

**LA
DEUDA
EXTERNA
ARGENTINA
¿PUEDE
PAGARSE?**

EDUARDO R. CONESA



**UNIVERSIDAD
DE BELGRANO**

**LA DEUDA EXTERNA
ARGENTINA**

¿PUEDE PAGARSE?

Todos los derechos de esta edición reservados por la
Fundación Universidad de Belgrano,
Federico Lacroze 1959, Buenos Aires.

Prohibida la reproducción total o parcial, sin autorización
expresa de los editores, por cualquier método mecánico, gráfico o electrónico.

Queda hecho el depósito que previene la ley 11.723.
© 1988 by Fundación Universidad de Belgrano.

Libro impreso en la Argentina.
Book printed in Argentina.

I.S.B.N. 950-697-004-1

EDUARDO R. CONESA (Ph. D.)

**LA DEUDA EXTERNA
ARGENTINA**

¿PUEDE PAGARSE?

PREFACIO

La opinión pública argentina considera que el obstáculo principal que enfrenta el país para su crecimiento económico y su bienestar, es el de su deuda externa. En consecuencia, reviste particular interés analizar objetivamente cuándo y por qué se endeudó la Argentina a los efectos de luego, en posesión del diagnóstico correcto, proponer una solución concreta a este problema fundamental.

Adelantando algo de las conclusiones a que arribará este estudio, resulta claro que la economía argentina se ha comportado desde 1978 a 1988 como un barco a la deriva que, por lo tanto, es sometido a la fuerza de vientos que ora en una dirección, ora en la dirección opuesta, soplan en la economía internacional. Así, el barco argentino ha cedido a las presiones de esos vientos cambiantes ante la carencia de rumbo, es decir de una estrategia firme, constante y coherente para el desarrollo nacional. Por ejemplo, durante los últimos años del decenio de los setentas, la respuesta a la abundante oferta de crédito internacional fue endeudarse y sobrevaluar nuestra moneda. Durante los tempranos ochentas, 1981-82, ante el aumento de las tasas de interés internacional, la respuesta fue demorar las devaluaciones reales de nuestra moneda para dar tiempo a una enorme fuga de capitales privados en la dirección opuesta a la anterior plétora de créditos que venían al país, financiando la fuga con la estatización de la deuda externa privada.

Desde 1984 hasta 1988, ante la demanda de pago de los intereses del capital adeudado por parte de los acreedores, nuestra respuesta consistió en aplicar recetas recesivas para disminuir las importaciones y poder pagar así

una parte de los intereses adeudados, simulando hacer buena letra para conseguir más créditos con los cuales pagar aquella parte de los intereses que no se alcanzaron a cubrir con el superávit comercial proveniente de la disminución de las importaciones y la recesión. Todo ello en la esperanza de que tarde o temprano se obtendrá una importante quita de la deuda o de los intereses. Y mientras tanto la deuda real total aumenta, el país se achica, y la solución de fondo que consiste en promover el desarrollo nacional sobre la base de crecientes exportaciones de manufacturas y soja, se posterga.

Este trabajo sólo está interesado en evaluar el pasado en la medida en que ello nos permita extraer lecciones para el futuro. Sobre las premisas presentadas en los diez primeros capítulos, en el capítulo XI se propone una estrategia de desarrollo, coherente y probada en otros países, pero especialmente rediseñada una función de la problemática particular de la Argentina. Esta estrategia nacional no solamente permitiría pagar los intereses de la deuda externa sino que, más importante, promovería el desarrollo nacional y el bienestar de los habitantes del país.

Este trabajo utilizará abundantemente el método gráfico de análisis pues el mismo es más revelador que las palabras y permite captar más fácilmente la naturaleza del problema que la frialdad de las puras cifras.

Eduardo R. Conesa (Pb. D.)

Profesor de Economía Política en la
Facultad de Derecho de la
Universidad de Buenos Aires

I
LA TRAGEDIA DEL
ENDEUDAMIENTO EXTERNO ARGENTINO

En su discurso de apertura de las sesiones ordinarias del Congreso del primero de mayo de 1988, el Presidente Alfonsín afirmó que:

“El endeudamiento externo de la Argentina es tal vez uno de los episodios más tráficos de la historia económica contemporánea, porque ha sido un proceso estéril destinado a financiar una estructura de consumo distorsionada, un alto desequilibrio fiscal y una masiva fuga de capitales.”

La opinión pública, por su parte, considera que el obstáculo principal que enfrenta el país para su crecimiento económico y su bienestar, es el de su deuda externa. En consecuencia, reviste particular interés analizar objetivamente cuándo y por qué se endeudó la Argentina a los efectos de luego, en posesión del diagnóstico correcto, buscar una solución a este problema fundamental.

Antes que nada es necesario despejar la inflación en dólares y evaluar el endeudamiento del país en términos reales, es decir, en dólares de valor constante. Esto se hace en el Gráfico N° 1 en dólares de 1987. Allí se puede observar que la deuda externa argentina se mantuvo más o menos constante desde 1970 hasta 1977. Sin embargo, a partir de 1978 empieza el endeudamiento muy elevado que culmina en 1982. Durante este período (78-82) la deuda externa creció en 6 mil millones de dólares promedio por año.

Después de 1982 el tamaño de la deuda externa, en términos de dólares constantes de 1987, tiende a estabilizarse en los 45-46 millones de dólares, para luego volver a crecer desde los 46 mil millones de 1984, hasta los 54 mil millones en 1987.

El primer impulso que genera la observación del Gráfico N° 1 es el de inculpar el endeudamiento simplemente a la falta de previsión de las autoridades económicas y el sector privado en 1978-81. Sin embargo, un análisis más profundo y reflexivo nos lleva a observar que todos los países en desarrollo se endeudaron desenfrenadamente en 1978-81. Así por ejemplo, el Gráfico N° 2 nos muestra que tanto México, país considerado democrático, como Chile, país considerado autocrático, se endeudaron en la misma proporción que la Argentina en el período en cuestión. Como el endeudamiento fue generalizado en toda América Latina, se concluye que debe haber habido una causa externa que generó, a través de todos los países latinoamericanos, sean democráticos o autocráticos, una ola de endeudamiento.

Y efectivamente, el Gráfico N° 3 nos da la respuesta. Las tasas de interés reales internacionales fueron negativas o cercanas a cero en el período 1973-1980. Esto indujo a los líderes de las economías de América Latina a endeudarse, pues se consideró que el costo de ese endeudamiento iba a ser nulo. Así Brasil comenzó a endeudarse mucho antes de 1978. Argentina no incurrió en endeudamiento en el período 1974-77, pues en ese entonces el país enfrentó una convulsión interna que lo impidió.

Las tasas de interés internacionales reales negativas de 1973 que se muestran en el Gráfico N° 3 posibilitaron, e incluso engendraron, el aumento de los precios del petróleo de fines de ese año y de 1974. La consiguiente ganancia de los mayores precios del petróleo fue depositada por los países de la OPEP en los grandes bancos privados occidentales, que ante la plétora de depósitos y ante la necesidad de "business" salieron a buscar prestatarios por todos lados, y, por supuesto, las autoridades económicas de los países en desarrollo no petroleros, los recibieron con la mano extendida. Las autoridades económicas y el sector privado argentinos también fueron cortejados para aceptar préstamos. Incluso desde la misma Tesorería de los Estados Unidos, siendo Secretario del Tesoro William Simon en 1974-75, se alentó oficialmente el reciclaje de los petrodólares por la vía de los grandes bancos privados estadounidenses hacia los países en desarrollo no petroleros.¹

El período de bajas tasas reales de interés internacional de 1974-80 ha estado también ligado a una fuerte inflación monetaria en los Estados Unidos

especialmente bajo el mandato del Presidente Carter (1977-80). Dicha inflación estuvo conectada a su vez al aumento de los precios de la energía de 1973-74 y a la política monetaria permisiva del período 1977-79. En el decenio de los 70 y particularmente después de 1973 todas las proyecciones económicas que se hacían en los organismos internacionales de crédito consideraban que habría una inflación en dólares del 7-8 por ciento anual hasta prácticamente el decenio de los 1990s.

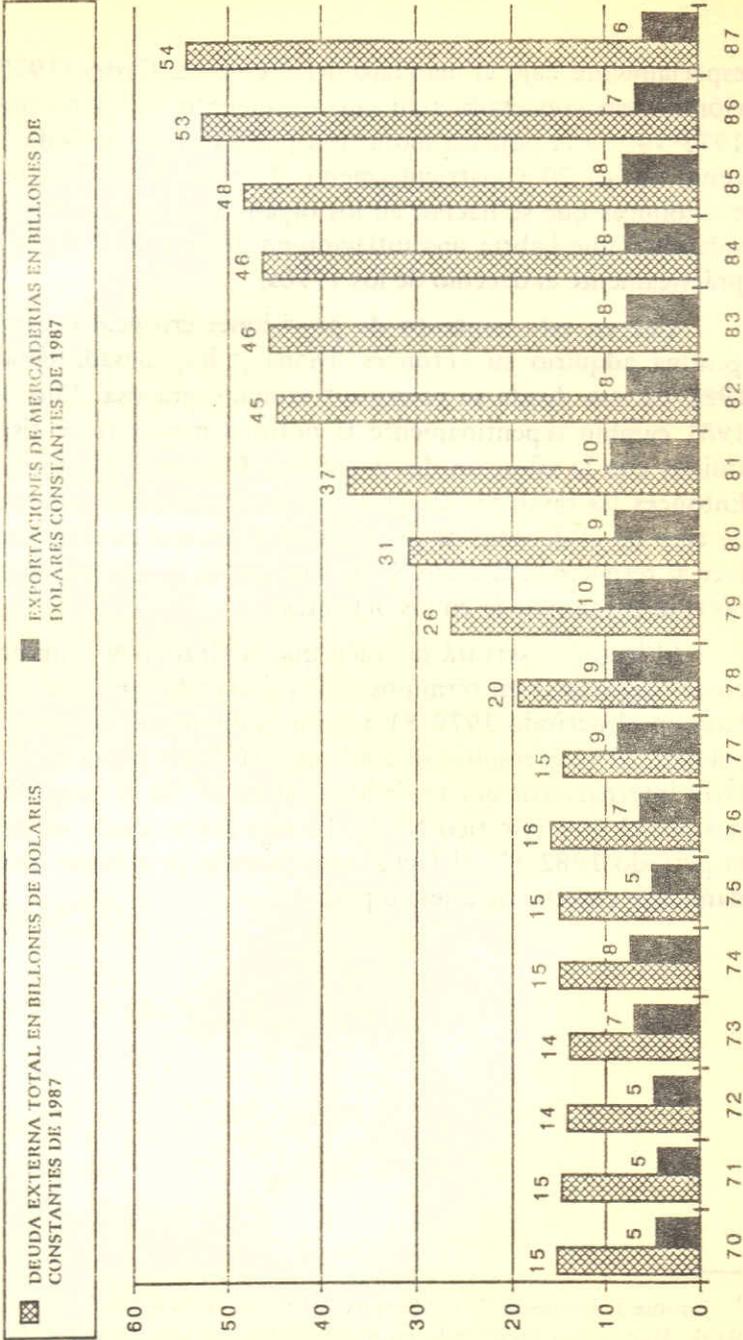
Fue en este contexto de previsiones erróneas generalizadas que la Argentina adquirió su entonces liviana y hoy pesada deuda externa. Ya en 1981-82 esa deuda se tornó súbitamente gravosa. Ello ocurrió porque en 1981 cambió repentinamente la política monetaria y fiscal de los Estados Unidos con la asunción del Presidente Reagan al poder en enero de ese año. Entonces las tasas de interés reales internacionales pasaron de un promedio de cero en el decenio de los setentas al 8% real en el decenio de los ochentas (ver al respecto el Gráfico N° 3). Por ello es que la liviana deuda de los setentas resulta tan pesada en los ochentas.

El lector observará también que el Gráfico N° 1 indica que las exportaciones argentinas en términos reales descendieron de 10 mil millones de dólares en el período 1979-81 a 6 mil millones de dólares en 1987. En consecuencia, el país resultó apesadado por la doble pinza de las altas tasas de interés internacional por un lado (Gráfico N° 3), y la caída de las exportaciones por el otro (Gráfico N° 1). Es esta fuerte caída de las exportaciones en el período 1982-87, el factor que contribuye a hacer más trágico al endeudamiento externo de nuestro país.

¹ Jerome I. Levinson "New Proposals for the Debt Crisis", Interamerican Development Bank, Manuscrito presentado en un seminario organizado por el Fondo Monetario Internacional, Mayo 4 de 1988.

GRAFICO N° 1

ARGENTINA



II
EVOLUCION DE
LA SOLVENCIA INTERNACIONAL
DE LA ARGENTINA
EN COMPARACION CON LA DE
OTROS PAISES LATINOAMERICANOS

GRAFICO N° 2

DEUDA EXTERNA EN BILLONES DE DOLARES DE 1987

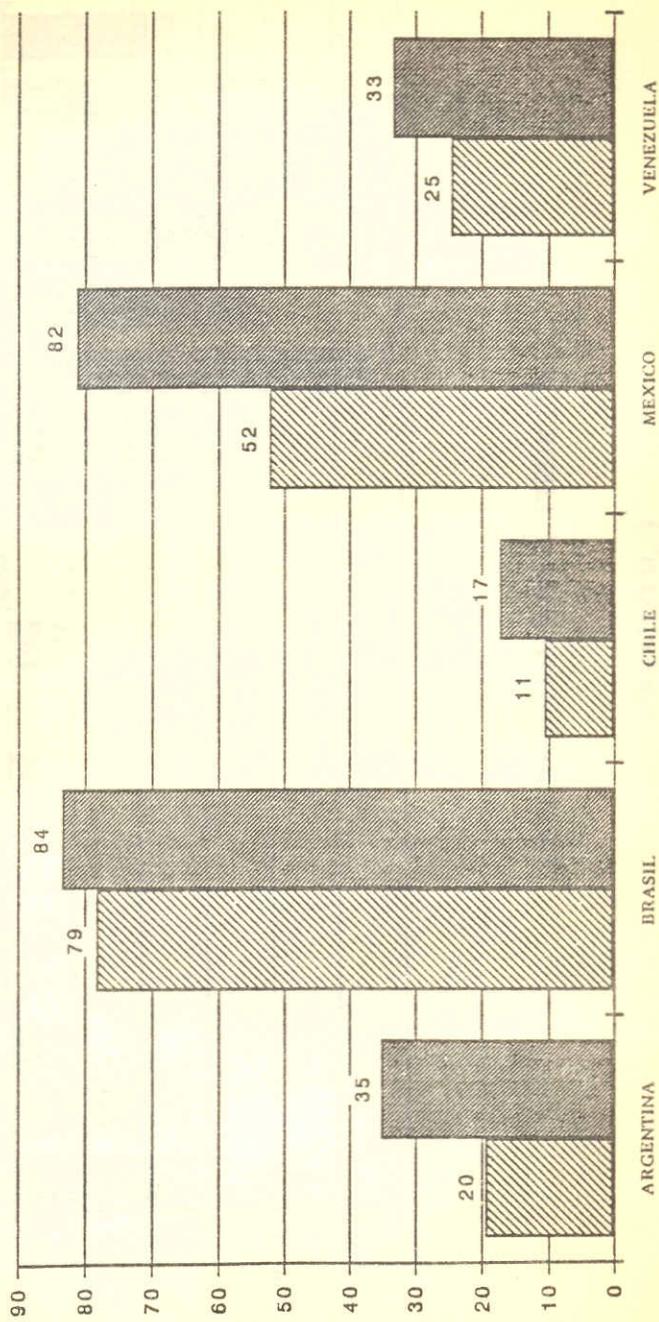
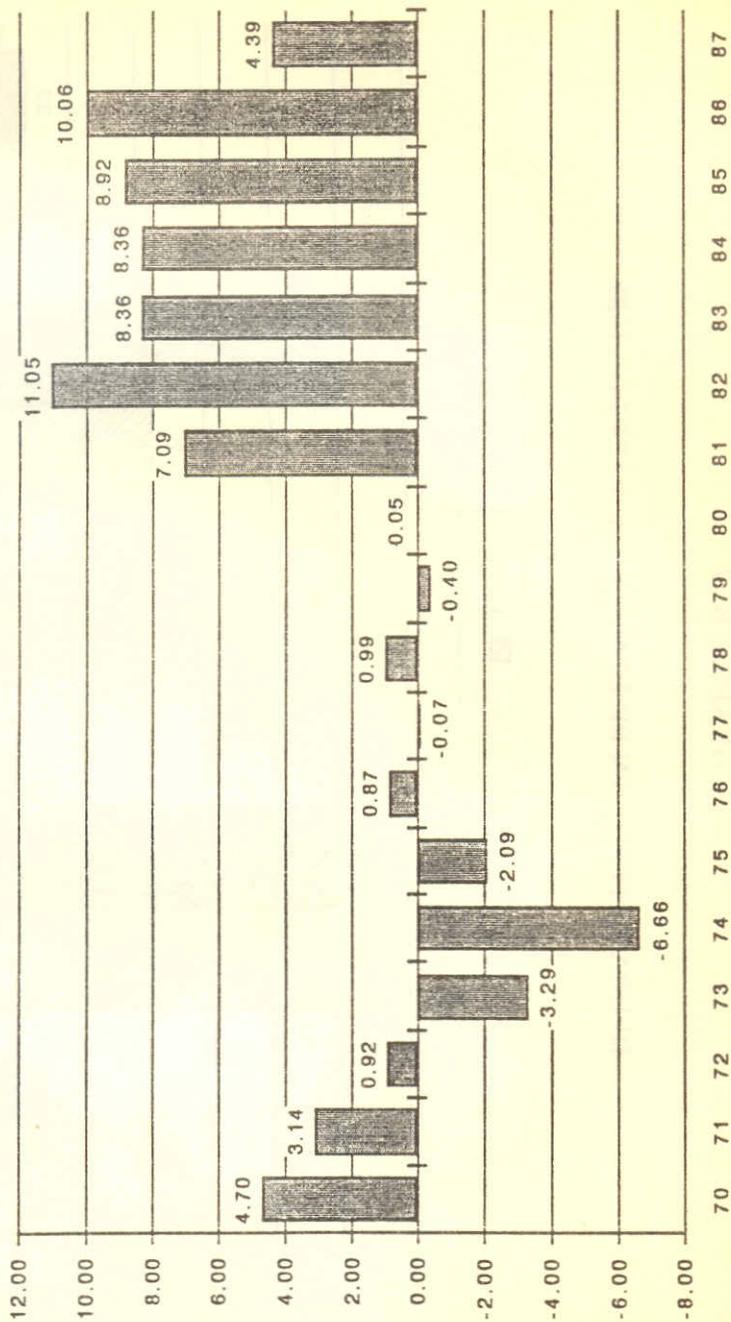


GRAFICO N° 3

TASA DE INTERES REAL LIBOR (%)



El Presidente Alfonsín en su discurso inaugural de las sesiones del Congreso Nacional del corriente año dijo que:

“La democracia heredó la agobiante carga de una deuda que por su magnitud compromete el porvenir de los argentinos y que, además, constituyó una formidable dilapidación de recursos.”

Por ello es interesante analizar qué pasó con la capacidad de repago del país después de 1983, cuando el Presidente comenzó su mandato, en comparación con otros países latinoamericanos igualmente agobiados con la crisis de la deuda externa.

El mejor índice de la capacidad de pago de un país es el cociente de los intereses de la deuda externa sobre las exportaciones.² Usualmente se considera que cuando ese índice está por debajo del 20%, el país en cuestión es “creditworthy”. El servicio total de la deuda sobre las exportaciones no es un índice tan certero, pues si en un año determinado vence una parte impor-

² Rudiger Dornbush, *Dollars, Debts and Deficits*, Louvain University Press y the MIT Press, Cambridge Massachusetts y Londres, Inglaterra 1986, p. 89. William Cline *International Debt Systemic Risk and Policy Response* Institute for International Economics, Washington, D.C. 1984.

tante de la deuda ese índice puede saltar considerablemente, pero la situación verdadera no será mala mientras el país pueda pagar los intereses, pues el servicio del principal siempre puede renegociarse y postergarse. A fin de cuentas, ese es el negocio de los bancos: prestar el capital para cobrar intereses.

En el caso argentino, la historia de la relación entre los intereses devengados por la deuda externa y las exportaciones de bienes está manifestada en el Gráfico N° 4. Allí se muestra que este índice se mantuvo bien por debajo del 20%, aún del debajo del 16%, durante todo el decenio de los setentas hasta 1979, subiendo al 27% en 1980, al 42% en 1981, al 65% en 1982, para mantenerse en un alto nivel del 60-70% entre 1982 y 1986, llegando al extraordinario nivel del 72% en 1987. Si el país pagara esos intereses no le quedarían casi divisas libres para realizar importaciones y, por lo tanto, la actividad económica, especialmente la industrial, debería cesar. En consecuencia, se paga la mitad de los intereses y otra mitad se "refinancia". El refinanciamiento es un eufemismo para encubrir el creciente endeudamiento y la insolvencia del país.

El deterioro de los índices del endeudamiento y "creditworthiness" de la Argentina debe ser comparado con la evolución de similares índices en otros países latinoamericanos para poder extraer algunas conclusiones. Así, el Gráfico N° 5 nos ilustra sobre la relación entre los intereses devengados por la deuda externa y las exportaciones de bienes y servicios para la Argentina, Bolivia, Brasil y Chile. (El índice del Gráfico N° 4 difiere del Gráfico N° 5 por cuanto este último compara los intereses de la deuda con las exportaciones de bienes solamente, no de servicios. Es decir, el Gráfico N° 5 contiene un concepto más amplio de las exportaciones que hace declinar la relación Interés/Exportaciones en comparación con el Gráfico N° 4).

