

**ANA PIAGGI**  
(Directora)

# Tratado de la Empresa

Tomó I

**Héctor Alegria - Jaime Anaya - Eduardo Barbarosch  
Juan Carlos Cassagne - Eduardo Conesa  
Dante Cracogna - Alberto R. Dalla Via - José Esain  
Carlos Alberto Etala - Mariano Gagliardo  
Carlos Gómez-Jara Díez - Domingo M. López Saavedra  
Rafael M. Manóvil - Osvaldo J. Marzorati  
Graciela Messina de Estrella Gutiérrez - Julio C. Otaegui  
Francisco Oyuela - Leonardo F. Pastorino - Eve Rimoldi de Ladman  
Alberto Rodríguez Varela - Horacio Roitman y Hugo Aguirre  
Marcelo U. Salerno - Marcelo A. Sancinetti - María V. Schiavi  
Guido S. Tawil - Jorge R. Vanossi**

**Febrero de 2009**

## **LOS EMPRESARIOS FRENTE A LA ESTRATEGIA DE DESARROLLO ECONOMICO DE LA ARGENTINA**

**Por Eduardo Conesa**

SUMARIO. 1.-Introducción. 2.-Empresas productoras de bienes transables y no transables internacionalmente. 3.-La tasa de interés: entre el pleno empleo y la inflación. 4.-La inflación y las empresas. 5.-La tasa de interés real y las empresas. 6.-Problemas con el tipo de cambio real: Inglaterra 1919-1931. 7.-Problemas con el tipo de cambio real: Alemania 1923-1932. 8.-Problemas con el tipo de cambio real: EEUU 1920-1940. 9.-La primera apreciación artificial del peso argentino: 1948-1954 y las empresas. 10.-La segunda apreciación artificial del peso argentino 1976-1981 y las empresas. 11.-La apreciación artificial del dólar de Ronald Reagan en los ochentas: impacto de depreciación del peso en la Argentina. 12.-La tercera apreciación artificial del peso argentino 1991-2001 y las empresas. 13.-La cuarta apreciación artificial del peso argentino: 2007-2009 y las empresas. 14.-La sinergia del tipo de cambio real alto sobre las empresas. 15.-La relación inversa entre el tipo de cambio y la tasa de interés. 16.-En nuestro país el tipo de cambio real alto requiere de retenciones moderadas. 17.-El tipo de cambio real causa déficit externo, si es bajo, o superávit si es alto. 18.-Pero el déficit o superávit fiscal determinan la tasa de interés real. 19.-Recapitulando: la incertidumbre empresaria y nuestra decadencia relativa. 20.-El tipo de cambio real alto: cuestión de alta estrategia internacional. 21.-La necesaria selectividad de las devaluaciones reales. 22.-La frustración de una esperanza reciente. 23.-La crisis financiera internacional y sus causas. 24.-El error de la desregulación de las empresas financieras y los derivados.-25.-La incertidumbre financiera como causante de la recesión mundial 2008-2009. 26.-El impacto de la crisis financiera estadounidense sobre las empresas argentinas.-27.-Conclusiones

### **1.-Introducción**

En este ensayo nos concentraremos en el drama que viven las empresas del país con el comportamiento de dos variables centrales del entorno macroeconómico. Se trata de dos factores clave que las ayudan en su expansión, o por el contrario, las empujan a su achicamiento o a su desaparición. Nos referiremos al tipo de cambio y la tasa de interés, particularmente con referencia a la Argentina, pero también con relación a otros países cuando sea necesario para entender el comportamiento de esas variables en el caso argentino. Se trata del estudio de los dos precios macroeconómicos fundamentales en toda economía nacional. Si estos precios son los consistentes con el crecimiento económico del país, las empresas reciben una mágica ayuda exterior que apoya sus expansiones y sus éxitos. Si estos grandes precios macroeconómicos están “mal fijados”, las empresas verán obstaculizado el camino de su expansión. Gran parte del problema consiste en que estos precios no pueden ser fijados ambos por el mercado libre, ni por el mero juego de la oferta y la demanda. Las políticas gubernamentales quierase o no, directa o indirectamente, juegan un papel fundamental en el “fijado” de uno de estos grandes precios, y luego, indirectamente, en el “fijado” del otro. Todo lo anterior, por supuesto, no implica que no existan empresas y empresarios que sean particularmente aptos para desarrollarse en circunstancias adversas, pero en tales casos, seguramente, la empresa o el empresario habrá sabido anticipar los movimientos de nuestros dos precios fundamentales para cubrirse.

### **2.-Empresas productoras de bienes transables y de no transables internacionalmente**

El impacto de los dos grandes precios macroeconómicos sobre la empresa será distinto según la empresa sea productora de bienes comercializables internacionalmente, o simplemente se trate de una empresa generadora de servicios o de bienes que solo puedan venderse en el mercado local. Las empresas que producen bienes comercializables internacionalmente están expuestas a los mayores riesgos que impone la competencia internacional y son las que pertenecen a los sectores agropecuarios, industrial manufacturero o minero. En el caso de la gran mayoría de las empresas que están situadas en los demás sectores, como los de los servicios y la construcción, su

producción no se puede, en la práctica, vender al exterior, ni exportar ni importar y por consiguiente no están expuestas a los rigores de la competencia internacional. Es como si tuvieran el amparo de una tarifa de importación altísima que las defendiera de la competencia de las importaciones. Una casa no se puede exportar ni importar. Sería interesante trasladar mi departamento de Buenos Aires y venderlo en la isla de *Manhattan* en pleno *New York* donde valdría 10 veces más en dólares. Lamentablemente no lo puedo hacer porque las casas y los departamentos, y en general el “output” de la industria de la construcción, no se puede exportar ni importar. Lo mismo pasa con el servicio de un peluquero. Tiene que venderse en el barrio. Sería interesante también para un peluquero que reside en Buenos Aires donde cobra 15 pesos por un corte de pelo, que pueda trasladarse de día a *New York* donde lo podría cobrar 45 dólares y a la noche volver a dormir en su casa de Buenos Aires. Pero esto no es factible. Alrededor del 70% de la producción de un país está constituida por bienes y servicios “no transables” internacionalmente y solamente un 30% por bienes “transables”. ¿Por qué es importante la distinción entre bienes transables y no transables? Porque los precios de los bienes transables internacionalmente están establecidos en los mercados mundiales, no en el mercado interno de los países. Esos precios internacionalmente fijados luego se traducen al mercado interno por la vía del tipo de cambio. Por el contrario, los precios de los bienes no transables están determinados por su oferta interna y su demanda interna en el mercado nacional de los países y su precio no guarda relación alguna con el internacional. Por eso es que un departamento en *Manhattan* vale 10 o 20 veces más que un departamento igual en Buenos Aires y un corte de pelo vale de 6 a 9 veces más caro en *New York* que en BA. Simplemente los precios locales de los bienes no transables internacionalmente giran en otra dimensión, en un ámbito distinto. Para estar seguros, la distinción en transables y no transables no siempre es tajante. Además, la globalización ha desdibujado bastante las fronteras y clasificaciones. Por ejemplo hay gente que viaja a la Argentina para operaciones estéticas o personas que sirven vigilando por cámaras de video a instalaciones que están en otros países, sin contar los servicios de los *call centers*. De cualquier manera sigue siendo cierto que cuando se produce la devaluación de la moneda de un país, solamente aumentan de precio *pari passu* con la devaluación los precios de los bienes “transables” de la economía, que constituyen la minoría. No los “no transables” que son mayoría. Por ello es que la tasa de devaluación del tipo de cambio es una mala predictora de la tasa de inflación general en un país. En nuestro país a comienzos del 2002 hubo una devaluación del 200% pero la tasa de inflación en el índice de precios al consumidor en el 2002 no llegó al 26%. En el Cuadro 1 mostramos la tasa de devaluación de algunos países en un año determinado y la tasa de inflación en los 12 meses subsiguientes.

#### CUADRO 1 : DEVALUACION E INFLACION EN 13 PAISES

	DEPRECIACION%	INFLACION IPC%
BRASIL 1999	57	5
INDONESIA 1997	235	39
MALASIA 1997	38	5
FILIPINAS 1997	52	7
SINGAPUR 1997	10	1
COREA 1997	50	9
TAIWAN 1997	19	3
TAILANDIA 1997	48	10
INGLATERRA 1992	17	2
ITALIA 1992	16	4

ESPAÑA 1992	25	4
USA 1985	35	1
ARGENTINA 1991-01	CERO	62

### **3.-La tasa de interés: entre el pleno empleo y la inflación**

La tasa de interés es sin duda un precio macroeconómico fundamental. Es el precio por el uso del dinero. Su nivel esta determinado por la cantidad de dinero en relación a la cantidad de bienes y servicios disponibles en la economía, según la teoría de la preferencia por la liquidez. Esta teoría fue formulada por el gran economista ingles John Maynard Keynes quien fuera galardonado por sus contribuciones a la ciencia con el titulo de Lord y barón de Tilton a comienzos del decenio de 1940 por el gobierno inglés, pues en aquellos tiempos no existía el premio Nóbel para los economistas científicos meritorios. Si aumenta la cantidad de dinero en una economía, disminuye su precio, es decir la tasa de interés. Si disminuye la cantidad de dinero, aumenta la tasa de interés. Si aumenta la cantidad de bienes y servicios de que dispone la economía y no aumenta la cantidad de dinero, también aumenta la tasa de interés. Como la cantidad de dinero existente en una economía determinada está fijada por su Banco Central, el mismo Banco Central indirectamente fija la tasa de interés. Para un país normal, sin inflación, la cantidad de dinero entendida como la suma de billetes y monedas y depósitos a la vista en manos del público debe estar alrededor del 20% del PBI. En nuestro país alcanza a la mitad de ese porcentaje lo cual implica que nuestra tasa de interés es muy alta, o la inflación muy alta, signos ambos de torpeza en la conducción macroeconómica y monetaria. Las altas tasas de interés y la inflación limitan enormemente la expansión de las empresas ya que en esas condiciones, el crédito bancario es escaso: en nuestro país el crédito bancario como porcentaje del PBI es del 12% cuando en España es del 100%, en Chile del 60% y en Estados Unidos del 90%.

La tasa de interés es un precio muy especial. Es un precio que tiene efectos distintos de los que tienen los demás precios de otros bienes y servicios de una economía. En términos generales, si aumenta el precio de las manzanas o de automóviles, se induce un aumento de la oferta de manzanas o automóviles. En el caso del dinero, un aumento de su precio, es decir de la tasa de interés, no solamente no induce la producción de más dinero, sino que frena la producción de las empresas y el incremento de la oferta de todos los demás bienes de la economía. Y más importante aún, hace bajar el tipo de cambio y daña a las empresas exportadoras, como veremos en detalle mas adelante. Por eso es que una política monetaria restrictiva de la cantidad de dinero que favorece la usura y el aumento artificial de las tasas de interés, es una de las acciones más antisociales y autodestructivas en que pueda incurrir un Banco Central. Sin embargo, la política monetaria restrictiva se justifica ampliamente en un sólo caso: cuando la economía está en situación de pleno empleo y de pleno uso de su capacidad productiva instalada. En este caso un aumento de la cantidad de dinero no incentiva la producción y el empleo, sino meramente causa un mal terrible: la inflación. De ahí lo difícil del arte de la política monetaria: inyectar en la economía bastante dinero como para que las tasas de interés sean bajas, se fomente el pleno empleo, una alta inversión y un alto crecimiento, pero no tanto como para generar inflación. En la Odisea de Homero se nos hablaba de algo parecido: de lo difícil que era en aquellos tiempos hacer pasar los navíos por el estrecho que separa Italia de Sicilia. O los navíos eran arrastrados a estrellarse contra el peñón de Caribdis, o las aguas arremolinadas los hacían chocar con el de Scilla.

#### 4.-La inflación y las empresas

Las causas de la inflación son básicamente dos. Primero la continua emisión monetaria, luego de que la economía alcanza el pleno empleo<sup>1</sup>. En tal sentido se destaca la emisión monetaria para financiar al gobierno. Cuando un gobierno designa funcionarios ineptos para recaudar impuestos debe recurrir luego al Banco Central en busca del dinero que no supo recaudar por la vía impositiva. Cuando el clientelismo en las designaciones de funcionarios se generaliza, el gasto público se expande y el despilfarro cunde. Cuando las instituciones están contaminadas por el clientelismo es probable que el Banco Central pierda su independencia y ceda ante los requerimientos de fondos por parte del Ejecutivo. Esto ocurrió en nuestro país particularmente en el decenio de los 80 y culminó en 1989 cuando la inflación llegó al 4982% anual debido a una emisión de dinero descontrolada por parte de nuestro Banco Central cuyo Presidente era el Dr. José Luis Machinea. La segunda gran causa de la inflación es el aumento de los salarios por encima del crecimiento de la productividad. Esto es lo que ha venido ocurriendo en los últimos años durante las dos presidencias del matrimonio Kirchner. Los gremios presionaban y obtenían aumentos de salarios del 30% todos los años, pero la economía crecía solamente al 9% anual y la fuerza de trabajo al 2% anual. En consecuencia, la productividad crecía al 7% anual (es decir,  $9\% - 2\% = 7\%$ ). El resultado fue la tasa de inflación del 23% anual (23% o sea,  $=30\% - 7\%$ ) que fue la que nuestro país sufrió en los últimos años y que el gobierno trató de ocultar interviniendo al INDEC y tergiversando las estadísticas<sup>2</sup>. La alta inflación es altamente perjudicial para las empresas porque dificulta el cálculo económico certero, genera una gran incertidumbre sobre el futuro rumbo de la economía y de las propias empresas, distorsiona la asignación de los recursos y casi siempre, según enseña la experiencia histórica de casi todos los países y especialmente la del nuestro, termina, en catástrofe con alta desocupación y quiebra de empresas. La única inflación admisible es la del uno o dos por ciento anual que es la que experimentan países avanzados como Estados Unidos o Alemania. Este grado muy bajo de inflación estimula la actividad económica sin causar interrupciones ni catástrofes. La inflación más alta trae grandes distorsiones en los precios. Nunca es pareja. Todos los precios no crecen al 20% cuando la inflación promedio alcanza ese nivel. Algunos precios crecen al 40% mientras que otros crecen al cero por ciento. Por ejemplo, en los últimos años en nuestro país, mientras la inflación en el índice del costo de la vida alcanzaba el 20-30% anual, el tipo de cambio y las tarifas de los servicios públicos permanecían constantes, es decir con cero por ciento de inflación. Esto desalentaba a las empresas exportadoras y de servicios públicos y promovía a las importadoras y al uso excesivo de los servicios ofrecidos por las empresas productoras de gas y electricidad por ejemplo, con lo cual se gestaba lentamente la crisis económica que ahora comenzamos a vivir en el 2009. Mientras tanto la tasa de interés interna del país en pesos era 25% anual. Un marco macroeconómico así invitaba la venida de empresas de capital especulativo usurario del exterior para ganar el 25% de interés “en dólares” pues si bien la tasa de interés se devengaba en pesos, al mantenerse clavado el tipo de

<sup>1</sup> En términos de la conocida teoría cuantitativa de la moneda,  $MV=PY$ , cuando la demanda efectiva  $MV$  tiende a superar a la oferta agregada en términos reales  $Y$ , tienen que subir los precios  $P$

<sup>2</sup> Esta teoría de la inflación se deduce directamente de la teoría de la productividad marginal del trabajo como fuente la demanda de trabajo. Para detalles ver mi obra *Macroeconomía y política macroeconómica*, Editorial La Ley, Buenos Aires, 2008, cuarta edición, Capítulo 52.

cambio, estas empresas tenían la casi certeza de poder vender los pesos mas el interés a cambio de dólares al mismo tipo de cambio del ingreso al país de los mismos. En el 2008, aprovechándose del peso ya excesivamente sobrevaluado, se fugaron del país unos 23 mil millones de dólares. Fue cuando las empresas, especialmente bancos y financieras, empezaron a anticiparse a la futura depreciación del peso en nuestro mercado de cambios.

### **5.-La tasa de interés real y las empresas**

Dentro de los múltiples males que causa la inflación está la destrucción del mercado de capitales. En efecto, si la empresa prestamista, piensa que la tasa de inflación será del 20% anual, difícilmente aceptará prestar su dinero a una tasa menor del 20% pues de lo contrario significaría que disminuiría su verdadero capital: después del año, su capital, incluyendo los intereses, valdría menos. Si la tasa de interés fuera menor que la tasa de inflación, la empresa deudora se vería beneficiada porque devolvería, en términos reales una suma menor de la que recibió. Si la tasa de interés es menor que la tasa de inflación, la demanda de préstamos sería infinita ante el regalo que implica un préstamo. Por ello es que la tasa de interés siempre deberá estar por encima de la tasa de inflación prevista. El problema consiste en que cuando la inflación es alta, ninguna empresa incluso las asesoradas por los mejores economistas, saben a ciencia cierta cual será la verdadera inflación futura. Puede ser del 40% en cuyo caso el préstamo en cuestión al 20% puede significar la ruina para la empresa acreedora y un gran negocio para la deudora. O puede ser que la inflación resulte del 10% en cuyo caso se perjudica la deudora y se beneficia enormemente la acreedora. En conclusión, cuando la tasa de inflación es alta, es también imprevisible, en cuyo caso es muy riesgoso tanto para la empresa acreedora conceder, como para la deudora tomar préstamos. Ambas restringirán sus operaciones en el mercado de capitales, y por lo tanto, la inversión disminuirá su actividad con perjuicio para toda la economía. Es lo que ocurre en nuestra economía donde, como observamos antes, la cantidad de crédito bancario es ridículamente baja en relación al PBI. No cabe duda que la falta de crédito es uno de los factores que frenan el desarrollo de nuestras empresas que tienen que descansar principalmente en la reinversión de utilidades y amortizaciones del capital fijo como fuente de financiamiento. Las empresas de capital extranjero no tienen esta limitación pues cuentan con líneas de crédito de las casas matrices del exterior. Esta discusión nos lleva de lleno a una de las tantas posibles soluciones al problema de la escasez de crédito que podría ser la indexación del capital a prestar, y a pactar los contratos de mutuo con la tasa de interés real, solución que en la actualidad está obstaculizada por nuestras leyes, aunque la utilice el Estado en sus bonos. Queda la opción de pactar los contratos de mutuo en dólares, lo cual conlleva enormes riesgos, por las grandes fluctuaciones del valor de esa moneda en nuestro país.

La tasa de interés real  $R$  es igual a la tasa de interés nominal “ $i$ ” menos la tasa de inflación  $\pi$ :

$$R=i-\pi$$

Un problema que genera el pacto de tasa de interés real<sup>3</sup> en los contratos y con la indexación del capital es que existen distintos índices de precios y estos suelen arrojar

---

<sup>3</sup> O con mayor precisión, especialmente para casos de alta inflación, la tasa de interés real se define matemáticamente como la tasa de interés nominal “ $i$ ” menos la tasa de inflación  $\pi$  y esa resta dividida a su vez por uno mas la tasa de inflación  $\pi$  : o sea  $R=(i-\pi)/(1+\pi)$

resultados diametralmente diferentes. ¿Cual de ellos elegir? ¿Cual de ellos respetará en mayor medida el *sinlagma* del contrato y la justicia conmutativa? Los riesgos de sorpresas son enormes. El índice de precios al consumidor refleja, en teoría, el promedio de los precios de la canasta de bienes y servicios de consumo de una familia obrera tipo con esposa y dos hijos. Decimos en teoría, porque en los dos últimos años este índice ha estado sujeto a fraudes insólitos cometidos desde nuestro propio gobierno con apoyo desde el más alto nivel. Pero además, aunque no hubiera fraudes estatales, este índice suele diferir enormemente del índice de precios mayoristas, que refleja los precios de una gran cantidad de materias primas industriales y agrícolas. Las oficinas de estadísticas de los países publican una gran cantidad de índices, los cuales suelen diferir considerablemente entre sí, especialmente en tiempos de alta inflación. Por ello la mejor manera de crear previsibilidad en una economía es con la estabilidad de precios. Pero aclaremos, cuando existe estabilidad en el nivel general de precios, los precios relativos de los distintos bienes y servicio varían igualmente, y a veces fuertemente, pero lo hacen sobre la base de razones micro-económicas que los empresarios entienden y prevén mejor porque se trata de su propia especialidad.

En algunas raras circunstancias los países no enfrentan problemas con la inflación sino con la deflación. Tales fueron los casos de la Argentina en el decenio de 1890, Alemania e Inglaterra en el decenio de 1920 y Estados Unidos en el de 1930. Y la Argentina nuevamente en el decenio de 1992 y hasta el 2001. La deflación general de precios es igualmente dañina para las empresas pues el público, ante la perspectiva de una baja de precios, posterga las compras y en consecuencia las empresas no venden y deben reducir personal lo cual achica el poder adquisitivo de la población y empeora más aun la recesión. En este caso la tasa de interés real que pagan las empresas suele ser muy alta pues la tasa de interés nominal se debe sumar, no restar, a la tasa de inflación negativa. La alta tasa de interés real refrena a toda la economía. Esta situación la vivió con particular virulencia nuestro país en el decenio de 1890 con motivo de la ley de creación de la Caja de Conversión que congeló la emisión fiduciaria y trató de hacer bajar el tipo de cambio desde el nivel de 3 pesos papel = 1 peso oro sellado a uno por uno. En su momento esta ley mereció fuertes críticas particularmente del economista argentino-alemán Silvio Gesell, cuyas numerosas publicaciones llegaron a las autoridades por la vía del banquero Ernesto Tornquist. Finalmente, hacia 1898, el Presidente de la República General Julio Argentino Roca propuso al Congreso una paridad muy devaluada de 2.27 pesos papel por cada peso oro sellado. Esta paridad cambiaria devaluada permitió salir de la deflación, bajar las tasas de interés, tanto las nominales como las reales, alcanzar la estabilidad monetaria, dar un fuerte impulso a las empresas del sector agropecuario y otras vinculadas a las exportaciones y a toda la producción nacional. Fue así que la Argentina hacia 1914 tenía mas oro en su caja de conversión que el mismo Banco de Inglaterra, cuando este país estaba en la cúspide de su apogeo. Como consecuencia de la acertada política económica de aquellos tiempos, las empresas argentinas podían brindar a los habitantes del país, muchos de lo cuales eran inmigrantes, un nivel de vida promedio similar al de Francia y Alemania, algo inferior al de Inglaterra, Estados Unidos y Australia, pero igualmente con un excelente ranking número 7 entre todos los países del orbe. Mantuvimos ese ranking hasta comienzos del decenio de los años 40. Hoy hemos retrocedido treinta puestos en ese ranking.

