 31, No1.

Medeiros, C. (2011). "The Decoupling of Economic Growth in World Economy in the Last Decade and Development Strategies", *New Developmentalism and a Structuralist Development Macroeconomics* organized by Centro Celso Furtado, August 15-16, 2011, Fundação Getulio Vargas, Sao Paulo.

Medeiros, C. (2012). "Natural Resources Nationalism and Development Strategies", ESHET 2012 Conference, St. Petesburg, 17-19th May, 2012.

Medeiros, C. (2013). "Changes in International Economic Order, Economic Policies and Some Implications for Primary Exporting Countries", BCRA, *Jornadas Monetarias y Bancarias*, Noviembre de 2013, Buenos Aires.

Pérez Caldentey, E. & Vernengo, M. (2008). "Back to the Future: Latin America's Current Development Strategy", Paper 07/2008, *The Ideas Working Paper Series*.

Pérez Caldentey, E. & Vernengo, M. (2013). "Is inflation targeting operative in a open economy setting?", working paper 324, PERI.

Pivetti, M. (1991). "An essay on money and distribution". London: MacMillan.

Pivetti, M. (2008). "Interest and inflation: some critical notes on "the new consensus monetary policy model", UFRJ, mimeo.

Prebisch, R. (1959). "El Mercado Común Latinoamericano", *Revista Comercio Exterior*, Tomo IX, N° 5, mayo de 1959. México, D.F.

Prebisch, R. (2000). "Reflexiones sobre la Integración Económica Latinoamericana", *Revista de Economía y Estadística*, Cuarta Época, Número Especial, 2000, pp. 145-156.

Ray, R. & Gallagher, K. (2013). *China–Latin America Economic Bulletin*, Global Economic Governance Initiative.

Sarno, L., & Taylor, M.P. (2002). "Purchasing Power Parity and the Real Exchange Rate." *IMF Staff Papers*, 2002, 49 (1), 65–105.

Schettini, B.; Squeff, G.; Gouvêa, R. (2011). “Estimativas da função de exportações brasileiras agregadas com dados das Contas Nacionais Trimestrais, 1995-2009”, Brasília: Ipea, 2011. 51 p. (Texto para Discussão, n. 1.598).

Serrano, F. & Summa, R. (2011a). “Mundell-Fleming without the LM curve: the exogenous interest rate in an open economy”, UFRJ, Rio de Janeiro.

Serrano, F. & Summa, R. (2011b). “La desaceleración rudimentaria de la economía brasileña desde 2011”, Circus, Revista argentina de economía, N°5, Mayo de 2013.

Serrano, F. (2010). “Elements of Continuity and Change in the International economic Order: an analysis based on the modern classical surplus approach”, Paper presented at the Sraffa Conference in Rome, December, 2010.

Serrano, F. (2010). “Juros, câmbio e o sistema de metas de inflação no Brasil”, Revista de Economia Política, vol. 30, nº 1 (117), pp. 63-72, janeiro-março/2010.

Shaikh, A. (1999). “Real Exchange Rates and the International Mobility of Capital”, Working Paper No. 265, March 1999, New School University.

Sylos-Labini, P. (1982). “Rigid Prices, Flexible Prices and Inflation”, Lavoro Quarterly Review, vol. 35, n. 140, pp. 37-68, 1982.

The Economist (2013). “A bubble in pessimism: China’s economy is inefficient, but it is not unstable”, Aug 17th 2013, Hong Kong.

Tootell, G. (2011) “Do Commodity Price Spikes Cause Long-Term Inflation?” Public Policy Briefs, FRB Boston, n. 11-1, 2011.

UN/DESA (2014). “World Economic Situation and Prospects 2014”, United Nations Department of Economic and Social Affairs (UN/DESA) y United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD), New York, 2014.

Unctad (2011). “The capital flow conundrum –and a solution”, Contribution by the UNCTAD Secretariat to Subgroup I: Capital Flow Management , may 2011.

Vernengo, M. (2001). "Foreign Exchange, Interest and Prices: The Conventional Exchange Rate", in Credit, Interest Rates and the Open Economy: Essays on Horizontalism, Louis-Philippe Rochon (Editor), Matias Vernengo (Editor), Edward Elgar Pub.

Vernengo, M. (2011). "Krugman is wrong about China", December 19, 2011 (<http://nakedkeynesianism.blogspot.com.ar/2011/12/krugman-is-wrong-about-china.html>).

Vernengo, M. (2012). "What's the deal with PPP?", Naked Keynesianism blogspot, posted 22nd October 2012.