Surge del Gráfico N° 5 que todos los países comparados, sin excepción, experimentaron un deterioro de los índices en 1981 y 1982. Pero mientras la Argentina mantuvo esos índices catastróficos, los demás países, especialmente Chile y Brasil reaccionaron bien y hacia 1987 habían conseguido reducir la relación desde niveles cercanos al 50% en 1982, al 30% en 1987. Argentina, en cambio, cabe destacar, se mantuvo por sobre el 50% en todo el período.

El Gráfico N° 6 por su parte, compara la evolución de ese mismo índice de Argentina con los de México, Perú y Venezuela. Nuevamente aquí Argentina registra los más altos índices. Ella está por sobre el 50% con ten-

dencia a empeorar, en tanto que los otros tres países en 1987 han estado debajo del 30% y su índice tiende a mejorar. En resumen, todos los gobiernos de los países citados de América Latina "heredaron" o adquirieron pesadas deudas externas, pero están saliendo lentamente del barro. Nuestro gobierno en cambio, despotrica contra sus predecesores, pero sigue endeudando y achicando a la Argentina comprometiendo el porvenir de las futuras generaciones, y dilapidando los recursos del país haciéndolo cada día más insolvente.

GRAFICO N° 4

ARGENTINA - RELACION ENTRE LOS INTERESES DEVENGADOS POR LA DEUDA EXTERNA Y LAS EXPORTACIONES

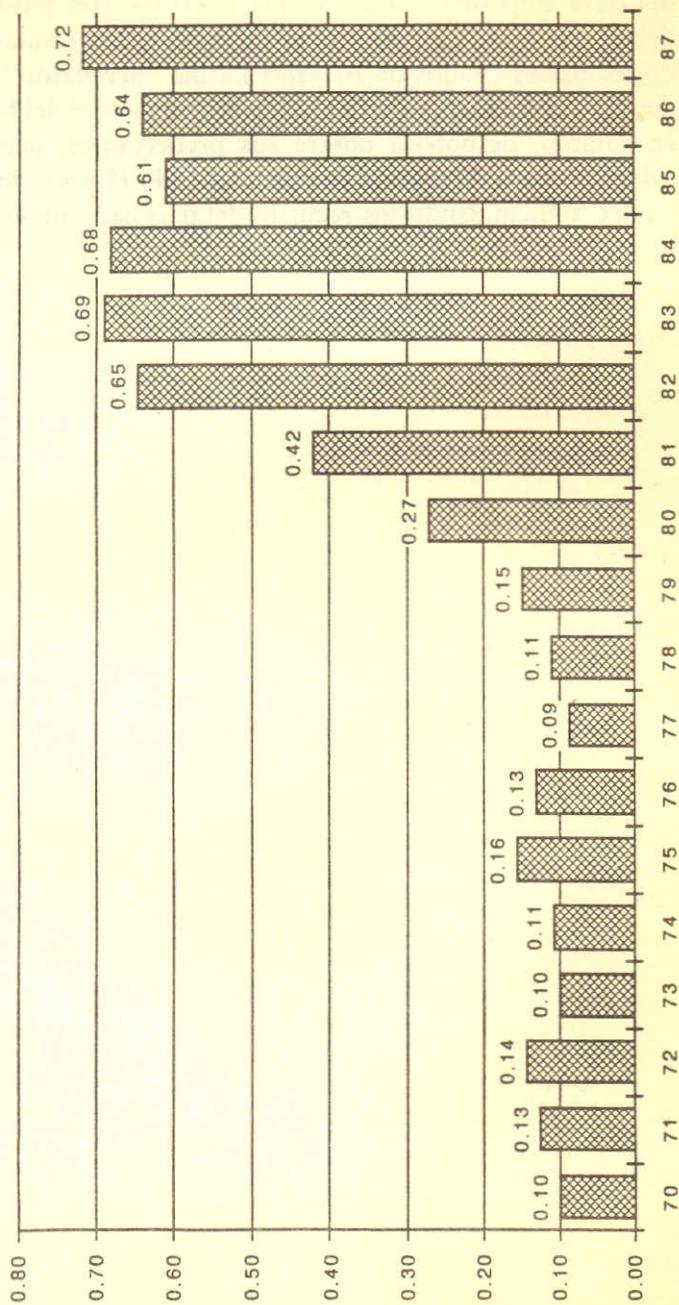


GRAFICO N° 5

RELACION ENTRE LOS INTERESES DEVENGADOS POR LA DEUDA EXTERNA
Y LAS EXPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS:
ARGENTINA - BOLIVIA - BRASIL - CHILE

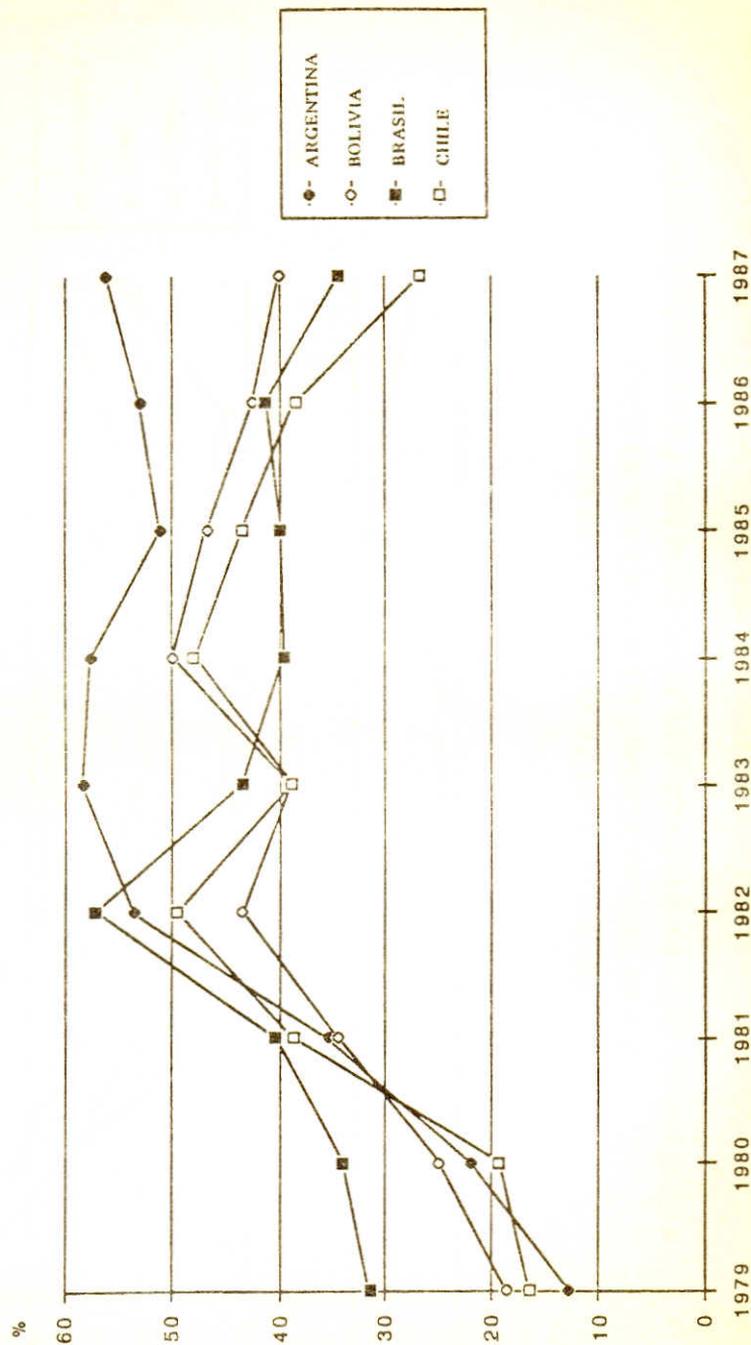
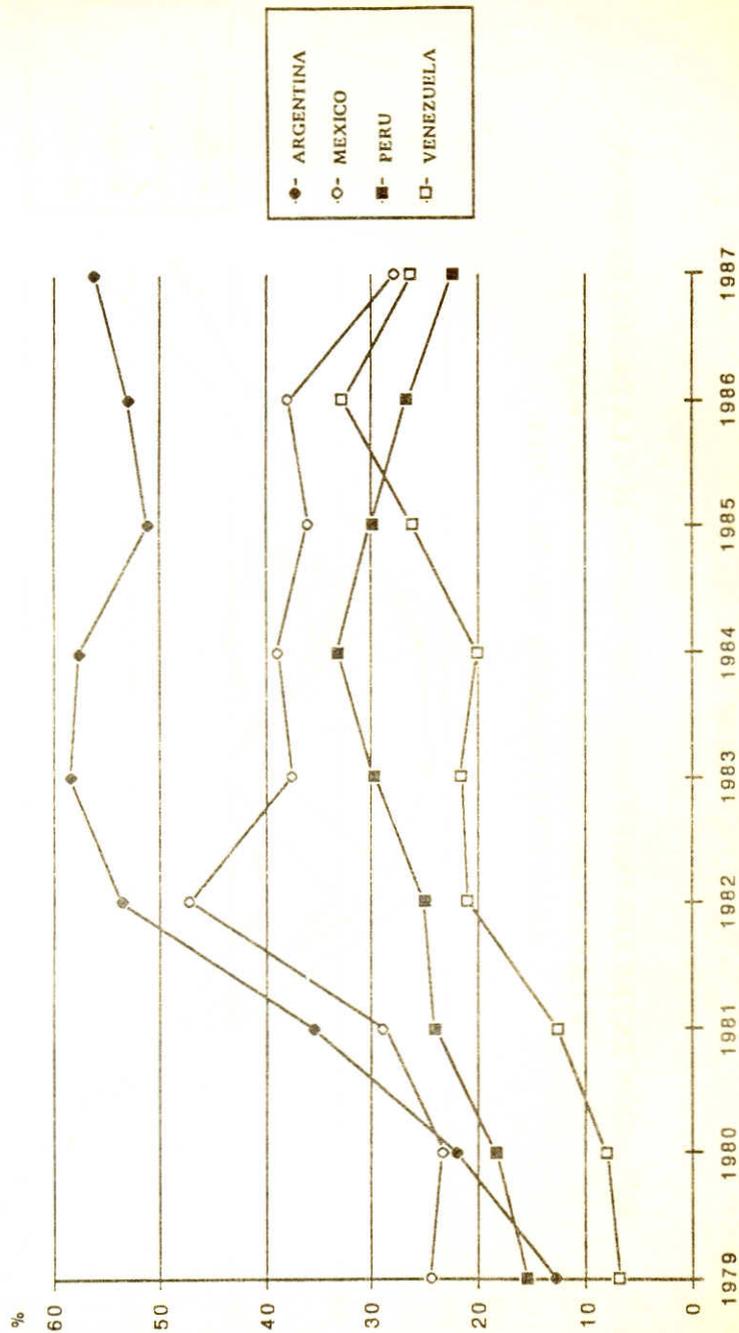


GRAFICO N° 6

RELACION ENTRE LOS INTERESES DEVENGADOS POR LA DEUDA EXTERNA
Y LAS EXPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS:
ARGENTINA-MEXICO-PERU-VENEZUELA



III
LAS EXPORTACIONES
Y EL TIPO DE CAMBIO REAL.
LOS CASOS DE ARGENTINA,
COREA, BRASIL Y CHILE

En el mensaje del primero de mayo de 1988, dirigido al Congreso Argentino, el Presidente Dr. Raúl Alfonsín dijo, refiriéndose al tipo de cambio y su función promotora de las exportaciones.

“Realismo cambiario, quita de retenciones. . . son parte de las herramientas con que se implementa la política al servicio del crecimiento agropecuario. De allí que hayamos puesto el acento en la promoción de las exportaciones y en particular de las exportaciones industriales. . . El tipo de cambio alto que el gobierno nacional ha mantenido y se compromete a mantener. . .”

En consecuencia nos proponemos, analizar con la ayuda de dos gráficos referentes a los tipos de cambios reales y a las exportaciones, los casos de nuestro país versus los de Corea, Brasil, y Chile para determinar si las palabras del Presidente son realistas, o por el contrario, ellas provienen de un asesoramiento económico cuestionable.

Así, el Gráfico N° 7 muestra que mientras las exportaciones argentinas medidas en dólares constantes de 1987, solamente han crecido desde 3.972 millones de dólares en 1960, hasta 6.200 millones en 1987, las de Brasil saltaron de 4.668 a 25.909 en el mismo período, las de Chile de 1.797 a 5.075 y las de Corea, caso extraordinario, de sólo 121 millones de dólares en 1960

hasta 47.000 millones de dólares en 1987, todas estas cifras por supuesto, en dólares de valor constante de este último año.

La evolución de Corea es curiosa. En 1960 este país presentaba una situación económica calamitosa. Debido a la guerra del decenio de los 50s, y a la anterior histórica ocupación japonesa que por medio siglo se había preocupado de la educación secundaria y universitaria, el país no tenía en 1960 recursos humanos calificados en abundancia. Tampoco ciertamente recursos naturales. Los informes del Banco Mundial de la época eran marcadamente pesimistas sobre el futuro del país. Sin embargo, bajo el liderazgo del Presidente General Park, Corea depreció su moneda en términos reales en relación al dólar, que es la moneda que interesa para el desarrollo, en alrededor de un 100% como se puede apreciar en el Gráfico N° 8. Además, y muy importante, este Presidente colocó a la gente más capacitada del país en la administración pública a la que sólo se podía ingresar sobre la base de rigurosos exámenes y además, se ascendía por mérito. Es decir se tomó el toro por las astas: los dos principales problemas del desarrollo, el de la asignación de los recursos humanos y el de la asignación de los recursos materiales recibieron las respectivas soluciones óptimas. El recurso humano mejor calificado se ubicó en la cabeza del país, es decir en el Gobierno, así como las neuronas en el cuerpo humano se concentran en el cerebro y no en los pies. Con la depreciación real del tipo de cambio se dio el paso inicial para mejorar la asignación de los recursos materiales del país, estimulando la concentración de una alta proporción de estos en la inversión para exportar, lo cual explica que al cabo de 27 años las exportaciones hayan saltado de 121 millones de dólares en 1960, a 47.000 millones en 1987.

El crecimiento de las exportaciones del Brasil tomó vuelo a partir de 1973, como puede verse en el Gráfico N° 7. Este crecimiento también está conectado con una devaluación real para la promoción de las exportaciones no tradicionales, sólo que en este caso, la relación está escondida. En efecto, este país tiene inmensos recursos naturales y ha sido tradicionalmente un exportador de productos como café, azúcar, cacao y bananas.

Devaluar en términos reales para exportar más de estos productos hubiese sido autoderrotante, pues hubieran aumentado los volúmenes exportados, pero los precios hubieran caído y Brasil hubiera hecho un esfuerzo inútil.³ En consecuencia, a partir de los tempranos años del decenio de los 70, el país siguió una política de fuertes subsidios a las exportaciones no tradicionales, subsidios que tienen un efecto equivalente a una devaluación real,

pero que además tienen un costo fiscal muy alto. En 1980, debido al crecimiento portentoso de esas exportaciones no tradicionales, el costo fiscal del subsidio se tornó insoportable para las finanzas públicas. Además, las presiones internacionales, principalmente de los Estados Unidos y el GATT, para la eliminación de los subsidios fueron "in crescendo". Estos subsidios están prohibidos en el tratado del GATT. Por ello, hacia 1980 Brasil cambió de sistema y trocó los subsidios fiscales por una devaluación real en relación al dólar que puede apreciarse en el Gráfico N° 8. Además, el país acompañó esa devaluación real con derechos de exportación o restricciones a sus exportaciones tradicionales como café, azúcar, cacao o bananas.

El caso de Chile es muy especial, pues este país produjo una gran devaluación real en relación al dólar en 1974-75, según puede verse en el Gráfico N° 8, la que empezó a surtir efectos, pero fue luego contrarrestada por una revaluación particularmente aguda en 1981. Es que la ideología reinante en esos tiempos en Chile era el monetarismo a la Friedman⁴, que preconiza el manejo de la economía por la vía del control de la oferta monetaria. Este sistema ha sido un fracaso dondequiera que se aplicó pues provoca una gran fluctuación en los dos precios fundamentales de la economía que son el tipo de interés y el tipo de cambio. Al variar erráticamente estas dos señales de precios cruciales en toda economía, el inversor se atemoriza y prefiere colocar su dinero en inversiones financieras de corto plazo con lo cual el efecto de este sistema sobre el crecimiento económico es contraproducente. Pero desde 1983 en adelante, Chile parece haber adoptado la política correcta, yendo quizá demasiado lejos con su devaluación real. Si esta política puede mantenerse, indudablemente la hermana República se convertirá en la Corea de América. La viabilidad de su sistema político personalista es quizá la pregunta que queda pendiente de contestar. Por lo pronto, Chile ya está alcanzando a la Argentina en exportaciones, las que en 1987 superaron los 5.000 millones de dólares, no obstante que este país tiene una población que solamente es un tercio de la población argentina.

³ Gerald Adams, "The Linkages between the Coffee market and Brazilian Economy: Implications for Trade Policy". Reproducido en el libro *Terms of Trade and the Optimum Tariff in Latin America* INTAL-IADB, Washington, D.C. 1984, p. 14.

⁴ Milton Friedman, *Capitalism and Freedom*, Chicago. The University of Chicago Press, 1962.

Cabe acotar que si bien Chile es un fuerte exportador de cobre, cuyos precios son muy sensitivos a los volúmenes de esta materia prima que exporta el país, las devaluaciones reales del peso chileno "per se" no han causado un deterioro de su precio pues la producción y exportación de cobre está en manos de una empresa estatal, Codelco, que no reinvierte los mayores beneficios emergentes de la devaluación real, sino que los entrega al Tesoro de Chile, como si fueran impuestos, con lo cual el país se encuentra quizá sin quererlo, con un sistema óptimo de imposición que grava las exportaciones de materias primas de demanda mundial inelástica, evitando así costosos incrementos en los volúmenes exportados que deteriorarían los precios y le evitan al país un esfuerzo inútil.⁵ El tipo de cambio real devaluado, es un poderosísimo incentivo para las exportaciones no tradicionales de este país, que han pasado a constituir un 60% del total exportado en la actualidad, cuando sólo constituían el 10% en 1970.

En conclusión, es cierto que el tipo de cambio real de 1987 está situado en un nivel histórico para la Argentina igual al de 1960, lo cual puede verse en el Gráfico N° 8, pero es ingenuo creer con el Presidente que este tipo de cambio promoverá las exportaciones industriales. Tipos de cambio promotores de las exportaciones industriales son los de Corea, Brasil y Chile, países que según puede observarse en el Gráfico 8 han devaluado su moneda en términos reales en más de un ciento por ciento en relación a la Argentina. Esto es promover exportaciones industriales en serio. El tipo de cambio argentino de 1987 es el correcto, incluso libre de retenciones para la promoción de las exportaciones tradicionales como carne, trigo y maíz, pero insuficiente para promover las exportaciones industriales que el Presidente Alfonsín dice querer promover. Si las exportaciones industriales crecen en 1988 ello obedecerá al achicamiento del mercado interno provocado por las políticas coyunturales recesivas y no a que el tipo de cambio estimule verdaderamente la inversión para la exportación. Por ello esta estrategia, más allá de las palabras, sólo promueve medianamente las exportaciones tradicionales agropecuarias.

⁵ Marc Lonoff, "An Economic Overview of the World Cooper Market and Computation of the Elasticity of Demand Facing Chile and Perú" reproducido en *Terms of Trade...* INTAL -IADB op. cit., p. 69.