---

### **6.-Problemas con el tipo de cambio real: Inglaterra 1919-1931**

Bajo la *Pax Británica* y hasta 1914, año de comienzo de la primera guerra mundial, los países del orbe no prestaron atención al concepto, confuso en ese entonces, del tipo de cambio real. El tipo de cambio real compara el tipo de cambio nominal contra el índice de precios internos de un país. Así Inglaterra después de la primera guerra mundial se empeñó en mantener el tipo de cambio a razón de 4.86 dólares por libra esterlina vigente hasta 1914 a pesar de que durante esa guerra, desde 1914 hasta 1919, el país sufrió un aumento en los precios internos de su economía del 200%. En el decenio de los años veinte los precios y salarios en Inglaterra eran muy caros y el dólar muy barato. La libra estaba sobrevaluada. Los economistas de la época, excepto John Maynard Keynes, estaban convencidos de que el concepto del tipo de cambio real era irrelevante porque restringiendo la cantidad de dinero, los precios internos debían bajar inmediatamente al nivel de 1914 con lo cual se podría hacer una devaluación por izquierda, poco dolorosa, simplemente por deflación de precios internos. En otras palabras, devaluar por deflación, en la imaginación de los economistas de la escuela clásica vigente en esa época, sólo ocasionaría un problema transitorio y fácilmente solucionable. Lo cierto es que Inglaterra en 1925 restableció la convertibilidad formal de preguerra con el oro y el dólar al tipo de cambio de 1914 e intentó devaluar por deflación de precios internos durante todo el decenio de 1920 y lo único que obtuvo fueron altas de interés, una larga depresión económica, quiebra de empresas especialmente en los sectores del carbón y del acero, y el comienzo imparable de la desmembración de su imperio. Desde el punto de vista argentino, la sobre-valoración de la libra esterlina frente al dólar y el oro implicó la devaluación en términos reales del peso argentino frente a la libra e incluso frente al dólar en el decenio de 1920, pues durante 1914-1919 nuestro país experimentó una inflación interna de solamente el 70% frente al 200% de Inglaterra y el 100% de Estados Unidos. Nuestra menor inflación, unida al mantenimiento de los tipos de cambio nominales entre el dólar y la libra, implicó una devaluación fortuita en términos reales para nuestro país que facilitó enormemente el crecimiento de nuestras empresas y la pujanza de nuestra economía en ese decenio.

### **7.-Problemas con el tipo de cambio real: Alemania 1923-1932**

Después de la hiperinflación de 1923, Alemania supo estabilizar su economía y reducir su inflación a cero casi instantáneamente a partir del 20 de noviembre de aquel año. Lo hizo reduciendo en un 35% su gasto público y prohibiendo drásticamente la emisión de moneda para financiar al gobierno. Adicionalmente el país fijó el tipo de cambio al nivel de 1914 multiplicándolo por la tasa de inflación del índice de precios al por mayor desde 1914 hasta 1923 y quitándole luego cualquier cantidad de ceros. En otras palabras el tipo de cambio real tenido en cuenta fue:

$$\text{TCR}=\text{TCN}/\text{IPM}$$

Esta fórmula implica que el tipo de cambio real sería igual al tipo de cambio nominal (TCN) dividido por el índice de precios mayoristas (IPM). La fórmula es defectuosa por cuanto el IPM depende a su vez del tipo de cambio nominal TCN, como explicamos antes en el punto 2.-, y por lo tanto condujo a adoptar, en 1923, un tipo de cambio real muy bajo. La moneda alemana era muy fuerte. El marco sobrevaluado y el dólar barato. Tanto el propio dólar como el oro tenían escaso poder adquisitivo dentro de este país. El error técnico de la sobrevaloración cambiaria alemana tuvo enormes consecuencias históricas. Alemania debía pagar importantes reparaciones de guerra emergentes de los

tratados de Versailles y Locarno. Esas reparaciones debían hacerse en dólares o en oro. No podían pagarse en moneda alemana. Pero la moneda sobrevaluada le generaba al país déficits en su balanza de pagos externos. Las empresas alemanas no exportaban lo suficiente. No aparecían los tan ansiados superávits con los cuales hubieran podido obtenerse las divisas para pagar la deuda externa. Para generar superávits había que devaluar la moneda lo cual estaba prohibido por los aliados. El tipo de cambio nominal no se podía tocar. La única manera de devaluar era hacerlo por izquierda, es decir bajando los precios internos. Pero para bajarlos era necesario reducir los salarios, lo cual no era aceptado por los trabajadores alemanes. La única manera de ablandarlos era generando altas tasas de interés y hacer que las empresas despidan trabajadores. La desocupación y la humillación del pago de las reparaciones de guerra fueron el caldo de cultivo de un partido opositor, el nacional socialista, y la ruina de los oficialistas social demócratas. Así fue que el jefe del partido nazi Adolfo Hitler ganó las elecciones de 1932 y fue nombrado canciller. Lo demás es historia conocida: la segunda guerra mundial con 40 millones de muertos. Todo causado por un “minúsculo” problema de tipo de cambio real. A raíz de estos problemas en 1944 se creó en *Bretton Woods* el Fondo Monetario Internacional, organismo que tenía la misión primera y principal de vigilar los tipos de cambios reales de los países para evitar desequilibrios internacionales comerciales y de deuda externa que pudieran llevar a otra conflagración mundial. En 1945 el economista profesor de Harvard, Gottfried von Haberler reconocía en un artículo<sup>4</sup> publicado en la *American Economic Review* que el tipo de cambio real debía calcularse dividiendo el tipo de cambio nominal por el índice del costo de vida y no por el índice de precios al por mayor<sup>5</sup>.

### **8.-Problemas con el tipo de cambio real: EEUU 1920-1940**

El concepto del tipo de cambio real también permite explicar la gran depresión estadounidense de 1930. La historia es como sigue: en el decenio de 1920 la economía del país recibió el gran empujón del tipo de cambio real alto en relación a Gran Bretaña y Alemania por las razones explicadas precedentemente: básicamente a causa de su menor inflación en 1914-1919. Esto significaba un gran aliento a sus exportaciones y una fuerte protección a su industria contra la importación. La gran competitividad de las empresas norteamericanas era además proverbial por las innovaciones tecnológicas en la industria del automóvil y otras, así como las importantes economías de escala resultantes del gran tamaño de su mercado interno. Pero en 1928 la tasa de desocupación era solamente del 2%. La economía se estaba recalentando por el exceso de demanda agregada. El paso siguiente hubiera sido una moderada inflación interna en Estados Unidos que hubiera revaluado al dólar en términos reales frente a la moneda alemana y a la libra esterlina. Ello hubiera implicado una devaluación en términos reales de estos dos últimos países. Nuestro peso se hubiera revaluado también frente a la esterlina y el marco pero se hubiera devaluado en términos reales frente al dólar americano. Esta eventual recomposición de los tipos de cambio reales hubiera evitado la gran depresión americana de los años treinta debido a que la tasa de interés negativa hubiera alentado a las empresas americanas a invertir. El tipo de cambio real alto hubiera reanimado las economías inglesa y alemana y al hacerlo hubiese prevenido el

---

<sup>4</sup> Haberler, Gottfried von, *The Choice of Exchange Rates after the War*, American Economic Review, Junio de 1945. Ver también Nurkse, Ragnar, *International Currency experience*, League of Nations, Ginebra, 1944, Capítulo 5

<sup>5</sup> La fórmula precisa para el cálculo del tipo de cambio real a partir de ese entonces consistió en dividir el tipo de cambio nominal de un país por su índice de precios internos y actualizarlo por la inflación en la moneda internacional (IPM USA):  $TCR = (TCN/IPC) * IPM \text{ USA}$

surgimiento del nazismo y la segunda guerra mundial con sus secuelas. Sin embargo, el Presidente de la Reserva Federal estadounidense decidió que aun una suave inflación con tasas de interés reales negativas era intolerable, y que la inflación, aunque moderada, iba contra la carta orgánica del organismo que presidía. En consecuencia, Mr. Benjamin Strong aplicó el freno monetario y subió la tasa de descuento, lo cual provocó luego la caída de Wall Street, caída que a su vez provocó la caída de la inversión de las empresas privadas que se financiaban con la emisión de acciones, lo cual determinó una caída de la actividad económica, lo cual hizo disminuir la recaudación fiscal por lo cual el gobierno disminuyó el gasto público y aumentó los impuestos, todo lo cual tuvo un efecto multiplicador negativo adicional sobre la actividad económica. Por arriba de lo anterior, el Congreso sancionó la ley Hawley-Smoot aumentando la protección aduanera a favor de las empresas industriales y agrícolas estadounidenses, pero esta acción hizo que los demás países aplicaran represalias aumentando su vez sus tarifas aduaneras e incrementando el proteccionismo a sus propias empresas. Estados Unidos importó menos pero también exportó menos con lo cual la medida no sirvió para alentar las empresas estadounidenses, sino para que el gran país del norte contagiara su depresión económica al resto del mundo. A todo esto, como las empresas estadounidenses no vendían no podían tampoco repagar sus préstamos bancarios. El público alarmado por la situación de los bancos corrió a retirar sus depósitos, lo cual hizo que 9000 bancos tuvieran que cerrar sus puertas. A todo esto, hacia 1932, los precios internos habían caído en un 25%. En lugar de una suave inflación de un 25% que hubiera ocurrido si Mr. Strong dejaba expandir la economía en 1928, Estados Unidos se encontró con una deflación de signo contrario que, además, significó una caída de la producción de un 30 % y una desocupación similar. Ante el desastre económico a la vista, el presidente incumbente, el republicano Hebert Hoover fue derrotado en noviembre de 1932 en su intento de reelección a manos del demócrata Franklin Delano Roosevelt. El punto de nuestro argumento es que Estados Unidos y el mundo necesitaban una revaluó en términos reales del dólar, y ante la incomprensión del problema del tipo de cambio real por parte de las autoridades, la macroeconomía les respondió con una terrible depresión económica de la que solamente se salió debido al estallido de la segunda guerra mundial en 1939.

### **9.-La primera apreciación artificial del peso argentino y las empresas: 1948-1954**

A esta altura de nuestro relato sobre las empresas frente al tipo de cambio real y la tasa de interés real, conviene volver sobre nuestro país, en donde estas variables tuvieron una importancia arrolladora y un comportamiento demoledor del desarrollo económico. Si bien en el decenio de 1920, por un golpe de suerte, el tipo de cambio real quedó muy devaluado, en el decenio de 1930 el gobierno siguió una política deliberada de tipo de cambio real alto para permitir la salida de nuestras exportaciones y mantener la rentabilidad del sector agropecuario. Se puede afirmar sin temor a equivocarse que las empresas del sector agropecuario fueron las que mas influyeron en la macroeconomía argentina hasta 1945. Todo ello sin perjuicio de que a partir de 1930 y hasta 1945 se inició un activa política de industrialización inducida por la escasez de divisas, el control de cambios y la crisis mundial. Sin embargo, a partir de 1945, por la fuerte presión de los sindicatos en nuestra vida política, tuvo lugar una política de aumento de los salarios nominales no acompañada del respectivo aumento de la productividad. Y por supuesto, es una ley de hierro de la economía que la tasa de inflación será igual a la diferencia entre el aumento de los salarios y el incremento de la productividad del

trabajo<sup>6</sup>. Pues bien, la inflación interna resultante de esta política fue carcomiendo el tipo de cambio real alto de 1945 y la Argentina vivió un largo período de sobrevaluación cambiaria desde 1948 hasta 1955. Durante este período los salarios reales dieron un salto entre 1945 y 1948 pero luego se estancaron, como la economía toda. La Argentina vivió un período de distribución progresiva del ingreso lo cual es muy saludable, pues el trabajador bien vale su salario, y el mejoramiento del salario debe ser el norte de toda buena política económica, pero ello no debe hacerse a costa del crecimiento de toda la economía y de los futuros aumentos en los salarios reales. Desde 1945 hasta 1954, las empresas que tuvieron mayor influencia en la política macroeconómica fueron las industriales livianas, e intensivas en el uso de mano de obra. Ellas estaban vinculadas a la de sustitución de importaciones para el mercado interno. Pero la fuerte protección a la industria local para un mercado interno pequeño como el nuestro nos jugó en contra. No pudimos usufructuar las economías de escala y el fuerte crecimiento en la productividad que genera la industria de exportación. Francia y Alemania, que hacia 1945 tenían un nivel de vida claramente inferior al argentino, nos sobrepasaron raudamente hacia 1952<sup>7</sup>. En definitiva, la insatisfacción de las clases medias con el estancamiento económico del país tuvo mucho que ver con la caída del régimen peronista en 1955. En 1937 el eminente economista inglés Colin Clark vaticinó que en los cincuenta y sesenta la Argentina iba a tener el nivel de vida más alto del mundo, superior incluso al de Estados Unidos, pero el trágico error cambiario y muchos otros relacionados frustraron ese bello augurio. En 1955 el nuevo gobierno pidió un dictamen al eminente economista argentino Raúl Prebisch, a la sazón Secretario Ejecutivo de la CEPAL, sobre las causas de nuestro estancamiento en la posguerra y Prebisch dijo:

*Hay que dar incentivos para que la actividad privada produzca más y mejor. La inflación ha contribuido poderosamente a destruir esos incentivos. El funesto propósito de reprimir sus consecuencias mediante el tipo de cambio artificialmente bajo ha privado de estímulo a la producción agropecuaria llevándola a una grave postración. Para elevar los precios rurales, ha sido inevitable reconocer la devaluación esperada en la moneda ... asimismo, el estímulo del cambio libre dará impulso a las actividades industriales y mineras. Con mayores exportaciones, tendremos más divisas para adquirir materias primas, aliviando progresivamente la escasez que ahora oprime a la industria...Juntamente con el acrecentamiento de las exportaciones, deberá seguirse una activa política de sustitución de importaciones en todo aquello que sea económicamente factible, especialmente en el plano industrial; lograremos así un pronto mejoramiento del balance de pagos y reduciremos la vulnerabilidad*

---

<sup>6</sup> Es la fórmula de Sydney Weintraub la que se basa en una función Cobb-Douglas y la ley de la productividad marginal del trabajo igual a la demanda de trabajo. El desarrollo matemático puede verse en mi libro *Macroeconomía y Política Macroeconómica*, 4 edición, editorial La Ley, Capítulo 52

<sup>7</sup> El crecimiento económico del país en 1946-54 fue casi nulo medido en dólares de 1990 de Geary-Khamis, ya que el PBI per capita pasó de 4939 en 1946 a 5268 en 1954 implicando una tasa de crecimiento interanual cercana a cero. Ver Maddison, Angus, Groningen University, *La Economía de Occidente y la del Resto del Mundo: Una Perspectiva Milenaria*, Universidad Carlos III de Madrid, [www.theworlddeconomy.org](http://www.theworlddeconomy.org) -2005-. Ver también Ferreres Orlando, *Dos Siglos de Economía Argentina*, Fundación Norte Sur, 2005 -Buenos Aires

*económica exterior del país, que ha llegado a un punto máximo por la desacertada política económica del último decenio.*<sup>8</sup>

Para captar mejor las implicancias de la afirmación de Prebisch en el gráfico adjunto presentamos el tipo de cambio real de nuestro país desde 1913 hasta el 2008. Surge claramente del mismo que nuestro país tuvo cuatro períodos de fuerte apreciación cambiaria, esto es de dólar barato. El primero desde 1948 a 1954 que Prebisch señalara en la cita anterior. El segundo desde 1978 hasta 1981. El tercero desde 1990 hasta el 2001. Y el cuarto durante 2007-2008.

La toma de consciencia acerca de nuestro estancamiento relativo indujo el nacimiento de ideas desarrollistas entre nuestros políticos y llevó a revalorizar la influencia del sector agropecuario en la política económica desde 1955 hasta 1973. Esta vez los gobiernos buscaron un balance entre los intereses de las empresas agropecuarias y las industriales. Fue así que se hizo un gran esfuerzo para desarrollar la industria siderúrgica, la petroquímica, la petrolera, la gasífera y la de bienes de capital, a la vez que el agro.

#### **10 .-La segunda apreciación artificial del peso argentino y las empresas: 1976-1981**

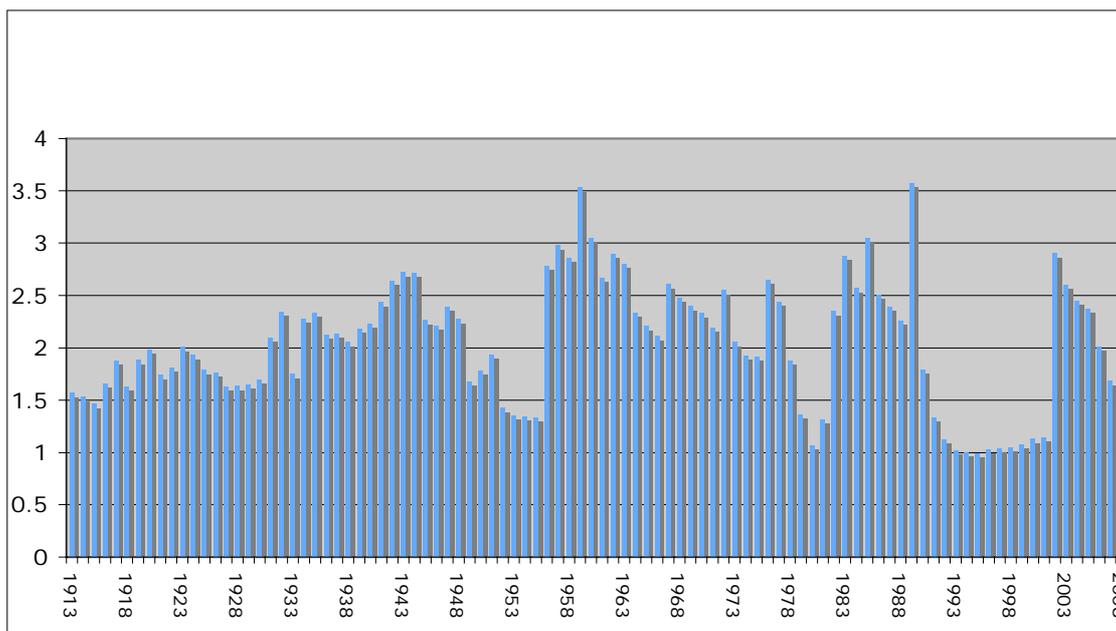
Desde 1955 hasta 1976 la Argentina registró un tipo de cambio real alto favorable a la exportación y a la vitalidad de las empresas y sin embargo el crecimiento económico *per cápita* fue solamente del orden del 2% acumulativo anual, pero crecimiento al fin. El crecimiento no fue más alto debido a la inestabilidad política del período. Después de septiembre de 1955 hasta 1976 hubo 12 Presidentes en 21 años. A su vez, cada presidente tuvo varios ministros de Economía cada uno con sus propias reglas de juego. En definitiva, el crecimiento per cápita del 2% anual resultó alto teniendo en consideración la trágica inestabilidad política que asoló al país después de la caída de Perón en 1955<sup>9</sup>.

#### **ARGENTINA: TIPO DE CAMBIO REAL HISTORICO DESDE 1913 HASTA EL 2008.**

---

<sup>8</sup> Prebisch Raul, “Plan de Restablecimiento Económico”, Puntos 2, 4 y 7. Buenos Aires, Enero de 1956.

<sup>9</sup> En dólares de Geary-Khamis constantes de 1990 el PBI per capita pasó de 5536 en 1955 a 8186 en 1975. Ver Maddison Op.Cit



*Las apreciaciones del peso de Cereijo 1948-54, Martínez de Hoz 1978-81, Cavallo 1991-01 y Kirchner 2008, con base 1995 igual a uno*

En 1976, ante el fracaso y el caos del gobierno de Isabel Martínez de Perón, irrumpieron en la política nuevamente las Fuerzas Armadas en un contexto internacional agravado por la fuerte tensión proveniente de la guerra fría. El golpe contó con el beneplácito de Washington, tal como claramente fue el caso del golpe del general Pinochet en Chile en 1973 y el de los generales brasileños en 1964-84. La conexión de las fuerzas armadas argentinas con EEUU era, sin embargo, más débil que la de Pinochet o los generales brasileños. Las Fuerzas Armadas procedieron rápidamente a aniquilar a los guerrilleros del “Ejército montonero” y del “Ejército Revolucionario del Pueblo”, ambos respaldados por la ex Unión Soviética y Cuba en una pequeña pero cruel y despiadada guerra que dejó nueve mil bajas entre los pro soviético-cubanos y 1200 entre los pro gobierno militar y el capitalismo. Lamentablemente, como en todas las guerras, muchos de los muertos eran inocentes que poco tenían que ver con uno y otro bando. Sin embargo, para poner en perspectiva este desastre debe decirse que en la Argentina actual, por falta de autopistas, y de una adecuada regulación del tránsito, perecen una cantidad igual de personas por año, sin que se tomen medidas. Otro tanto ocurre con los crímenes de la delincuencia común, los que se triplicaron desde aquella época al presente.