Wierzba, G., Marchini, J., Kupelian, R. & Urturi, M. (2013). "La Unidad y la Integración Económica de América Latina: Su historia, el presente y un enfoque sobre una oportunidad inédita", Documento de Trabajo N° 50 – Octubre de 2013.

Wray, R. (2008). "The commodity market bubble: Money Manager", Public Policy Brief núm. 96, New York, The Levy Economics Institute of Bard College.

Yeyati, E.L. (2010). "Emerging economies in the 2000s: Real decoupling and financial recoupling", Universidad Torcuato Di Tella, junio de 2010.

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

- N° 16 – “DESAFÍOS DE LA RECONFIGURACIÓN PRODUCTIVA EN ARGENTINA. APORTES PARA EL DEBATE ACTUAL”. María Agustina Briner, Ariana Sacroisky y Magdalena Bustos Zavala. Julio 2007
- N° 17 – “LA SOSTENIBILIDAD DE LA POLÍTICA DE ESTERILIZACIÓN”. Roberto Frenkel. Agosto 2007
- N° 18 – “EL FINANCIAMIENTO A LA VIVIENDA EN ARGENTINA. HISTORIA RECIENTE, SITUACIÓN ACTUAL Y DESAFÍOS”. Alejandro Banzas y Lorena Fernández. Septiembre 2007
- N° 19 – “NUEVAS ARQUITECTURAS FINANCIERAS REGIONALES. SU INSTITUCIONALIDAD Y CARACTERÍSTICAS”. Guillermo Wierzba. Diciembre 2007
- N° 20 – “UN ESTUDIO DE CASOS SOBRE BANCA DE DESARROLLO Y AGENCIAS DE FOMENTO” Claudio Golonbek y Emiliano Sevilla. Mayo de 2008
- N° 21 – “BANCA DE DESARROLLO EN ARGENTINA. BREVE HISTORIA Y AGENDA PARA EL DEBATE” Claudio Golonbek, Septiembre 2008
- N° 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
- N° 23 – “LA PROGRESIVIDAD TRIBUTARIA. SU ORIGEN, APOGEO Y EXTRAVÍO (Y LOS DESAFÍOS DEL PRESENTE)” Jorge Gaggero. Diciembre 2008
- N° 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
- N° 25 – “DESIGUALDAD Y CRECIMIENTO. LA LITERATURA, LOS DEBATES Y SU MEDICIÓN” Autor: Federico Grasso Colaboración: María José Castells. Mayo 2009.
- N° 26 – “CRISIS MUNDIAL. ELEMENTOS PARA SU ANÁLISIS”. Enrique Arceo, Claudio Golonbek y Romina Kupelian. Julio 2009
- N° 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
- N°28 – “BANCA DE DESARROLLO UN ESTUDIO DE CASO: BNDES, DISEÑO INSTITUCIONAL Y ROL CONTRACICLICO”. Claudio Golonbek y Andrea Urturi. Marzo de 2010.
- N°29- “LA FUGA DE CAPITALES II. ARGENTINA EN EL ESCENARIO GLOBAL (2002-2009). Jorge Gaggero, Romina Kupelian y María Agustina Zelada. Julio de 2010.
- N°30- “CENTRO, PERIFERIA Y TRANSFORMACIONES EN LA ECONOMIA MUNDIAL”. Enrique Arceo y María Andrea Urturi. Agosto de 2010.

N°31- “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.

N°32- “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.

N°33- “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

N°34 - “AMERICA LATINA: EXPANSIÓN, CRISIS Y DESPUÉS. UN ESTUDIO DE CASO SOBRE LA POLÍTICA CONTRACÍCLICA EN ARGENTINA”. Guillermo Wierzba y Pablo Mareso. Diciembre 2010.

N°35 - “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.

N°36 - “SECTOR FINANCIERO ARGENTINO 2007/2010. NORMALIZACIÓN, EVOLUCIÓN RECIENTE Y PRINCIPALES TENDENCIAS”. Claudio Golonbek y Pablo Mareso. Marzo 2011.

N°37 - “LA REGULACIÓN DE LA BANCA EN ARGENTINA (1810-2010). DEBTAES, LECCIONES Y PROPUESTAS”. Guillermo Wierzba y Rodrigo López. Junio 2011.

N°38 - “PLANIFICAR EL DESARROLLO. APUNTES PARA RETOMAR EL DEBATE”. Claudio Casparrino, Agustina Briner y Cecilia Rossi. Julio 2011.