GRAFICO N° 7

EXPORTACIONES EN MILLONES DE DOLARES CONSTANTES DE 1987

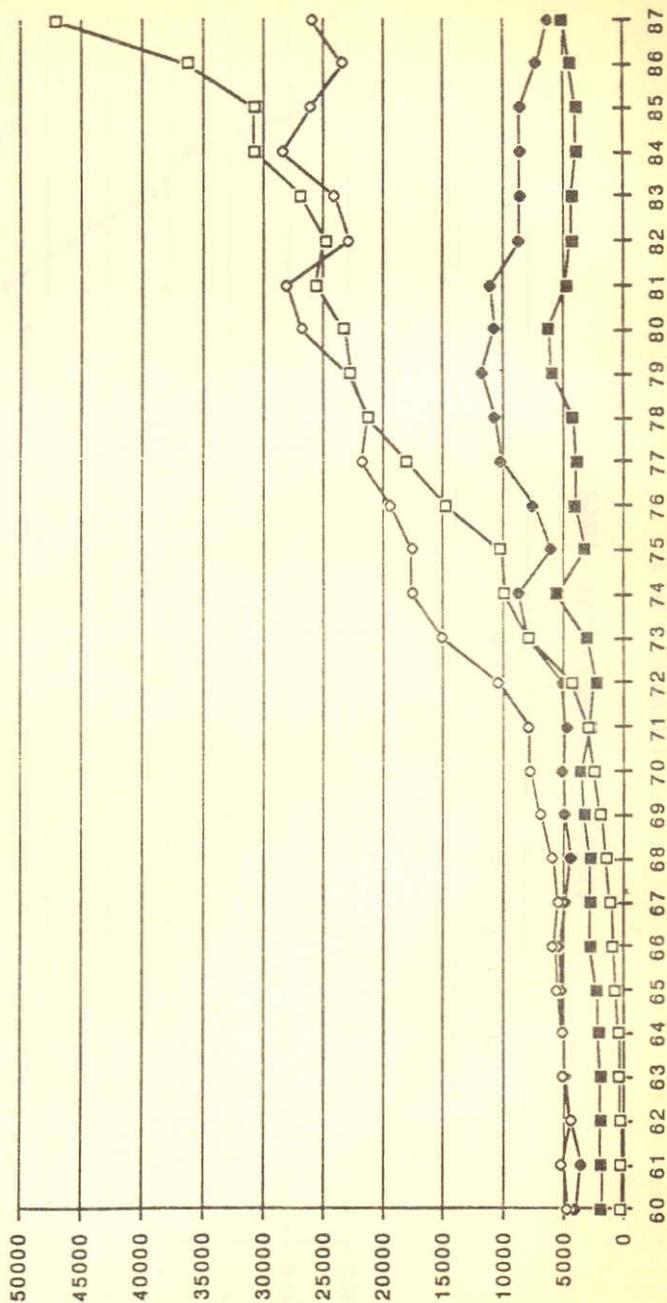
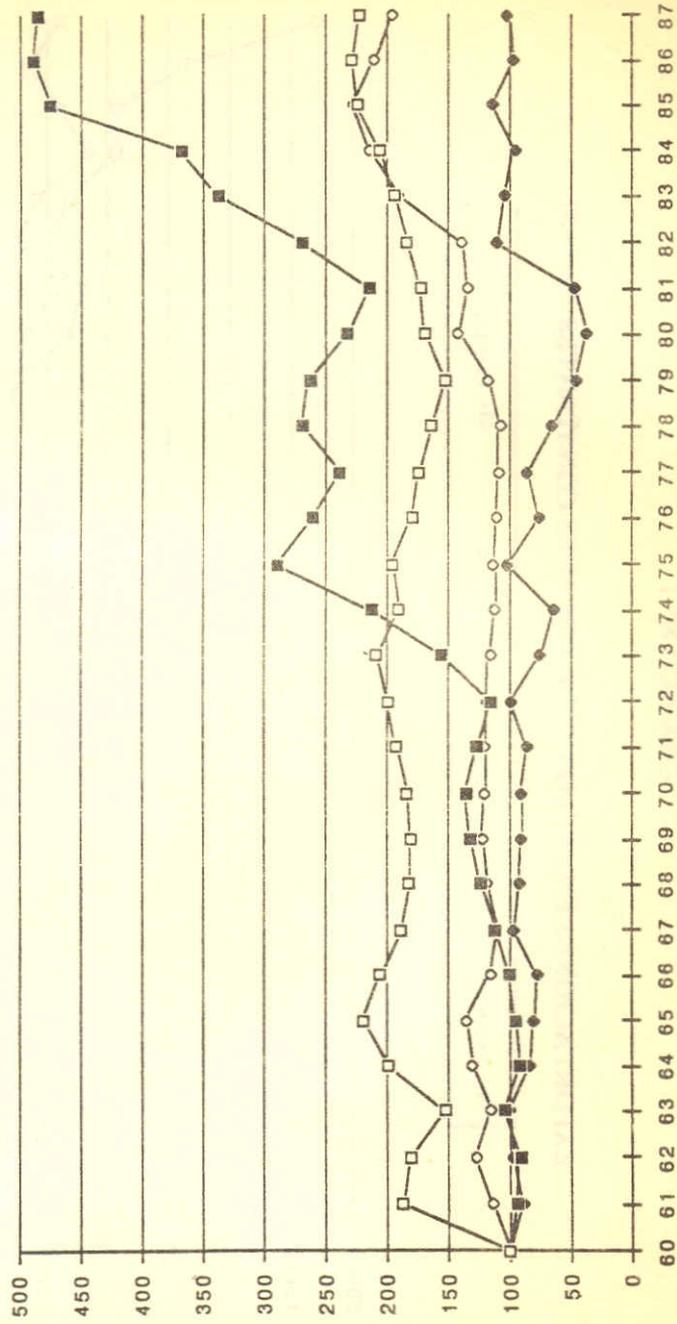


GRAFICO N° 8

TIPO DE CAMBIO REAL - 1960 = 100



IV
LA VUELTA DEL CAPITAL FUGADO

La política económica en vigencia está sentada sobre la premisa de que el capital que se fugó de la Argentina en años pasados no volverá. Se trataría entonces de activos perdidos para siempre por el país. Creemos que esta premisa es falsa. Parte de este capital puede volver si se dan en nuestro país condiciones inversas a las que determinaron su fuga.

En consecuencia, en este capítulo nos proponemos estimar el monto mínimo de ese capital fugado y además investigar las causas de dicha fuga, con vistas a determinar las políticas que posibilitarían su retorno.⁶

El endeudamiento externo argentino está ligado a la fuga de capitales. En realidad podría afirmarse que desde 1978 hasta 1980, la Argentina se endeudó debido a lo reducido de las tasas de interés reales internacionales (iguales a 0 según el Gráfico N° 3). En cambio durante 1981 y 1982 la Argentina se endeudó para financiar la fuga de capitales aunque quizá ese no haya sido el propósito de las autoridades. Y desde 1983 hasta 1987, la Argentina ha continuado endeudándose para poder pagar los intereses generados por la deuda contratada en los años precedentes, con el dinero fresco proveniente de la creciente deuda. Así el Gráfico N° 9 muestra crecimiento del stock de capital fugado (hemos asignado un signo negativo a la fuga de capitales en

⁶ Eduardo Conesa, *Fuga de Capitales: Política Económica Argentina y Latinoamericana*. IPES, Buenos Aires, 1986. Donald Lessard y John Williamson, *Capital Flight and Third World Debt*, Institute for International Economics, Washington, D.C., 1987.

millones de dólares en esos dos años, que no por casualidad, es igual al total del capital fugado en ese período.

Hasta aquí hemos identificado los tres factores macroeconómicos más inmediatamente asociados con la fuga que son el mismo endeudamiento, la recesión y la expectativa de devaluación. Sin embargo también existen factores institucionales asociados a este fenómeno dentro de los que deben mencionarse la inseguridad jurídica y nuestra legislación fiscal.

Esta última parece especialmente diseñada para alentar la fuga e impedir el regreso. En efecto, nuestras leyes fiscales no solamente gravan la ganancia o rédito como tal, sino que además gravan los incrementos patrimoniales como forma de controlar la exactitud de los réditos declarados. Para evadir el impuesto, en consecuencia, se hace conveniente disminuir el activo declarado del patrimonio, enviando los activos líquidos al exterior eliminándolos así de hecho de la declaración local del patrimonio, y con el respaldo de estos dineros depositados en el exterior se obtienen créditos externos que sí se declaran, aumentándose así el pasivo. En países en que el impuesto a la renta funciona bien, como en los Estados Unidos, no se gravan los incrementos patrimoniales. En nuestro país es evidente que el capital que se fue no volverá, si por el mero hecho de su reingreso al país, el fisco considera a ese capital como una ganancia sujeta a impuesto. Si no fuese por esta concepción cuestionable de nuestra legislación fiscal, es evidente que buena parte de los 16 mil millones de dólares de capital fugado de nuestro país volvería, no bien se estableciera un tipo de cambio real suficientemente alto como para excluir la posibilidad de futuras devaluaciones reales, y nuestra economía ofreciera buenas tasas de retorno sobre las fábricas y los campos, lo cual sólo se puede conseguir con una estrategia nacional de crecimiento clara, coherente y estable.

GRAFICO N° 9

ARGENTINA

STOCK DE CAPITAL FUGADO EN BILLONES DE DOLARES CONSTANTES DE 1987 (FUGA : SIGNO -)
 STOCK DE DEUDA EXTERNA EN BILLONES DE DOLARES CONSTANTES DE 1987

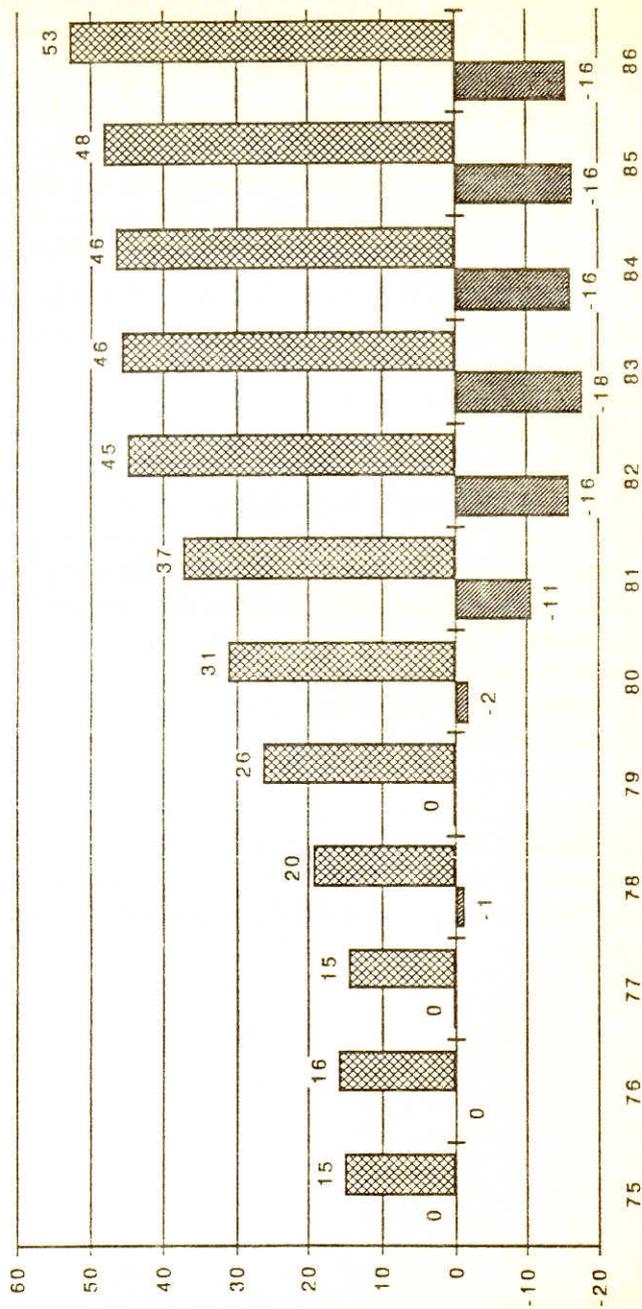
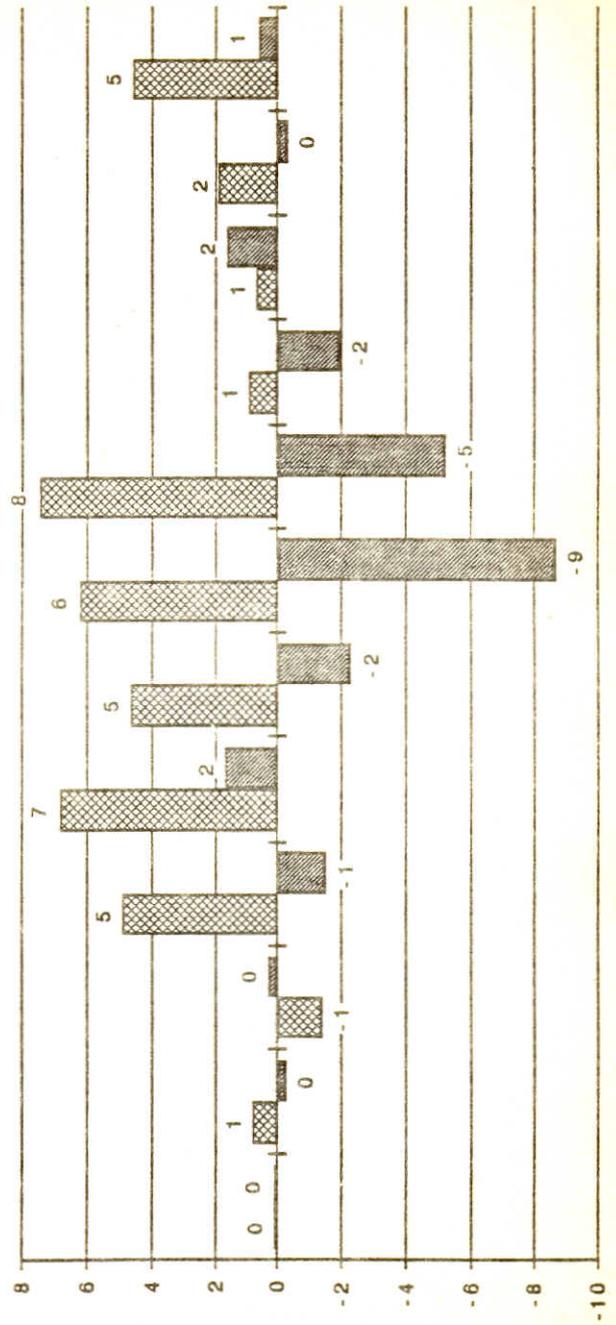


GRAFICO N° 10

ARGENTINA

INCREMENTO DE LA DEUDA EXTERNA EN BILLONES DE DOLARES CONSTANTES DE 1987
 CAPITAL FUGADO EN BILLONES DE DOLARES CONSTANTES DE 1987 (FUCA : SIGNO -)



V
LOS PRECIOS DE LAS EXPORTACIONES
TRADICIONALES*

Los precios de nuestros productos básicos de exportación están determinados en los mercados mundiales por las leyes de la oferta y la demanda. A su vez la oferta mundial está influida por las condiciones meteorológicas en los principales países productores del mundo y incrementada sin pausa cada año como resultado de un progreso tecnológico arrollador que permite hacer crecer granos hasta casi por sobre las piedras. Estas son verdades perogrullas que nadie discute. Más interesante, sin embargo, es analizar algunas otras de las fuerzas que están detrás de la oferta y de la demanda de nuestras exportaciones tradicionales. Esto trataremos de hacer en este capítulo.

El grueso de las exportaciones argentinas está constituido por materias primas de consumo universal susceptibles de ser clasificadas estrictamente según calidades y "standards" internacionales. Estas materias primas son la carne, el trigo, el maíz, los granos y derivados de ellos. Por ello es posible que estas materias primas se coticen como activos de valor universal en los mercados internacionales al ser también susceptibles de ser almacenadas en depósitos o, en el caso de la carne vacuna, en frigoríficos. A raíz de ello, el precio real, es decir el precio medido en moneda de valor constante de estas materias primas en los mercados internacionales está relacionado en buena medida con la tasa de interés real internacional, pues el costo de oportunidad del capital necesario para guardar y mantener "stocks" de estas materias

* Las conclusiones de este capítulo están respaldadas estadísticamente en el Apéndice A.

primas aumenta o disminuye según aumente o disminuya la tasa de interés real. Ante una elevada tasa de interés real internacional, las empresas harían los mayores esfuerzos para reducir sus deudas con las cuales habían comprado el stock de materias primas y así, reducirían stocks. Y al vender stocks aumenta la oferta y disminuye el precio de los productos básicos. E inversamente, en tiempos de tasa de interés real negativa, es decir, en períodos de inflación, es conveniente aumentar los stocks e inventarios pues estos se valorizan y en cambio las deudas se deprecian. En consecuencia, las empresas contraen deudas y con ellas adquieren, es decir demandan más productos básicos y hacen subir su precio.

La tasa de interés real internacional constituye entonces una de esas variables que actuando a través de la oferta y la demanda afecta los precios de nuestras exportaciones. Esta relación está ilustrada en el Gráfico N° 11. Allí puede observarse que cuando la tasa de interés real está baja como en 1973 y 1974, los precios de nuestras exportaciones están altos. Y viceversa, cuando las tasas de interés están altas como en 1982-87, los precios de nuestras exportaciones están bajos.

Un cuarto factor determinante de los precios de las materias primas argentinas por la vía de la oferta mundial está dado por el volumen mismo de las exportaciones del país. Está bien establecido que la Argentina enfrenta en los mercados internacionales curvas de demanda relativamente inelásticas. O para ponerlo en términos más simples, un incremento substancial en el volumen de la oferta exportada, como una duplicación o triplicación de la misma, para ser colocada, necesita de una reducción de los precios que solicita el país. Esta relación está ilustrada en el Gráfico N° 12 en el que puede observarse que por lo general altos volúmenes están asociados con bajos precios y viceversa, lo cual podría además probarse mediante rigurosos métodos estadísticos.⁷ Esta relación inversa se explica porque los mercados internacionales de productos agrícolas en los cuales vende la Argentina son mercados difíciles, trabados con toda clase de medidas proteccionistas en los países importadores. Después de la posguerra las principales potencias económicas del mundo se han vuelto extremadamente proteccionistas en productos agrícolas. Así,

⁷ Eduardo Conesa, *Términos de Intercambio y Tarifa Óptima en la Argentina*, Prólogo de los Doctores Raúl Prebisch y Adalbert Krieger Vasena, INTAL, Buenos Aires, 1983.

por ejemplo, es bien sabido que el Mercado Común Europeo ha establecido los nefastos "prelievos", o sea derechos de importación variables que aumentan cuando baja el precio al cual se les quiere vender, y disminuyen cuando aumenta el precio que pide el prospectivo vendedor a ese mercado. Esto posiblemente constituya una violación a las reglas y sobre todo al espíritu del GATT (General Agreement on Tariffs and Trade) pero como los que contravienen estas reglas son potencias mundiales, ellas pueden hacerlo impunemente. Japón, por su parte, registra precios internos para los productos agrícolas que son entre 30 a 3 veces más elevados que los argentinos. Sin embargo, este mercado es impenetrable para nuestros agricultores, y así en general. El resultado es que el verdadero mercado libre para productos agrícolas internacionales es muy pequeño y, en consecuencia dentro de él, la Argentina es un proveedor lo suficientemente importante que para poder colocar una mayor producción, tiene que reducir sus precios. Este factor, es decir el volumen de las exportaciones nacionales, repetimos, adquiriría importancia considerable si nuestro país triplicara o cuadruplicara el volumen de sus exportaciones de productos básicos, lo cual podría ocurrir en un plazo de 10 años, si nuestro país adoptara ahora una política permanente de tipo de cambio real alto similar a las de Brasil, Corea o Chile como hemos descripto anteriormente en el capítulo III.

Existe un solo producto con un gran mercado mundial sin trabas para la producción agropecuaria argentina que es el de la soja, el cual es relativamente libre y donde la Argentina podría convertirse en pocos años en el primer proveedor mundial, si nuestras autoridades y productores estudiaran a fondo este mercado. Sin embargo, en vez de fomentar la exportación de este producto, las autoridades insisten en establecer "retenciones", es decir derechos de exportación sobre el mismo, lo cual es un error bastante serio de la política económica.

El quinto factor determinante del precio de los productos argentinos de exportación que actúa por la vía de la demanda, es el crecimiento del Producto Bruto Mundial. Como esta variable no ha crecido mucho en el decenio de los 80, ello también ha contribuido al deterioro de los precios de exportación del país.

No podemos finalizar este capítulo sin una referencia a las recientes subas en los precios internacionales de los granos causada por la sequía que afectó a la cosecha corriente en los Estados Unidos. Debe recordarse al respecto que el gran país del norte gasta buena parte de sus subsidios a la agri-

cultura para inducir a sus "farmers" para que no siembren. Ante la reducción de los stocks, el gobierno norteamericano restringirá estos subsidios. En consecuencia bajo el incentivo de los altos precios y la terminación del subsidio, es probable que los "farmers" se lancen a sembrar con todo y luego los Estados Unidos se encuentren en la segunda mitad de 1989 abarrotados de granos, lo cual retrotraería a los precios internacionales de nuestras exportaciones a los niveles extremadamente bajos de los años pasados.

VI
¿POR QUE SUBIERON
LAS TASAS DE INTERES REAL
INTERNACIONALES
EN EL DECENIO DE LOS 80?*

El problema de la deuda externa argentina y latinoamericana ha sido agravado en gran medida por el repentino aumento de las tasas de interés reales internacionales, particularmente la tasa LIBOR, que tuvo lugar en 1981-87, como se reseñó en nuestro capítulo I.

En consecuencia, cabe preguntarse por qué las tasas reales internacionales de interés han subido de una manera tan marcada y persistente en los años 1981-87. El determinante principal de ese aumento ha sido el enorme déficit fiscal incurrido por el gobierno federal de los Estados Unidos en este lapso. Este déficit no tiene precedentes en la posguerra, según puede observarse en el Gráfico N° 13. Además fue imprevisible pues en 1980, en la propia plataforma del candidato presidencial Ronald Reagan se llegaba a preconizar hasta una enmienda constitucional para prohibir los déficits presupuestarios del Gobierno Federal. En la práctica luego ocurrió que el Presidente Reagan pudo conseguir que el Congreso apruebe una rebaja de los impuestos, pero no pudo forzar la reducción correlativa de los gastos, generándose así el enorme déficit fiscal que aún hoy padece ese país.

El Gráfico N° 13 muestra la estrecha asociación existente en el período 1946-1987 entre los déficits fiscales estadounidenses y el nivel de la tasa de interés real de la letras de Tesorería de ese país. Esta relación se explica simplemente por aplicación de las dos leyes más importantes de la economía

* Las conclusiones de este capítulo están respaldadas estadísticamente en el Apéndice B

política, que son las leyes de la oferta y la demanda: para financiar su déficit, el Gobierno Federal estadounidense necesita hacerse de fondos. Para ello ofrece letras de Tesorería y bonos en el mercado de capitales de este país. Sin embargo, para inducir al público a comprar crecientes cantidades de títulos, debe ofrecerles un interés más alto, lo cual se materializa en la caída de los precios de esos títulos públicos. Al descender el precio de los títulos, el público acepta comprar más títulos.

Es cierto que existe en los Estados Unidos una discusión nutrida y fuera de cauce sobre si los déficits fiscales hacen subir o no la tasa de interés real.⁸ Tal vez esto ocurre porque las conclusiones de la economía política, a la inversa de lo que ocurre con la química o la física, afectan intereses creados que entonces deliberada, o incluso inconscientemente, defienden tesis insostenibles con argumentos pseudocientíficos. Se creará así una gran confusión entre el público y aún entre los propios profesionales de la economía.