El Gobierno del General Videla puso el Ministerio de Economía en manos de un prestigioso empresario. Tal era el poder, el prestigio y la confianza que inspiraba el Ministro que en círculos empresarios se hablaba de “Martínez Dios” y se descontaba su seguro éxito en la estabilización de la economía y la promoción de su crecimiento. Ese éxito futuro descontado lo convertía en un potente candidato a Presidente constitucional de la República al concluir el mandato del Presidente Videla. El Ministro procedió a liberalizar completamente las tasas de interés dentro de un sistema financiero donde había una total garantía del Banco Central para los depósitos a la vista y a plazo fijo en los bancos y compañías financieras. En el afán de atraer depositantes, todas las entidades financieras comenzaron a competir entre sí ofreciendo mayores tasas. Los depositantes no eran inducidos a investigar la solvencia del banco o la financiera pues de todas maneras el Banco Central, con su poder ilimitado de emisión, respondía por

todos los depósitos del sistema. Así nació la hojita “Ambito Financiero” con el propósito de informar al público inversor sobre las tasas de interés a pagar por las distintas financieras y bancos por los depósitos. Luego esta hoja se convirtió en un importante periódico. Se vivió un frenesí de tasas de interés muy elevadas. Las financieras más irresponsables subieron entonces las tasas pasivas a límites astronómicos. Sin embargo, tenían que prestar a empresas productivas asfixiadas que se arriesgaban a pagar tasas activas altísimas con tal de sobrevivir un tiempo más. Al final, en 1979, todo este “sistema” llevó a la quiebra de cientos de financieras y también del llamado “Banco de Intercambio Regional”, todo lo cual le costó literalmente miles de millones al Banco Central que debía responder ante los depositantes por las entidades quebradas.

Concomitantemente con esta política financiera se implementó una política monetaria restrictiva para frenar la inflación en medio de un fuerte déficit fiscal. Esto hizo subir las tasas de interés que superaron en 1977 y 1978 el 100% en términos reales y terminaron provocando una fuerte recesión en 1978, mientras la inflación seguía imperturbable su curso al 5% mensual. Ante el fracaso del monetarismo en la lucha anti-inflacionaria, el Ministerio de Economía decidió cambiar de método: implementó “la tablita” que consistía en un anuncio público de la tasa de devaluación que iba a tener vigencia en cada uno de los meses venideros. La tasa de devaluación preanunciada para cada mes era inferior a la del mes anterior. Esta devaluación preanunciada por escalones decrecientes, presumiblemente, iba a inducir un acompañamiento también decreciente de la tasa de inflación. Pero es sabido que la tasa de devaluación determina solamente la tasa de inflación de los bienes transables internacionalmente. Nunca la tasa de inflación del índice del costo de la vida, que es la relevante, y que refleja principalmente el precio de los bienes y servicios no transables internacionalmente. Esta política fue un fracaso. El dólar barato provocó una avalancha de importaciones que destruyó a muchas empresas industriales nacionales y fundió al campo. Y como si todo esto fuera poco, para mantener el dólar barato hubo que ofrecer dólares en el mercado, lo cual se hizo endeudando enormemente al país. La deuda externa que en 1976 era de 9 mil millones de dólares, en 1983 terminó en 45 mil millones, es decir que se multiplicó por cinco. En lugar de propiciar un tipo de cambio real alto con retenciones moderadas, una tasa de interés real baja y fuerte superávit fiscal, consecuencia de las retenciones e inductor de la estabilidad de precios, el Ministro hizo lo contrario: tipo de cambio real bajo, tasas de interés reales altas y déficit fiscal. Todo hacía preveer que por su carácter dual de productor agropecuario e industrial a la vez, el Ministro iba a ser capaz de encontrar una feliz conjugación de ambos sectores para el desarrollo nacional. El apoyo de las Fuerzas Armadas era muy fuerte y tenía una sola condición: el pleno empleo como factor de la lucha para desbaratar al terrorismo. Pero el Ministro otorgó total prioridad a los intereses de las empresas bancarias y financieras en el manejo de la macroeconomía nacional Y así perdió la Presidencia constitucional de la República y el papel de prócer re-fundador para el que parecía singularmente predestinado <sup>10</sup>

## **11.-La apreciación artificial del dólar de Ronald Reagan en los ochentas: impacto de depreciación del peso en la Argentina**

---

<sup>10</sup> Como resultado de estas políticas el PBI per capita en dólares de 1990 de Geary-Khamis fue de 8059 en 1976 y de 7552 en 1982, implicando una caída de del 6% en todo el periodo y una tasa de crecimiento interanual negativa del 1%. Ver Maddison Op.Cit

En el decenio de 1980, las altísimas tasas de interés provocadas por la Reserva Federal de los Estados Unidos mediante la política monetaria extremadamente restrictiva seguida por su Presidente Paul Volcker, y las políticas de expansión del gasto militar y de reducción de impuestos del Presidente de los Estados Unidos Ronald Reagan, determinaron una muy fuerte apreciación en términos reales del dólar y, como contrapartida, una devaluación en términos reales de las demás monedas, particularmente la de nuestro peso, lo cual puede observarse en el Gráfico 1. El dólar caro en la Argentina fue en realidad una buena noticia para nuestro país. Por ejemplo, Chile y Corea crecieron de manera formidable después de 1983, no obstante las altas tasas de interés internacionales, beneficiadas con tipo de cambio devaluado determinado a su vez por la apreciación del dólar. Pero estos países acompañaron el cambio devaluado con superávit fiscal. Le tocó al Presidente Raúl Alfonsín convivir con un tipo de cambio real alto, el que tiene la ventaja de reactivar la economía y generar superávit comercial. Pero para que el tipo de cambio alto no recaliente la economía se requiere ineludiblemente, como en los casos de Chile y Corea, de un fuerte superávit fiscal, tanto más por cuanto que el Presidente Alfonsín voluntariamente eligió pagar la deuda externa heredada del Proceso Militar. Sin embargo, el clientelismo, los nombramientos de favor y los créditos hipotecarios sin indexar a favor de los afiliados partidarios llevaron a un fuerte déficit fiscal en la Argentina que se piramidó con el superávit comercial y la enorme deuda externa, llevando a una hiperinflación de 4982% en 1989. Por encima de lo anterior, el gobierno tuvo una oportunidad única para desconocer gran parte de la deuda heredada del Proceso Militar pues ella no había sido aprobada por el Congreso, ni había resultado en obras para beneficio del país. Esto hubiera sido consistente con el enjuiciamiento de las Juntas militares. Pero el gobierno, por una parte, reconoció la deuda externa del Proceso militar, y por la otra, encarceló a las Juntas que la contrataron<sup>11</sup>. Los errores fueron más dramáticos todavía. En efecto, nuestro país había logrado adelantos tecnológicos autónomos importantes hacia 1983 en materia de enriquecimiento de uranio, los cuales nos permitían eventualmente fabricar la bomba atómica. Sin embargo, el Club de Londres formado por los países que ya la tienen, se opone a que otros también tengan esa arma letal para evitar la proliferación y de paso consolidar su poder. Estos adelantos tecnológicos nos dieron un enorme poder de negociación y provocaron la posibilidad concreta de firmar un acuerdo internacional aceptando los controles nucleares del Club de Londres a cambio de la soberanía sobre las Malvinas, o a cambio de la remisión de la deuda externa. Hacia finales del gobierno militar hubo un comienzo de negociaciones sobre el punto entre la Comisión Nacional de Energía Atómica y el gobierno de Estados Unidos. Pero luego el gobierno del Dr. Alfonsín entregó los controles, quizá sin saberlo. Agradecido, el Presidente Reagan ofreció una de cena de gala en la Casa Blanca al Presidente argentino<sup>12</sup>. Hoy es posible comprobar la enorme magnitud de este regalo argentino observando por los periódicos las difíciles negociaciones del Club de Londres con Irán y con Corea del Norte por el mismo asunto del enriquecimiento del uranio. En el caso de la Presidencia de Alfonsín no se detectan influencias decisivas de las empresas en la conducción de su gobierno. El caso de la Comisión Nacional de Energía Atómica revela sin embargo, un trágico enfrentamiento y falta de comunicación entre los cuadros de la administración pública

---

<sup>11</sup> En dólares de 1990 de Geary-Khamis el PBI per capita de 1983 fue de 7751 y el de 1989 de 6816, un hecho inédito en la historia del desarrollo económico mundial implicando una caída interanual del 2.1% que consolidó definitivamente el atraso argentino. Ver Maddison Op.Cit

<sup>12</sup> La cena de gala tuvo lugar el 19 de marzo de 1985 y el autor de este artículo tuvo oportunidad de participar en ella invitado especialmente por el Presidente Ronald Reagan.

tradicional y el sector político, explicable dado que el objetivo de éste último era el copamiento de todos los cargos públicos por los afiliados partidarios.

## **12.-La tercera apreciación artificial del peso argentino y las empresas: 1991-2001**

Llegamos así, dentro del Grafico 1, al decenio de 1990 que presenta la apreciación del peso más larga y profunda de toda nuestra historia económica. ¿Como se llegó a esta política económica? Debe tenerse presente que en 1990-91 el mayor problema de la economía argentina era la hiperinflación heredada del gobierno de Alfonsín que no pudo ser dominada por Menem en su primer año y medio de gobierno ya que en todo el año 1990 la inflación llegó al 1344% anual.

Toda hiperinflación en sus fases finales se caracteriza porque los precios corren más de prisa que la emisión monetaria, y cuando la hiperinflación finalmente disminuye, la escasez de moneda en relación al elevado nivel de precios, es causante de altísimas tasas de interés. Las altas tasas de interés atraen al capital internacional especulativo y la oferta de dólares en el mercado libre de cambios determina una apreciación del peso. Esta se verificó durante el transcurso de 1990. El remedio contra el peso sobrevaluado consiste en que el Banco Central compre los dólares a un precio fijo elevado y emita pesos con respaldo. Esto es precisamente la convertibilidad. Para que la emisión monetaria no produzca inflación debe hacerse contra compra de dólares por parte del Banco Central, engrosando sus reservas y generando confianza en el respaldo de nuestra moneda. Cuando Domingo Cavallo asumió el cargo de Ministro de Economía en enero de 1991, tuvo a la vista la experiencia de 1990 con el tipo de cambio libre y flotante. Esa experiencia fue traumática. Entonces, a pesar de haber sido un ardiente partidario de flotar la moneda con el tipo de cambio alto en su libro *"Volver a Crecer"* de 1984, resolvió acotar las fluctuaciones del dólar con un piso de 8.000 y un techo de 10.000 australes. Esta flotación en banda implicó una devaluación en términos nominales del 84% en un mes. O sea que el ex Ministro devaluó en un 84%. Quiso ser fiel a su libro del año 1984, donde propiciaba un tipo de cambio alto para apuntalar el crecimiento de las exportaciones. Sin embargo, la devaluación nominal de enero de 1991 no estuvo acompañada de ninguna reducción del gasto público. Ni de amortización de deuda pública en pesos, ni de ninguna de las medidas que aconseja la doctrina para que una devaluación no se traslade a los precios. Para colmo de males estuvo acompañada de un aumento del impuesto a los activos y de un impuesto a los débitos bancarios. Dos impuestos contraindicados. No supo inspirar confianza y fracasó: la inflación de enero de 1991 fue del 9%, la de febrero del 27% y la de marzo del 11%. A comienzos de marzo de 1991, ante lo crítico de la situación, un asesor le llevó a Cavallo la idea de la convertibilidad. El Ministro encontró entonces su tabla de salvación. Además en ese momento, al tipo de cambio de 10.000 australes, las reservas del Banco Central igualaban exactamente a la base monetaria. Esta era una cuestión totalmente intrascendente desde el punto de vista de la teoría y de la historia monetaria comparada. Pero no importó, pues desde el punto de vista psicológico le otorgó cierto halo de magia a la idea. Sin embargo, había un gran problema. Debido a la inflación de febrero y primera semana de marzo de 1991, el austral había quedado groseramente sobrevaluado nuevamente. La teoría y la experiencia histórica de las convertibilidades en el mundo era claramente contraria al tipo de cambio bajo y fijo para siempre. Pero, una de dos, o Cavallo ignoraba la historia económica, o más probablemente, pensó para sus adentros que pedir al Presidente Menem una segunda devaluación en marzo, a dos meses de la primera de enero, significaba reconocer abiertamente un fracaso. En tal caso existía la posibilidad de que el Presidente le solicite la renuncia, dado que su gobierno enfrentaba

una elección en septiembre y otra en octubre de ese año. Lo cierto es que ante el fracaso de su devaluación de enero de 1991, el ex ministro sacó finalmente la conclusión errónea de que devaluar es inútil. Cambio su postura original y abrazó al *ofertismo*, una teoría económica para charlas de café que sostiene que la “causa” de la inflación es la devaluación y que toda devaluación produce una inflación de exactamente igual tamaño que la borra completamente. El bajo precio del dólar generó un exceso de demanda de dólares. Todo ello por aplicación de las dos leyes elementales y básicas de la economía: la oferta y la demanda. Si el precio de un bien es bajo, habrá exceso de demanda, y si el precio de ese bien es muy alto, habrá exceso de oferta. El precio de equilibrio es simplemente aquél donde la cantidad ofrecida iguala a la cantidad demandada. Las autoridades cometieron el error de fijar un precio para el dólar igual a la mitad de su precio de equilibrio. Ello generó, en promedio, durante los 11 años de la convertibilidad un exceso de demanda de dólares por sobre la oferta de unos 10 mil millones de dólares por año. Como sostuvimos antes, las autoridades habían advertido el error de la sobrevaluación, pero pensaron que era necesario ganar las elecciones de septiembre y octubre de 1991 merced a una estabilidad económica aparente. La idea era corregir esta situación después de las elecciones. Sin embargo, hacia fines de 1991, la convertibilidad funcionaba tan bien que sus autores se enamoraron de ella, y decidieron mantenerla. Es que el sistema había conseguido domar el salvaje potro de la inflación, la que se redujo drásticamente para gloria del Dr. Cavallo. Así fue que el prestigio del Dr. Cavallo en el sector empresario igualó y superó al del Dr. Martínez de Hoz en su momento inicial. El Dr. Cavallo pintaba a todas luces ante la opinión empresaria como el sucesor constitucional del Presidente Menem. Una vez fortalecido por la gloria inmensa de haber dominado a la inflación, el Ministro fue capaz de imponer muchas de las políticas de la época presionando con su renuncia. Y por momentos parecía un verdadero constructor de instituciones. Un conocido periodista lo comparó con San Martín y Belgrano en un artículo publicado en un diario de gran circulación, y vaticinó incluso que en la historia argentina, el Ministro iba a tener un lugar similar al de estos dos próceres. Lo cierto es que para mantener la convertibilidad en el tiempo, se requería organizar una oferta artificial de dólares en el mercado de cambios equivalente al exceso de demanda. Si este exceso de demanda era de 10 mil millones de dólares por año, había que satisfacerlo mediante una oferta adicional y artificial de una suma equivalente. Fue así que desde el Gobierno se montó un programa de endeudamiento externo y “privatizaciones”, que en promedio, brindó esa artificial oferta de divisas. El gobierno nacional recibía dólares prestados y los entregaba al Banco Central a cambio de 10 mil millones de pesos. Acto seguido, por una parte, el Gobierno nacional gastaba los 10 mil millones de pesos por año incurriendo en un fuerte déficit fiscal que reactivaba la economía, y, por otra parte, el Banco Central vendía los 10 mil millones de dólares recibidos del Gobierno en el mercado de cambios para satisfacer el exceso de demanda de dólares por importaciones sobre exportaciones referido al comienzo. El sistema funcionó bastante bien hasta 1993.

En 1994 se produjo la crisis mejicana por causa de una apreciación cambiaria similar, y ello proyectó una gran desconfianza en el caso argentino: así fue que la convertibilidad estuvo a punto de estallar en 1995. Pero en 1994, la apreciación cambiaria del Plan Real brasileño salvó milagrosamente a la convertibilidad argentina porque implicó una devaluación implícita del peso argentino, limitada exclusivamente al mercado brasileño que absorbía gran parte de nuestras exportaciones, y ello permitió afrontar la crisis. También en esos tiempos, una fuerte alza del precio internacional de los granos tuvo

efectos similares a una devaluación, permitiendo un incremento de las exportaciones agropecuarias. Sin embargo todo esto resultó transitorio. Los precios de los granos volvieron a caer. En 1998, en un vano esfuerzo para engañar a los mercados y atraer capitales hacia la Argentina, el director gerente del FMI, Michel Camdessus, invitó al Presidente Menem a lanzar un discurso propagandístico de la convertibilidad en la Asamblea Anual de ese organismo, acto insólito y contrario al derecho pues dicha Asamblea es formal y por protocolo una reunión de Ministros de Economía y no de Jefes de Estado. Pero en enero de 1999 la economía brasileña no aguantó más la apreciación artificial del real, y Brasil se vio obligado a devaluar su moneda para que recuperase su valor histórico anterior a 1994. Esto implicó una revaluación del peso, y enfrentó al Gobierno argentino nuevamente con el vicio original del peso sobrevaluado de 1991. Mientras tanto, en 1999–2000 continuaba el endeudamiento, y hacia el año 2001, los acreedores externos de la Argentina se preguntaban hasta cuando era posible seguir prestando a nuestro país. Evidentemente nuestra capacidad crediticia se estaba agotando día a día.

Fue así que por culpa del peso artificialmente caro, o lo que es lo mismo, el dólar excesivamente barato, nuestro país padeció en el 2001 la mayor crisis económica de su historia. El PBI cayó fuertemente en los dos últimos trimestres del 2001, aunque se estabilizó en el primer trimestre de 2002. Sin embargo, cuando se calcula la tasa de crecimiento de año a año aparece una caída del 10.5% en el 2002, después de haber caído un 5% en el 2001 contra el año 2000. La tasa de caída anual de 2002 es engañosa pues la verdadera caída se produjo en el 2001 durante la vigencia de la convertibilidad y la gestión del Dr. Cavallo como Ministro. Por otra parte el desempleo y el subempleo sumados superaron largamente el 40%, y el país quedó al borde de la desintegración nacional. Lo que en su momento pareció un milagro macroeconómico de resurgimiento en los noventas, terminó en un desastre.

En resumen, dos graves e imperdonables errores de política económica se cometieron en el decenio de los noventas. El mayor consistió en establecer un tipo de cambio fijado por ley donde un peso valía un dólar, cuando, en realidad, la paridad histórica era de más de dos pesos por dólar. El segundo error fue permitir los depósitos bancarios en dólares<sup>13</sup>. Es sabido que los bancos, por el conocido mecanismo de los préstamos y los depósitos sucesivos son capaces de multiplicar los depósitos. La multiplicación de los depósitos es práctica corriente en todos los sistemas bancarios modernos, en tanto y en cuanto exista un prestamista de última instancia que pueda emitir la moneda en que se efectúan los depósitos para prestar a los bancos, en caso de corridas bancarias y retiro masivo de los depósitos por parte de sus titulares. Lamentablemente, tanto las autoridades del Ministerio de Economía como las del Banco Central, e incluso las de los mismos bancos privados, cometieron un error mayúsculo al permitir esta proliferación de depósitos en dólares en nuestro país cuando era obvio que el Banco Central de la República Argentina no podía emitir dólares, y, por consiguiente, no podía actuar como prestamista de última instancia en caso de corridas bancarias. El prestamista de última instancia es esencial en todos los sistemas bancarios modernos. Baste recordar que el conocido manual de Economía de Paul Samuelson, con más de 10 millones de copias vendidas en todo el mundo, comienza el capítulo sobre banca central con una conocida

---

<sup>13</sup> Como resultado de estos dos gruesos errores el PBI per cápita en dólares de 1990 según el método Geary Khamis era de 7205 en 1991 y de 7391 en el 2002, lo cual implicó un crecimiento interanual prácticamente nulo y una “década perdida” para el desarrollo. Ver Maddison Op.Cit

frase: “En la historia de la humanidad hubo tres grandes inventos: el fuego, la rueda y la banca central”.

La sobre-valoración del peso, por una parte, y la falta de prestamista de última instancia, por la otra, se convirtieron en los dos grandes fallas insalvables del régimen monetario de la Convertibilidad, que se repotenciaron mutuamente. Ello ocurrió cuando nuestro país agotó su capacidad crediticia y no pudo conseguir los 10 mil millones del crédito adicionales del año 2001, ni los del 2002. El mega-canje de bonos de junio de 2001 se mostró como un operativo destinado a extraerle al Estado 150 millones de dólares de comisiones, dado que no sirvió para nada habida cuenta que en noviembre de ese año hubo que hacer una reestructuración, esta vez forzosa de toda la deuda, incluida la del mega-canje de 5 meses antes. A finales de ese noviembre, el FMI denegó un desembolso de 1290 millones de dólares y dio la señal de alarma. En ese momento, el mercado advirtió que faltaban dólares y que la razón era su bajo precio. Cuando las expectativas del mercado apuntan a la depreciación, la tasa de interés interna tiene que subir para igualar al menos la tasa esperada de devaluación. Si se espera que dentro del mes se produzca una depreciación del 100%, la tasa de interés mensual tendrá que estar a un poco más de ese nivel. Toda empresa prestamista tendrá posibilidad de comprar dólares antes que prestar, y así hacer un mejor negocio que prestar a una tasa inferior al 100%. Y toda empresa prestataria de pesos comprará dólares para ganar el 100%, tasa de ganancia que no podrá obtener en su propia actividad. Pero una tasa de interés mensual del 100% llevada al nivel anual supera el 4000%. Ninguna economía aguanta semejante tasa de interés. La depreciación del peso se tornó inevitable. Fue así que la crisis de la deuda externa determinó una crisis bancaria, puesto que el público, ante la evidencia de la escasez de dólares, quiso retirar sus depósitos.

