

**PIERRE SALAMA\***

## **ARGENTINA, BRASIL Y MÉXICO FRENTE A LA CRISIS INTERNACIONAL\*\***

CUANDO LA CRISIS de los créditos hipotecarios estalló y la recesión comenzó a perfilarse en las economías desarrolladas, numerosos economistas consideraron que las economías emergentes no se verían tan afectadas. El mejoramiento de la mayor parte de los indicadores de vulnerabilidad, como el buen nivel de sus fundamentos (excedentes del balance comercial, recuperación del crecimiento y mantenimiento de las tasas de inflación a un nivel no tan elevado, disminución más o menos pronunciada de la pobreza) deberían preservar a las economías latinoamericanas de los efectos nocivos de un posible contagio. Algunos economistas consideraron que las economías emergentes en forma general, y las de China e India en particular, podrían constituir una oportunidad para las economías desarrolladas y una solución para salir de su crisis. Tal fue, por ejemplo, la posición defendida por los economistas de Goldman Sachs, quienes sostuvieron que China e India, los “motores” del crecimiento mundial, ofrecen oportunidades suficientes para compensar los efectos negativos de la crisis financiera

\* Profesor de las universidades, Cnrs UMR 7115. Agradecimientos por sus comentarios a Fabio Erber, Sonia Rocha, Carlos Nelson dos Reis, Fernando Francis, Emilio Taddéi, Marcelo Antinori, Jaime Marques Pereira y Thierry Deffarges. Versión revisada a fines de diciembre de 2008.

\*\* Traducción cedida por la Universidad Nacional de Quilmes.

sobre la rentabilidad de las empresas de los países desarrollados. Indicaron, asimismo, que las economías emergentes son más sólidas que hace tiempo atrás y, por lo tanto, menos vulnerables. Así, estos “motores” de crecimiento, no solamente sufrirían en menor medida la crisis financiera, sino que podrían ayudar a los países desarrollados a sobrelevar los efectos negativos de la misma sobre su tasa de crecimiento.

Otros economistas, por su parte, afirmaron que no todos los países están exactamente en la misma situación, y estiman que en América Latina algunos países serían más vulnerables que otros. Para los más prudentes, la magnitud de la crisis financiera ha llegado como una variable importante a considerar, una crisis financiera “arrastrada” como la que afectó a las bolsas occidentales hasta la quiebra de Lehman Brothers (en septiembre de 2008) que podría no dar lugar a efectos de contagio; mientras que para otros economistas, esta crisis podría tener un “efecto tsunami” y, si se transformara en una crisis sistemática, podría llegar a afectar a aquellas economías aparentemente sanas.

Desde que se reveló la arrogancia de las finanzas y sus teóricos (Bourguinat, 2009), que pensaron que se podía indefinidamente “producir dinero a partir del dinero”, con tasas extremadamente elevadas, la Historia decide. Enmascarada, la crisis financiera ha estallado y generado una crisis económica. Estas dos crisis se sobreponen una a la otra, y se insertan en un círculo devenido “vicioso”. Buscar la liquidez del “crédito *crunch*” precipitó la crisis; a la inversa de las masivas intervenciones de los bancos centrales, ya que estos Estados están buscando romper el círculo vicioso de una deuda que se hizo insostenible con la drástica disminución de la capitalización.

El retraimiento de la actividad económica está ahora administrado por las autoridades gubernamentales. El crecimiento debería ser al menos del orden de la mitad del 2008 en las economías analizadas. Debería ser más débil, ya que, por un lado, la crisis económica en los países desarrollados debería acentuarse y aumentar la necesidad de liquidez y, por otro lado, las medidas gubernamentales tomadas para facilitar el acceso al crédito deberían probarse insuficientes.

Vamos a presentar sucesivamente “por qué la crisis no debía llegar” y luego “por qué llegó”. No debía llegar: el ensamble de los indicadores de vulnerabilidades se estaría mejorando en la mayor parte de las economías latinoamericanas. Llega y los días pasan, anunciándose cada vez más severa. Eso prueba que estos indicadores no fueron suficientes para establecer pronósticos fiables. Así, resulta necesario el ensamble de los indicadores de fragilidad. Para el nivel de intensidad de la crisis dada en los países desarrollados, la fragilidad de las principales economías latinoamericanas depende de su política de tipo de cambio anterior (cuanto más apreciada, más frágiles llegan a la ad-

versidad), de su inserción en la economía mundial (menos productos de alta y mediana tecnología, mayor debilidad en sus capacidades de resistencia), y finalmente la desigualdad vuelve (cuanto más bipolarizadas son, más difícil resulta sustituir las oportunidades externas por la crisis debido al dinamismo del mercado interno). Cuanto mejor sean estos indicadores, más fácil será resistir a la crisis, e inversamente. Como la crisis en los países desarrollados ha adquirido un carácter sistemático y los indicadores de fragilidad no son muy buenos, sus repercusiones serán importantes en estas economías emergentes, inclusive si los indicadores de vulnerabilidad mejoran. Las medidas contra-cíclicas tomadas por los gobiernos, por necesarias que sean, no pueden entonces sino atenuar los efectos de contagio y limitar sus costos sociales sobre las categorías más vulnerables de la crisis, a saber, los pobres.