El mejor resumen de la controversia existente sobre el tema la dio el prestigioso economista Gottfried Haberler, profesor emérito de Harvard y asesor del American Enterprise Institute. Así, este autor escribe:

“La más sorprendente conclusión de la escuela de las expectativas racionales es el llamado teorema de la equivalencia de Ricardo, el que establece que no hay diferencia si el gobierno financia sus déficits con impuestos o con préstamos (el teorema es mal llamado ricardiano por ser atribuido a David Ricardo. El nombre está equivocado pues si bien Ricardo formuló el teorema luego lo rechazó por falta de realismo). El teorema está basado en el supuesto de que agentes racionales —firmas y familias— se dan cuenta que las deudas del gobierno hay que pagarlas. En consecuencia, estas deudas traerían como resultado la sanción de impuestos más elevados en el futuro. Las mayores deudas impositivas futuras inducirían a la gente racional a

⁸ Eduardo Conesa, “El Déficit Fiscal Estadounidense y la Crisis de la Deuda Externa Latinoamericana”, Vol. I, 7th. Latin American Meeting of the Econometric Society, p. 559.

ahorrar más, de manera que el incremento de oferta de bonos resultante de los déficits del gobierno será compensada, dólar por dólar, con un incremento en la demanda de bonos. En consecuencia, los déficits no empujan hacia arriba a las tasas de interés”. . . “Si el lector está sorprendido por el notable conocimiento que la gente tiene que tener, debe saber que esto no es todavía todo. Para contrarrestar la posible objeción de que los impuestos para pagar la deuda pueden caer en generaciones futuras de contribuyentes, una extensión intergeneracional de la teoría arguye que el contribuyente presente conoce además cuánto será el monto de los impuestos a pagar por sus hijos y sus nietos y en consecuencia ahorrará lo suficiente para protegerlos de las extravagancias de la generación presente”. . . “Yo solamente puedo repetir lo que dije en otra parte: estas son expectativas racionales salvajes. *Difficile est satiram non scribere*”.⁹

El Gráfico N° 13 permite apreciar que para que la clarísima e indiscutible relación empírica existente entre el déficit fiscal, (definido como las diferencias de año a año en el valor real de la deuda federal en manos del público), y la tasa de interés de las letras de Tesorería se manifieste claramente, el tamaño del déficit (superávit), debe ser elevado. El Gráfico muestra en 1946-1948 y en 1973-1974 fuertes superávits fiscales asociados con tasas negativas, y en 1981-87 fuertes déficits asociados a tasas altamente positivas. Cuando los déficits fiscales se mantienen cercanos a cero, la tasa de interés real suele oscilar entre el uno y el tres por ciento. Esto ocurrió principalmente en el decenio de los sesentas.

Es bien sabido que la mayor parte de la deuda externa argentina está pactada con cláusulas de reajuste del interés según las cuales la tasa de interés de los préstamos se cambia periódicamente para adaptarse a la tasa LIBOR

⁹ Gottfried Haberler *The Problem of Stagflation*, American Enterprise Institute for Public Policy Research, Washington D.C., 1985.

(London Interbank Offered Rate), más un “spread” de 0.81 por ciento fijo en los contratos de préstamo. Como se señaló antes, la deuda se contrató originalmente en el período 1970-80 cuando las tasas de interés reales LIBOR registraron un promedio levemente negativo y cercano a cero de -0.17 por ciento. Así, las altas tasas del período 1981-87 (promedio = 8.32 por ciento) cambiaron sorpresivamente la ecuación económica de los contratos de préstamo hacia nuestro país haciéndonos dudosamente capaces de cumplir nuestros compromisos.

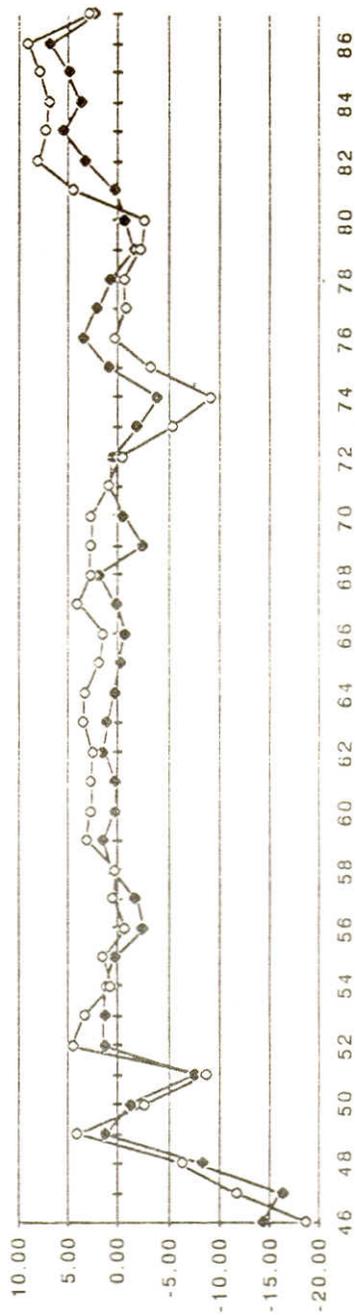
El déficit fiscal estadounidense, no solamente determina las tasas de las letras de tesorería, y por consecuencia también a su derivada, la tasa LIBOR, y al servicio de la deuda argentina. Además, por la vía de la tasa de interés real internacional, el déficit fiscal reduce los precios de exportación de nuestro país, tal como lo hemos expuesto en el capítulo anterior. Desde el punto de vista económico ello no debe sorprendernos pues más del 75% de las exportaciones argentinas está constituidas por “commodities” que pueden ser consideradas simplemente como activos, “assets”, del proceso productivo, ya que integran el capital circulante de las empresas. Por ello, al subir la tasa de interés internacional, tienden a bajar los precios de nuestras exportaciones.

GRAFICO N° 13

ESTADOS UNIDOS

●- DEFICIT (+) O SUPERAVIT (-) FISCAL MEDIDO POR LAS DIFERENCIAS ANUALES EN EL VALOR REAL DE LA DEUDA FEDERAL EN MANOS DEL PUBLICO (DEFLACIONADA CON EL WPI) EN RELACION CON EL PIB (%).

○- TASA DE INTERES REAL DE LAS LETRAS DE LA TESORERIA A TRES MESES DE PLAZO CALCULADA CON EL WPI (%).



VII
¿PUEDE PAGARSE
LA DEUDA EXTERNA ARGENTINA CON LA
ESTRATEGIA ECONOMICA DE 1984-88?*

La estrategia de desarrollo económico del equipo actual, si es que existe alguna, no ha variado desde diciembre de 1983. El plan austral fue solamente un intento tipo "shock" de frenar la inflación y nada más. Las medidas tomadas el primero de agosto de 1988 constituyen otro intento de alcanzar la estabilidad de precios que no implica cambios de fondo en la estrategia gubernamental para el desarrollo nacional.

¿Puede repagar su deuda externa la Argentina con la actual estrategia de desarrollo económico? Para dar respuesta a esta pregunta en sus aspectos mecánicos debemos hacer ciertos supuestos. Así suponemos que el país solamente puede pagar los intereses adeudados hasta con el 30 por ciento del producido de sus exportaciones. Si esos intereses sobrepasan el 30 por ciento de las exportaciones, el excedente de intereses se capitaliza adicionándose a la deuda, que así sigue creciendo. Si por el contrario, por los intereses a pagar son menores que el 30 por ciento de las exportaciones, se supone que el país los paga a los bancos y se torna así solvente. Se supone también que el pago del principal no es parte del problema, pues el negocio de los bancos es prestar capital para cobrar intereses. Lo que cuenta en consecuencia, es la capacidad de pago de estos últimos. Cabe agregar que la regla del 30% de las exportaciones como máximo para los intereses pagables requiere un esfuerzo serio por parte del país. En su famoso libro de 1919 *The Economic Conse-*

* Las conclusiones de este capítulo están respaldadas por el modelo econométrico descrito en el Apéndice D.

consequences of the Peace John Maynard Keynes¹⁰ sostenía que Alemania a duras penas podría pagar una deuda por reparaciones de guerra mayor que 100 millones de libras esterlinas por año (iguales a 2,000 millones de dólares actuales por año) y equivalentes al 20% de las exportaciones alemanas de ese entonces.

En razón de que las divisas a utilizar para pagar los intereses provienen en última instancia de las exportaciones, la tasa de crecimiento de las exportaciones supuesta juega un papel crucial en la "creditworthiness" del país. Además dada la necesidad de transmitir claramente el mensaje central suponemos que el déficit fiscal estadounidense declina muy suavemente en términos reales, que el PIB mundial crece al 2.5 por ciento anual y que la tasa de inflación en dólares se mantiene entre el 2 y el 3 por ciento anual, todo ello hasta el año 2000. Cabe destacar que el optimismo en estas variables, sirve para compensar el impacto deprimente, pequeño pero corrosivo cada año, que el progreso biotecnológico tiene sobre nuestros precios de exportación agrícolas.

Y bien la estrategia del actual equipo económico con respecto a la deuda externa, está implícita en el mensaje del 1° de mayo de 1988 dirigido por el Presidente Dr. Raúl Alfonsín al Congreso Argentino donde se prometió, como si fuera una gran política, mantener el tipo de cambio real actual sin retenciones, en la creencia de que este tipo de cambio promueve las exportaciones industriales.

El tipo de cambio real argentino de 1987-88 está situado en un nivel histórico en relación al dólar igual al de 1960, época en que los intereses a pagar sobre nuestra deuda externa no llegaban al 15% del valor de nuestras exportaciones. Es de economía elemental, hasta casi perogrullesco, que ese mismo tipo de cambio no puede ser el tipo de cambio de equilibrio en 1987, puesto que en este último año la carga de los intereses a pagar por nuestra deuda externa insumía el 72% de nuestras exportaciones de mercaderías. Es obvio que para pagar estos intereses nuestras exportaciones debieran crecer mucho más velozmente que los intereses para ir así aliviando la carga de los mismos. El principal instrumento de política económica con que cuenta el

¹⁰ John Maynard Keynes, *The Economic Consequences of the Peace*, Londres, MacMillan, Edición de 1984, p. 126.

país para estimular sus exportaciones sanamente es el tipo de cambio. Una devaluación real no es ni más ni menos que un subsidio sano a las exportaciones y a la sustitución de importaciones.

Además, es erróneo creer que el tipo de cambio real actual promoverá las exportaciones industriales. Tipos de cambio promotores de las exportaciones industriales son los de Corea y Brasil, países que han devaluado su moneda en términos reales en un ciento por ciento en relación a la Argentina, o mucho más aún en el caso del tipo de cambio chileno. Estos países sí promueven sus exportaciones industriales en serio. El tipo de cambio argentino de 1987 sería el correcto si no tuviésemos deuda externa y sólo adecuado para la promoción de las exportaciones tradicionales como carne, trigo y maíz, pero insuficiente para promover las exportaciones industriales que se dice querer promover. Si las exportaciones industriales crecen en 1988 ello obedecerá al achicamiento del mercado interno provocado por las políticas coyunturales recesivas y no a que el tipo de cambio estimule verdaderamente la inversión para la exportación. Por ello esta estrategia, más allá de las palabras, sólo promueve las exportaciones tradicionales agropecuarias.

En consecuencia ante el tipo de cambio histórico ya obsoleto que las autoridades se empeñan en mantener, aparentemente con fuerte convicción, suponemos que el volumen de las exportaciones argentinas crecerá al 2.8% anual hasta el año 2000, tasa anual que constituye también el promedio histórico de los años 1980-87. Los resultados de nuestros ejercicios no varían demasiado si se proyecta el crecimiento del volumen de las exportaciones al 3.6% anual, tasa registrada desde 1960 hasta 1987. Además se supone que la composición de las exportaciones argentinas no varía.

¿Qué pasa con la capacidad de repago del país bajo estos supuestos? Puede verse en el Gráfico N° 14 que en este caso la deuda externa sigue creciendo llegando a 100 mil millones de dólares corrientes en el año 2000, en tanto que las exportaciones totales llegan a 13 mil millones en ese año. No deseo agobiar al lector con los resultados de múltiples variaciones de supuestos, pero es bueno advertir que aún suponiendo una tasa de crecimiento del volumen de las exportaciones tradicionales del 5% anual, la Argentina no puede pagar los intereses anuales de su deuda hasta el año 2000 y, por lo tanto, su deuda externa continuaría creciendo y en ese año sería de 96 mil millones de dólares.

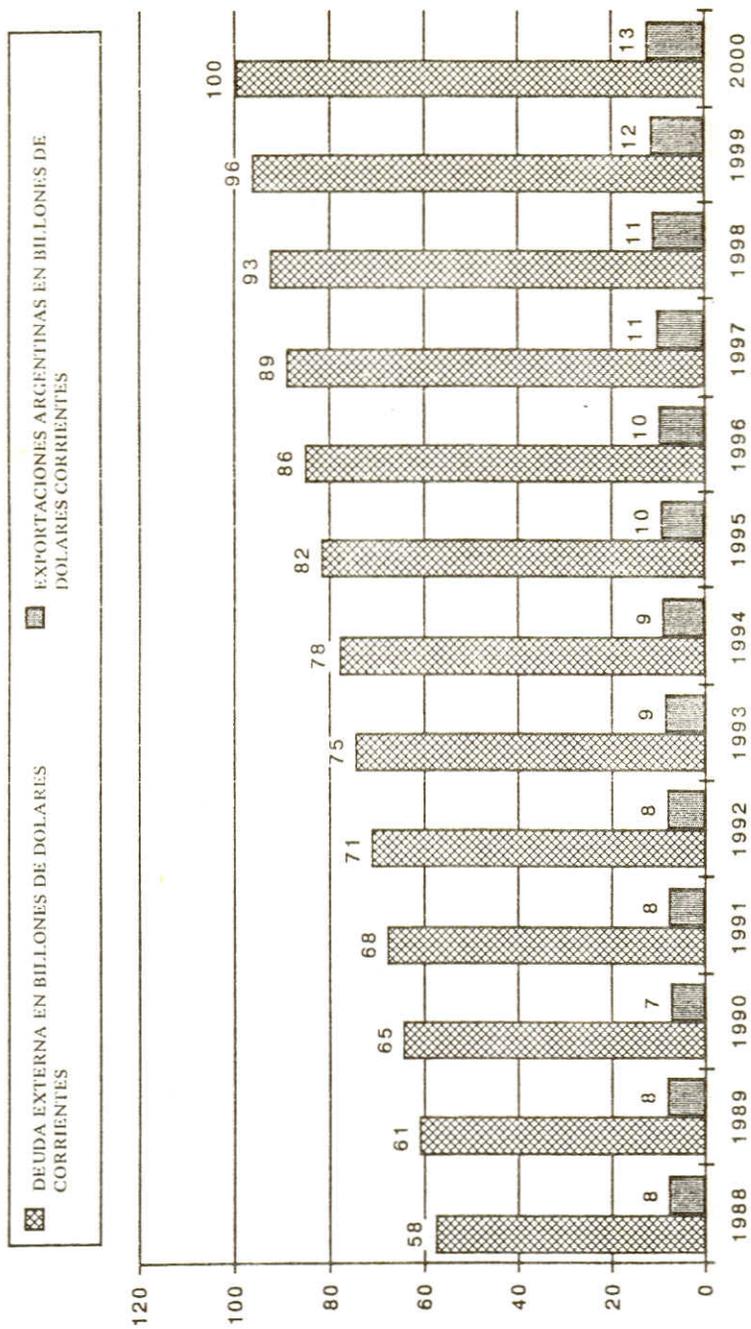
No escapará al lector que estos cálculos son muy mecanicistas pues no tiene en cuenta el "factor humano". Sería imposible mantener esta carga

permanente de la deuda externa sobre las espaldas de la sociedad argentina debido principalmente al deterioro de los salarios y la calidad del sector público, a la creciente pobreza general y a la consiguiente resistencia del pueblo. Ya se pueden observar signos evidentes de caída en los servicios públicos y en todo el aparato estatal. Ello es así pues las fuerzas políticas en la Argentina, en la lujuria de la democracia, se reparten los cargos públicos como botín de guerra entre los afiliados y se olvidan que el Estado moderno promotor del desarrollo, requiere de cuadros de funcionarios públicos altamente capacitados, razonablemente pagados, nombrados por rigurosos exámenes de competencia y promovidos por el mérito. Cuánto menor sea la paga, mayor debe ser la compensación moral del honor y el respeto que el funcionario político debe brindar al de carrera.

Y bien, volviendo al tema principal de nuestro capítulo, a medida que el deterioro y el subdesarrollo nacional se vayan acentuando y que la imposibilidad de pago de la deuda con la actual estrategia económica se vaya haciendo más evidente, comenzarán a surgir los tradicionales juristas de las nulidades, buscando la confrontación con los poderes externos. Los argumentos son conocidos y llevarían a una renegociación de la deuda externa y posiblemente a una reducción de su nivel actual, en línea con la cotización de la deuda argentina en los mercados internacionales de capital, o tal vez a una reducción de los intereses. Posiblemente el objetivo central de la estrategia que se está aplicando en la actualidad consista en obtener una condonación de la deuda en la creencia de que el desarrollo económico seguirá por añadidura: en realidad la verdadera estrategia del actual equipo económico consistiría en una mera continuación de la de su predecesor encabezado por el Dr. Bernardo Grinspun, solamente que este último, por razones de temperamento, era partidario de una confrontación inmediata y frontal con la banca acreedora y el actual equipo, más cauteloso, jugó a que Brasil entre en "default" primero, para luego recoger los beneficios de una moratoria con quita global. El problema con esta estrategia de no pago es que, como explicamos en el capítulo II, Brasil y los demás países latinoamericanos se están haciendo solventes. Además, aún con quita importante en el valor de la deuda, no se asegura el desarrollo, que es lo que interesa al pueblo argentino. En definitiva esta estrategia no sirve ni al pueblo argentino ni a los bancos extranjeros. ¿A quién sirve esta estrategia?

GRAFICO N° 14

PROYECCION DE LA DEUDA EXTERNA EN CASO DE APLICARSE
LA ESTRATEGIA ECONOMICA DE 1984-88



VIII
EL RESULTADO DE
LA ESTRATEGIA OFICIAL DE 1984-88.
¿NULIDAD DE LOS CONTRATOS
DE LA DEUDA EXTERNA?

Ante la estrategia oficial de 1984-88 para el repago de nuestra deuda externa, descrita en el capítulo VII, consistente en pagar una parte de los intereses y obtener más préstamos para pagar el resto, mientras la deuda externa sigue creciendo y el país se mantiene estancado navegando a duras penas entre la hiperinflación y la recesión, es previsible que la oposición y núcleos del propio partido gobernante, comiencen a elaborar argumentos jurídicos para tratar de zafar al país de su deuda externa. Es fácil imaginárselos. Se dirá que allá por el año 1776 en la ciudad de Boston, Colonia de Massachusetts, un grupo de súbditos de la Corona Británica decidió no pagar los impuestos al té que Inglaterra pretendía extraerles. Los rebeldes argumentaban que no deben cobrarse impuestos sin representación popular: “No taxation without representation”. Para que el pueblo esté obligado a pagar impuestos, estos deben estar establecidos por leyes sancionadas por un congreso que represente a dicho pueblo. Se recordará que desde esos tiempos, el viejo principio de la Carta Magna inglesa de 1215 según el cual los impuestos deben ser sancionados por los parlamentos, se fue afianzando y que en la actualidad se lo reconoce universalmente como uno de los pilares fundamentales de toda democracia. Así la Constitución norteamericana de 1787, hoy en vigencia, dice textualmente en su artículo I, sección 7 “All bills for raising revenue shall originate in the House of Representatives. . .” y la sección 8 “The Congress shall have the power to lay and collect taxes. . .”. Se recordará también que para afianzar la democracia hubo que luchar contra la monarquía británica. Así inmediatamente a la negativa de pagar impuestos, un entonces desconocido general llamado George Washington, en lo que

bien pudo haber sido un vulgar “golpe” latinoamericano, tomaba un regimiento en las afueras de Cambridge, cerca de donde está la vieja Universidad de Harvard y dio comienzo a la gloriosa revolución norteamericana que luego de 200 años engendró al país más poderoso y adelantado de la tierra. Y todo ello sobre la base del principio democrático de “no taxation without representation”.

Por medio de silogismos aristotélicos se argumentará que este principio tiene consecuencias formidables sobre la contratación de la deuda pública externa o interna de todos los países. El repago del principal y los intereses de la deuda pública requiere que el gobierno del país endeudado se haga de fondos. Y como los fondos deben provenir en última instancia de impuestos, y éstos deben ser sancionados por los parlamentos, el poder de contraer empréstitos también debe estar necesariamente en manos de los parlamentos de los países.

Se recordará que ello está establecido en la Constitución Argentina de 1853 en los artículos 4 y 67 incisos 3 y 6. Así el artículo 4 establece que: “El Gobierno Federal provee a los gastos de la Nación con los fondos del Tesoro Nacional formado del producto de derechos de importación y exportación. . . y de los empréstitos y operaciones de crédito que decreta el mismo Congreso para urgencias de la Nación o para empresas de utilidad nacional”. El artículo 67 dice: “Corresponde al Congreso: . . . 3. Contraer empréstitos de dinero sobre el crédito de la Nación . . . 6. Arreglar el pago de la deuda interior y exterior de la Nación”.