Una vez constatada la escasez de dólares, el mercado, por su cuenta, procedió a depreciar el peso. En el mercado de Montevideo, ya a fines del 2001 el dólar cotizaba entre 2 y 3 pesos. La depreciación del peso era inexorable y estaba determinada por las leyes de la oferta y la demanda. Más exactamente por el exceso de demanda, y la inexistencia de oferta al precio de uno a uno. Estas dos leyes de la economía operaron como un terremoto que las autoridades no pudieron conjurar pese al arsenal de triquiñuelas y malabarismos monetarios que utilizaron, tales como el “*corralito*”, los canjes de deuda, o la ley sobre la “intangibilidad de los depósitos”. Así los sueños presidenciales del Dr. Cavallo quedaron sepultados por el tipo de cambio real bajo y su secuela de tasas de interés altas, endeudamiento externo impagable y una desocupación que sumada a la subocupación alcanzaba al 40%. El gobierno que siguió, no quiso devaluar pero se vio obligado a reconocer la existencia de la tempestad. Su primer Ministro de Economía, Jorge Remes Lenicov, se había pronunciado públicamente un mes antes, cuando todavía no detentaba ese cargo, categóricamente contra la devaluación. Pero ya como Ministro tuvo que reconocer que el precio de un dólar igual a un peso era totalmente ficticio. Quedó claro, en consecuencia, que la depreciación de nuestro peso operó al final como un fenómeno telúrico inevitable, como lo es un huracán o un terremoto. Quedamos así extremadamente endeudados en cesación de pagos y con una deuda acumulada impagable. Sin embargo, la Argentina no cayó en esta deuda enorme por su sola culpa. Como Martínez de Hoz, Cavallo hizo alianza con las empresas del sector financiero para mantenerse en el cargo y conducir la economía argentina. Como dijo el Washington Post el 3 de agosto de 2003:

*“Las firmas vendedoras de bonos de Argentina se llevaron casi 1000 millones de dólares en comisiones por vender y recomendar bonos de la Argentina en la década 1991-2001. Estas firmas de comisionistas fueron las que generaron los más optimistas e influyentes informes sobre el país. Similares conflictos de interés salieron a la luz en algunos casos como los de la Enron Corporation y World Com Inc. En el caso de Argentina, sin embargo, los perjuicios no fueron solamente para un grupo de tenedores de títulos, sino para todo el segundo país más grande de Sudamérica”*

Aunque hemos comentado el nivel del tipo de cambio real de la Argentina relacionado con el de otros países en distintas épocas y bajo distintas políticas económicas, debe enfatizarse que el tipo de cambio real es una variable interdependiente con los demás tipos de cambio reales de los otros países. Si la Argentina revalúa, los demás países que comercian con Argentina revalúan y viceversa. Si todos los países devaluaran a la misma tasa al mismo tiempo, ninguno devaluaría en términos reales.

### **13.-La cuarta apreciación artificial del peso argentino y las empresas: 2007-2009**

Este cuarto fenómeno de apreciación puede observarse claramente a la derecha del Gráfico 1. Después del devastador efecto del tipo de cambio bajo de 1978-81, y sobre todo el de 1990-2001, finalmente, hacia el 2002-2006, nuestra dirigencia política parecía haber aprendido las ventajas del tipo de cambio competitivo. También parecía haber aprendido acerca de la peligrosidad que reviste la financiación de los déficits del Estado con emisión monetaria como en el decenio de los ochenta, o con deuda externa como en el decenio de los noventa. Le tocó al Presidente Duhalde, asesorado por su ministro Lavagna, enderezar el rumbo y poner un poco de orden en la nave del Estado mediante el tipo de cambio real alto, superávit fiscal, fuerte crecimiento del empleo privado y preparar así el arreglo de gran parte de la deuda externa. Sin embargo, el Gráfico 1 sobre el tipo de cambio real desde 1913 hasta 2008, indica que en los años 2007 y 2008 nos acercamos nueva y peligrosamente al peso artificialmente sobrevaluado de 1978-81 y al de 1990-2001. ¿Qué ha pasado? En realidad parece que todavía no aprendimos las abrumadoras lecciones de la historia. Como en 1945-1948, el Ministro de Trabajo de Kirchner, el Lic. Tomada, homologó convenios colectivos de salarios con aumentos superiores al incremento en la productividad *promedio* de la economía. Durante 2006, 2007 y 2008 los incrementos salariales fueron del orden del 30% por año. Como el PBI per capita creció al 7%, la inflación anual de cada uno de esos años fue del 23% (30%-7%). Como ya había ocurrido con la experiencia histórica de 1945-48, la tasa de inflación carcomió al tipo de cambio real alto de 2002-2006 y desembocamos en la clásica sobre-valoración cambiaria argentina que arruinó nuestro proceso de crecimiento tantas veces en nuestra historia sin que nuestros gobernantes aprendan la lección. Si el desarrollo económico se consiguiera aumentando los salarios por resoluciones ministeriales como cree el matrimonio presidencial Kirchner y su ministro Tomada, no habría países subdesarrollados<sup>14</sup>. Todo sería muy fácil. Si los

---

<sup>14</sup> Usualmente la ciencia económica representa el proceso productivo matemáticamente con la función exponencial de producción Cobb -Douglas de cuyas derivadas surgen las llamadas productividades marginales decrecientes, las que nos indican que los trabajadores más se benefician cuando hay más capital invertido en el proceso de producción. Y que los empresarios más se benefician cuando hay más trabajadores empleados. En otras palabras, ciencia prescribe que el proceso productivo debe ser eminentemente cooperativo para beneficio de ambas partes, y nunca agonal: los trabajadores deberían exigir que los empresarios inviertan más para obtener mejores salarios y los empresarios demandar más

gobiernos quieren forzar un aumento del salario real de los trabajadores, lo cual es muy loable, lo deben hacer racionalmente, pues de lo contrario los resultados serán contraproducentes. Deben fomentar el crecimiento de la productividad, lo cual se logra entrenando a la fuerza de trabajo, creando escuelas técnicas, mejorando la educación pública, mejorando la salud y los hospitales públicos, brindando una mayor seguridad pública, fomentando la inversión de capital privado y la demanda de trabajo, ofreciendo un mejor transporte y servicios públicos y sancionando un sistema impositivo más progresivo que descansa más en la recaudación del impuesto a la renta, a la tierra libre de mejoras, a las retenciones bajo el supuesto de un tipo de cambio real muy alto y a los recursos naturales, y mucho menos en el IVA. Se debe reformar al Estado para que sea más eficiente y para que impulse el crecimiento de la productividad de la economía con lo cual aumentarían los salarios reales, y sobre todo así se impulsará la mejora del salario indirecto, que proviene de los servicios públicos de alta calidad prestados por el Estado, pero nunca mediante el infantil e irrisorio método de aumentar los salarios sucesivamente gremio por gremio más allá del incremento en la productividad de la economía toda<sup>15</sup>.

En lugar de conceder aumentos nominales sucesivos gremio por gremio del 30% que luego terminan en una crisis económica con recesión e inflación y caída libre del salario real nuevamente, se podrían conceder incrementos sustentables en los salarios reales anuales iguales al incremento de la productividad *promedio*. Al cabo de 10 años de crecer al 7% anual en términos reales los salarios reales habrán crecido a la tasa de interés compuesto del 97%, es decir que prácticamente se habrán duplicado. Eso sería desarrollo en serio y no la venta de espejitos de colores a los trabajadores. Además reitero que los incrementos salariales no debieran otorgarse sobre la base de los incrementos en la productividad específica de los distintos sectores, sino sobre la base de la aumento de la productividad *promedio* de toda la economía. Es decir sobre la base del incremento en el PBI per cápita. De esta manera las actividades y sectores que tuvieron un incremento más alto en la productividad podrán generar mayores ganancias a las empresas respectivas, las que entonces podrán invertir y expandirse más rápidamente. Por otra parte, los sectores con un incremento de la productividad menor que el promedio, tendrán que otorgar aumentos salariales iguales al promedio. Estas empresas no generarán grandes excedentes y por lo tanto invertirán menos y se expandirán menos. La consecuencia de esta política será que se expandirán y crecerán más velozmente las empresas con mayor crecimiento en la productividad, y los sectores y empresas con menor crecimiento en la productividad quedarán rezagados. Esto ayudará a que el crecimiento de la productividad *promedio* crezca más rápidamente aun.

Con este sistema se podrían mantener tasas “*chinas*” de crecimiento económico por muchos y largos años y así sacar a nuestro país del pozo de los subdesarrollados. En lugar de hacer lo conducente al verdadero incremento de la productividad, el gobierno fomentó al Estado *clientelista* con nombramientos de favor a diestra y siniestra y un aumento indiscriminado y arbitrario del gasto y los salarios del sector público en un

---

mano de obra para aumentar sus beneficios. Para detalles de las matemáticas ver Conesa Eduardo, *Macroeconomía y Política Macroeconomía*, 4 edición, La Ley, capítulo 6

<sup>15</sup> La estrategia sencilla y contundente de luchar contra el engaño infantil de los aumentos sucesivos de salarios gremio por gremio consiste en establecer por ley del Congreso un Consejo Económico y Social donde la participación conjunta de todos los gremios con los empresarios y el Estado permita una actualización racional y simultánea de todas las remuneraciones. Todo ello acompañado de una política de Estado de *crawling peg* para mantener alto el tipo de cambio real.

50% en el año 2007, un año electoral. El enorme peso muerto de un Estado inútil que no brinda seguridad, ni salud, ni educación, ni defensa, ni justicia, opera como una fuerza en detrimento para nuestro desarrollo económico y de caída de los salarios reales que se revelará fatídicamente en el 2009 y años siguientes. Lamentablemente el gobierno del matrimonio Kirchner se convirtió en un demoleedor de instituciones lo cual jugará en detrimento de nuestro crecimiento económico a largo plazo. Destruyeron la estabilidad de precios que tanto costó lograr. Destruyeron el INDEC. Avasallaron el Poder Judicial con la politización del Consejo de la Magistratura. Demolieron las instituciones armadas. Destruyeron la jubilación privada en lugar de mejorarla. Y van por el camino de la destrucción del agro, de la industria y del empleo con el tipo de cambio bajo.

En el caso del agro, recordemos que están también de por medio las retenciones a las exportaciones, que con el actual tipo de cambio aniquilan la rentabilidad de las empresas agropecuarias y que en el caso de la soja llegan al 35%. Y además está de por medio la devaluación brasileña del 2008 del orden del 40% que implica un revalúo adicional del peso, y también está de por medio el revalúo del dólar frente al euro, ocurrido en el 2008, que implica otro revalúo del peso frente al euro. En las condiciones actuales de tipo de cambio real bajo, el país se dirige, con un año de retraso, hacia un déficit comercial en el 2009 y el 2010, si se mantiene el mismo tipo de cambio real. Al mismo tiempo, la política fiscal de fuerte énfasis en el aumento de los impuestos lleva a un superávit fiscal. Pero el déficit comercial acompañado del superávit fiscal representa, sumando a ambos, una combinación provocadora de recesión para toda la macroeconomía.

La pregunta que surge es ¿A qué sector empresarial beneficia esta política? El sector bancario estaba fundido en el 2002-2003: el patrimonio neto del sector era negativo. Hoy está recapitalizado y floreciente. Si miramos la página final del último número de la revista *The Economist* de Londres donde se publica semanalmente un cuadro que contiene las tasas de interés de los 43 países mas importantes del planeta, podremos observar que el país con tasas de interés mas altas es ...la Republica Argentina. Por otra parte, nuestro Banco Central emite letras y notas de tesorería (LEBAC y NOBAC) para restringir la oferta monetaria y hacer subir la tasa de interés en pesos. Si tenemos en cuenta la quietud del dólar en nuestro mercado de cambios durante los últimos 5 años, descubriremos que la tasa de interés por fondos colocados en pesos argentinos, pero luego convertidos a dólares constituye uno de los negocios más rentables del mundo. La Argentina es el país con la tasa de interés real más alta del globo...en dólares. Esta devoción por la tasa de interés alta en dólares para beneficio del capital financiero especulativo nacional e internacional, explica la fuerte oposición de nuestro Banco Central para emular la depreciación cambiaria del Brasil de forma tal de defender a la industria argentina, a nuestro agro y al empleo de nuestros trabajadores de la crisis internacional y de sus efectos recesivos en la Argentina.

#### **14.-La sinergia del tipo de cambio real alto y las empresas**

A esta altura de nuestro análisis debemos preguntarnos por qué causa el tipo de cambio real es una variable tan fundamental para las economías de las empresas. Hay doce razones al menos, todas ellas interrelacionadas. La primera, el nivel del tipo de cambio real alto determina un saldo favorable en la balanza de comercio exterior de un país. La segunda, ese superávit permite acumular reservas en el Banco Central. La tercera, la acumulación citada a su vez permite la emisión monetaria con respaldo, que no es

inflacionaria. La cuarta consiste en que esa emisión a su vez permite bajar las tasas de interés nominales que pagan las empresas. No paran allí los beneficios del tipo de cambio real alto. La quinta razón consiste en que el mismo el nivel alto del tipo de cambio real determina una tasa de interés real baja. La sexta, a su vez el nivel bajo de la tasa de interés real determina un alto nivel de inversión empresaria- La séptima, este alto nivel de inversión influye a favor de un alto nivel de crecimiento de toda la economía. La octava, el fuerte crecimiento de la producción determina la baja del desempleo, el aumento de la demanda de trabajo y un creciente nivel salarial. Como si todo ello fuera poco, la novena ventaja consiste además en que el alto nivel del tipo de cambio real permite a la economía crecer sin endeudamiento externo, e incluso reducir el endeudamiento externo. La décima razón, consiste en que el alto nivel del tipo de cambio real determina altas ganancias en las empresas del sector productor de los bienes transables internacionalmente. Estas ganancias se reinvierten en las empresas y aseguran un alto crecimiento que refluye y arrastra a la economía toda. Esto es fundamental porque está probado que el crecimiento de la productividad<sup>16</sup> es más alto en el sector de los bienes comercializables internacionalmente, o sea principalmente en la industria manufacturera y en la agricultura, por oposición al sector de los no comercializables internacionalmente, que son los servicios en general. La undécima razón consiste en que con el tipo de cambio real alto el costo de los servicios del Estado medidos en dólares disminuye drásticamente. Esta undécima razón es muy importante en países como el nuestro, donde los servicios estatales se caracterizan por su extremada ineficiencia y su constante empeoramiento. La duodécima razón consiste en que el tipo de cambio real alto, protege uniformemente a las industrias, permitiendo que las empresas mas eficientes crezcan mas en comparación con una protección aduanera desigual, o por la vía de permisos de cambio, donde usualmente sacan ventaja las empresas con mayor capacidad de lobby, aunque sean técnica y económicamente ineficientes.

Volviendo a la quinta razón, tanto el tipo de cambio real alto como la tasa de interés real baja están íntimamente unidos al superávit fiscal. Si el gobierno propugna tipo de cambio real alto y déficit fiscal, la inconsistencia de estas dos políticas lleva a la hiperinflación como fue el caso bajo la presidencia del Dr. Alfonsín en el decenio de los ochentas. Si el gobierno propugna tipo de cambio real bajo y superávit o equilibrio fiscal, la economía responde con la hiper-recesión como ocurrió en la Presidencia del Dr. De la Rúa bajo la conducción de sus Ministros Machinea y Cavallo en 1999-2001. Si el gobierno propicia una política de tipo de cambio bajo y déficit fiscal, esta política puede durar un tiempo, e incluso mantener una apariencia de éxito en el corto plazo, pero a la larga lleva a un fuerte endeudamiento externo del país y de las empresas que termina mal para todos. Y con fuerte desocupación y caída de los salarios reales como en 1981 y 1998-2001. Estas consideraciones nos obligan a profundizar las razones técnico-económicas de nuestras conclusiones, tratando siempre de mantener al mínimo las matemáticas y al máximo la claridad conceptual.

### **15.-La relación inversa entre el tipo de cambio y la tasa de interés**

Al comienzo de este ensayo anticipamos la existencia de una relación muy importante entre la tasa de interés y el tipo de cambio. A una tasa de interés alta corresponde un tipo de cambio bajo y a una baja tasa, un tipo de cambio alto. Esto es completamente consistente con la estructura de la balanza de pagos. Un tipo de cambio real alto genera

---

<sup>16</sup> Conesa Eduardo, Macroeconomía y Política Macroeconómica, 4 Edición, La Ley, 2008, Capítulos 9 a 1

una cuenta corriente positiva y por ende una cuenta de capitales negativa. Por el contrario, un tipo de interés interno alto genera una cuenta de capitales de la balanza de pagos positiva, es decir que vienen capitales, hay más endeudamiento y/o venta de activos al extranjero, y por lo tanto una cuenta corriente negativa. Existe una evidente contradicción entonces entre una cuenta corriente negativa y una cuenta de capital igual. Y entre una cuenta corriente positiva y una cuenta de capital también positiva. La única manera de resolver la contradicción se da si el tipo de cambio real, principal determinante de la cuenta corriente, y la tasa de interés real, principal determinante de la cuenta de capital, están negativamente correlacionados. Esto es lo que sostiene la demostración que sigue a continuación sobre la paridad de interés cubierta. Se trata simplemente de la aplicación de la ley del precio único. Esta ley se aplica a todos los bienes transables internacionalmente. Su precio tiende a igualarse a través de fronteras de los países, precisamente porque son comercializables internacionalmente. Y el dinero es precisamente el bien comercializable por excelencia. Por lo tanto el precio por su uso, es decir, la tasa de interés, debe tender a ser igual cruzando las fronteras nacionales, excepto por el riesgo del cambio en el tipo de cambio. Si estoy en la Argentina y existe una absoluta certeza de que la paridad entre el peso y el dólar se mantendrá uno a uno durante el próximo mes, la ganancia en tasa de interés mensual de invertir en títulos americanos o argentinos debería tender a ser la misma. Después de un mes, un peso se le convierte al inversor en  $1+i$ , donde  $i$  es la tasa de interés mensual en la Argentina. De la misma manera, en Estados Unidos nuestro inversor tendría al cabo del mes,  $1+i^*$ , donde  $i^*$  es la tasa de interés mensual americana. Ambos montos deben ser iguales porque de lo contrario el inversor correría a invertir donde la tasa de interés sea mayor, a igualdad de riesgo. El precio del dinero, esto es la tasa de interés, tiende a ser único, luego tenemos la ecuación siguiente:  $1+i=1+i^*$ . Sin embargo, si para invertir en dólares en Estados Unidos primero tengo que comprar dólares, debo dividir la expresión  $1+i^*$  por el precio del dólar en términos de pesos argentinos  $E1$ , o sea que tengo la expresión  $(1+i^*)/E1$ . Luego al término del mes debo comprar pesos con el producido del dólar más el interés en dólares, o sea que debo multiplicar por  $E2$ , el tipo de cambio dentro de un mes. Si dentro del mes, debido a una devaluación, o a una flotación cambiaria, el cambio fuera de dos pesos por dólar, y este fuera un resultado esperado por el mercado, tendríamos que:

$$1+i=(1/E1)(1+i^*)E2$$

donde  $E1$  es el tipo de cambio nominal actual y  $E2$  es el tipo de cambio nominal esperado futuro o sea 2. Si suponemos que la tasa de interés nominal extranjera es del 6% anual o lo que es equivalente 0.005 mensual, se sigue que la tasa de interés mensual en pesos deberá ser muy alta e igual a  $=(1+0.005)^2=2.010$ , lo cual implica que la tasa de interés mensual en nuestro país ante la inminencia de una devaluación del 100% será del 101% mensual, o equivalentemente, a 4347% anual. Una tasa inaguantable para las empresas prestatarias. A esta tasa no hay crédito a largo plazo. Los préstamos deberían hacerse por días, o a lo sumo por un mes. La cifra del 100% de interés mensual puede parecer exagerada, pero es típica de las situaciones donde el mercado anticipa una fuerte devaluación. La plaza se seca por escasez de crédito, y el perjuicio para las empresas locales es tan grande que el gobierno termina devaluando, o provocando una considerable emisión monetaria que hace que la devaluación se torne inevitable. En párrafos anteriores analizamos el drama de noviembre y diciembre de 2001 en nuestro país y pudimos ver la aplicación de esta teoría en una circunstancia concreta. Pero ante la expectativa de devaluación se viven situaciones parecidas en todos los países. Así

por ejemplo con motivo de la crisis monetaria europea del 16-17 de septiembre de 1992, Suecia subió su tasa de interés diaria al 500% anual. Similares valores en Irlanda y otros países<sup>17</sup>. La fórmula de la paridad de interés con el tipo de cambio puede ser simplificada para tasas de devaluación menores del 15 ó 20%. En este caso la tasa de interés local es igual a la suma de la tasa de interés externa más la tasa de depreciación de la propia moneda:

$$i = i^* + (E_2 - E_1) / E_1.$$

Supongamos, por ejemplo, que tenemos oportunidad de adquirir letras de tesorería americanas o alemanas. Si la tasa de interés en Estados Unidos es 6% y en Alemania 4%, todavía puede ser interesante comprar letras alemanas si la moneda alemana se apreciara por ejemplo en un 3% en relación al dólar americano. Otra aplicación es la siguiente: con motivo de la campaña electoral argentina de octubre de 2001, los candidatos oficialistas, declaraban muy orondos que gracias a la nueva política recientemente inaugurada del “déficit cero” en las cuentas del Estado, iban a bajar las tasas de interés en la Argentina, y ello iba a permitir reactivar la economía y otorgar abundante crédito a las PYMES. Esta afirmación era parte de la propaganda electoral, pues sabemos que con el cambio sobrevaluado, la segunda parte de la última ecuación dada por la expectativa de depreciación de nuestro peso, necesariamente obligaba a tener tasas de interés locales muy elevadas, y todo eventual descenso de la tasa de interés proveniente del no uso del crédito por parte del Estado, iba a ser utilizada como una muy buena razón por los operadores del mercado para comprar dólares y fugarlos, lo cual secaría la plaza local. Es por ello que con el peso sobrevaluado, la tasa de interés interna en pesos estaba condenada a ser irremisiblemente elevada.