N°39 - “MÁRGENES UNITARIOS FLEXIBLES, CICLO ECONÓMICO, E INFLACIÓN”. Gustavo A. Murga y María Agustina Zelada. Agosto 2011.

N°40 - “IMPACTO DEL PRESUPUESTO SOBRE LA EQUIDAD. CUADRO DE SITUACIÓN (ARGENTINA 2010)”. Jorge Gaggero y Darío Rossignolo. Septiembre 2011.

N°41 - “DIMENSIÓN Y REGULACIÓN DE LOS CONGLOMERADOS FINANCIEROS. EL CASO ARGENTINO”. Romina Kupelian y María Sol Rivas. Diciembre 2011.

N° 42 “Globalización financiera y crisis. Los límites que impone la OMC para la regulación estatal”. Ariana Sacroisky y María Sol Rivas. Abril 2012

N° 43 – “Estrategias de desarrollo y regímenes legales para la inversión extranjera”. Enrique Arceo y Juan Matias De Lucchi. Mayo 2012.

N° 44 – “El enfoque de dinero endógeno y tasa de interés exógena”. Juan Matías De Lucchi. Junio 2012.

N° 45 – “Expansión económica y sector externo en la Argentina de los años 2000”. Balance y desafíos hacia el futuro. Fabián Amico, Alejandro Fiorito y María Agustina Zelada. Julio 2012.

- Nº 46 – “Impacto sobre la equidad II. Simulación de los efectos distributivos de cambios en el gasto público y los impuestos. (Argentina, 2010)”. Jorge Gaggero y Darío Rossignolo. Septiembre 2012.
- Nº 47 – “Impacto sobre la equidad III. Fiscalidad y Equidad en la Argentina: un enfoque de equilibrio general”. María Priscila Ramos y Leandro Antonio Serino. Con el asesoramiento de Jorge Gaggero y Darío Rossignolo. Octubre 2012.
- Nº 48 “SECTOR EXTERNO Y POLÍTICA FISCAL EN LOS PAÍSES EN DESARROLLO. LA EXPERIENCIA DE AMÉRICA LATINA ANTE LA CRISIS INTERNACIONAL DE 2008-2009. Martín Abeles, Juan Cuattromo, Pablo Mareso y Fernando Toledo. Marzo 2013.
- Nº 49 “FONDOS BUITRE. EL JUICIO CONTRA ARGENTINA Y LA DIFICULTAD QUE REPRESENTAN EN LA ECONOMÍA MUNDIAL” Romina Kupelian y María Sol Rivas. Septiembre 2013.
- Nº 50 “LA UNIDAD Y LA INTEGRACIÓN ECONÓMICA DE AMÉRICA LATINA: SU HISTORIA, EL PRESENTE Y UN ENFOQUE SOBRE UNA OPORTUNIDAD INÉDITA”. Guillermo Wierzba, Jorge Marchini, Romina Kupelian y María Andrea Urturi. Octubre 2013.
- Nº 51 “LA POLÍTICA FISCAL EN EL ENFOQUE DE HAAVELMO Y KALECKI. EL CASO ARGENTINO RECIENTE”. Fabián Amico. Noviembre 2013.
- Nº 52 “LA FUGA DE CAPITALES III. ARGENTINA (2002-2012). MAGNITUDES, EVOLUCIÓN, POLÍTICAS PÚBLICAS Y CUESTIONES FISCALES RELEVANTES. Jorge Gaggero. Magdalena Rúa, Alejandro Gaggero. Diciembre 2013.
- Nº 53 “MACROECONOMÍA DE LA DEUDA PÚBLICA. EL DESENDEUDAMIENTO ARGENTINO (2003-2012) Juan Matías De Lucchi. Enero 2014.
- Nº 54 “CRECIMIENTO Y BRECHA DE INFRAESTRUCTURA”. Norberto E. Crovetto, Guillermo Hang, Claudio Casparrino. Febrero 2014.
- Nº 55 “RACIONAMIENTO DE CREDITO EN UN MARCO DE DINERO PASIVO Y REFERENCIA POR LA LIQUIDEZ DE LOS BANCOS” Rodrigo López y Pablo Mareso. Marzo 2014.
- Nº 56 “ CRÉDITO Y COMUNIDAD. DEBATES, ESQUEMAS Y EXPERIENCIAS EN EL CAMPO DE LAS FINANZAS SOLIDARIAS” Ariana Sacroisky y Andrea Urturi. Abril 2014