Así los tribunos de la democracia sostendrán que sólo el Congreso formado con los representantes del pueblo aprueba la deuda externa o interna. Al respecto, se hará hincapié en el mensaje al Congreso del 1° de mayo de 1988 del Presidente Dr. Raúl Alfonsín:

“La democracia heredó la agobiante carga de una deuda que por su magnitud compromete el porvenir de los argentinos y que, además, constituyó una formidable dilapidación de recursos. Otros países hermanos enfrentan un problema de endeudamiento de origen y magnitud similar al nuestro, pero tienen al menos como contrapartida tangible inversiones productivas que posibilitan una mayor disponibilidad de bienes y servicios. El endeudamiento externo de la Argentina es tal vez uno de los episodios más trá-

gicos de la historia económica contemporánea, porque ha sido un proceso estéril destinado a financiar una estructura de consumo distorsionada, un alto desequilibrio fiscal y una masiva fuga de capitales. Esta lamentable herencia que ha recibido el gobierno democrático recae directamente sobre las espaldas de la Nación, ya que en la etapa final del anterior gobierno militar la deuda fue trasladada en su mayor proporción al sector público. Esto implicó agravar el déficit fiscal, generar una mayor transferencia de recursos al exterior a expensas de la inversión productiva y acentuar el proceso inflacionario, a través de las medidas necesarias para neutralizar el desequilibrio de las cuentas públicas que la propia deuda produce”.

En rigor, la democracia no hereda deudas, dirán los juristas de la confrontación: la democracia sólo puede aceptar la deuda por medio de una ley del Congreso porque el poder de contraer empréstitos, al igual que su hermano siamés, el poder de imposición, pertenecen exclusivamente a los representantes del pueblo, es decir al parlamento. Esta deuda dudosamente aceptada por la democracia fue contratada sobre la base del artículo 5 del Estatuto para el Proceso de Reorganización Nacional que rezaba:

“Las facultades legislativas que la Constitución Nacional otorga al Congreso, incluidas las que son privativas de cada una de las cámaras, sean ejercidas por el Presidente de la Nación. . .”.

¿Fue aceptada explícitamente la deuda externa por el Congreso Argentino? Los juristas de la confrontación tratarán de demostrar que no. Debe suponerse que si el Presidente Dr. Alfonsín aceptó pagar las deudas del Proceso con los dineros del pueblo, la deuda debió ser aprobada por el Congreso. Si ello no fuera así, los juristas de la confrontación tendrán algunos argumentos contra el propio Dr. Alfonsín. Se dirá que su gobierno aceptó devolver cuantiosos bienes expropiados por el Proceso a individuos que estaban vinculados a las extorsiones del terrorismo que asoló al país. Condenó a cadena perpetua a los Comandantes en Jefe de nuestras Fuerzas Armadas, pero aceptó que el pueblo argentino cargue bajo sus espaldas con las deudas del Proceso. Se trata de un problema de consistencia o mejor, inconsistencia,

dirán los juristas de la confrontación. Si la democracia paga las deudas del Proceso, tiene que ser porque las acepta el parlamento, no porque las “herede”. Se dirá que esto es elemental en toda democracia. Se dirá también que no tiene sentido para la democracia llorar la deuda externa: o la declara legalmente nula o la paga, pero no la llora. Se dirá que llorar la deuda externa de las Juntas Militares después de condenar a prisión perpetua a sus miembros es una inconsistencia formidable.

Se dirá que es inconstitucional que el parlamento haya aceptado esta deuda que está contratada con tasa de interés variable, la cual depende del déficit fiscal de los Estados Unidos. Como la deuda externa argentina fue de 54,000 millones de dólares en 1987, por cada uno por ciento de incremento en la tasa de interés internacional, se le extraen al pueblo argentino 540 millones de dólares que van a parar a las arcas de los banqueros de Nueva York y Londres. Todo ello no puede ser consentido por la democracia argentina. Como la tasa de interés internacional depende del déficit fiscal estadounidense, en una relación de casi uno a uno, por cada uno por ciento de déficit fiscal adicional que vota el Congreso estadounidense en relación al PIB de ese país, la tasa de interés real sube un punto, y el pueblo argentino, sin representación alguna en el Congreso de los Estados Unidos, debe pagar un mínimo de 540 millones de dólares adicionales a sus acreedores. Se trata de un mínimo porque no se han sumado todavía a esta millonada de dólares, el efecto depresivo que el déficit fiscal estadounidense tiene sobre los precios de exportación de la Argentina, que también los debe sufrir la ciudadanía de nuestro país.

También se argumentará sobre la base de la cláusula “rebus sic stantibus” que se considera implícita en todos los contratos, incluso en aquéllos de derecho internacional. Esta cláusula nos dice que los contratos deben cumplirse mientras no cambien substancialmente las circunstancias de la contratación. Cuando la alteración de las circunstancias es razonablemente imprevisible y esta alteración ha agravado las obligaciones del deudor de manera tal que no podría cumplirlas sino a costa de su ruina o sacrificios excesivos, el derecho admite que el contrato deba renegociarse. En este caso, los contratos se firmaron originalmente cuando la tasa LIBOR era en términos reales del cero por ciento. Súbitamente a raíz de los masivos y continuados déficits fiscales estadounidenses, que eran totalmente imprevisibles y que constituyen un hecho nuevo desde la posguerra, las tasas de interés LIBOR dieron un salto al 8% real durante 6 años seguidos, como se demostró en el Gráfico N° 3,

y así los contratos, a partir de 1981, se tornaron excesivamente gravosos para todos los países en desarrollo. En estas condiciones, el derecho y la justicia nos asisten, argumentarán los juristas de la confrontación con razonables fundamentos, pidiendo la renegociación de los contratos de deuda.

Se dirá que es inconstitucional y atentatorio contra la soberanía nacional que en los contratos de empréstito se haya convenido la jurisdicción de los tribunales del Estado de Nueva York, pues la Constitución Argentina de 1853 establece en su artículo 100, la jurisdicción indeclinable de la Corte Suprema de Justicia Argentina y los tribunales federales en las causas en que la Nación sea parte.

Se dirá que según el artículo 4 de la Constitución de 1853, la deuda pública que sólo puede contraerse “para urgencias de la Nación” o para “empresas de utilidad nacional” y no para financiar la fuga de capitales privados como ocurrió en 1981 y 1982 o para balances macroeconómicos de concepción errónea como ocurrió desde 1983 a 1988.

En fin, no es el propósito de este capítulo predecir todos los argumentos jurídicos que sostendrán los abogados de la confrontación, sino solamente dar una idea breve de su sabor general, que es por lo demás obvio, y debe reconocerse, pueden tener bastante peso en la opinión pública de nuestro país y aun en la mundial.

La deficiencia de esta postura legalista-pleitista proviene de que el pueblo argentino le interesa el desarrollo económico y no el pleito. *En el capítulo XI demostraremos que se puede pagar y crecer al mismo tiempo.* Así la postura jurídica solamente tiene gran atractivo para quienes busquen la confrontación con las potencias occidentales. Incluso esta postura pleitista perdió su mejor oportunidad al comienzo de la presidencia del Dr. Raúl Alfonsín. Ese fue el momento más adecuado para que el Congreso Argentino rechace formalmente los contratos de deuda en nombre de la democracia, y al dejarlos sin base legal, fuerce una negociación ventajosa con la banca acreedora. Pero el gobierno abrió un frente interno en forma apresurada al enjuiciar a nuestras Fuerzas Armadas y no podía luego darse el lujo de abrir un segundo frente, esta vez externo, con la misma banca acreedora extranjera. El resultado fue que el pueblo argentino pagó los platos rotos al que darse con una mayor deuda externa, contratada ahora con el consentimiento tácito del Congreso, y sin el desarrollo económico, que es lo que interesa verdaderamente.

IX
¿PUEDE PAGARSE LA DEUDA EXTERNA
DEJANDO FLOTAR
EL TIPO DE CAMBIO? *

Con la estrategia económica de 1984-88 no se pueden pagar los intereses de la deuda externa sin contraer nuevas deudas. Además con ella se mantiene al país casi permanentemente entre la hiperinflación y la recesión. Existe, sin embargo una propuesta de flotación cambiaria que permitiría pagar los intereses de la deuda y desarrollar el país. La analizaremos en este capítulo.

En esta propuesta se propicia que el país lleve a cabo una liberación cambiaria sin retenciones con libre flotación del tipo de cambio y apertura de las importaciones. Todo ello seguido de una rebaja substancial de la tarifa aduanera que provocaría una depreciación real considerable de nuestra moneda para promover nuestras exportaciones y así poder pagar los intereses de la deuda externa. La flotación sería también acompañada de un duro ajuste fiscal, tal como se hizo con motivo de la histórica crisis de la deuda externa de 1890. En ese decenio estadistas de la envergadura del Dr. Carlos Pellegrini y el General Julio A. Roca presidieron la República y supieron conducirla exitosamente por la senda del desarrollo hacia el pago de la deuda externa. De esta manera se demostró en la práctica que el pago de dicha deuda no era incompatible con el desarrollo económico.

Además, para analizar más concretamente esta propuesta suponemos que el gobierno demanda divisas en el mercado cambiario por un monto que

* Las conclusiones de este capítulo están respaldadas por el modelo econométrico descrito en el Apéndice D.

no excede del 30% de las exportaciones para pagar los intereses de la deuda externa. El excedente de intereses a pagar debe obtenerse del producido de nuevos préstamos que hacen crecer la deuda externa. La solvencia internacional se alcanza cuando ésta deja de hacerlo puesto que el país puede pagar la totalidad de los intereses adeudados con menos del 30% del producido de sus exportaciones.

Otros supuestos necesarios para analizar esta propuesta se refieren al déficit fiscal de los Estados Unidos en relación al PIB de ese país, a la inflación en dólares y a la economía mundial. Suponemos que el déficit se va reduciendo gradualmente hasta el año 2000 lo cual provoca una también gradual reducción en las tasas de interés real internacional que debe abonar nuestro país, que la inflación en dólares sigue el mismo camino y que el PIB mundial crece a una tasa constante del 2.5% anual, también hasta el año 2000.

Finalmente, el supuesto vital consiste en que, a raíz de la considerable depreciación real de nuestra moneda, el volumen de las exportaciones totales argentinas crece al 10% anual acumulativo hasta el año 2000. ¿Qué ocurriría a la deuda externa bajo esta estrategia económica de flotación con liberalización?

El Gráfico N° 15 nos muestra los resultados de la misma. Allí se puede observar que la deuda externa llegaría a 85 mil millones de dólares corrientes en el año 2000 y las exportaciones a 19 mil millones. Afortunadamente el crecimiento de la deuda externa sería nulo hacia el año 2000, lo cual significa que sería posible pagar la totalidad de los intereses adeudados en ese año. Es decir que el país sería solvente para esa época.

Con esta estrategia de flotación, el crecimiento espectacular del volumen exportado provoca una caída considerable de los precios de nuestras materias primas de exportación representados en las barras con rayas oblicuas del Gráfico N° 16, que de 100 en 1987 caen a 88 en 1992, a 85 en 1993, a 70 en 1999 y a 67 en el año 2000, niveles de precios que están muy por debajo de 98-100 que tendrían los mismos productos en los años respectivos arriba mencionados, según las barras con rayas horizontales, en caso de seguirse la estrategia gubernamental, o la que llamaré de las "Bases" en el capítulo XI. En otras palabras, además del sacrificio que demandaría a nuestros trabajadores la caída inicial del salario real provocada por la aplicación de esta propuesta, los agricultores sufrirían la caída de los precios de exportación en el largo plazo, la que pesaría como una retención, quitando al agro parte

del fruto de su esfuerzo productivo, y al país la posibilidad de pagar los intereses, todo ello para beneficio de los países importadores.

Incidentalmente, es oportuno recordar aquí la famosa discusión que hace 60 años sostuvieron John Maynard Keynes¹¹, Bertil Ohlin y Jacques Rueff a propósito de las reparaciones de guerra que los aliados impusieron a Alemania después de la Primera Guerra Mundial, cuyo servicio era equivalente a algo más del 20% de las exportaciones de este país y que Alemania no podía pagar. Según Keynes, el problema radicaba en que además de aumentar los impuestos al contribuyente alemán para pagar a los acreedores extranjeros, estaba la dificultad adicional de convertir la moneda alemana resultante de los tributos en francos franceses, libras esterlinas u oro para con estas últimas pagar a las potencias aliadas. Para conseguir moneda extranjera, Alemania necesitaba aumentar sus exportaciones, pero si lo hacía, se deprimían sus precios de exportación, con lo cual surgía un costo adicional que se sumaba a los impuestos pagados por sus contribuyentes, haciendo imposible el pago de las reparaciones de guerra. Para colmo de males el plan Dawes prohibía a Alemania devaluar su moneda para exportar más.

En el caso argentino de 1988, la situación sería más difícil que la alemana de 1928 pues el servicio de nuestra deuda, en intereses solamente, excluido el principal, consume más del 50% de nuestras exportaciones, contra el 20% en el caso de Alemania. Además las potencias acreedoras, en particular el Mercado Común Europeo y el Japón, con su proteccionismo agrícola nos impiden exportarles. Pero en otro sentido, nuestra situación es más fácil porque ninguna potencia extranjera, ni tampoco el FMI, nos prohíbe depreciar en términos reales.

La existencia del salvaje proteccionismo agrícola de las potencias industriales en esta segunda mitad del siglo XX, hace cuestionable aplicar hoy la acertada política de la generación gobernante argentina de 1890-1900, pues debido a ese proteccionismo agrícola sería difícil vender nuestras exportaciones agropecuarias si éstas se triplican, como ocurriría en el año 2000 (debido al crecimiento anual del 10% mencionado antes) a menos que reduzcamos substancialmente nuestros precios de exportación. Y esta caída de los

¹¹ La discusión de Keynes y Ohlin puede verse en John Maynard Keynes, *The Collected Writings of*, Volumen XI, MacMillan. Cambridge University Press, Londres, The Royal Economic Society, 1983, p. 451 a 480.

precios determinaría la reducción de los valores exportados y que solamente al final del siglo XX, la deuda externa argentina deje de crecer como surge del Gráfico N° 15. Claro está que con la caída de los precios de las exportaciones tradicionales, el mercado por sí solo traería lentamente la corrección por vía de la diversificación hacia las no tradicionales, y así la caída de los precios tendería a suavizarse, lo cual apenas puede observarse en el Gráfico N° 16.

Pero caben consideraciones adicionales a la liberalización con flotación de nuestra moneda en el mercado de cambios, unida a la limitación del pago de los intereses al 30% de nuestras exportaciones y a un riguroso equilibrio fiscal. La flotación deja a este mercado sujeto al azaroso comportamiento del déficit fiscal de los Estados Unidos, que es el principal determinante de las tasas reales de interés internacional. Si en los Estados Unidos gana las elecciones presidenciales el candidato opositor y reduce drásticamente el desequilibrio fiscal, cabría esperar una caída vertical de la tasa de interés internacional, una reducción importante del monto de los intereses que adeuda anualmente la Argentina, un aumento espectacular de los precios de nuestras materias primas de exportación y una revaluación de nuestra moneda en relación al dólar.

Alternativamente, si el déficit fiscal de los Estados Unidos se incrementa, también lo harán las tasas de interés internacionales y el monto de los intereses totales anuales adeudados por nuestro país. Además, se deprimirían más aún los precios de nuestras exportaciones tradicionales, con lo cual el tipo de cambio fluctuante de la moneda argentina en relación al dólar se depreciaría más allá del cien por ciento.

Además, si esta estrategia comienza a tener éxito y por otra parte las tasas internacionales de interés real caen, el capital fugado del país querrá volver para aprovechar los beneficios de su recuperación, y la consiguiente oferta de divisas revalorará nuestra moneda, apagando así el motor del desarrollo económico constituido por el incentivo que el tipo de cambio depreciado otorga a las exportaciones tradicionales. En otras palabras, esta estrategia provocaría una inestabilidad económica en la Argentina que sería ideal para hacer fortunas con la especulación financiera. Además, nos coloca justamente en el punto de máxima dependencia de las políticas económicas no siempre racionales de las grandes potencias. Por todo ello, no está tan claro que sea la mejor para promover el bienestar general y el desarrollo del país.

Por último, uno de los mayores problemas con la aplicación de esta estrategia sería la caída fuerte del salario real equivalente al 30% de la depreciación real de nuestro signo monetario que ella generaría. Así, si se verificara una depreciación del tipo de cambio real del 60%, el salario real caería aproximadamente un 20%, lo cual desencadenaría un frontal ataque de la Confederación General del Trabajo como principal fuerza en contra de la aplicación de esta estrategia económica. En defensa de esta propuesta debe aclararse que la caída del salario ocurriría durante los dos o tres primeros años de aplicación de esta estrategia, pero luego se revertiría rápidamente cuando comiencen a descender los precios internacionales de nuestras exportaciones de materias primas alimenticias.

En conclusión, merced a los sacrificios que esta estrategia impondría al país, a sus agricultores y a sus trabajadores, hacia el año 2000-1, la Argentina sería apenas capaz de pagar los intereses de su deuda externa.

GRAFICO N° 15

PROYECCION DE LA DEUDA EXTERNA EN CASO DE APLICARSE
LA ESTRATEGIA DE FLOTACION

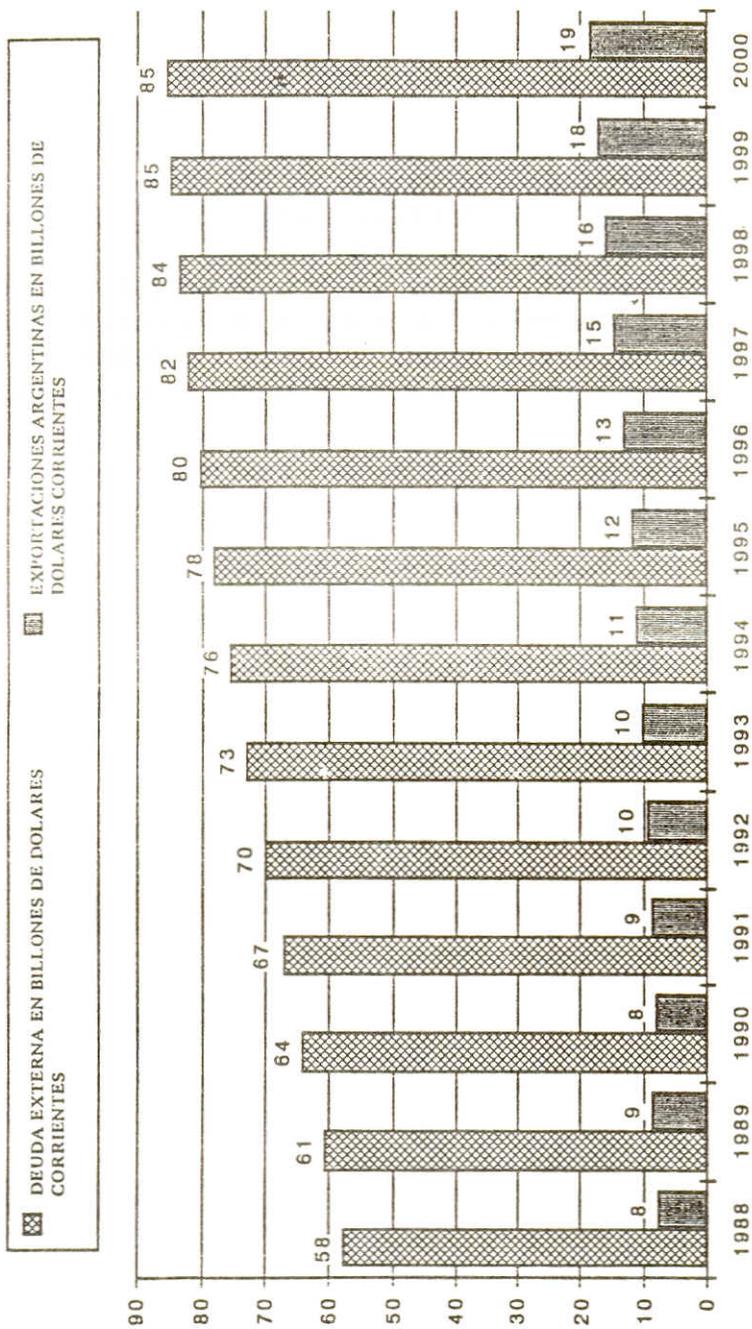
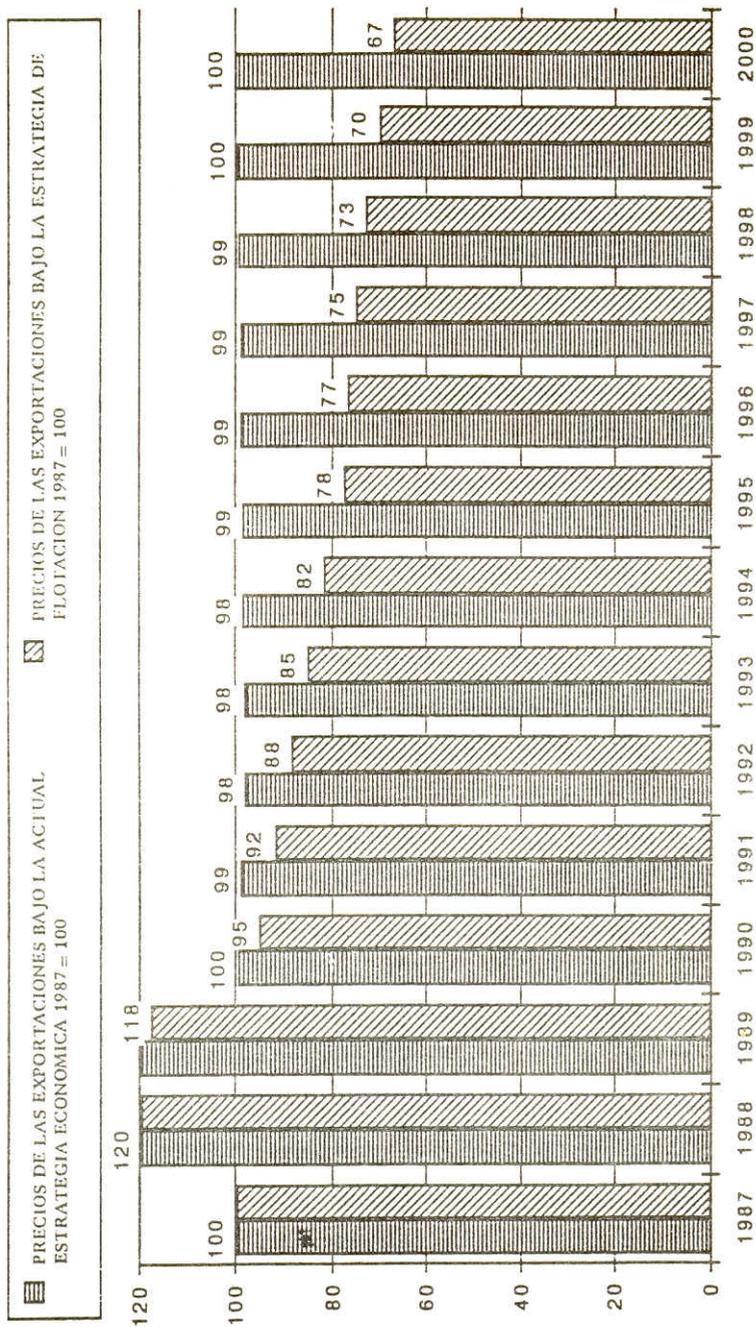


GRAFICO N° 16

PROYECCION DE LOS PRECIOS DE LAS EXPORTACIONES ARGENTINAS



X

**TIPO DE CAMBIO REAL, SALARIO REAL Y
DERECHOS DE EXPORTACION***

En el caso argentino, son dos los efectos contraproducentes de la devaluación real que pueden frustrar sus efectos benéficos. El primer efecto negativo ya analizado en los capítulos V y IX, consiste en que, con la actual composición de las exportaciones, que muestran un fuerte componente de productos agropecuarios, se generaría una reducción en los precios de exportación en el largo plazo que anularía parte del efecto positivo sobre el crecimiento de los volúmenes exportados que esta medida generaría.