La paridad de interés cubierta rige en términos nominales, como hemos visto hasta ahora, pero también en términos reales, lo cual es más importante aun. Para arribar algebraicamente a la paridad de interés cubierta en términos reales no tenemos más que recordar las fórmulas de la tasa de interés real, despejar la tasa de interés nominal de la misma y sustituirla en la fórmula de la paridad de interés cubierta<sup>18</sup>. Si el tipo de cambio está desalineado y sobrevaluado, y, por lo tanto, hay expectativas de devaluación, para poder mantener esta igualdad, el tipo de cambio real esperado futuro, TCR2, será mayor que TCR1, el tipo de cambio real actual, y por lo tanto la tasa de interés local "r" será muy superior a la internacional "r\*". Esta ecuación obedece a razones de estricta lógica, pues si no hubiesen posibilidades de devaluación en términos reales, los arbitradores tomarían dinero prestado donde es barato y lo prestarían donde es caro, haciendo subir la tasa donde está baja y bajar donde está alta. Esta ecuación, repito, es una mera expresión monetaria de la venerable ley del precio único que

---

<sup>17</sup> La ecuación de la paridad de interés cubierta puede escribirse algebraicamente también como dependiente de uno más la tasa de interés externa multiplicada por uno más la tasa de depreciación de la propia moneda:  $1+i = (1+i^*) (1+(E_2-E_1)/E_1)$ .

<sup>18</sup> Como vimos al comienzo, la tasa de interés real r es:  $1+r = (1+i) / (1+\pi)$  donde  $\pi$  es la tasa de inflación o también  $1+r = (1+i) * IPC1 / IPC2$  donde IPC1 es el nivel de precios del período presente y IPC2 el nivel de precios esperado en el período futuro. Es evidente que  $IPC2 / IPC1$  es igual a uno más la tasa de inflación esperada,  $1+\pi$ . Esta última fórmula es la que sustituimos en la paridad de interés cubierta. Además, teniendo en cuenta que el tipo de cambio real es  $TCR1 = E1 (IPC1^* / IPC1)$ , el resultado es:  $(1+r) = TCR2 / TCR1 (1+r^*)$ . En las fórmulas anteriores TCR1 es el tipo de cambio real presente y TCR2 el tipo de cambio real esperado futuro. El asterisco se refiere al nivel de precios extranjero (IPC\*) y a la tasa de interés real extranjera (r\*).

analizamos al comienzo, y, según la cual, las empresas comerciales en general compran mercaderías donde los precios están baratos y las venden donde los precios están caros, lo cual hace subir los precios donde están baratos y bajar donde están caros. La tasa de interés, como precio, está sujeta a la ley del precio único a ultranza, como que el dinero es un bien transable por excelencia. En términos reales, es decir eliminando la inflación, esta ecuación de la paridad de interés cubierta nos confirma la relación inversa que debe existir "a priori", entre la tasa de interés local y el tipo de cambio. Cuando el tipo de cambio real es bajo, tiende a generarse un déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos, el que tiende a su vez a ser financiado por la venida de capitales de corto plazo, atraídos a su turno por la alta tasa de interés real que el mismo tipo de cambio real sobrevaluado provoca<sup>19</sup>.

La teoría detrás de estas fórmulas explica las bruscas oscilaciones cambiarias que siguen a fuertes cambios en la política monetaria, y también las fuertes caídas en la tasa de interés que suelen ocurrir después de una depreciación cambiaria, así como las tasas de interés astronómicas que tienen vigencia en un país cuando una devaluación es inminente en ese país. Así, por ejemplo, si se espera una devaluación de un 50% en términos reales dentro de un mes y la tasa de interés mensual internacional es del 1%, la tasa de real interés mensual interna tendrá que ser del 51.5%:

$$1+r=(1.01)*(1+(1.5-1)/1)=1.01*(1+0.5)=1.515$$

$$r=1.515-1.=51.5\%$$

Como pocos estarán dispuestos a dar o tomar dinero prestado a esta tasa, el crédito se seca. Las empresas para las cuales el crédito es como el agua sufren y si la situación se mantiene, van a la quiebra. La presión porque se flote o devalúe la moneda es tal que las autoridades no tendrán más alternativa que ceder. De la misma manera, si las autoridades monetarias deciden que durante los próximos 4 años, las tasas de interés reales internas serán 2 puntos inferiores a las internacionales, automáticamente se inducirá una brusca depreciación real de la moneda de alrededor del 8%, la cual permitirá revaluar durante cuatro años a la tasa del 2% anual. Este revalúo, a su vez, haría posible cumplir con la lógica de nuestras fórmulas. Por ello la oscilación inicial del tipo de cambio real es mucho mayor que la de la tasa de interés real. Cuando la tasa de interés real cae por debajo de la tasa internacional, el tipo de cambio real pega un fuerte salto inicial hacia arriba y luego declina linealmente hasta que la tasa de interés interna coincida con la internacional. Debe aclararse que este razonamiento es válido en tanto y en cuanto no intervengan otros factores que hacen al llamado riesgo país, y que pueden alterar en la práctica la linealidad de la idea. De la misma manera, ante un aumento fuerte de la tasa de interés interna por razones de política monetaria restrictiva, cabe esperar un fuerte golpe inicial de valorización de la propia divisa. En otras palabras, existe una típica *sobre-reacción* del tipo de cambio a la política monetaria. Como ejemplo típico de la relación inversa entre el tipo de cambio y la tasa de interés

---

<sup>19</sup> La fórmula de la paridad de interés cubierta en términos reales, puede ser algebraicamente escrita como la multiplicación de uno más la tasa de interés real extranjera por una parte, por uno más la tasa de crecimiento en el tipo de cambio real, por la otra  $1+r=(1+r^*)(1+(TCR2-TCR1)/TCR1)$  que es similar a una fórmula anterior que dedujimos, pero la presente lo es en términos reales y simplificando, esta misma fórmula puede ser aproximada, para valores de devaluación en términos reales menores del 20%, por la suma de la tasa de interés real extranjera más la tasa de depreciación en términos reales,  $r \approx r^* + ((TCR2-TCR1)/TCR1)$  que es similar a su equivalente en términos nominales

está la Argentina de los noventa, cuando las altas tasas de interés activas promedio triplicaron las internacionales. Sin embargo, los bancos comerciales internacionales eran renuentes a tomar prestado a la tasa LIBOR del 5% anual del mercado interbancario de Londres, y con ello inundar el mercado de crédito argentino de tasas activas altísimas. Con esta oferta hubieran podido hacer bajar las tasas y al mismo tiempo realizar suculentas ganancias con su intermediación, lo cual es a fin de cuentas su propio negocio. Si no lo hicieron, era simplemente porque el riesgo de devaluación nominal, o real, era muy grande. Otro ejemplo vivo del decenio de los noventa ocurrió a causa de una fuerte controversia entre el Presidente de la República y el economista Dr. Roberto Alemann. El economista rectificó públicamente al Presidente de la República cuando en un reportaje radial, Menem culpó a los bancos por las altas tasas de interés que padecía la Argentina<sup>20</sup>. Para el Dr. Alemann no eran los bancos los malos de la película, sino el público desconfiado que no traía unos supuestos 60 mil millones de dólares que tendría en el exterior para venderlos al Banco Central, lo cual le permitiría a la institución rectora de nuestras finanzas emitir pesos con respaldo, monetizar la economía y bajar las tasas de interés. La verdad era que lamentablemente las tasas de interés no se podían reducir en nuestro país porque teníamos la moneda mas sobrevaluada del planeta y el riesgo de devaluación del peso era muy grande por lo cual el público compraba dólares, la mercancía más barata, y los enviaba al exterior, lo cual obligaba por la ley de la paridad de interés con el tipo de cambio, a tener tasa de interés muy altas. Los malos de la película no eran los Bancos como afirmaba Menem, ni el público como sostenía Alemann, sino la propia política económica oficial de tipo de cambio real bajo, la que forzaba, por contrapartida, las tasas de interés reales extremadamente altas.

#### **16.-En nuestro país, el tipo de cambio real alto requiere retenciones moderadas**

El tipo de cambio alto en términos reales requiere de superávit fiscal. La forma más sencilla de alcanzar ese superávit se obtiene mediante retenciones moderadas a las exportaciones tradicionales. Estos impuestos no pesan sobre el sector agropecuario en tanto y en cuanto normalmente el tipo de cambio real alto implican una devaluación en términos reales del 50% por lo menos, en tanto que las retenciones recomendadas por la ciencia económica no pasan del 20%. La ciencia económica<sup>21</sup>, por la vía de la teoría de la tarifa optima, nos prescribe que si el tipo de cambio es alto, a la Argentina le conviene establecer retenciones moderadas para evitar que en el largo plazo se deterioren sus términos de intercambio lo cual ocurriría si el país exportara por ejemplo 200 millones de toneladas de granos y 3 millones de toneladas de carne vacuna, cifras perfectamente factibles para nuestro país después de varios años continuados de tipo de cambio real muy alto sin retenciones. Incluso las retenciones moderadas viabilizan políticamente al tipo de cambio real alto frente al electorado mayoritario que es urbano y consumidor de las *commodities* de exportación argentinas como el trigo, el maíz y la carne vacuna, aunque no de la soja. Las retenciones sin embargo son contraproducentes y altamente dañinas para toda nuestra economía con tipo de cambio real bajo como en el 2008 y el 2009. Por lo demás, debe tenerse presente que el tipo de cambio real bajo de 1978-81 y de 1991-2001 fue equivalente a establecer retenciones implícitas del 60%. Por ello es que el tema de las retenciones debe analizarse en forma conjunta con el tipo

<sup>20</sup> Alemann Roberto T., *Bancos: ¿Los malos de la película?*, La Nación, 15 de enero de 1996.

<sup>21</sup> Para una demostración rigurosa de estos asertos ver Conesa Eduardo, *Macroeconomía y Política macroeconómica*, 4 edición, La Ley, 2008, Capítulos 23 y 26

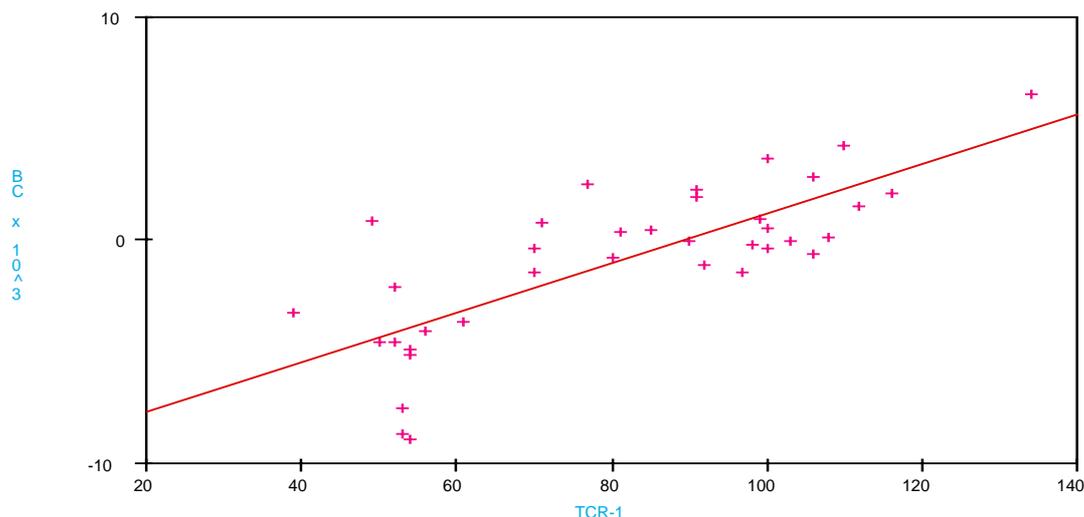
de cambio real. Lo importante es asegurar una alta rentabilidad de largo plazo, tanto a la producción agropecuaria como a la industrial, por la vía cambiaria real.

### **17.-El tipo de cambio real causa déficit externo si es bajo, o superávit si es alto**

Ello ocurre por simple aplicación de las dos leyes básicas de la economía: la oferta y la demanda. Si el precio de un bien es muy bajo, habrá exceso de demanda, y si el precio de ese bien es muy alto, habrá exceso de oferta. El precio de equilibrio es simplemente aquél donde la cantidad ofrecida iguala a la cantidad demandada. Y el tipo de cambio real es un precio que orienta el comportamiento de las empresas: si es alto, las empresas en general les conviene exportar y si es bajo, les conviene importar. En algún punto los incentivos para exportar e importar son similares. En ese punto el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos tiende a ser de alrededor de cero. Allí está el tipo de cambio real de equilibrio. Este punto se determina teóricamente por las curvas de oferta y demanda de exportaciones e importaciones. Y se determina práctica y estadísticamente por una simple ecuación de regresión entre el tipo de cambio real del año anterior como variable independiente que en el Gráfico 2 aparece en el eje horizontal, por una parte, y el resultado de la balanza de comercio por la otra, como variable dependiente, que en el Gráfico 2 esta en el eje vertical. Debe enfatizarse que el Gráfico 2 es consecuencia directa de las leyes de la oferta y la demanda, ya que en el eje vertical simplemente hemos representado año por año la diferencia entre la oferta y demanda de divisas de cada año, esto es los déficits o superávits resultantes de restar exportaciones menos importaciones desde 1963 hasta 2000, medidas ambas en dólares de valor constante. Y el eje horizontal, el tipo de cambio real con base 1986= 100. En otras palabras en el eje horizontal representamos el precio de la divisa para el año anterior de cada uno de esos años. El Gráfico 2 con sus pequeñas cruces muestra claramente que cuando el tipo de cambio del año anterior fue muy bajo como en 1980 y en 1992-2000 tienden a generarse enormes déficits comerciales hacia la izquierda y hacia abajo del gráfico. Cuando, por el contrario, el tipo de cambio es alto como en 1963, 1967, 1968, y 1983-89 aparecen fuertes superávits comerciales hacia arriba y hacia la derecha. A veces la tendencia al superávit del tipo de cambio real alto es rebajada por el alto crecimiento del PBI, y a veces el tipo de cambio real alto acompañado de caída del PBI produce enormes superávits como en 1983-89. Cuando el tipo de cambio es bajo y la tasa de crecimiento alta, como en 1992-94 y en 1996-97, el déficit externo resulta enorme. Cuando la tasa de crecimiento del PBI es negativa como en 1995 y 1999 y 2000, el déficit externo determinado el tipo de cambio real bajo es comprimido por la caída del PBI. En el período 2003-2007, no mostrado en el gráfico, el tipo de cambio real alto y los altos precios de nuestras *commodities* de exportación permitieron mantener fuertes superávits externos, no obstante la alta tasa de crecimiento de nuestra economía del orden del 8-9% anual.

### **GRAFICO 2**

#### **TCR EN EL EJE HORIZONTAL Y EN EL VERTICAL LA BALANZA DE COMERCIO**



*El menor tipo de cambio real a la izquierda del gráfico genera el déficit. Sobre la derecha el mayor tipo de cambio genera superávit.*

Una importante confirmación empírica que analizaremos mas en detalle en el subtítulo que sigue, consiste en que el tipo de cambio bajo tiende estar acompañado de déficit fiscal y endeudamiento externo y el tipo de cambio alto de superávit fiscal y acumulación de reservas. Cuando una economía tiene fuerte déficit fiscal y alto superávit comercial, el impacto combinado y expansivo de ambos genera *hiperinflación* como en 1983-89. Y el impacto combinado de tipo de cambio bajo acompañado de “intentos” de superávit fiscal o “déficit cero” como en 2000-2001 genera *hiper-recesión*.

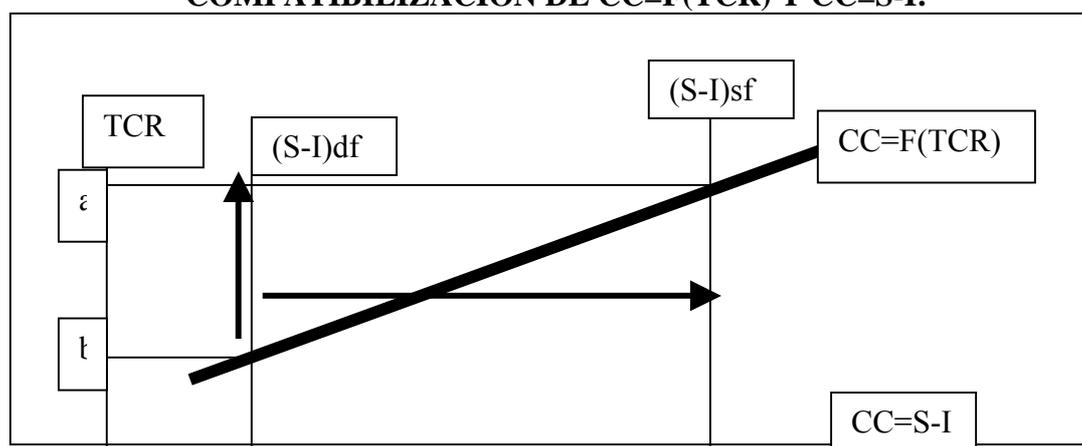
### **18.-Pero el superávit o déficit fiscal determinan la tasa de interés real**

La anterior ecuación de comportamiento representada en el Gráfico 2 hace depender el saldo de las cuentas externas del nivel del tipo de cambio real o sea:  $CC=f(TCR)$ , en otras palabras, nos dice que el saldo de la cuenta corriente de la balanza de pagos es una función del tipo de cambio real. Esta relación emerge simplemente de la lógica del mismo comportamiento elemental de los operadores de la economía que tratan siempre de ganar dinero comprando donde el precio es bajo y vendiendo donde es alto. Sin embargo, por otra parte, las definiciones de las cuentas nacionales implican una relación entre la cuenta corriente de la balanza de pagos y el déficit o superávit fiscal<sup>22</sup>.

<sup>22</sup> En efecto: 1)  $Y=C+I+G+X-M-RD$ . Esto significa que el producto bruto nacional o PBN (Y) es igual al consumo (C) mas la inversión(I) mas el gasto público (G) mas las exportaciones de bienes y servicios (X) menos las importaciones de bienes y servicios (M) menos los pagos a los factores de producción extranjeros (RD) tales como los intereses de la deuda externa, dividendos de empresas extranjeras, regalías, etc, etc. La cuenta corriente de la balanza de pagos se define como: 2)  $CC=X-M-RD$ . De donde surge que el PBN es igual a: 3)  $Y=C+I+G+CC$ . Pero a su vez el ahorro nacional S es igual a: 4)  $S=Y-C-G$ . De donde se infiere que: 5)  $S+C+G=C+I+G+CC$ . De donde surge que: 6)  $CC=S-I$ . La última expresión implica que la cuenta corriente de la balanza de pagos CC es determinada meramente por el ahorro nacional S menos la inversión I. Parece haber una contradicción con en el subtítulo anterior donde establecimos que la cuenta corriente CC es una función del tipo de cambio real  $CC=f(TCR)$ . Analicemos mas en detalle los determinantes de ahorro nacional S teniendo en cuenta que el consumo es a su vez una función lineal del ingreso disponible, según Keynes: 7)  $C=a+b(Y-T)$ . El ingreso disponible Y-T es lo que queda para gastar a los ciudadanos después de pagar sus impuestos T. Luego el ahorro nacional S es igual a: 8)  $S=Y-(a-b(Y-T))-G$ . Esta última expresión puede volver a expresarse más claramente como 9)  $S=Y(1-b)-a+(bT-G)$ . 10)  $(bT-G)$  es básicamente una expresión referente al déficit o superávit fiscal pues abarca los impuestos T menos el gasto público G. El coeficiente b es un número cercano a 1 (por ejemplo=0.80) llamado propensión marginal a consumir. 11) Luego  $S=f(Y, T, G)$ : la conclusión de esta

Pareciera que, implícitamente, por lo establecido en la nota al pie anterior, el saldo de la balanza de pagos dependiera solamente de la situación fiscal. Lo que ocurre es que, cuando el gobierno tiene superávit amortiza deuda, es decir, recompra sus propios títulos de deuda, con lo cual hace bajar la tasa de interés. Y el bajar la tasa de interés, los capitales especulativos se alejan del país para lo cual compran dólares con lo cual aumenta el tipo de cambio según vimos al analizar la paridad de interés cubierta. Cuando el gobierno tiene déficit, emite letras de tesorería y títulos de deuda en la plaza local para hacerse de fondos para pagar, lo cual hace subir la tasa de interés local y alienta la venida al país de capitales especulativos que venden dólares para colocarse en pesos y ganar una mayor tasa de interés, con lo cual hacen bajar el tipo de cambio, según la misma ley de la paridad de interés cubierta. En otras palabras, la tasa de interés depende crucialmente de la política fiscal, *suponiendo que la cantidad de dinero en relación al PBI se mantiene constante*. O sea, es cierto que la política fiscal determina en buena medida el saldo de la cuenta corriente de la balanza de pagos, pero lo hace por la vía de la tasa de interés y ésta, a su vez, por la vía del tipo de cambio. O puesto de otra manera: la cuenta corriente es la contrapartida de la cuenta de capital de la balanza de pagos.

**GRÁFICO 3**  
**COMPATIBILIZACIÓN DE  $CC=F(TCR)$  Y  $CC=S-I$ :**



*A mayor superávit fiscal hacia la derecha del gráfico, corresponde un tipo de cambio real más alto como en a. A la izquierda del gráfico, con déficit fiscal, un tipo de cambio real más bajo como en b*

cadena de razonamientos es que el ahorro depende del ingreso  $Y$ . Pero fundamentalmente también del déficit o superávit fiscal. La verdadera variable de control del ahorro es el déficit o el superávit fiscal: los impuestos y el gasto público. Si queremos aumentar el ahorro nacional tendremos que subir los impuestos o bajar el gasto público. O ambas acciones combinadamente. Si aumenta el gasto público disminuye el ahorro nacional. Si aumentan los impuestos aumenta el ahorro nacional. 12) Volvamos ahora a la expresión del punto 6), es decir  $CC=S-I$ . Aquí no aparece el tipo de cambio real (TCR).

La tasa de interés determina la entrada o salida de capitales y, en consecuencia, condiciona la cuenta de capitales, e indirectamente, por la vía del tipo de cambio, la cuenta corriente de mercaderías y servicios, que es su contrapartida. Pero la participación del tipo de cambio en la cuenta corriente es necesaria e insoslayable. Sea el tipo de fluctuante o fijo. La omisión de advertir el papel fundamental que juega el tipo de cambio fue el error de los encargados de nuestra macroeconomía en 1978-81 y en el decenio de los noventa hasta el 2001 y al parecer también la de los encargados del período 2008-2009. Esta interpretación equivocada de la cuenta corriente como determinada exclusivamente por el déficit o superávit fiscal fue sostenida con fervor casi religioso por los economistas de “la tablita” y de “la convertibilidad” porque olvidaban de considerar la ecuación de comportamiento donde  $CC=f(TCR)$ . Lamentablemente, y paradójicamente, los economistas “kirchneristas” en 2008-2009 cometen el mismo error de los por ellos denostados Dres. Cavallo y Martínez de Hoz. Decía el gran economista clásico Alfred Marshall, Profesor de Keynes, que, así como la tijera corta con sus dos hojas y no con una sola, era necesario considerar ambas ecuaciones, la de la oferta y la de la demanda, y compatibilizarlas, porque ambas operan al unísono. Del mismo modo, debe considerarse  $CC=f(TCR)$  y  $CC=S-I$  simultáneamente. Considerar la ecuación  $CC=S-I$  solamente y olvidarse de  $CC=f(TCR)$  es un pecado de lesa macroeconomía. Veamos pues en el Gráfico 3 cómo se compatibilizan  $CC=f(TCR)$  y  $CC=S-I$ . En el eje vertical ponemos el tipo de cambio real, TCR. Y en el horizontal la cuenta corriente CC que siempre es igual a S-I. La ecuación de comportamiento del Gráfico 2  $CC=f(TCR)$ , debe ser dibujada como una recta diagonal de sudoeste a noreste que represente la idea de que a mayor tipo de cambio real en el eje vertical, corresponde un mayor superávit en cuenta corriente en el eje horizontal (o lo que es equivalente, un menor déficit externo). No olvidemos por otra parte que  $(S-I)=f(\text{superávit fiscal ó déficit fiscal})$ . Por lo demás,  $S-I=f(sf \text{ ó } df)$  no depende del tipo de cambio real, por lo tanto S-I será representada siempre por una recta vertical. Si hay déficit fiscal (df), la recta vertical S-I arrancará a la izquierda del gráfico. Si hay superávit fiscal (sf), la recta vertical S-I arrancará a la derecha del gráfico. Donde la recta vertical S-I corte a la recta diagonal  $CC=f(TCR)$  se alcanzará el equilibrio y en el eje vertical podremos leer el tipo de cambio real. El punto “a” marca un tipo de cambio real alto. El punto “b” un tipo de cambio real bajo. Así resulta que  $CC=f(TCR)$  es una hoja de la tijera y  $S-I=f(sf \text{ ó } df)$  es la otra. Como en la oferta y la demanda de Marshall.

La consecuencia de este modelo es que siempre que exista déficit fiscal, la economía tenderá a registrar tipo de real cambio bajo y déficit comercial. Y siempre que exista superávit fiscal la economía tenderá a registrar tipo de cambio real alto y superávit comercial. ¿Y si el tipo de cambio real es alto y por lo tanto hay superávit comercial y por otra parte el gobierno incurre en déficit fiscal? Ya lo advertimos. Esa fue la política de los gestores de nuestra economía Grinspun-Sourrouille-Machinea de 1983-89. En este caso la economía ajusta por hiperinflación. ¿Y si el gobierno busca el superávit fiscal o el déficit cero, cuando el tipo de cambio real es bajo y hay déficit comercial?. También lo advertimos antes. Esta fue la política de Machinea-Cavallo en 1999-2001 y Kirchner en 2008-2009. En este caso la economía ajusta por hiper-recesión.

### **19.-Recapitulando: La incertidumbre empresaria y nuestra decadencia relativa**

Argentina ha tenido un desempeño muy pobre en materia de crecimiento económico durante la segunda mitad del siglo XX. Hasta 1945 estábamos en el número 7 en todo el mundo en PBI per cápita. En la actualidad estamos en el número 35. En 1950 nos

pasaron Alemania y Francia. En 1960 Italia. En 1970 España. En 1980 Japón, en 1990 Corea del Sur y en el 2000, Chile. El Cuadro II que sigue fue confeccionado tomando las cifras del monumental trabajo del economista holandés de la Universidad de Groningen, Angus Maddison, presenta las cifras en dólares constantes de 1990<sup>23</sup>.

**CUADRO II: PBI PER CAPITA COMPARADO EN 1900, 1920, 1940, 1960, 1980, 1990 Y 2003 DE ARGENTINA, BRASIL, CHILE, ESPAÑA, ITALIA, FRANCIA, INGLATERRA, ESTADOS UNIDOS, AUSTRALIA, ALEMANIA, JAPON Y COREA**

	ARGE	BRAS	CHIL	ESPA	ITAL	FRAN	UK	EEUU	AUTL	ALEM	JAPO	CORE
1900	2.756	678	2.194	1.786	1.785	2.876	4.492	4.091	4.013	2.985	1.180	
1920	3.473	963	2.768	2.177	2.587	3.227	4.548	5.552	4.766	2.796	1.696	1.092
1940	4.161	1.250	3.236	2.080	3.505	4.042	6.856	7.010	6.166	5.403	2.874	1.600
1960	5.559	2.335	4.270	3.072	5.916	7.546	8.645	11.328	8.791	7.705	3.986	1.226
1980	8.206	5.198	5.680	9.203	13.149	15.106	12.931	18.577	14.412	14.114	#####	4.114
1990	6.436	4.923	6.402	12.055	16.313	18.093	16.430	23.201	17.106	15.929	#####	8.704
2003	7.666	5.563	10.950	17.021	19.150	21.861	21.310	29.037	23.287	19.144	#####	#####

*La Argentina fue sobrepasada por todos los demás países, excepto Brasil, en la segunda mitad del siglo XX*

Concomitantemente con nuestra decadencia relativa como país, pocas empresas en el planeta han sufrido tan fuertes reveses y tan frecuentes oscilaciones en el tipo de cambio real de su país como las empresas argentinas. Y pocas variables influyen tanto sobre el crecimiento de las empresas y de un país como el tipo de cambio real. La naturaleza errática de nuestra política cambiaria ha sido uno de los factores que más a contribuido al atraso de nuestro país en relación con los demás<sup>24</sup>. Los países que más han crecido en la posguerra como Japón, Alemania Occidental, Corea del Sur, Taiwán Chile después de 1983 y China después de 1994 son países que pudieron mantener durante decenios el tipo de cambio real alto y correlativamente las tasa de interés reales bajas.

## **20.-El tipo de cambio real alto: cuestión de alta estrategia internacional**

En efecto, no cabe duda alguna que de que el tipo de cambio alto y competitivo fue la clave del crecimiento acelerado de algunos países en la posguerra desde 1945 en adelante. Las exportaciones de Japón, por ejemplo, crecieron en términos reales desde 3 mil millones de dólares en 1950 hasta 70 mil millones en 1971. Las del Alemania occidental desde 8 mil millones de dólares en 1950 hasta 128 mil millones en 1971. No cabe duda de que las exportaciones fueron el motor del desarrollo económico portentoso de estos países en ese período. Claro está que podría también aducirse que estos países crecieron ayudados por el elevado capital humano almacenado en los cerebros de sus científicos, ingenieros y técnicos que estos países conservaron intactos al finalizar la segunda guerra mundial. Este capital no había sido destruido como lo fueron sus fábricas durante esa guerra. El capital humano de esos países permaneció intacto y posibilitó una rápida recuperación de los países. Pero subsiste la pregunta porqué Alemania, con su inmenso capital humano, permaneció con alto desempleo y sumergida

<sup>23</sup> Maddison, Angus, Groningen University, *La Economía de Occidente y la del Resto del Mundo: Una Perspectiva Milenaria*, Universidad Carlos III de Madrid, [www.theworlddeconomy.org](http://www.theworlddeconomy.org) –2005-. Ver también Ferreres Orlando, *Dos Siglos de Economía Argentina*, Fundación Norte Sur, 2005 –Buenos Aires

<sup>24</sup> Esto está demostrado teórica y empíricamente con un análisis de regresión que incorpora los casos de 100 países en mi libro *Macroeconomía y Política Macroeconómica*, La Ley, 4 edición, 2008, capítulos 9 a 17.

económicamente en el decenio de los años veintes, con las exportaciones muertas y el cambio sobrevaluado tal como analizamos antes. Este caso de estudio importante sugiere que con el capital humano solamente no basta. Además los casos de una gran cantidad de países del sudeste de Asia que empezaron su desarrollo con escaso capital humano sugiere que el comercio exterior es muy importante. Hoy se consideran los casos de Corea del Sur y Taiwán como los países paradigmas del modelo de crecimiento liderado por las exportaciones en la segunda posguerra, aunque éste mismo modelo en su versión agropecuaria, había sido seguido por la Argentina desde 1890 hasta 1914 y desde 1919 hasta 1930. Y en los países que rodean a Vietnam desde 1970 hasta 1997. Paradojalmente, este modelo lleva a una caída final de los precios de los bienes transables: después de muchos años de crecimiento en su producción y en su productividad, es tan grande la oferta de manufacturas y transables en general en estos países que sus precios deben caer. Y la terminación del modelo se dá con una sobrevaluación cambiaria final y con altos precios a los servicios, cuando el país es ya desarrollado. Es el caso típico del Japón en el decenio de los noventas. Es decir que el modelo de crecimiento por la vía de las exportaciones tiene también su punto de agotamiento

A esta altura de nuestro análisis es imprescindible sin embargo, explicitar en detalle cuál es la “economía política” del modelo liderado por las exportaciones para contraponerlo a sus dos opuestos, el modelo de crecimiento por la vía de la sustitución de importaciones, y el modelo de crecimiento liderado por la deuda externa. Lo que primero debe llamar la atención de los estudiosos del crecimiento es el enorme crecimiento de los salarios, pero de los reales, no los nominales, a lo largo del proceso de crecimiento. Los salarios crecen porque crece la productividad del sector transable. Este crecimiento en la productividad empuja a los salarios hacia arriba de acuerdo a las leyes de la economía. Pero no solamente a los salarios que paga el sector transables, sino a todos los salarios de la economía. Es que en los países desarrollados hay un solo mercado de trabajo unificado, y, por el contrario, en los países pobres, existen dos mercados laborales. En los países en desarrollo, en el del sector moderno de la economía, que es predominantemente transable, los salarios, siendo bajos para los estándares de los países desarrollados, son si embargo, el triple de los que paga el sector tradicional del mismo país en desarrollo. Por otra parte está el mercado laboral del sector tradicional, que está constituido por los servicios y la agricultura de subsistencia, donde los salarios llegan a ser la tercera o la cuarta parte de los que paga el sector moderno de la economía del mismo país. Este último sector, reitero, está formado por la industria manufacturera, la agricultura comercial, la minería de exportación y algunos servicios públicos. En un 90% es transable. La consecuencia práctica de la diferencia en el crecimiento de la productividad entre los sectores transables y los servicios no transables, radica en que si un país desea acelerar su proceso de desarrollo más allá de lo que su proceso de acumulación de capital físico y humano lo permite, debe asignar más recursos a la producción de bienes transables, para lo cual, si es un país pequeño, no le queda más remedio que tener el tipo de cambio alto. Excepcionalmente, si es un país grande como Estados Unidos o Alemania o en el siglo XIX, puede torcer los precios relativos a favor de los transables por la vía de la protección a su industria, como efectivamente lo hicieron los dos primeros y lo trata de hacer Brasil en la actualidad con una tarifa externa común alta para el Mercosur. La vía proteccionista, sin embargo, les está vedada a los países pequeños por la estrechez de su mercado interno. En estos casos, la vía rápida para asignar mayores recursos para el desarrollo es el tipo de cambio real alto en un contexto de estabilidad razonable de precios. Sin

embargo, un grave problema sistémico aparece con esta recomendación. Todos los países no pueden devaluar en términos reales al mismo tiempo. Si algunos países tienen el tipo de cambio real alto, es porque otros lo tienen que tener bajo. Cada vez que un país devalúa en términos reales, es porque los demás revalúan sin remedio. Si Estados Unidos devalúa como en 1985-95 es porque el resto del mundo revalúa. Si Estados Unidos revalúa como en 1996-99, es porque el resto del mundo devalúa como efectivamente ocurrió con China, los países del sudeste asiático, Europa y Brasil. Una de las ventajas de ser un país pequeño como la Argentina, cuyo PBI es el medio por ciento del PBI estadounidense y la cuarta parte del PBI brasileño, es que la devaluación puede ser acomodada y tolerada más fácilmente por el resto del mundo. Cuando más desapercibida mejor. Pero es evidente que si todos los países del mundo quieren devaluar en términos reales simultáneamente, ninguno lo podrá hacer por una imposibilidad matemática.

### **21.-La necesaria selectividad de las devaluaciones reales**

Por ello es que la recomendación del tipo de cambio real alto debe ser necesariamente “selectiva”. Esto plantea un problema especial. ¿Quién determina qué países van a tener e tipo de cambio alto por 30 años y por lo tanto van a crecer más rápido que los demás? ¿Y quien determina qué países van a tener el tipo de cambio bajo en ese período y por lo tanto van a crecer más lentamente? Originariamente con la firma del tratado internacional de Bretton Woods de 1944, el organismo internacional encargado de supervisar los tipos de cambio de los distintos países era el Fondo Monetario Internacional. Esa era su principal función. Se estableció en aquella oportunidad que los países no podrían cambiar su paridad en más de un 10% sobre las existentes. Toda devaluación de más del 10% debía contar con la previa aprobación del FMI. Pero la sede del FMI está en Washington DC, la capital de los Estados Unidos. Aunque Estados Unidos tiene el 17% del poder de voto el FMI, su influencia es decisiva. Si bien el gran país del norte propone solamente al subdirector gerente del Fondo, y el director gerente, por costumbre, debe ser un europeo, la tradición también establece que el director gerente debe contar además con el visto bueno del país sede. En 1976 se cambió la carta orgánica del FMI y se permitieron sistemas cambiarios aparentemente más flexibles donde los países podían fijar paridades o dejar flotar sus monedas, pero en la realidad, la cuestión de las paridades es siempre influenciada, conversada y a veces manejada desde Washington. Porque se reconoce, *sotto voce*, que se trata de una cuestión estratégica de primera magnitud.

Por ello, cuando terminó la segunda guerra mundial, y los Estados Unidos y la Unión Soviética entraron en una feroz competencia por la hegemonía mundial, la cuestión cambiaria y de precios relativos ocupó el lugar central que le corresponde en la puja estratégica. La existencia del armamento nuclear determinó que esa competencia no pudiera dirimirse por la vía de la tercera guerra mundial, porque ello hubiera significado la destrucción de la humanidad entera. Debía dirimirse entonces en el terreno económico y del bienestar. ¿Cuál de los dos sistemas económicos era el más apto para generar bienestar y pleno empleo para todos? ¿El capitalismo propuesto por los Estados Unidos? ¿O el socialismo propiciado por la Unión Soviética? En este empeño por mostrar cuál de los sistemas económicos era el mejor, las circunstancias históricas permitieron realizar un primer experimento de laboratorio, allá por 1948, con los tipos de cambio. El capitalismo de Alemania del Oeste contra el socialismo de Alemania del Este. Eran dos naciones con la misma raza, cultura, tradiciones religiosas, costumbres, y sobre todo con el mismo nivel de capital humano, es decir con un similar nivel de

conocimientos científicos aplicables a la producción. La única diferencia radicaba en el sistema económico en vigencia.

Para asegurar la victoria del capitalismo, Alemania occidental inició su despegue en el decenio de los cincuentas con un tipo de cambio real y nominal altísimo de 4.2 marcos por dólar, acompañado de superávit fiscal, y lo mantuvo por más de veinte años hasta 1971. Esto determinó que sus sectores productores de bienes transables internacionalmente, principalmente la industria manufacturera, lideraran inicialmente el desarrollo. Las exportaciones alemanas crecieron espectacularmente en dólares de valor constante: se multiplicaron por catorce veces en ese lapso. Además en ese período de 1950-71, los salarios reales en Alemania occidental se multiplicaron por tres y por encima de ello, el país fue capaz de mantener el pleno empleo de su fuerza de trabajo. Una demostración parecida de las bondades del capitalismo se probó en Japón entre 1950 y 1971 con iguales o mejores resultados aun. Es que Japón limitaba con la Unión Soviética y tenía un equivalente valor estratégico en esta puja de los sistemas económicos. En 1971, sin embargo, Estados Unidos, acosado por el peso económico de la guerra de Vietnam, dió por terminado el subsidio inicial a Alemania y Japón devaluando el dólar, y forzando una correlativa revaluación del marco alemán y el yen japonés. Pero el “*milagro*” del veloz desarrollo capitalista en estos dos países ya estaba sustancialmente completado. Y la retribución y apoyo de estos dos países a la gran democracia del norte, era ya absolutamente seguro de cualquier manera.

Sin embargo, era necesario hacer otras demostraciones, esta vez con países en desarrollo, y volver a probar palmariamente la superioridad del capitalismo. Era necesario hacerlo con países de valor estratégico en la guerra fría. China nacionalista, conocida con el nombre de Taiwán, y Corea del Sur, eran los países ideales, puesto que podrían luego compararse con los socialismos de China continental y el de Corea del Norte respectivamente. Fue así que el jefe de Estado de Taiwán, el mariscal Chang Kai Shek, inició el despegue de su país en 1958 con un cambio en los precios relativos del 100% a favor de los transables y un sistema de meritocracia en la función pública que indujo fuertemente la formación de capital humano, al movilizar a toda la educación pública en pos de la excelencia. Además, la exigencia de la calidad en los nombramientos de la administración pública puso un gran freno al crecimiento del gasto público y contribuyó así al equilibrio en las cuentas fiscales. Como si ello fuera poco, el estricto sistema de nombramientos por merito en los cuadros del Estado inferiores a subsecretario, contribuyó decisivamente a la auténtica disminución de la corrupción. Por su parte, el Presidente de Corea del Sur, general Park Chung Hee, hizo lo propio en 1961. En ambos países, los resultados fueron espectaculares. En Corea del Sur, por ejemplo, las exportaciones crecieron desde un nivel de 33 millones de dólares solamente en 1960, hasta un nivel de 200 *mil* millones de dólares en la actualidad. En treinta años el salario real se multiplicó por diez veces, todo ello con pleno empleo. Mientras hoy, Corea del Norte, socialista, languidece en medio de unas hambrunas terribles. Es cierto que Corea tropezó en 1997. Pero ello no debilita nuestro argumento. En efecto. Una vez derrotado el comunismo en el mundo y probada a la faz de la tierra la falencia de su sistema económico, ¿Cuál es el valor estratégico de Corea ahora en 1999? Probablemente ya no tan alto.

Pero no termina aquí la historia. En los comienzos del decenio de los setentas, Vietnam del Norte tuvo el atrevimiento de infligir una derrota militar parcial a los Estados Unidos. La venganza fue terrible. Los dos secretos del desarrollo capitalista, es decir,

el tipo de cambio real alto, por una parte, y los nombramientos y ascensos por mérito en la administración pública para favorecer la acumulación de capital humano todo ello acompañado de equilibrio fiscal por la otra, llegaron ambos a oídos de los gobernantes de Malasia, Singapur, Tailandia e Indonesia. Entonces, el Vietnam socialista pudo ver como perdía la batalla del desarrollo económico frente a sus vecinos capitalistas, que pasaron a ser los verdaderos *tigres del Asia* desde los setentas hasta 1994, aunque estos países parecen flaquear algo últimamente, lo cual confirma nuevamente nuestro argumento estratégico. En efecto, derrotado el comunismo, el valor estratégico de los países que bordean a China continental disminuye. Lo cierto es que no obstante su proeza militar de mediados de los sesentas y tempranos setentas, Vietnam se vió hasta hace poco tiempo como un país relativamente empobrecido y humillado en lo económico, como un simple *gatito rodeado de feroces tigres*.

Incluso se dió un caso interesante con Chile en 1983, país que luego del “atrevimiento” argentino en Malvinas de 1982, aumentó su valor estratégico para los Estados Unidos e Inglaterra en forma súbita. Es así que Chile devaluó en términos reales, acompañando con sanidad fiscal y un Estado de mérito. No es de extrañar que nuestro vecino allende los Andes sea hoy considerado también como un *tigre asiático*, con un crecimiento del PBI del 6% promedio anual desde esa fecha hasta la actualidad. Además este crecimiento generó empleos en abundancia. Hoy la tasa de desempleo en Chile está en el orden del 5%.