El segundo efecto contraproducente consiste en la fuerte e inmediata caída del salario real, lo cual ha sido un factor determinante importante de la tradicional y crónica sobrevaloración cambiaria argentina. La sobrevaloración a su vez impide el crecimiento veloz de las exportaciones y así hace más difícil el desarrollo del país. Además, la ausencia de un vigoroso crecimiento de las exportaciones ha sido uno de los factores determinantes del deterioro de la capacidad de repago de la deuda externa argentina. Aunque a más largo plazo, el crecimiento sólido de las exportaciones no solamente permitiría al país repagar a sus acreedores, sino que, más importante, mejoraría el nivel de vida de su población y el de la propia clase trabajadora. Si se consigue quebrar la decadencia por la vía de una punta de lanza consistente en un substancial y rápido crecimiento de las exportaciones, el efecto multiplicador de éstas sobre la actividad económica general permitiría aumentar

* Las conclusiones de este capítulo están respaldadas estadísticamente en el Apéndice C.

la inversión y el empleo productivo, levantando las expectativas negativas de nuestra alicaída sociedad.

La experiencia de Corea, Brasil, Chile y otros países con devaluaciones reales del 100 por ciento o más no es fácilmente transferible a la Argentina porque en nuestro país las devaluaciones están muy correlacionadas con caídas en el salario real, las cuales generan tensiones sociales no conocidas en estos otros países. Ocurre que las ventajas comparativas naturales de la pampa húmeda argentina están en la producción de carne vacuna, trigo y maíz. Estos productos son a la vez eminentemente exportables y comestibles. Además son los primeros capaces de explotar los beneficios para el sector exportador que una devaluación conlleva.

Cuando se produce una devaluación, los precios de la carne, del trigo y del maíz suben en paralelo casi perfecto con el tipo de cambio nominal, pues se trata de productos que pueden, en cantidades limitadas, venderse en el mercado externo, o en el interno. Si el tipo de cambio devaluado invita a vender en el externo, no quedan existencias para el interno, y en consecuencia, el precio interno de estos productos y de todos los productos alimenticios se eleva inexorablemente. Al subir de precio el principal componente de la canasta de consumo familiar de una familia tipo, disminuye también apodóticamente la retribución del factor trabajo. Como este último es amplia mayoría en la población con fuerte peso en regímenes políticos democráticos, se entiende porque la Argentina tiene una historia de sobrevaloraciones cambiarias. El peso del número cuenta en política. La excepción a la regla se dio en el período 1978-80 cuando un sistema político autocrático sobrevaluó nuestra moneda. Ello se debió, no tanto a simpatías gubernamentales con el factor trabajo, que también existieron en esa época, sino más bien a la política de estabilización de precios fundada en "la tablita" y a la plétora de oferta de crédito internacional que inundó los mercados cambiarios, y en nuestro país se manifestó en endeudamiento externo y en la sobrevaloración cambiaria. Pero esa excepción a la regla no es probable que se repita.

El Gráfico N° 17 nos presenta en cuadrados negros la evolución del salario real en nuestro país. Así, por ejemplo, éste cae en 1959-60 como consecuencia de la devaluación real que tuvo lugar durante el gobierno del Presidente Dr. Arturo Frondizi y su ministro de Economía el Ing. Alvaro Alsogaray, devaluación que puede observarse siguiendo los rombos blancos del Gráfico N° 17.

Desde 1961 a 1971 el salario real se acrecentó normalmente como consecuencia del desarrollo económico saludable del país que tuvo lugar en esos años.

En 1973-75 el salario real experimentó, según puede observarse en el Gráfico N° 17 un incremento del orden del 40%. Ello coincide con la llegada del partido justicialista al poder. Desde el punto de vista económico los factores determinantes del elevado salario real fueron los tipos de cambio múltiples y los derechos de exportación. En efecto, en dicho período se produjo una sobrevaloración cambiaria apreciable del tipo de cambio principal para las exportaciones tradicionales que puede verse en la línea de rombos blancos. En 1975, se produjo una devaluación real considerable, pero ella fue compensada por un fuerte aumento en los derechos de exportación, lo cual puede apreciarse en la línea de rombos negros. La experiencia del período 1973-75 muestra que salarios reales elevados son consistentes con tipos de cambios reales devaluados si ellos van acompañados de fuertes derechos de exportación. Cabe aclarar que entre los años 1973-75 el gobierno de entonces, siguiendo una tradición muy arraigada en los años tardíos del decenio de los 40 y tempranos del decenio de los 50, aplicó tipos de cambios múltiples. Así, las exportaciones no tradicionales gozaron de un tipo de cambio mucho más devaluado. Cuando el tipo de cambio se desdobra, se ha considerado en este estudio que ello es equivalente a imponer una "retención" o un derecho de exportación a los productos tradicionales. El Gráfico N° 17 pone de manifiesto cómo estos derechos de exportación, en conjunción con el tipo de cambio real, son factores determinantes del salario real.

La caída del salario real (cuadrados negros en el Gráfico N° 17) de 1976 está asociada a una fuerte caída de los derechos de exportación (rombos negros en el Gráfico) y a una devaluación real del tipo de cambio. El considerable aumento del salario real de 1978-80 está correlacionado con la sobrevaloración cambiaria sobreviviente en esos años¹², la cual fue tan acentuada que compensó la drástica caída de los derechos de exportación.

Nuevamente, el reducido salario real de 1982 está asociado al elevado ti-

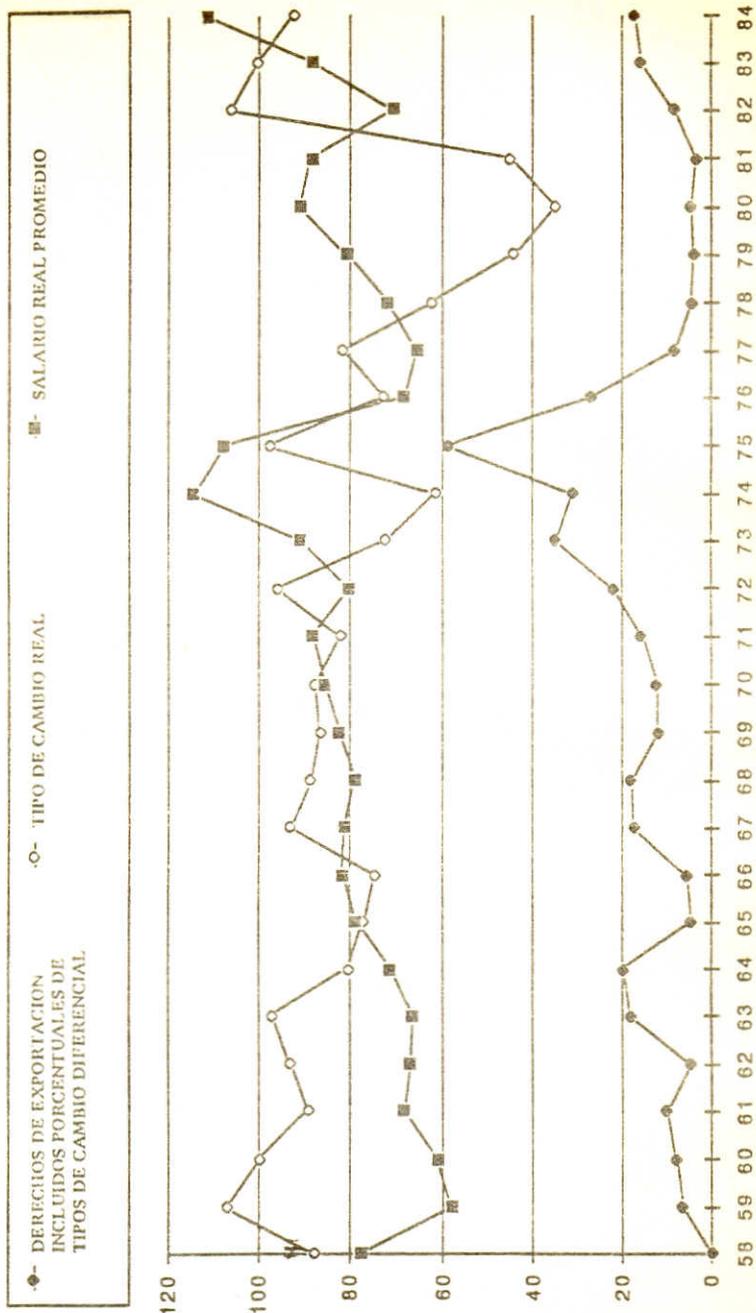
¹² Carlos A. Rodríguez, "Relación entre Salarios Reales y Tipo Real de Cambio" en *Inflación y Estabilidad* de Roque Fernández y Carlos A. Rodríguez, Ediciones Macchi, Buenos Aires, 1982, p. 329.

po de cambio de ese año, mientras que el aumento del salario real en 1983-84 está acompañado de la suave sobrevaloración cambiaria que tuvo lugar en esos tiempos y al aumento de los derechos de exportación en vigencia durante 1983-84, según puede verse en la línea de rombos negros del Gráfico N° 17.

En conclusión, surge claro del Gráfico N° 17 que cuando el tipo de cambio real sube, el salario real baja y viceversa. Sin embargo, en el caso de los derechos de exportación, cuando éstos aumentan, el salario real también se incrementa.

GRAFICO N° 17

RELACION ENTRE EL TIPO DE CAMBIO Y EL SALARIO Y
LOS DERECHOS DE EXPORTACION



XI
DEUDA EXTERNA VERSUS
DESARROLLO NACIONAL.
LA SOLUCION DEL CONFLICTO *

En recientes declaraciones oficiales se persiste en la continuación de la política económica de 1984-88 a pesar de estar demostrado que ésta no funciona. Esta política no solamente impide pagar la deuda externa, sino que además, y más importante, mantiene a la economía nacional en un estado de postración permanente, caminando sobre el filo de la hiperinflación y de la recesión. Pero no se trata de criticar solamente. Debemos proponer soluciones. Esto es lo que intentamos hacer en este capítulo donde resumimos¹³ la única estrategia económica que permite al país, en opinión del autor, desarrollarse y pagar su deuda externa simultáneamente, todo ello sin un excesivo costo social.

Al respecto, reiterando lo que dijimos antes en el capítulo III, el impulso inicial para el desarrollo debe provenir de la expansión de las exportaciones

¹³ Para mayores detalles ver Eduardo Conesa, *Economía Argentina Bases y Puntos de Partida para su Recuperación*, Buenos Aires, Editorial Macchi, 1986. En este libro se desarrolla extensamente en términos cualitativos mi propuesta. Debe enfatizarse hasta el cansancio que la devaluación real que propiciamos requiere la reforma total del sistema económico vigente y particularmente una liberalización de las importaciones. La reforma requerida no es ni más ni menos que la vuelta al sistema económico diseñado por Juan Bautista Alberdi al redactar nuestra olvidada y sabia Constitución de 1853.

* Las conclusiones de este capítulo están respaldadas por el modelo econométrico descrito en el Apéndice D.

provocado por medio de una devaluación real del 100 por ciento en relación al dólar estadounidense, como lo hicieron oportunamente con gran éxito Corea, Brasil y Chile. Esta devaluación real implicaría un subsidio sano a nuestras exportaciones del 50%.

La devaluación debe ser relativa al dólar y no a otras monedas por dos razones. La primera razón consiste en que se trata de exportar básicamente manufacturas y el mercado de los Estados Unidos es el más abierto para la importación de éstas, y la segunda radica en que nuestros eventuales competidores como Corea, Brasil y Chile tienen sus monedas ancladas al dólar. Por otra parte, devaluar 100 por ciento para productos tradicionales de demanda mundial inelástica no sería una medida acertada porque las monedas de los eventuales mercados para esos productos, como las europeas y el yen japonés, ya se han revaluado considerablemente durante 1985, 1986 y 1987 en relación al dólar. Es decir que el austral, anclado al dólar, ya se devaluó en relación a ellas sin efecto promotor alguno sobre nuestras exportaciones tradicionales a esos mercados.

Además para no caer en la trampa del deterioro de nuestros precios de exportación, debemos acompañar la devaluación real con derechos de exportación a los productos tradicionales de demanda mundial inelástica.

Por otra parte, una devaluación de esta magnitud sin aplicar derechos de exportación provocaría caídas en el salario real del orden del 30%. Los derechos de exportación contrarrestan totalmente la caída del salario real.

Por encima de ello, en razón de que los intereses sobre la deuda pública forman un gasto corriente del gobierno, la devaluación real importa un aumento del gasto público para cubrir esos mayores gastos, lo cual demanda mayores impuestos. Como el contribuyente argentino está saturado de otros impuestos, los únicos que quedarían por aplicar serían los derechos de exportación, que no serían dolorosos para el agro pues serían "compensados" por la misma devaluación. Es decir, para la ganadería y para la producción de trigo y maíz no habría devaluación real, pero tampoco deterioro de los precios de fines de 1987 y principios de 1988 que ya recibían los productores, sin derechos de exportación, pero con el tipo de cambio sobrevaluado. El Gráfico N° 16 es muy ilustrativo, pues muestra que si el fisco argentino no cobra los impuestos a las exportaciones tradicionales de demanda mundial inelástica, se los cobrará el propio mercado internacional, pues a partir de 1992-93 se puede apreciar una diferencia entre las barras con rayas oblicuas de dicho Gráfico N° 16, que representan los precios de exportación si se devalúa sin

aplicar estos impuestos, y las barras con líneas horizontales que representan el nivel de los precios que recibiría la Argentina tanto bajo la estrategia de "no devaluación real" de 1984-88 como bajo la estrategia de "devaluación compensada" propuesta en este capítulo.

Con esta última estrategia se abren para el agro excelentes posibilidades para la exportación de soja, un producto al que no se le deben cobrar derechos de exportación debido a que sus precios no caerían como consecuencia de la mayor venta argentina, pues la soja goza de mercados internacionales abiertos debido a que el Mercado Común Europeo no aplica sus nefastos "prelievos" a la importación de soja, y Japón, por su parte, tiene un régimen liberal de importación del mismo producto. En pocos años la Argentina sería el principal exportador mundial de este producto y el sector agropecuario haría pingües beneficios con la devaluación real del 100 por ciento. Como los asalariados en la Argentina no consumen soja, el aumento del precio interno no perjudicará al salario real. Es más, con la siembra de soja y su rotación con el trigo y otras cosechas de invierno, se fija el fertilizante en la tierra y aumentará incluso la producción de trigo y otros cereales rotados con la soja. Como la soja puede sembrarse no solamente en la pampa húmeda de las provincias de Buenos Aires, Córdoba y Santa Fe, sino también en Corrientes, Entre Ríos, Chaco, Salta, Misiones y la Pampa, prácticamente todos los agricultores del país se beneficiarían con esta política y no solamente los cercanos a la Capital Federal.

La consecuencia de imitar las devaluaciones reales del Brasil y de Corea que proponemos en este capítulo, sería que las exportaciones no tradicionales crecerían a tasas similares a las experimentadas por esos países. Así por ejemplo, a una tasa promedio del 13 por ciento anual real desde 1989 hasta el año 2000, si tomamos como base de comparación la expansión coreana de 1972 a 1985. Para proyectar la respuesta argentina a la devaluación hemos descontado el "factor argentino", pues hemos reproducido año por año el crecimiento de las exportaciones coreanas desde 1972 a 1985, período en que las exportaciones de Corea experimentaron un crecimiento mediocre para los estándares del país asiático. Seleccionamos además este período porque las exportaciones coreanas sumaban en 1972 aproximadamente 4 a 5.000 millones de dólares de valor constante de 1987, monto que en 1988 alcanzarían las exportaciones no tradicionales argentinas, incluida en ellas la soja. Por otra parte, suponemos que las exportaciones tradicionales beneficiadas solamente con el tipo de cambio real de fines de 1987, sólo crecerían al 2.8% real anual.

La evolución de las exportaciones totales, tradicionales más no tradicionales, pueden observarse en el Gráfico N° 18. En el año 2000 nuestras exportaciones alcanzarían los 25 mil millones de dólares corrientes. Los resultados de esa política sobre la deuda externa pueden analizarse también en el Gráfico N° 18, de donde surge que a partir de 1991 la deuda externa nominal empezaría a declinar, es decir que el país podría pagar el 100 por ciento de los intereses, e incluso en 1991-92, parte del capital adeudado.

En rigor, cálculos originales mostraban una deuda de valor nominal constante recién a partir de 1994. Sin embargo, hemos modificado esos cálculos introduciendo la vuelta de la mitad del capital fugado. Este capital volvería parcialmente dado el excelente tipo de cambio para la conversión de dólares a australes, los buenos "profits" correlacionados con la tasa elevada de crecimiento que experimentará el país, la tranquilidad social y la política de privatizaciones supuesta. Este capital comenzaría a reingresar lentamente en cuatro años por montos equivalentes a 2 mil millones de dólares nominales por año comenzando en 1989. Es decir, del total de 16 mil millones de dólares fugados, sólo regresaría lentamente la mitad en 4 años, equivalente a 8 mil millones. Para que este regreso pueda materializarse, sin embargo, se requiere que el Congreso argentino derogue las disposiciones de la ley del impuesto a las ganancias que gravan los incrementos patrimoniales.

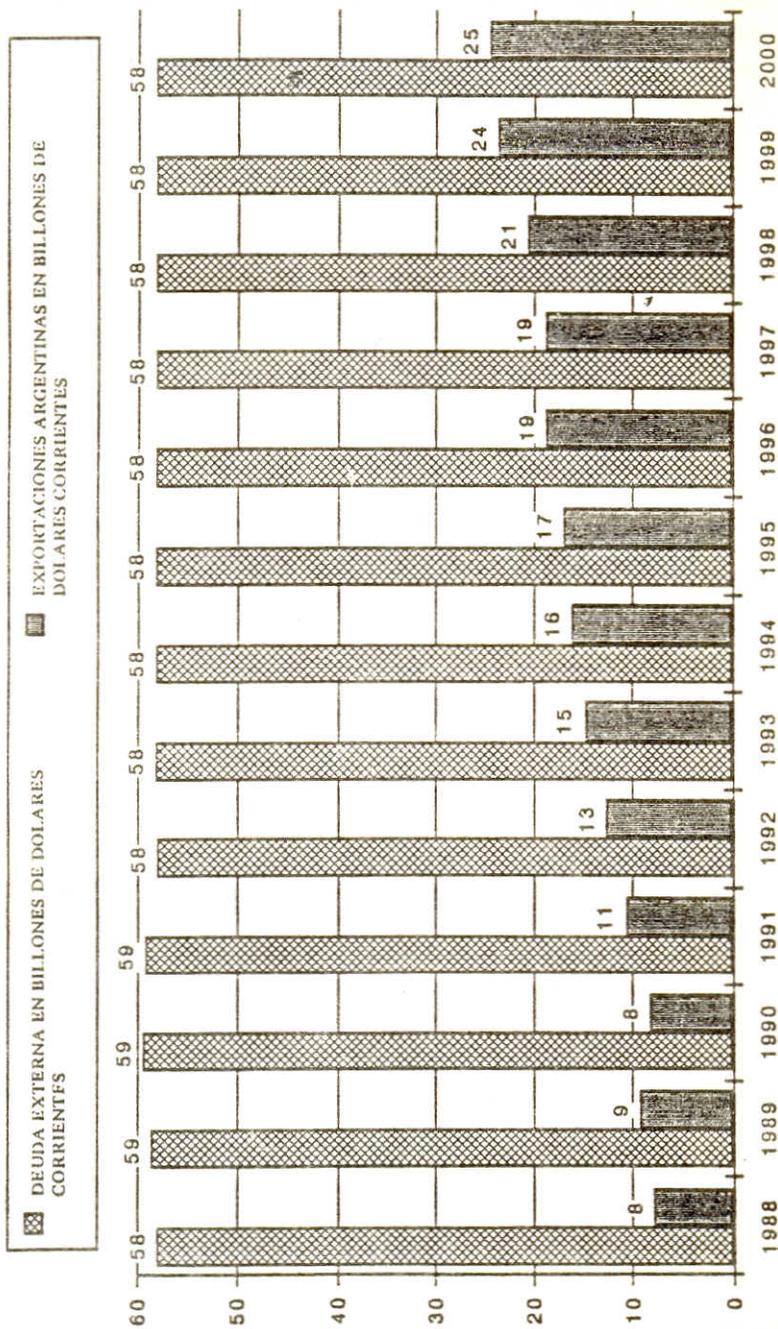
El resultado de aplicar este programa en 1989 sería que a partir de 1991 el Banco Central podría pagar totalmente los intereses de la deuda externa sin solicitar nuevos préstamos. Las amortizaciones del principal en 1992 serían efectuadas meramente para hacer un alarde de triunfo. Pero en este último año, estando totalmente restaurada la confianza en el país, no convendría seguir amortizando el capital adeudado pues la tasa de retorno real sobre los activos físicos invertidos localmente sería del orden del 15 o 20 %, mientras que la tasa de interés real internacional estaría entre el 4 y el 5% anual.

Resulta pues que la estrategia más conveniente es la aquí propuesta, en razón que logra cuatro objetivos simultáneamente, a saber, evitar el deterioro de los precios de exportación en el largo plazo y del salario real en el corto plazo, consiguiendo que el país se haga solvente rápidamente en 1991 y comience a crecer velozmente a partir de 1989, año en que se supone, comenzaría a aplicarse esta estrategia.

Pero lo más importante es que el crecimiento de las exportaciones no tradicionales al 13% anual desencadenará rápidamente una tasa de creci-

GRAFICO N° 18

PROYECCION DE LA DEUDA EXTERNA EN CASO DE APLICARSE
LA ESTRATEGIA DE LAS BASES



miento del PIB en la Argentina superior al 5% por año y ello permitirá aumentar el bienestar general, objetivo imposible de alcanzar con la actual política económica que, es claro, no beneficia ni a la Argentina, ni a los bancos acreedores extranjeros.

APENDICE A

EL ANALISIS ESTADISTICO DE LAS DETERMINANTES DE LOS PRECIOS DE LAS EXPORTACIONES ARGENTINAS

En el capítulo V adelantamos que la caída de los precios de las exportaciones argentinas a partir de 1981 obedece a cuatro causas fundamentales que, por orden de importancia son: primero, la elevada tasa de interés real de las letras de la Tesorería estadounidense; segundo los crecientes volúmenes exportados por la Argentina; tercero el lento crecimiento de la economía mundial y, cuarto el progreso tecnológico mundial que determina un aumento pequeño pero constante cada año de los volúmenes de la oferta mundial agropecuaria de los mismos productos que exporta nuestro país. En este apéndice ofrecemos una prueba estadística de nuestras apreciaciones.

Las variables están definidas de la siguiente manera:

ΔEXPPR = Primeras diferencias en los precios reales de exportación de Argentina calculados por CEPAL y deflacionados con el wpi de los Estados Unidos.

ΔRTB = Primeras diferencias en la tasa de interés real de las letras de Tesorería de los Estados Unidos. La tasa real ha sido calculada usando el mismo deflactor que la variable anterior.

ΔPIBM = Primeras diferencias del número índice del PIB mundial presentado en el IFS del FMI.

ΔEXPVOL = Primeras diferencias en el volumen de las exportaciones argentinas, según CEPAL.

Los resultados están reflejados en la ecuación de regresión 1.

En dicha ecuación se confirma que la tasa de interés real es un factor determinante formidable ($t = -4.475$) y su signo negativo implica que al aumentar dicha tasa de interés real estadounidense, los precios de las exportaciones argentinas caen, es decir, se mueven en la dirección opuesta.

ECUACION DE REGRESION 1

$$\Delta \text{EXPPR} = -7.548 - 3.662\Delta \text{RTB} + 1.359\Delta \text{PIBM} - 0.286\Delta \text{EXPVOL}$$

$$(-1.295) \quad (-4.475) \quad (1.451) \quad (-2.458)$$

$$R^2 = 0.650$$

$$F = 15.882$$

$$D.W. = 1.725$$

Del mismo modo los volúmenes de exportación tienen signo negativo y significativo ($t = -2.458$) implicando que al aumentar los volúmenes exportados, disminuyen los precios de las exportaciones argentinas. El crecimiento del PIB mundial actúa en la dirección opuesta, cuando más crece el PIB mundial más se incrementan los precios de nuestras exportaciones, aunque esta variable no es significativa al nivel del 5% ($t = 1.451$). La constante con signo negativo señala la tendencia descendente de largo plazo de los precios agropecuarios determinada por el progreso tecnológico mundial.

Es interesante notar que esta ecuación estimada para el período 1960-84 explica el 65% de la variación de los precios de exportación argentinos, quedando un 35% a ser explicado por otras causas. La ecuación presenta una estadística de Durbin y Watson inobjetable ($DW = 1.765$) indicando la ausencia de autocorrelación en los residuos.

Estas tres variables predicen el comportamiento de los precios reales de exportación de la Argentina con bastante fidelidad, como puede observarse en el Gráfico N° 19.

Para tener una idea más precisa de la importancia relativa de las tres variables en la determinación de los precios de exportación argentinos hemos normalizado las variables corriendo la regresión en unidades de desvíos estándar en relación a la medida aritmética de cada variable obteniendo así los llamados coeficientes beta. Los resultados están en la ecuación de regresión 2, la cual nuevamente confirma que la "causa" principal de los bajos precios de las exportaciones argentinas radica en la tasa real de las letras esta-

dounidenses. De acuerdo a la ecuación, una desviación estándar de aumento en la tasa de interés real "causaría" 0.7 de desviación estándar de caída de los precios de las exportaciones argentinas. Por otra parte, una desviación estándar de aumento en los volúmenes exportados, "causaría" 0.4 de desviación estándar de caída en los precios.

ECUACION DE REGRESION 2

$$\Delta \text{expr} = -0.706 \Delta \text{ARTB} + 0.265 \Delta \text{pibm} - 0.377 \Delta \text{exvol}$$

(- 4.129) (1.517) (- 2.376)

$$R^2 = 0.601$$

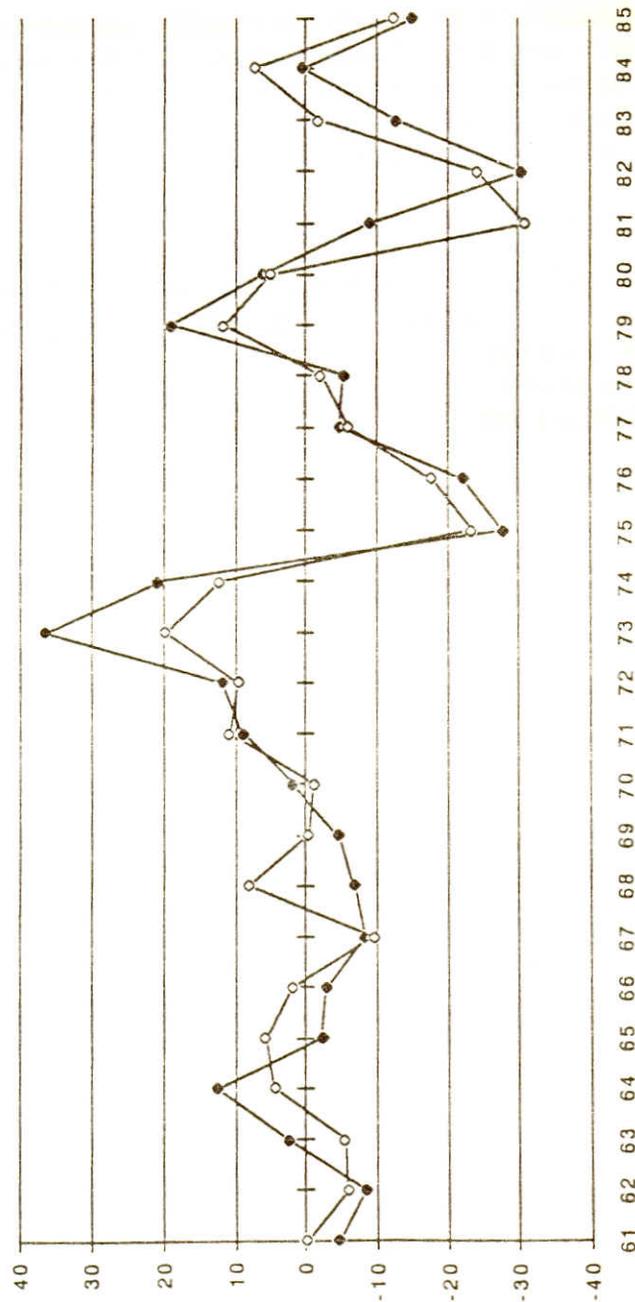
$$F = 13.073$$

$$D.W. = 1.764$$

GRAFICO N° 19

AJUSTE DE LA ECUACION

●- CAMBIOS EN EL INDICE DE LOS PRECIOS DE EXPORTACIONES REALES ○- CAMBIOS EN EL INDICE DE LOS PRECIOS DE EXPORTACION CALCULADOS POR EL MODELO



APENDICE B

EL ANALISIS ESTADISTICO DE LA RELACION ENTRE EL DEFICIT FISCAL ESTADOUNIDENSE Y LAS TASAS DE INTERES

La aserción del capítulo VI en el sentido de que el déficit o superávit fiscal es un importante factor determinante del nivel positivo o negativo respectivamente de las tasas reales de interés, puede ser sometida a rigurosas pruebas estadísticas. En efecto, un análisis de regresión podemos usar como "strawman" la teoría del economista estadounidense y Profesor de la Universidad de Chicago, Robert Barro¹, quien sostiene la tesis opuesta, es decir, que los déficit fiscales no hacen subir la tasa de interés, pues el público actúa racionalmente y ahorra más cuando el gobierno tiene déficits en previsión a los impuestos futuros que habrá que pagar para servir a la deuda pública que el déficit mismo genera. En consecuencia, al verificarse un mayor ahorro, es decir una mayor oferta de fondos acompañando la mayor demanda de fondos del gobierno para pagar el déficit, la tasa de interés real no sube. Llamamos a la teoría del Barro "Hipótesis Nula", H_0 ; es decir, el coeficiente de regresión B no debe ser significativamente distinto de cero. Formalmente:

$$H_0 : B = 0$$

$$H_a : B > 0$$

Los resultados pueden verse en la ecuación de regresión 3 que sigue donde los valores "t" están entre paréntesis:

¹ Robert Barro, "Are Government Bonds Net Wealth", Journal of Political Economy N° 82, November-December 1974.

ECUACION DE REGRESION 3

$$RTB = 0.961 + 1.323FD/PIB$$

(2.129) (10.267)

$$R^2 = 0.718$$

$$F = 105.421$$

$$D.W. = 1.209$$

En principio, la prueba desmiente la validez empírica de la teoría de Barro, pues el coeficiente de regresión 1.323 es significativamente distinto de cero. El valor $t = 10.267$ así lo confirma. La variación en el déficit fiscal explica el 71.8% de la variación en la tasa de interés real. La razón F es elevada, muy por arriba del nivel crítico del 1% de significación, implicando que la ecuación provee una adecuada explicación de la variación de RTB alrededor de su promedio.

Muchas otras variables probadas para acompañar FD/PIB como explicativas no resultaron significativas ni mejoraron la ecuación, con la excepción de las primeras diferencias de la oferta monetaria en términos reales dividida por el PIB. Pero infortunadamente esta variable presenta un signo positivo en desacuerdo con la teoría de la demanda de dinero y una correlación del orden de 0.80 con el déficit fiscal y, por lo tanto, la multicolinealidad emergente invalida la prueba. El signo positivo de la oferta monetaria solamente tendría sentido económico si se considera una función de la "oferta" de dinero, no de demanda. Si se trata simplemente de una función de oferta de dinero, al subir la tasa de interés real con motivo de los déficits fiscales, las autoridades de la Reserva Federal, alarmadas por las consecuencias recesivas que ello podría tener, aumentarían la oferta de dinero para "bajar" la tasa de interés. Esta es la única interpretación posible del signo positivo de la oferta monetaria compatible con los sólidos y antiguos "findings" de Baumol² y Tobin³, según los cuales la demanda de dinero está negativamente relacionada con la tasa de interés real.

De cualquier manera, para cubrirnos de objeciones en este frente hemos

² William Baumol, "The Transactions Demand for Cash: An Inventory Theoretic Approach" *Quarterly Journal of Economics*, November 1952.

³ James Tobin, "The Interest Elasticity of Transactions Demand for Cash" *Review of Economics and Statistics*, August 1956.

adoptado una definición del déficit fiscal que incluye a la Reserva Federal dentro del gobierno. Es decir, no sólo el déficit es definido como las diferencias de un año al siguiente en el valor real de la deuda pública, sino que las compras y ventas de bonos del Tesoro implicadas en las operaciones de mercado abierto de la Reserva Federal ya están "descontadas" de las cifras de deuda federal pendiente. Esta es estrictamente la definición del déficit fiscal que adoptó el profesor Barro, nuestro "straw-man", de manera que la preparación y definición de las bases de nuestra prueba estadística está amparada en credenciales académicas de cierto prestigio, aunque lamentablemente para el profesor Barro, su teoría resulta ser falsa según la prueba estadística corrida.

Sin embargo, todavía podría objetarse que la estadística de Durbin y Watson = 1.209 indica la existencia de autocorrelación positiva en los residuos, pues es menor que $dl = 1.44$. En consecuencia, para purificar nuestra regresión de la correlación serial hemos seguido el procedimiento de Durbin (estimando $Rho = 0.446$). El nuevo coeficiente de regresión de la ecuación 4 resulta igual a 1.000 con un valor "t" = 6.46 lo cual aniquila nuevamente a la teoría de Barro: es virtualmente imposible que su teoría sea verdadera y las cifras de la tasa de interés real y el déficit fiscal, por pura casualidad, estén ligadas positivamente de una manera tan fuerte como lo indican las regresiones.

ECUACION DE REGRESION 4

$$\Delta r_{tb} = 0.680 + 1.000 \Delta f_{d}/pib$$

(2.732) (6.046)

$$R^2 = 0.471$$

$$F = 36.551$$

$$D.W. = 1.866$$

Como complemento a las anteriores pruebas estadísticas, también debe destacarse que el déficit fiscal estadounidense determina la tasa de interés real que paga la Argentina por su deuda externa, *cuando esa tasa de interés se calcula sobre la base de los precios reales de las exportaciones argentinas*. Llamamos a esa tasa TIRA, tasa de interés real argentina.

ECUACION DE REGRESION 5

$$\text{TIRA} = 3.059 + 5.719\text{FD/PIB}$$

(0.930) (4.144)

$$R^2 = 0.488$$

$$F = 17.175$$

$$\text{D.W.} = 1.362$$

Los resultados de la regresión correspondiente entre TIRA, como variable dependiente y el déficit fiscal estadounidense, como variable independiente, están presentados en la ecuación de regresión 5. Cabe preguntarse sobre el fundamento económico de esta relación. ¿Por qué el déficit fiscal estadounidense determina el acontecer económico argentino? Muy simplemente porque la tasa de interés real de las letras de tesorería de los Estados Unidos, RTB, según vimos anteriormente, está determinada por el déficit fiscal estadounidense, y RTB determina a su vez a TIRA como se prueba en la ecuación de regresión 6. Ello es así porque como se explicó en el Apéndice Estadístico A, RTB no sólo determina la tasa de interés real LIBOR que paga la Argentina, sino también los precios de las exportaciones del país.

ECUACION DE REGRESION 6

$$\text{TIRA} = 7.121 + 2.183\text{RTB}$$

(2.346) (3.753)

$$R^2 = 0.435$$

$$F = 14.083$$

$$\text{D.W.} = 1.214$$

APENDICE C

EL ANALISIS ESTADISTICO DE LA RELACION ENTRE EL SALARIO REAL, EL TIPO DE CAMBIO REAL Y LOS DERECHOS DE EXPORTACION

El análisis gráfico del capítulo X se convalida estadísticamente en este Apéndice. La ecuación de regresión 7 muestra que cuando los derechos de exportación (TX) se incrementan, también lo hace el salario real (SR), dado el signo positivo del coeficiente de regresión ($=+0.716$) de esta variable. Por el contrario, cuando el tipo de cambio real (TCR) sube, disminuye el salario real, lo cual es revelado por el signo negativo de su coeficiente de regresión ($=-0.316$). En ambos casos los valores t son altamente significativos. El coeficiente de correlación igual al 38 por ciento nos da una idea del poder explicativo de estas dos variables sobre el salario real. El único parámetro que arroja dudas sobre la validez de la ecuación 7 es el coeficiente de Durbin y Watson ($=0.918$) que indica la existencia de autocorrelación positiva en los residuos. Para despejar estas dudas se ha corrido nuevamente la regresión siguiendo el método de Durbin para eliminar la autocorrelación, estimando $Rho = 0.695$. Los resultados pueden verse en la ecuación de regresión 8, la cual confirma los resultados anteriores.

ECUACION DE REGRESION 7

$$SR = 95.751 + 0.716TX - 0.316TCR$$

(9.470) (3.765) (-2.564)

$$R^2 = 0.381$$

$$F = 8.701$$

$$D.W. = 0.918$$

ECUACION DE REGRESION 8

$$\Delta s_{rp} = 31.302 + 0.574\Delta t_{xp} - 0.322\Delta t_{cr}$$

(8.558) (2.585) (-2.369)

$$R^2 = 0.223$$

$$F = 4.447$$

$$D.W. = 1.672$$

ECUACION DE REGRESION 9

$$\Delta l_{sr} = 1.580 - 0.266\Delta l_{tcrtx}$$

(15.371) (-3.100)

$$R^2 = 0.264$$

$$F = 9.608$$

$$D.W. = 1.660$$

La ecuación de regresión 9 demuestra los mismos resultados cuando las dos variables explicativas, tipo de cambio real y derechos de exportación (incluidos los tipos de cambio diferenciales) están representadas en una sola variable titulada Δl_{tcrtx} . La letra griega delta indica que hemos utilizado primeras diferencias, la l logaritmos naturales y tcrtx se refiere a la simple sustracción de TCR menos TX de la ecuación 7. Para eliminar la autocorrelación también se siguió el método de Durbin estimando $Rho = 0.715$.

APENDICE D

EL MODELO PARA EL ANALISIS DE LA CAPACIDAD DE REPAGO DE LA ARGENTINA

¿Puede repagar su deuda externa la Argentina? Para dar respuesta a esta pregunta en sus aspectos mecánicos hemos construido un modelo macroeconómico simple, que sin embargo, contiene a las principales variables intervinientes. El modelo está esquematizado en el Gráfico N° 20 y funciona de la siguiente manera: El déficit fiscal estadounidense en términos reales (FDR) determina la tasa de interés real de las letras de la tesorería norteamericana (RTB). A su vez la tasa de las letras (RTB) determina la tasa LIBOR real (RLIB). La inflación en dólares (INF) y la tasa LIBOR real determinan la tasa LIBOR nominal (NLIB) la cual, adicionado un spread de 0.81 por ciento, determina la tasa de interés nominal que debe pagar la Argentina sobre su deuda externa (DEAR). Suponemos que el país solamente puede pagar los intereses adeudados hasta con el 30 por ciento del producido de sus exportaciones IM30). Si esos intereses sobrepasan el 30 por ciento de las exportaciones, el excedente de intereses (IE30) se capitaliza adicionándose a la deuda (DEAR), que así sigue creciendo. Si por el contrario, por los intereses a pagar menores que el 30 por ciento de las exportaciones, se supone que el país puede pagar a los bancos (B). Se supone también que el pago del principal no es parte del problema, pues el negocio de los bancos es prestar capital para cobrar intereses. Lo que cuenta en consecuencia, es la capacidad de pago de estos últimos.

En razón de que las divisas a utilizar para pagar los intereses provienen en última instancia de las exportaciones, la tasa de crecimiento de las exportaciones juega un papel crucial en la "creditworthiness" del país. La Argentina tiene dos tipos de exportaciones, en primer término las tradicionales cuyo

de ese año la Argentina comenzó a exportar crecientes cantidades de productos agropecuarios a los mercados internacionales, abiertos en ese entonces, de los países industriales.

La tercera estrategia expuesta en mi libro *Bases* y en el capítulo XI de este estudio, supone también que el país abandona finalmente la actual política de sobrevaloración de la moneda argentina en términos reales y se lanza a imitar a Corea, Brasil y Chile, llevando a cabo una devaluación real del 100 por ciento y acompañándola de derechos de exportación a las exportaciones no tradicionales para evitar el deterioro de su precio, así como del salario real y de las finanzas públicas.

El Gráfico N° 20 provee una visión general de la estructura del modelo y los Gráficos Nros. 21, 22 y 23 ilustran complementariamente las respectivas explicaciones de los capítulos VII, IX y XI. Cabe destacar que en el Gráfico N° 23 no se supone la vuelta del capital fugado considerada en los capítulos IV y XI, a los efectos de permitir una mejor comparación de las tres estrategias.