Más de uno cuestionará estas conclusiones y preguntará ¿Si es tan fácil porqué no hay más países que siguieron estas recetas del desarrollo de Alemania, Japón, Corea, Taiwán y los tigres del Asia? La respuesta consiste en que no es nada fácil establecer el sistema de merito y carrera administrativa en los nombramientos del Estado, inductora del equilibrio y más aun del superávit fiscal y de la capitalización humana. Y de la disminución drástica de la corrupción. Además, reitero, en realidad, es matemáticamente imposible para todos los países devaluar en términos reales al mismo tiempo. Si unos países tienen el tipo de cambio real alto, es porque otros lo tienen que tener necesariamente bajo. Estas recetas, que son las únicas para un desarrollo capitalista *acelerado*, son necesariamente de aplicación “selectiva”<sup>25</sup>. Y dentro de este contexto ¿Qué deben hacer los centros de poder mundiales para controlar la tasa de crecimiento de los distintos países del orbe según sus designios estratégicos de hijos y entenados?

## **22.- La frustración de una esperanza reciente**

Los consejos macroeconómicos dados por el FMI, la Secretaría del Tesoro, el Departamento de Estado y el Pentágono a los países de alto valor estratégico dentro del juego del poder mundial fueron desde 1947, obviamente, superávit fiscal, tipo de cambio real alto, tasas de interés bajas, sistema de mérito en los nombramientos del Estado acompañados por una rigurosa carrera administrativa con límites al crecimiento del gasto público implicado por el propio sistema, y por último seguir el principio del costo marginal en las tarifas de los servicios públicos. En estos casos, el poder mundial hizo alianza con los factores de poder local de la industria privada de los países y con su alta administración pública de mérito. Los países elegidos consiguieron tasas de crecimiento de largo plazo del 6-7% anual y mas aun. Estas tasas de crecimiento llevaron a quintuplicar los salarios reales en el largo plazo, y en un país como Corea del

<sup>25</sup> El tratamiento exhaustivo de las relaciones entre tipo de cambio real y el crecimiento económico puede verse en mi libro *Macroeconomía y política macroeconómica*, Editorial La Ley, 2008

sur, a su multiplicación por diez en 30 años. Estas políticas permitieron el triunfo final del capitalismo hacia 1989. Después de esa fecha, sin embargo, ante la falta de adversario, el sistema de poder mundial con sede en Estados Unidos parece haber entrado en entropía, ante la falta de competencia de un sistema alternativo. No se distinguió claramente entre el capitalismo industrial exitoso fundado en el desarrollo tecnológico, de los excesos del monetarismo y el capitalismo financiero. El capitalismo exitoso ha sido el de las empresas industriales, agropecuarias, comerciales, mineras y de servicios públicos, no el de las financieras. Los bancos y el sector financiero son muy importantes en el desarrollo, pero deben ser estrictamente regulados y vigilados por el Estado, y por lo tanto no conviene que gobiernen al propio Estado. Ya lo anticipaba Keynes, los banqueros no deben gobernar un país porque lamentablemente suelen incurrir en errores que demuestran que no entienden en profundidad la esencia de su propia mercadería, que es la moneda. De ahí la crisis financiera mundial del 2008-2009 y 2010.

A los países sin valor estratégico para los Estados Unidos, pero igualmente alineados con los principios de la libertad, las recomendaciones apuntaban más bien a la libertad de mercado, a la privatización de los servicios públicos con tarifas altas en dólares, a la no interferencia del Estado en la economía, al Estado débil, maleable, comprable, clientelista y sin burocracia de mérito, al monetarismo, a la dolarización de la economía, al endeudamiento externo y su correlato de déficit fiscal moderado y sobre todo, de tipo de cambio real bajo. En todos los casos, con fuerte apoyo a la inversión extranjera directa en la economía. En este caso el poder mundial tejía su alianza con el sector bancario y financiero de los países y con los gurús económicos que vendían y venden sus informes al sector empresario local que, incauto, los compra, los lee y los escucha como si fueran música celestial. En este caso, el sector al comando de la economía, el financiero, tiene una obvia gran ventaja de corto y mediano plazo con esta política macroeconómica, pues la misma les genera enormes ganancias debido a las tasas de interés reales altas que son correlato del tipo de cambio real bajo. Los resultados de estas políticas son un crecimiento mediocre que en largo plazo puede llegar al 2 o 3% anual, y en un caso especial como el argentino donde estas políticas se aplicaron a rajatabla, tasas de crecimiento cero o negativas.

La rica experiencia de la posguerra con el desarrollo económico, fue tan variada con una razonable cantidad de países exitosos, con una gran mayoría de países con mediocres resultados y unos pocos como el nuestro, de total fracaso, que permitió a algunos países con dirigencia lúcida y estudiosa como China tomarle el tiempo a los “secretos del desarrollo”<sup>26</sup>. Por ello es que en los últimos 20 años la alta burocracia meritocrática China fue capaz de seguir una buena política de desarrollo independiente de las presiones del FMI, fundada principalmente en el tipo de cambio real alto, tasas de interés reales bajas y superávit fiscal, con una amplia participación de a la iniciativa privada y fuerte promoción estatal a la educación de calidad en todos los niveles, y al avance tecnológico. Los resultados fueron espectaculares con tasas de crecimiento sostenidas de más del 10% anual.

Nuestro país, después de tantos tropiezos, hacia el 2002 también parecía haberle tomado el tiempo a los secretos del desarrollo económico y empezó a crecer autónomamente e independientemente de los factores de poder mundial a tasas chinas. Lamentablemente

---

<sup>26</sup> Conesa Eduardo, *Los Secretos del Desarrollo*, Planeta, 1994

en los años 2007 y 2008 todo ese esfuerzo se dilapidó. En el 2007 el gasto público improductivo aumentó en un 50%. Los aumentos masivos de salarios del 30% anual durante varios años no acompañados de incrementos similares en la productividad destruyeron el tipo de cambio real alto, como lo muestra el Gráfico 1. El clientelismo llevado a su máxima expresión, los nombramientos de favor, la utilización del sistema judicial para la persecución de los adversarios y enemigos políticos, la destrucción del sistema estadístico del país, el excesivo nivel de las retenciones a las exportaciones agropecuarias han terminado de destruir por completo las instituciones y al sistema económico exitoso que comenzó a conformarse trabajosamente en el 2002-2006. El país enfila nuevamente hacia una fuerte recesión en 2009 y 2010 dada las medidas macroeconómicas inadecuadas con que el matrimonio presidencial Kirchner ha respondido a la crisis financiera internacional de 2008-2009.

### **23.-La crisis financiera internacional actual y sus causas**

La segunda mitad del siglo XX, presenció una batalla ideológica dentro del sistema capitalista entre dos posiciones antagónicas: por una parte, las teorías de John Maynard Keynes que en forma sofisticada preconizan la necesidad, que el Estado regule los dos grandes precios macroeconómicos por la vía de la política monetaria y fiscal para alcanzar el pleno empleo dentro del sistema, y por la otra parte, las teorías del viejo liberalismo del siglo XIX, ahora rejuvenecidas con nuevas y abundante matemáticas y ecuaciones diferenciales y en diferencia, que sostienen que los mercados se limpian por sí solos, que la economía se auto-regula por sí misma y que el Estado debe abstenerse de regularla. La caída del imperio soviético en 1989 provocó una euforia imparable, desmedida e injustificada del *laissez faire, laissez passer* y una la confianza ilimitada en el poder mágico y sinérgico de los mercados libres de la intervención estatal. Se intentó volver a las ideas económicas pre-keynesianas olvidando que Keynes fue el auténtico salvador intelectual del sistema capitalista. Sus teorías fueron desafiadas en algunos países como por ejemplo en la Argentina de 1991-2001 con la implementación práctica de una versión criolla del viejo patrón oro, tan vituperado por Keynes.

Efectivamente existe una cierta magia de los mercados siempre que sean competitivos y existe también un efecto sinérgico sobre la economía por parte de ellos siempre y cuando los dos grandes precios macroeconómicos estén correctamente *fijados para el desarrollo económico*. Pero estos efectos sinérgicos operan solamente en los mercados de bienes y servicios reales, y ello siempre y cuando el gobierno y el banco central aseguren el pleno empleo mediante el uso de los altos resortes de la política monetaria y la política fiscal.

Los efectos mágicos del *laissez faire, laissez passer* no se aplican a los mercados financieros, ni existe una teoría económica sólida que demuestre que los mercados financieros tiendan al equilibrio, ni a reflejar el verdadero valor subyacente de los activos reales que representan. Sin embargo, lamentablemente existe una abundante literatura sosteniendo “*la tesis de la eficiencia de los mercados de capital*”. Según esta teoría, los mercados de capital incorporan toda información existente en los precios de las acciones, precios que encerrarían dentro de sí una extraordinaria sabiduría. Todo lo que ocurre en una empresa se reflejaría en el precio de sus acciones en el mercado de valores en cuestión de segundos. Esta teoría es equivalente a afirmar que si yo encuentro un billete de 100 pesos tirado en el piso, en realidad, esto sería imposible porque ya antes alguien lo hubiera levantado primero. Tal es el grado y la rapidez con que los mercados financieros incorporarían la información existente en las cotizaciones

de los valores. *Tanta sabiduría de los mercados financieros llevó a muchos economistas a creer que estos no necesitan regulación puesto que se auto-regulan por sí mismos, dada la poderosísima tendencia a difundirse que tiene toda información, y más aún en esta era de la informática.* Y esta es precisamente la causa de la crisis actual: la confianza exagerada en la auto-regulación del sector financiero y en sus bondades. Pero los operadores del sector financiero no son como el panadero o el zapatero de los cuales nos hablaba Adam Smith en *La Riqueza de las Naciones*. Cuando los zapateros, los plomeros o los panaderos buscan su propio beneficio y maximizar sus ganancias, contribuyen sin quererlo y sin saberlo al beneficio del conjunto social, lo cual no era su intención.<sup>27</sup> En el caso de los operadores de los mercados financieros no regulados, el agente busca su propio beneficio a veces en total contradicción con el bien del conjunto social. Estos excesos alcanzaron su máximo *maximorum* en el 2007. Así, la participación de las empresas del sector financiero en las ganancias empresarias totales de los Estados Unidos que era ya excesiva y del 10% en el decenio de los ochentas, subió al 40% en el 2007, aunque el sector solamente proveyó en ese último año, un mero 5% de los puestos de trabajo<sup>28</sup>. Vale la pena al respecto citar a un premio Nóbel en economía James Tobin quien afirmara ya en 1984:

*Yo sospecho que estamos poniendo más y más de nuestros recursos, incluso la crema de nuestra juventud, en actividades financieras, lejos de la producción de bienes y servicios, en actividades que generan altas recompensas privadas que son desproporcionadas en relación con su productividad social...Yo tengo miedo que, como Keynes vio en su tiempo, las ventajas de la liquidez y negociabilidad de los instrumentos financieros vienen con el costo de facilitar un grado "n" de especulación que es miope e ineficiente<sup>29</sup>.*

#### **24.-El error de la des-regulación de las empresas financieras y los derivados.**

Alan Greenspan, el anterior Presidente de la Reserva Federal de los EEUU, expresó la siguiente opinión sobre el mercado de los derivados en el comité de bancos del Senado en el 2003:

*“Nosotros hemos encontrado a través de los años que los derivados han sido un vehículo extraordinariamente útil para transferir el riesgo desde aquellos que no deberían tomarlo hacia aquellos otros que están deseosos de tomarlo y además son capaces de hacerlo. Nosotros pensamos que sería un error regular más profundamente estos contratos”*

Una opinión importante y contraria es la del hombre más rico del mundo; Warren Buffet quien expresó también en el año 2003 lo siguiente:

*“Los derivados son armas financieras de destrucción masiva que llevan consigo peligros que aunque ahora están latentes, son potencialmente letales”*

<sup>27</sup> *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations* 1776, Edición de Oxford, Clarendon Press 1976, p. 199.

<sup>28</sup> *The Economist*, January 24th-30th 2009, Greed and Fear: a special report on the future of finance, p. 20

<sup>29</sup> *The Economist*, artículo de la cita anterior, p.22

Otra opinión al respecto es la de Félix Rohatyn, el financista que arregló la situación de insolvencia de la ciudad de Nueva York en los setentas:

*“Los derivados son potenciales bombas de hidrógeno”*

Después de estas frases se impone explicar qué son los derivados. Son contratos financieros que han sido creados para suavizar los riesgos de inversión. Algunos de estos contratos protegen a los titulares de crédito contra la insolvencia del deudor hipotecario. El nombre proviene de que su valor “deriva” de los activos subyacentes. Los activos subyacentes pueden ser reales o financieros. Pueden ser acciones, bonos, *commodities*, casas o créditos hipotecarios. El más común de los derivados es simplemente el seguro que la gente contrata sobre su casa. En el mundo de las finanzas, los derivados permiten que los bancos y las corporaciones asuman riesgos muy complejos que de otra manera evitarían. Debido a la existencia de derivados los bancos pueden emitir más y más hipotecas y pueden luego comercializar dichas hipotecas para hacerse de dinero y seguir prestando para nuevos préstamos hipotecarios. Esta forma de operar engendrando un activo de riesgo para luego venderlo, puede llegar a limitar el riesgo del prestamista, pero al mismo tiempo incrementa el número de personas expuestas al riesgo cuando se produce la caída del sistema. Quizás algunos ejemplos ayuden a entender mejor qué es lo que ha pasado con estos contratos financieros: en la época final de la Presidencia de Alan Greenspan en la Reserva Federal. A comienzos del milenio, se redujeron excesivamente y por un largo tiempo las tasas de interés. El banquero central estaba temeroso de que los Estados Unidos caiga en la trampa de liquidez en que cayó Japón en el decenio de 1990 y Estados Unidos en el de 1930. En rigor todas las naciones muy desarrolladas enfrentan una declinación secular en sus tasas de crecimiento y ellas no se pueden evitar con medidas exclusivamente monetarias porque en esas economías la mayor parte del empleo es provisto por servicios no transables internacionalmente donde la tasa de crecimiento de la productividad es muy baja<sup>30</sup>. Los bancos, ante la caída de las tasas de interés vieron disminuir la rentabilidad de su negocio. La única manera de aumentar sus utilidades en un contexto de bajas tasas de interés se daba dando más y más préstamos, compensando de esta manera la baja tasa de interés con la cantidad de préstamos. Claro está que al otorgar más y más préstamos, los últimos implicaban un mayor riesgo. Así se otorgaron créditos hipotecarios para la compra de casas a personas insolventes. En EEUU en 2001-2007 se habló de préstamos a clientes *ninja*, lo cual significa *no income, no job, no assets*, o sea personas sin ingresos fijos, sin empleo y sin propiedades. Pero estos préstamos hipotecarios permitían a los operadores financieros de los bancos cobrar comisiones. Luego los bancos vendían los créditos hipotecarios para hacerse de dinero efectivo para hacer mas préstamos hipotecarios aun. Además en el afán por colocar créditos hipotecarios, se asignaba a las casas o a los departamentos que compraba un *ninja*, un valor muy superior al del mercado en la confianza de que al año siguiente, el aumento de los valores de las casas permitiría que esa misma tuviera un mayor valor que el préstamo hipotecario en cuestión. Además muchas hipotecas estaban otorgadas a tasa variable que en esos años y hasta 2006 eran muy bajas. Se calcula que este tipo de hipotecas *ninja*, constituía el 7% de las hipotecas en el año 2001. Pero en 2004, 2005, 2006 pasaron a ser el 18% de los préstamos hipotecarios.

---

<sup>30</sup> El punto ha sido estudiado exhaustivamente en mi libro *Macroeconomía y Política Macroeconómica*<sup>30</sup> en los capítulos 9 a 16 y a ellos me remito

Por algunos años, los deudores pudieron pagar las cuotas hipotecarias mientras las tasas de interés se mantuvieran bajas y mientras el valor de las casas subiera. Muchos deudores además, con el exceso del valor del crédito hipotecario por sobre el de su casa compraron un automóvil y se fueron de vacaciones con su familia. Claro está que cuando los bancos multiplican los créditos hipotecarios de esta manera, se les acaba el dinero. En consecuencia decidieron vender las hipotecas a los *bancos de inversión* estadounidenses o a bancos extranjeros. Con el producido de las ventas de las hipotecas, se podían dar más préstamos hipotecarios aún y así los bancos aumentaban su activo con créditos hipotecarios, sin que aumente su capital. De esta manera, el *apalancamiento*<sup>31</sup> permitía aumentar considerablemente el tamaño de un activo y su rentabilidad sin aumentar el capital de riesgo.

En el esfuerzo por obtener más dinero para prestar a los *ninja*, los bancos recurrieron a la titulización de las hipotecas. Esto lo hacían muchas veces utilizando los servicios de los “Bancos de Inversión”. Estos bancos no son en rigor bancos sino intermediarios en la compra venta de acciones y bonos. Son meros comisionistas de bolsa glorificados, como por ejemplo Lehman Brothers, Merrill Lynch, Credit Suisse First Boston, Bear and Sterns, Goldman and Sachs, etc, etc. Supuestamente, estos “bancos” contaban con empleados de mucha materia gris y mucha más ansiedad por la riqueza fácil. Estos significaba que diversas hipotecas, algunas *prime* otras *subprime*, eran empaquetadas en *mortgage backed securities* (MBS), o sea en títulos garantizadas por hipotecas. Es decir que, por ejemplo, donde antes se tenían quinientos créditos hipotecarios en el activo, ahora se pasaba a tener diez paquetes de créditos hipotecarios de cincuenta hipotecas cada uno que se pasaban a los bancos de inversión para su reventa en el mercado financiero. En las MBS había créditos hipotecarios buenos, o *prime*; o malos, es decir, *subprime*. Los “bancos de inversión”, a su vez, podían vender las *mortgage backed securities* a fondos de inversión y a sociedades de capital de riesgo, los llamados *hedge funds*, compañías de seguro y sociedades financieras de todo el mundo, no solamente de los Estados Unidos. Sin embargo, para poder colocar las *mortgage backed securities* (MBS) en los fondos de inversión, *hedge funds*, aseguradoras, etc., era necesario que dichas *mortgage backed securities* sean calificadas por las agencias calificadoras de riesgo, por ejemplo: Standard and Poors, Moodys, Fitch Ratings etc, etc. Con las MBS calificadas con el grado de AAA o A o BBB o B o el que fuera, se les asignaba un el riesgo de cobro a las MBS. Las que tenían mejor calificación otorgaban menos intereses, las medianas, o las de alto riesgo, mayor interés. A su vez las MBS de baja calificación podían ser estructuradas en tramos ordenándolas de mayor a menor de manera tal de priorizar el pago a los créditos menos malos. De esta manera se reestructuraban, las MBS en paquetes divididos en tres *tranches*: uno relativamente bueno, otro regular y otro muy malo. Este sistema permitía recalificar a los préstamos malos y por lo menos mejorar la calificación de algunos de ellos. Así, una vez recalificadas, las MBS pasaban a denominarse *Collateralized Debt Obligations* u obligaciones de deuda colateralizada (CDO). Para asegurar la colocación de las CDO además, los financistas crearon otro contrato financiero importante: los *credit defaults swaps*, con la sigla CDS. Estos CDS eran necesarios para asegurar a los compradores de

---

<sup>31</sup> Parece haber acuerdo en la doctrina en el sentido de que al menos se debió haber puesto límites regulatorios al apalancamiento del capital, sobre todo a los Bancos de Inversión, en los cuales el cociente de los activos al capital superó las sesenta veces, creando grandes riesgos a todo el sistema. Esta es la opinión de dos economistas con ideas antagónicas con respecto a las regulaciones en la industria financiera por ejemplo, ver las opiniones vertidas en el debate entre dos premios Nobel, Myron Scholes y Joseph Stiglitz en [www.economist.com/debates](http://www.economist.com/debates)

los CDO contra una eventual insolvencia. Con los CDO respaldados por los CDS se fabricaban los CDO sintéticos, que podían comprarse muy baratos y que daban rendimientos muy altos. El problema consistió en que toda esta construcción financiera artificial era un castillo de naipes, lo cual se puso de manifiesto cuando a principios del año 2007 los precios de las viviendas en los EEUU que respaldaban a los créditos originales empezaron a caer, y muchos de los propietarios *ninjas* decidieron abandonar sus casas a manos de los bancos.

Hacia el 2006 el Presidente de la Reserva Federal, Alan Greenspan fue sustituido por el economista Ben Bernanke, quien comenzó a subir las tasas de interés excesivamente bajas hasta entonces. Greenspan había durado en el cargo desde 1987 hasta el 2006, quizá demasiado. Parecía haberse anquilosado en la gloria del poder y en la idea del libre mercado. Cuando en 2006 los precios de las viviendas de los EEUU comenzaron a caer, muchos de los deudores *ninja* abandonaron sus casas porque valían menos que el crédito hipotecario. Ante la baja abrupta de los precios de las viviendas se cortó la cadena de la felicidad de los préstamos hipotecarios *ninja*, de las MBS, de los CDO, de los CDS y de los CDO sintéticos porque nadie los quería comprar. Toda esta alquimia financiera se hizo en gran medida *over the counter*, es decir con negociación directa entre las partes contratantes y no por la vía del mercado abierto electrónico. De manera que no se puede saber a ciencia cierta en qué cantidad de MBS, CDO, CDS está comprometido cada banco comercial. Los bancos de inversión que, por supuesto, fueron los grandes cerebros de toda esta operativa ya desaparecieron o tuvieron que convertirse en simples bancos comerciales para ser supervisados por la Reserva Federal. Pudieron realizar todas estas trapisondas porque estaban supervisados por la SEC, la *Securities and Exchange Commission* que, asustada por las fórmulas matemáticas y pseudo científicas de los aparentemente brillantes y jóvenes operadores de dichos bancos, omitió pedir explicaciones detalladas. La propia postura liberal anti-intervencionista de Alan Greenspan referida antes, ayudó a la construcción no supervisada del castillo de naipes. Los mismos bancos hoy no conocen su grado de compromiso con la estafa financiera de cada uno de ellos. Al haber sospechas de que el banco tal o cual puede estar en realidad en quiebra, cesan los préstamos interbancarios y las tasas de interés interbancarias a las cuales los bancos se prestan entre sí en el corto plazo se triplican o cuadruplican, debido al enorme riesgo existente. Esta situación determina que las altas tasas de interés *Libor* o *Euribor* reflejen el riesgo de *default* en que han caído todos los bancos del mundo desarrollado, y no solamente los bancos norteamericanos, porque muchos de estos últimos han cedido los MBS, los CDO y los CDO con los CDS y los CDO sintéticos a bancos europeos y asiáticos, con lo cual todo el sistema financiero mundial está contaminado por créditos tóxicos. Gran cantidad de bancos tienen entonces enorme cantidad de basura en su activo.