GRAFICO N° 20

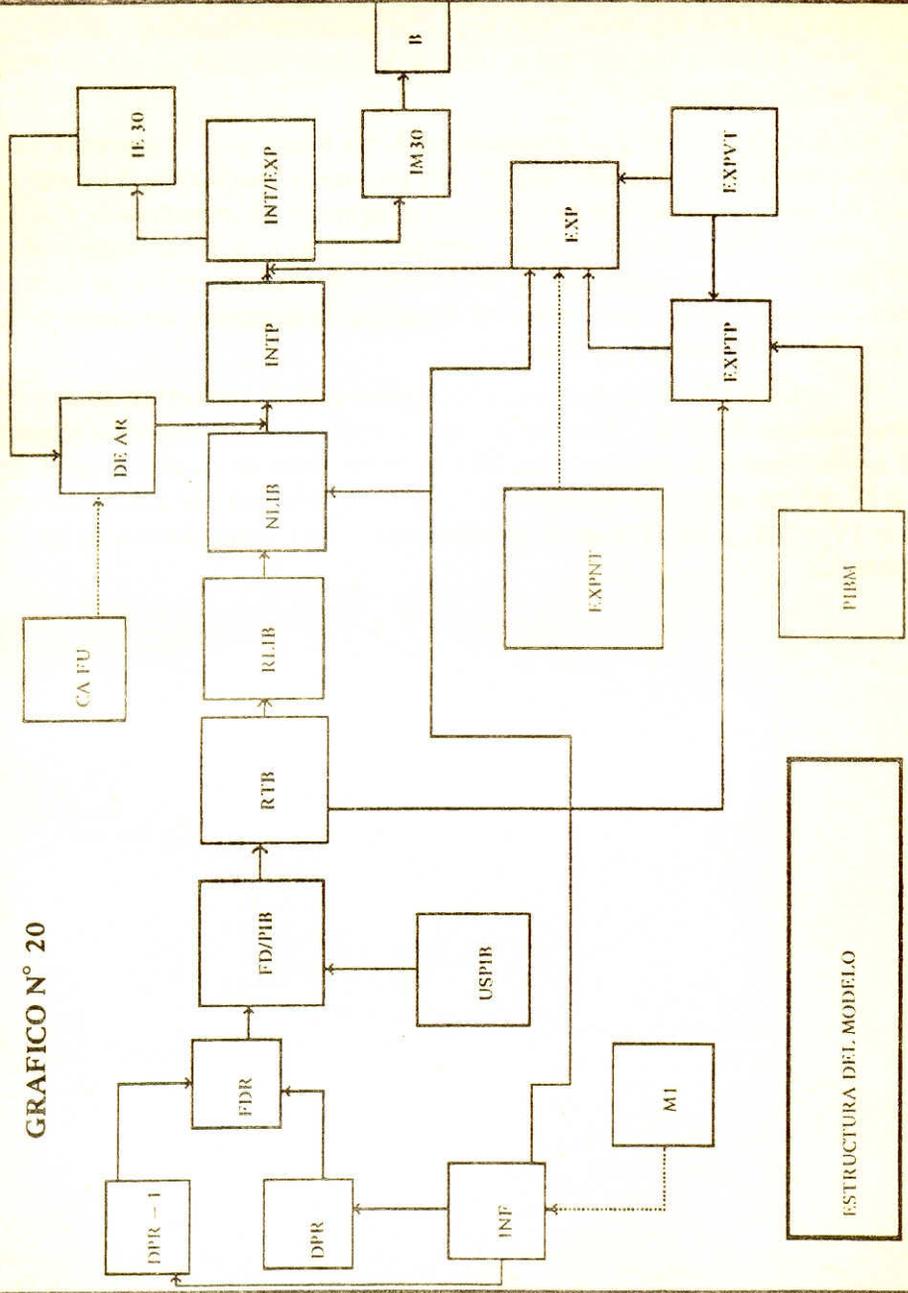
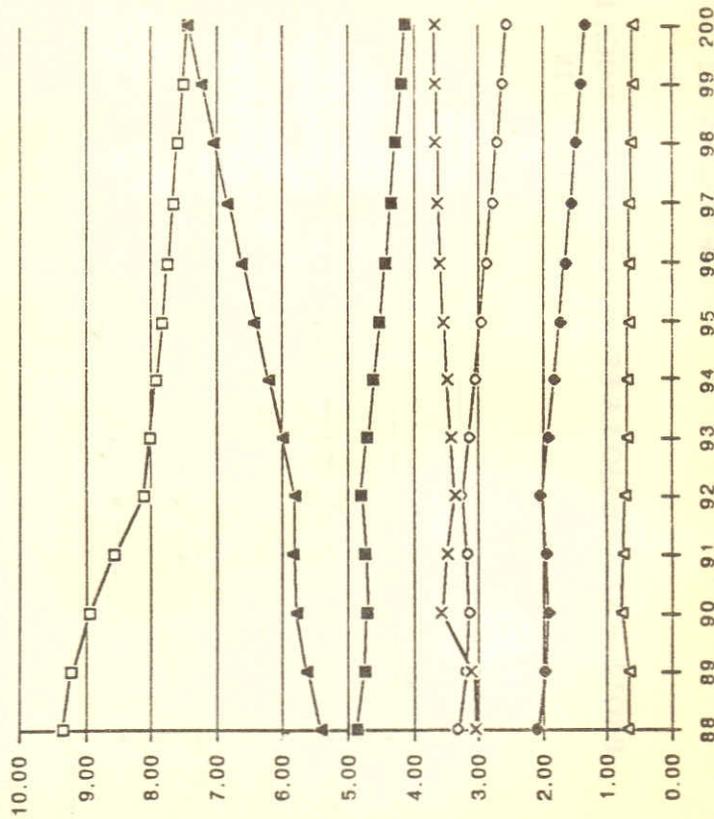


GRAFICO N° 21

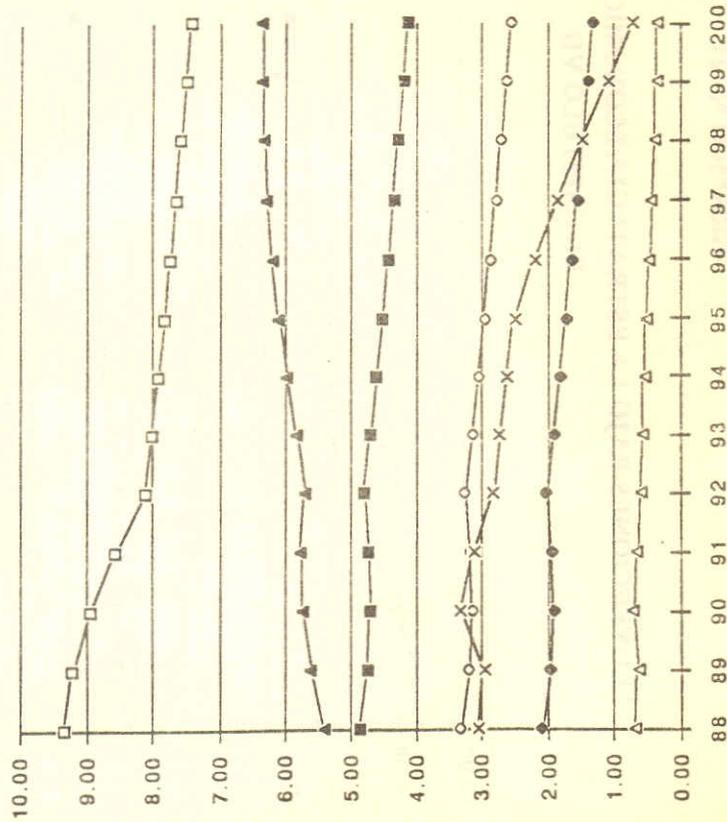
PROYECCIONES BAJO LA ESTRATEGIA ECONOMICA DE 1984-88 EXPUESTA EN EL CAPITULO VII



- DEFICIT ESTADOUNIDENSE COMO PORCENTAJE DEL PIB.
- TASA DE INTERES REAL DE LAS LETRAS DE TESORERIA USA.
- TASA REAL LIBOR.
- TASA DE INTERES NOMINAL SOBRE LA DEUDA EXTERNA ARGENTINA.
- ▲ INTERESES ADEUDADOS EN BILLONES DE DOLARES CORRIENTES.
- × COCIENTE DE INTERESES A EXPORTACIONES.
- INTERESES QUE NO PUEDEN SER PAGADOS Y QUE DEBEN SUMARSE A LA DEUDA EN BILLONES DE DOLARES CORRIENTES.

GRAFICO N° 22

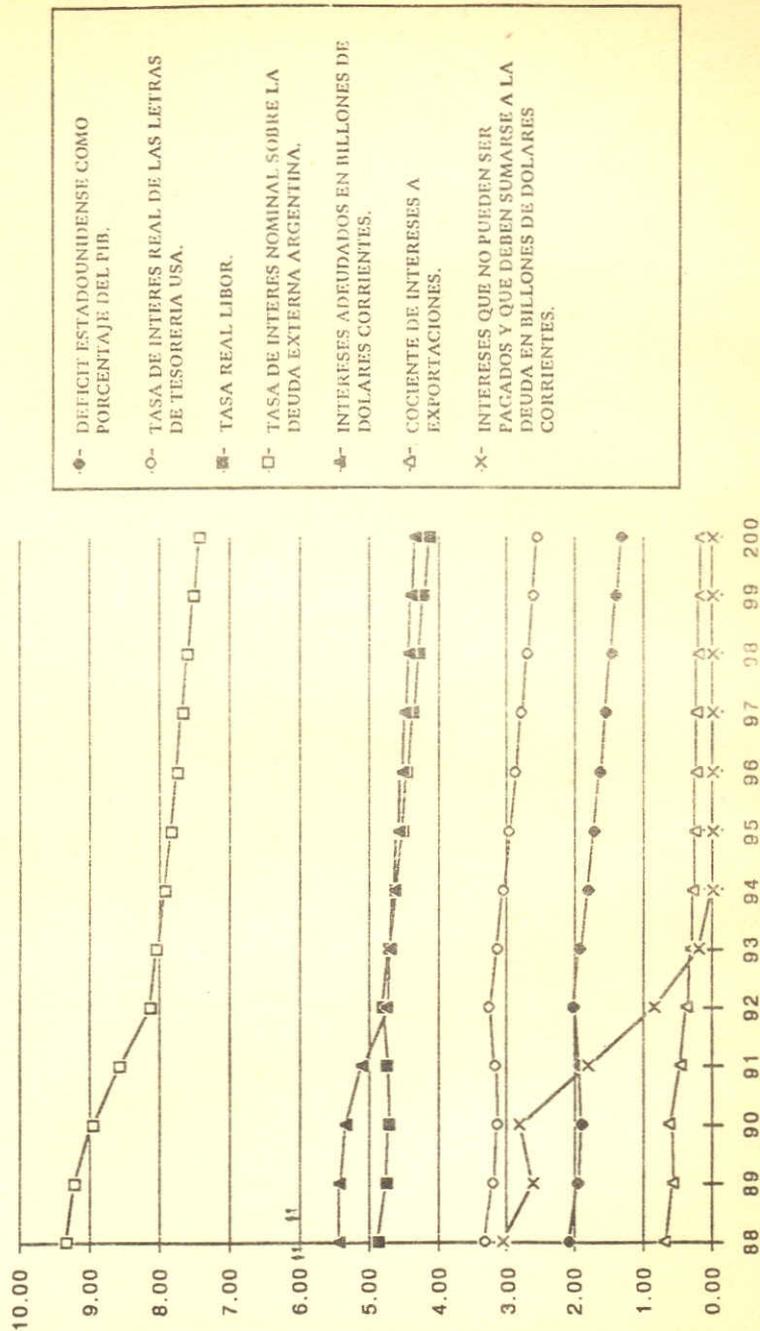
PROYECCIONES BAJO LA ESTRATEGIA ECONOMICA DE FLOTACION EXPUESTA EN EL CAPITULO IX



- DEFICIT ESTADOUNIDENSE COMO PORCENTAJE DEL PIB.
- TASA DE INTERES REAL DE LAS LETRAS DE TESORERIA USA.
- TASA REAL LIBOR.
- TASA DE INTERES NOMINAL SOBRE LA DEUDA EXTERNA ARGENTINA.
- ▲- INTERESES ADEUDADOS EN BILLONES DE DOLARES CORRIENTES.
- △- COCIENTE DE INTERESES A EXPORTACIONES.
- X- INTERESES QUE NO PUEDEN SER PAGADOS Y QUE DEBEN SUMARSE A LA DEUDA EN BILLONES DE DOLARES CORRIENTES.

GRAFICO N° 23

PROYECCIONES BAJO LA ESTRATEGIA DE LAS BASES EXPUESTA EN EL CAPITULO XI



**INDICE DE GRAFICOS Y FUENTES DE
LOS DATOS ORIGINALES
CON LOS CUALES
FUERON ELABORADOS**

Gráfico N° 1: Argentina. Deuda Externa Total en Billones de Dólares Constantes de 1987. Exportaciones de Mercaderías en Billones de Dólares de 1987 - Período 1970-1987. Fuente: Banco Mundial, *World Debt Tables*; CEPAL, Balance Preliminar de la Economía Latinoamericana 1987; FMI, *Balance of Payments Statistics*. Varios volúmenes; Banco Interamericano de Desarrollo, *Deuda Externa de los Países de América Latina*, DES, Washington, D.C., 1987. pág. 12

Gráfico N° 2: Deuda Externa en Billones de Dólares de 1987. Años 1978-81. Argentina, Brasil, Chile, México y Venezuela. Fuente: CEPAL, Balance Preliminar de la Economía Latinoamericana 1987. pág. 13

Gráfico N° 3: Tasa de Interés Real LIBOR. 1970-1987. Fuente: FMI, *Estadísticas Financieras Internacionales*. pág. 14

Gráfico N° 4: Argentina. Relación entre los Intereses Devengados por la Deuda y las Exportaciones de Bienes. 1970-87. Fuente: FMI, *Balance of Payment Statistics*. Varios volúmenes. pág. 20

Gráfico N° 5: Relación entre los Intereses Devengados por la Deuda Externa y las Exportaciones de Bienes y Servicios: Argentina, Bolivia, Brasil y Chile. 1979-87. Fuente: CEPAL, Balance Preliminar de la Economía Latinoamericana 1987. pág. 21

Gráfico N° 6: Relación entre los Intereses Devengados por la Deuda Externa y las Exportaciones de Bienes y Servicios. Argentina, México, Perú y Venezuela. 1979-87. Fuente: Igual que la anterior. pág. 22

- Gráfico N° 7: Exportaciones en Millones de Dólares Constantes de 1987. Argentina, Brasil, Chile y Corea. 1960-1987. Fuente: FMI, *Estadísticas Financieras Internacionales*, Varios volúmenes. **pág. 29**
- Gráfico N° 8: Tipo de Cambio Real 1960 = 100. Argentina, Brasil, Chile y Corea 1960-1987. Fuente: FMI, *Estadísticas Financieras Internacionales*. Varios volúmenes. **pág. 30**
- Gráfico N° 9: Argentina. Stock de Capital Fugado en Billones de Dólares Constantes de 1987. Stock de Deuda Externa en Billones de Dólares Constantes de 1987. 1975-1986. Fuente: FMI, *Balance of Payments Statistics*. Varios volúmenes. World Bank, *World Debt Tables*. Varios volúmenes. BID, *Deuda Externa de los Países de América Latina*, DES, Washington, D.C., 1987. **pág. 36**
- Gráfico N° 10: Argentina. Capital Fugado Anualmente en Billones de Dólares de 1987. Incremento anual de la Deuda Externa en Billones de Dólares Constantes de 1987. 1975-1986. Fuente: igual que la anterior. **pág. 37**
- Gráfico N° 11: Argentina. Relación Inversa Entre los Precios Reales de sus Exportaciones y la Tasa de Interés Real Internacional. 1970-1987. Fuente: para la tasa de interés, igual que el Gráfico 3; para los precios de las exportaciones, CEPAL: Balance Preliminar de la Economía Latinoamericana 1987 y CEPABA: *Estadísticas de Corto Plazo de la Argentina, Sector Externo y Condiciones Económicas Internacionales*. **pág. 45**
- Gráfico N° 12: Argentina. Relación Inversa entre Precios y Volúmenes de sus Exportaciones 1970-1987. Fuente: igual que la anterior en lo relativo a los precios de las exportaciones. **pág. 46**
- Gráfico N° 13: Estados Unidos. Déficit y Superávit Fiscal Medido por las Diferencias Anuales en el Valor Real de la Deuda Federal en Manos del Público (Deflacionada con el Índice de Precios al por Mayor) en Relación al PIB. 1946-87. Tasa de Interés Real de las Letras de Tesorería a 3 Meses Calculado con el Índice de Precios al por Mayor. 1946-87. Fuente: Office of Management and Budget. *Historical Tables*. Fiscal Year 1989. U.S. Government Printing Office, Washington, D. C. 1988; *Economic Report of the President*. Varios volúmenes. Washington, D.C. **pág. 53**
- Gráfico N° 14: Proyección de la Deuda Externa en el Caso de Aplicarse las Estrategia Económica de 1984-88. Deuda Externa Proyectada hasta el Año 2000 en Billo-

nes de Dólares Corrientes. Exportaciones Argentinas Proyectadas hasta el Año 2000 en Billones de Dólares Corrientes. Fuente: modelo del Apéndice D.

pág. 61

Gráfico N° 15: Proyección de la Deuda Externa en Caso de Aplicarse la Estrategia de Flotación. Deuda Externa en Billones de Dólares Corrientes. Exportaciones Argentinas en Billones de Dólares Corrientes Suponiendo que la Composición de las Exportaciones no Varía. 1988-2000. Fuente: modelo del Apéndice D.

pág. 78

Gráfico N° 16: Proyección de los Precios de las Exportaciones Tradicionales bajo las Estrategias de 1984-88 y de Flotación. Suponiendo que la Composición de las Exportaciones no Varía. Fuente; modelo del Apéndice D.

pág. 79

Gráfico N° 17: Relación entre el Tipo de Cambio y el Salario y los Derechos de Exportación. Derechos de Exportación Incluidos Porcentuales de Tipos de Cambio Diferencial. Tipo de Cambio Real. Salario Real Promedio. 1958-1984. Fuente: CEPAL-BA, *Estadísticas Económicas de Corto Plazo de Argentina*. Tomo V. Febrero de 1984. Fundación Mediterránea, Revista Estudios, Año IX, N° 39.

pág. 87

Gráfico N° 18: Proyección de la Deuda Externa en Caso de Aplicarse la Estrategia de las Bases. Deuda Externa en Billones de Dólares Corrientes. Exportaciones Argentinas en Billones de Dólares Corrientes 1988-2000. Fuente: modelo del Apéndice D.

pág. 96

Gráfico N° 19: Ajuste de la Ecuación 1. Cambio en el Índice de los Precios de Exportación Reales. Cambios en el Índice de los Precios de Exportación Calculados por la Ecuación 5. 1961-1984. Fuente: CEPAL, Balance Preliminar de la Economía Latinoamericana 1987 y Ecuación 5.

pág. 102

Gráfico N° 20: Estructura del Modelo de Análisis de Deuda Externa. Fuente: elaboración del autor.

pág. 118

Gráfico N° 21: Proyecciones Bajo la Estrategia Económica de 1984-88 Expuesta en el Capítulo VII. Déficit Fiscal Estadounidense como Porcentaje del PIB. Tasa de Interés Real de las Letras de Tesorería USA. Tasa Real LIBOR. Tasa de Interés Nominal sobre la Deuda Externa Argentina. Intereses Adeudados en Billones de Dólares Corrientes. Cociente de Intereses a Exportaciones. Intereses que no Pueden ser Pagados y que Deben Sumarse a la Deuda en Billones de Dólares Corrientes. 1988-2000. Fuente: modelo del Apéndice D.

pág. 119

Gráfico N° 22: Proyecciones Bajo la Estrategia Económica de Flotación Expuesta en el

Capítulo IX. Déficit Fiscal Estadounidense como Porcentaje del PIB. Tasa de Interés Real de las Letras de Tesorería USA. Tasa Real LIBOR. Tasa de Interés Nominal sobre la Deuda Externa Argentina. Intereses Adeudados en Billones de Dólares Corrientes. Cociente de Intereses a Exportaciones. Intereses que no Pueden Ser Pagados y que Deben Adicionarse a la Deuda 1988-2000. Fuente: modelo del Apéndice D. pág. 120

Gráfico N° 23: Proyecciones Bajo la Estrategia Económica de las Bases Expuesta en el Capítulo XI. Déficit Fiscal Estadounidense como Porcentaje del PIB. Tasa de Interés Real de las Letras de Tesorería USA. Tasa Real LIBOR. Tasa de Interés Nominal Sobre la Deuda Externa Argentina. Intereses Adeudados en Billones de Dólares Corrientes. Cociente de Intereses a Exportaciones. Intereses que no Pueden Ser Pagados y que Deben Sumarse a la Deuda en Billones de Dólares Corrientes. 1988-2000. Fuente: modelo del Apéndice D. pág. 121

INDICE

Prefacio	5
I. La tragedia del endeudamiento externo argentino	7
II. Evolución de la solvencia internacional de la Argentina en comparación con la de otros países latinoamericanos	15
III. Las exportaciones y el tipo de cambio real. Los casos de Argentina, Corea, Brasil y Chile	23
IV. La vuelta del capital fugado	31
V. Los precios de las exportaciones tradicionales	39
VI. ¿Por qué subieron las tasas de interés real internacionales en el decenio de los 80?	47
VII. ¿Puede pagarse la deuda externa argentina con la estrategia económica de 1984-88?	55
VIII. El resultado de la estrategia oficial de 1984-88. ¿Nulidad de los contratos de la deuda externa?	63
IX. ¿Puede pagarse la deuda externa dejando flotar el tipo de cambio?	71

X.	Tipo de cambio real, salario real y derechos de exportación	81
XI.	Deuda externa versus desarrollo nacional. La solución del conflicto	89
	Apéndice A	97
	Apéndice B	103
	Apéndice C	109
	Apéndice D	113
	Índice de Gráficos	125