## **25.-La incertidumbre financiera como causante de la recesión económica 2008-09**

Los bancos repentinamente se percataron de la gravedad de la situación después de la caída de Bear Stearns en agosto de 2007 y Lehman Brothers en septiembre de 2008. La caída se debía a su imprudencia con el uso y abuso de los derivados. El mercado de derivados alcanzó a 531 trillones de dólares en el año 2008, contra 106 trillones en el año 2002, es decir que se quintuplicó en cinco años. Se llegó a una situación donde nadie confía en el otro. La falta de transparencia en el mercado financiero no solamente impide los préstamos interbancarios, sino que los bancos se sientan sobre el dinero efectivo que tienen, y se niegan a dar crédito a las empresas. Por eso es que el banco de la Reserva Federal de los EEUU se vio obligado a prestar directamente a las grandes

empresas del país pasando por encima de los propios bancos y violando los principios de la banca central, según los cuales esta institución es banco de bancos y solamente presta a éstos, y jamás directamente a empresas. Estamos pues ante una crisis de confianza, de crédito. El crédito es como las arterias del cuerpo humano. Si no hay crédito la economía no funciona. Si las arterias están tapadas, la sangre no puede circular. El corazón no puede bombear a la sangre o tiene que hacer grandes esfuerzos para hacerlo. El organismo económico queda, pues, al borde de la muerte. Afortunadamente estaba en todas las bibliotecas la salvadora teoría macroeconómica keynesiana, y los banqueros centrales, ante la crisis, se acordaron nuevamente de ella. En la actualidad los banqueros centrales y los ministros de finanzas tienen en claro que en situaciones como la presente tienen que prestar casi ilimitadamente a bajas tasas y los gobiernos gastar sin pruritos. Por supuesto si es en obras publicas de alta tasa de retorno social, tanto mejor. Por ello es que, debido a la acción de los gobiernos y los bancos centrales del mundo, la crisis no va a llegar a desembocar en una depresión como en la de 1930, aunque sí en una recesión fuerte para todos los países desarrollados y en desarrollo. Un factor decisivo en este pronóstico es el llamado *efecto riqueza o quizá mejor efecto pobreza*: con motivo de la caída de todos los mercados de valores del mundo comenzando por los de Estados Unidos, el público tenedor de títulos y acciones de empresas que cotizan en bolsa se siente más pobre, y, en consecuencia, se vuelve mas ahorrativo. Gasta menos. Pero como el gasto de uno es el ingreso del otro, al gastar menos también se achican los ingresos, lo cual induce a la gente a gastar menos nuevamente. Estos efectos acumulativos son peligrosos y por ello es necesario que los gobiernos incrementen los gastos, disminuyan los impuestos y aumenten la cantidad de dinero para compensar la retracción del gasto privado. Lo están haciendo, pero aun así quizás lleve de dos a cinco años salir de esta recesión mundial. Esta crisis obliga a repensar y proponer una profunda reforma del sistema monetario<sup>32</sup> y financiero internacional y nacional de los países con una reglamentación de los contratos financieros y derivados muy estricta que disminuya su proliferación y aumente su transparencia. Mientras tanto sorprende la reticencia del gobierno de los Estados Unidos, tanto del saliente de Bush como del entrante de Obama, a tomar el toro por las astas y atacar la causa misma del cáncer financiero. Sabemos de acuerdo a la explicación anterior que el origen del problema estuvo en las llamadas hipotecas *subprime* que los deudores hipotecarios no podían pagar, o no encontraban conveniente hacerlo. El remedio que atacaría directamente el mal sería una ley del Congreso norteamericano que prorrogue por 10 o 15 años los plazos de los préstamos hipotecarios, ya otorgados entre 2001 y 2007 y además que reduzca a un máximo a la tasa de interés de los mismos al 3%, por ejemplo. De esta forma se reducirían substancialmente los pagos mensuales que los deudores hipotecarios deben hacer, lo cual los induciría a pagar y poner fin así a una gran cantidad de ejecuciones hipotecarias. La reducción de las ejecuciones y ventas forzadas de casas tendería a estabilizar sus precios. Los bancos deberían obligatoriamente poner en sus balances las hipotecas al valor nominal pactado originariamente. Los problemas emergentes de *cash flow* debieran ser afrontados con redescuentos del Banco de la Reserva Federal. Las entidades financieras compradoras y receptoras de los títulos emitidos con el respaldo de las hipotecas, los *mortgages backed securities (MBS)* y otros derivados a que nos referimos antes, deberán reevaluarlos de acuerdo a las nuevas condiciones financieras. Y así rebajarles el valor en sus balances. Las pérdidas consiguientes deben ser afrontadas

---

<sup>32</sup> Conesa Eduardo, *Macroeconomía*, Op.Cit. en el capítulo 39, pagina 403 y ss. se brinda una explicación del plan monetario internacional de Keynes de 1944 que aun hoy podría ser la base para una gran reforma del sistema monetario y financiero internacional.

con aportes de capital de los accionistas de los bancos y/o con devolución de las compensaciones fraudulentas que obtuvieron sus ejecutivos, bajo el apercibimiento de la aplicación de las leyes penales. Si aun así no alcanzara, o esto no fuera posible, el Estado debería hacer los aportes de capital a los bancos, aunque ello implique nacionalizar la banca. Algunos argumentarán con razón que esto es ineficiente porque los funcionarios públicos suelen ser malos banqueros. Pero tal vez sean mejores que muchos de los banqueros privados que, como Bernard Madoff, causaron este enorme fraude y el tremendo desprestigio de la economía capitalista norteamericana y mundial con la pérdida de cientos de billones de dólares a millones de inocentes ahorristas y pensionados. Por lo demás, algún jurista objetará que la legislación sobre hipotecas es civil y comercial, y en los Estados Unidos la materia pertenece a la jurisdicción estadual y no a la federal. Pero debe recordarse que, por otra parte, el poder de legislar sobre moneda en el gran país del norte, como en la Argentina, es eminentemente federal. Y por encima de lo anterior, debe tenerse presente el caso de Abraham Lincoln, Presidente puesto de moda por el Presidente Barack Obama recientemente al jurar sobre la vieja Biblia del prócer. Lincoln dijo que de nada vale respetar la letra de la Constitución si con ello desaparece la Nación. Si se salva la Nación, se salva la Constitución. O como dijera el Presidente Avellaneda en nuestro país, nada hay en la Nación superior a la Nación misma. O como decían los antiguos juristas romanos *Salus Populi Suprema Lex Est*.

## **26.-El impacto de la crisis financiera estadounidense sobre las empresas argentinas.**

Como en la depresión de 1930, el impacto sobre la Argentina se inició con la caída de los precios de las materias primas de exportación de nuestro país. La caída de la soja de casi 600 dólares la tonelada a 350 es un hecho, lo mismo con el precio del trigo y el del maíz y el de las demás *commodities* agropecuarias. El petróleo bajó 145 dólares el barril en julio de 2008 a menos de 40 en enero de 2009. La caída de los precios de las materias primas unida a la retención del 35% sobre las exportaciones impuesta por el gobierno afectará fuertemente la rentabilidad agropecuaria. Cabe esperar una disminución del área sembrada y de la producción del trigo y el maíz del orden del 30%, y una disminución considerable de los volúmenes exportados. La soja registrará una caída del orden del 5%. Todo ello unido a una caída de los precios. Por lo tanto caerán las exportaciones agropecuarias en el 2009 en volumen y en ventas nominales.

También lo harán las exportaciones industriales debido a que el tipo de cambio real fijo de 3.50 pesos por dólar ha sufrido los embates de la inflación interna que fue del 25% en el año 2007 y del 20 % en este año del 2008. Todo ello determina a una caída del tipo de cambio real del 50% en un año y medio. Si sumamos la revaluación del dólar frente al euro y la fuerte devaluación del real brasileño superior al 30%, claramente surge que el sector industrial también está y estará en dificultades para exportar y para competir con las importaciones baratas de China y Brasil. Tanto mas porque la caída del ingreso mundial achica la demanda en los mercados. Por otra parte, la promesa del gobierno de restringir las importaciones del extranjero seguramente determinará represalias sobre nuestras propias exportaciones. Si bien el gobierno planea un superávit en cuenta corriente de 8 mil millones de dólares, es muy posible que si se mantiene este tipo de cambio, el superávit externo se acerque a cero. Si al mismo tiempo el gobierno mantiene las retenciones sobre las exportaciones, ello significa que intenta mantener la recaudación y el superávit fiscal para pagar la deuda externa. De acuerdo a lo previsto en el proyecto de presupuesto para el año 2009 ese superávit es del

orden de los 30.000 millones de pesos. Es decir también de más de 8 mil millones de dólares.

Pero el superávit fiscal, es bien sabido, tiene efectos depresivos sobre la economía y solamente puede ser mantenido si es contrarrestado por un fuerte superávit comercial que tiene efectos expansivos sobre la misma. En los últimos años, 2002-2007, el superávit comercial superó con sus efectos expansivos al superávit fiscal y ello permitió obtener una tasa de crecimiento importante para nuestra economía y además arreglar el pago de la deuda externa. Este esquema parece acabarse en el 2009 debido a la sobrevaluación cambiaria unida a las fuertes retenciones al agro y la voracidad fiscal del 2008 incluyendo en ello el manotazo sobre las AFJP. Las retenciones se justifican en tanto y en cuanto permitan materializar un tipo de cambio real alto. Pero son terriblemente destructivas, depresivas y distorsivas con un tipo de cambio real bajo como el actual. Incidentalmente, algunos abogan por la supresión de las retenciones y el mantenimiento del tipo de cambio bajo. El problema con esta postura consiste en que si bien aliviaría el campo, por el otro lado, acentuaría la recesión en las empresas industriales y la desocupación de la mano de obra en las ciudades. Y por encima de lo anterior, la eliminación de las retenciones, eliminaría también el superávit fiscal y la posibilidad de pagar los vencimientos de capital de la deuda externa. Aunque la reciente, imprevista y errática modificación de la política previsional eliminando por ley las AFJP permite a las autoridades tomar los activos de dichas entidades por valor de 94.000 millones de pesos. El gobierno puede creer que con este manotazo se ataja el impacto de la crisis financiera internacional sobre nuestro país. Pero no es así, pues estos activos están en su mayor parte en bonos del gobierno argentino que meramente disminuyen la deuda gubernamental interna por vía de la compensación. Solamente el 10 % de éstos activos están denominados en dólares y son inversiones en el exterior. Con la caída de los valores en Wall Street, sin embargo, es probable que ésa suma no supere los dos mil millones de dólares y además será embargada por los fondos buitres de nuestros acreedores. La gran ventaja del gobierno, con el manotazo sobre las AFJP, radica en el aumento de la recaudación anual en unos 15.000 mil millones de pesos anuales en conceptos de aportes de los trabajadores al sistema, por medio del 11% de sus salarios. Esta recaudación sin embargo se realiza en pesos y la principal limitación que enfrentará la economía argentina en el 2009 será la escasez de dólares. Es cierto que el Banco Central tiene 47.000 millones de dólares de reservas, pero buena parte de éstas están afectadas al pago de las letras de tesorería en pesos que el Banco Central emitió a favor del sistema bancario. Resulta claro a esta altura del partido que el Banco Central no depreció nuestro peso "*pari passu*" con la depreciación brasileña de más del 30% de los últimos meses para proteger la industria, al agro y el empleo de trabajadores, como hubiera correspondido, simplemente para proteger el valor en dólares de sus deudas LEBAC y NOBAC (denominadas en pesos) de propiedad de empresas del sector financiero. Como en Estados Unidos en 2001-2008, en nuestro país, nuevamente aparece la prevalencia de las desmedidas presiones del sector financiero, ejercidas por intermedio del Banco Central, por sobre los de las empresas productivas, el pleno empleo de los trabajadores y el desarrollo nacional.

No cabe duda que la limitación externa, es decir la escasez de dólares será el factor limitante de la economía argentina en el 2009 y esa escasez estará determinada fundamentalmente por la política de tipo de cambio real bajo seguida en el 2007 y 2008, consecuencia de la inflación que sufrimos en ésos años. Por eso, si queremos evitar la recesión, la desocupación y la fuga de capitales que nos amenazan nuevamente en el

2009, debemos dejar que se deprecie nuestra moneda, lo cual no sería inflacionario debido entre otras razones, a la baja de los precios de las materias primas y del petróleo en el mercado internacional. La eventual constitución de un Consejo Económico y Social por ley del Congreso permitiría conectar los incrementos de salarios nominales con los de la productividad y así dominar la inflación y dar prioridad al desarrollo nacional por sobre los intereses sectoriales. Ello permitiría además lograr conjuntamente un sexteto sinérgico consistente en, primero mejorar la rentabilidad del agro, segundo mantener el empleo y los salarios reales de los trabajadores, tercero mantener las retenciones al fisco y la solvencia fiscal, cuarto alentar la exportación industrial, quinto posibilitar el repago de la deuda externa, y sexto y lo mas importante, el mantenimiento de un buen ritmo de crecimiento económico para el país en medio de la recesión mundial.

## **27.-Conclusiones**

A lo largo de este ensayo vimos que durante la primera mitad del siglo XX y hasta 1945, las empresas cuyos intereses prevalecían en las políticas macroeconómicas de los gobiernos argentinos fueron las agropecuarias exportadoras y el ingreso per cápita de nuestro país se mantuvo entre los primeros del mundo, en un nivel similar al de Francia y Alemania. Desde 1945 hasta 1954, las políticas macroeconómicas fueron consistentes con el interés de las organizaciones sindicales de trabajadores y las empresas de la industria liviana, intensiva en el uso de mano de obra. Pero nuestro ingreso per capita se estancó. En el periodo 1955-1973 prevalecieron los intereses de las empresas industriales capital-intensivas, de hidrocarburos, y también las agropecuarias exportadoras, todo ello en un equilibrio inestable y el ingreso per capita creció al 2% anual, a pesar de las fuertes alteraciones del orden constitucional. En el período 1976-1983 prevalecieron los intereses de las empresas del sector financiero y el ingreso per cápita cayó a la tasa del 1% anual. El período 1983-1989 fue caótico desde el punto de vista macroeconómico. Ningún sector empresario fue capaz de hacer prevalecer sus conveniencias. Fue una suerte de sálvese quien pueda, con una hiperinflación que alcanzó el 4982% anual en 1989 e hizo caer el ingreso per cápita real al 2% anual. Durante el periodo 1991-2001 prevalecieron los intereses del sector financiero con altas tasas de interés en dólares y fuerte endeudamiento externo. El ingreso per capita tuvo una reacción inicial favorable, pero luego cayó fuertemente en 1998-2001. El balance en materia de crecimiento del ingreso per cápita real para todo el período 1991-2001 revela estancamiento. En el período 2002-2006 prevalecieron claramente los intereses empresariales del agro y de la industria exportadora y se registró una fuerte recuperación económica, con notable mejoramiento en el ingreso per cápita. Pero a partir de 2007 comenzaron a prevalecer en la política macroeconómica los intereses de corto plazo de las organizaciones sindicales de trabajadores, y los del sector financiero especulativo nacional e internacional de los capitales, también de corto plazo. Además las estadísticas se tornaron poco confiables y el pronóstico final de cómo termina esto, lamentablemente no es bueno.

En definitiva queda claro que las empresas argentinas sufrieron enormemente por el carácter errático y anti-estratégico de las políticas macroeconómicas gubernamentales en la segunda mitad del siglo XX y hasta el presente. Esas políticas errático-antiestratégicas de los gobiernos de turno han creado y todavía continúan creando enormes riesgos a las empresas. Estos riesgos dificultan su propio proceso de crecimiento y el mejoramiento del nivel de vida de todos los habitantes del país. La variable errática clave ha sido siempre el tipo de cambio real, el que ha experimentado cuatro fuertes apreciaciones en 60 años que han destruido nuestras posibilidades de

progreso industrial, han dificultado enormemente nuestro desarrollo agropecuario y nos han endeudado hasta la coronilla. Como resultado, nuestro país, que estaba número 7 en el ranking mundial de ingreso per cápita en la primera mitad del siglo XX, fue cayendo en la segunda mitad y hoy está más atrás del número 30. No solamente la Argentina se estrelló 4 veces con su política cambiaria equivocada. Lo peor es que no aprende y no desarrolla políticas de Estado a largo plazo para prevenirlas. Tan importante es la cuestión cambiaria que Inglaterra perdió su imperio con motivo de apreciación de la libra en el decenio de los años veinte. La apreciación cambiaria alemana del mismo decenio produjo tal desocupación y humillación en aquel país que, por reacción popular, provocó el surgimiento del dictador Hitler y luego la segunda guerra mundial con 40 millones de muertos. La terrible depresión estadounidense de los años treinta también tuvo un origen cambiario. El Fondo Monetario Internacional en la posguerra surgió para evitar los desajustes en el tipo de cambio real, nada menos. Todos los países que crecieron velozmente en la posguerra siguieron una política de tipo de cambio real alto. El último caso paradigmático es el de China. En consecuencia, es hora de que la dirigencia argentina, tanto la empresarial como la política y la gremial despierte y saque conclusiones. Tipo de cambio real bajo implica tasas de interés reales altas y escasez de crédito. Se requieren políticas de Estado permanentes que reviertan nuestra decadencia relativa y que reconozcan el carácter estratégico del tipo de cambio real en el desarrollo económico. De ninguna manera mi insistencia con el tipo de cambio real significa caer en un reduccionismo simplista, pues el tipo de cambio real alto y estable como política de Estado, requiere de superávit fiscal, de tasas de interés reales bajas, y sobre todo del Estado organizado sobre la base del mérito, lo cual está conectado a su vez con la educación y la formación de capital humano. Un Estado compuesto por funcionarios competentes podrá planificar y materializar la infraestructura física e institucional que el desarrollo requiere. Muchas variables macroeconómicas e institucionales están implicadas y complicadas con el mantenimiento tipo de cambio real alto y estable por muchos años. Obviamente el establecimiento de políticas de Estado tiene como primer prerrequisito tener un Estado. Esto es, un conjunto importante y compacto de funcionarios de carrera estables y capaces seleccionados por mérito desde los grados más bajos del escalafón profesional y luego ascendidos de acuerdo a su desempeño en todos y cada uno de los Ministerios. En lugar de ello, tenemos un sistema de nombramientos de funcionarios a diestra y siniestra fundados en el amiguismo y el clientelismo político que ha hecho del Estado argentino simplemente una maquinaria de perpetuación y de enriquecimiento de los miembros del partido que consigue atrapar el poder. Estas camarillas son muy propensas a tener déficit fiscal y permeables a la influencia del sector financiero y a las consiguientes altas tasas de interés, las que necesariamente van acompañadas con el tipo de cambio real bajo y causan la ruina de las empresas genuinamente productivas. Estas camarillas solamente sueltan el poder en los casos de catástrofes macroeconómicas, las que entonces adquieren el papel de mecanismo para el recambio político. El costo para la sociedad en su conjunto de este sistema perverso es sideral, y se traduce en términos de pobreza, injusticia social y criminalidad rampante.

Tradicionalmente, los empresarios individuales toman la política macroeconómica como un dato y tratan de adaptarse lo mejor posible a ella para aprovecharla y así maximizar sus beneficios. No cuestionan la política macroeconómica sino que, por el contrario, buscan, de alguna manera, lucrar con ella. E incluso cortejan y alaban al político de turno. Pero ello no favorece al sector empresario en su conjunto, ni al país. La experiencia histórica indica que las políticas macroeconómicas de nuestros gobiernos suelen estar dominadas por el sector financiero, o por las organizaciones gremiales de

trabajadores, o por ambos simultáneamente, como el caso actual. Estos sectores buscan típicamente ganancias en el muy corto plazo. Esta miopía es justificable en el caso de los gremios, pero no en el caso del sector financiero. La consecuencia es que las empresas productivas tienen que enfrentar un entorno macroeconómico desfavorable. Y el país todo también. A esta altura de nuestra experiencia histórica se impone recapitular y plantear una verdadera estrategia de desarrollo económico a largo plazo. Urge que el sector empresario unifique su postura, y dado que en definitiva financia al sector político, exija el establecimiento de un Estado fundado en el mérito y de un Consejo Económico y Social que discuta a fondo las políticas macroeconómicas, discusión que se intenta iniciar con este ensayo. Y que lo haga en conjunción con vastos sectores de clase media e intelectuales, así como a trabajadores preocupados por el futuro del país. Esta sería su gran contribución para inducir la vigencia de las largamente postergadas políticas de Estado conducentes al desarrollo económico del país todo, y por ende de las mismas empresas.