## **POR QUÉ LA CRISIS NO DEBERÍA LLEGAR...**

### **UN NUEVO CONTEXTO: LA GLOBALIZACIÓN**

Cuando se habla de globalización, se cometen por lo general dos errores. El primero consiste en confundir la globalización comercial con la globalización financiera. Las dos son distintas. La primera es, en la mayor parte de los casos, mucho menos avanzada que la segunda. El segundo error es olvidar que se actúa en procesos.

Aquello que denominamos “globalización” resulta de un largo proceso de apertura que ha afectado al conjunto de las economías del mundo<sup>1</sup>. La internacionalización creciente de las actividades se traduce en una expansión generalizada de los cambios, más o menos viva y regular según los países. Esta tendencia es reforzada después de la década del ochenta. Así, por ejemplo, el porcentaje de las exportaciones e importaciones globales en relación al PBI mundial, que era del 27% en 1986, pasa a ser del 36% en 1996 y, posteriormente, del 50% en 2006 (según BIS y FMI). La globalización comercial no está, de este modo, totalmente abierta a los cambios deseados por los economistas liberales, puesto que se sitúa entre el proceso que sería la apertura total a los cambios comerciales y la autarquía. No designa el fin de este proceso<sup>2</sup>, porque es un momento del mismo. Sin embargo, lo que

---

1 A excepción, agregaría, de algunos países como Birmania.

2 La apertura completa no debe ser confundida con el librecambio. La apertura, cualquiera sea su importancia, es en efecto compatible con una intervención del Estado, ya que el segundo hecho encamina el único regulador. Una economía puede entonces ser muy abierta; así como lo son ciertas economías asiáticas, y presentar un fuerte crecimiento sin que por eso se pueda afirmar que aquella sea el resultado

caracterizó a la globalización en las últimas décadas fue su rápido avance, ya que el ritmo del comercio está más o menos en orden del doble que el del PBI en los últimos veinticinco años.

Aunque hubo un aumento sustancial del grado de apertura de Brasil entre 1990 (11,7%) y 2004 (26,9%), su peso en el comercio internacional queda en un nivel marginal y relativamente estable entre 1975 (1,1%) y 2005 (1,1%)<sup>3</sup>, debido principalmente al importante aumento de las materias primas hasta mediados de 2008. El crecimiento de las exportaciones de China es mucho más rápido que la media mundial. Su parte en el comercio internacional, en un punto equivalente al de Brasil en 1975 (0,9%), se eleva fuertemente: 1,9% en 1990, 3,9% en 2000, para alcanzar 7,4% en 2005 (según carta IEDI, 2006). La globalización comercial es así más rápida que en Brasil. Brasil está abierto a la economía mundial en un ritmo medio observado para el conjunto de los países, a diferencia de China. Tal ha sido el caso para la mayor parte de los países, sin embargo, con una excepción notable: México, donde las exportaciones han crecido más rápido que el promedio de los países latinoamericanos gracias al auge de industrias mixtas<sup>4</sup>.

La globalización no es solamente comercial, sino también financiera. El crecimiento de la globalización financiera es más elevado. Si uno se limita a los cambios financieros y si se lo relaciona a los cambios comerciales, se observa que los flujos de capitales advienen a promedios cada vez más importantes con respecto a los comerciales. En 1986 el stock de títulos emitidos no representaba todavía más que el 23% del valor de los flujos comerciales, pero en 2002 ese stock ha alcanzado y superado un 2/3 del valor de los cambios comerciales hasta alcanzar 71% al fin del período. En el caso de Brasil, si se lo compara con la evolución mundial, el proceso ha sido aun más rápido. Paralelamente, tiene apertura a los cambios comerciales internacionales, asiste a un monto de valores de títulos comerciales de carácter exclu-

---

del librecambio. El fuerte crecimiento es en ese caso el resultado de una intervención del Estado, destacando el sector de exportación. Sobre esta importante distinción ver Akkerman (et al., 2004) y Woo (2004).

3 Nosotros hemos desarrollado este punto con Kliass (2007).

4 Tasa de crecimiento medio de las exportaciones (expresada en %)

	1975 -1984	1985-1994	1995-2005
México	28.5	8.4	12.4
Argentina	9.3	8.1	8.9
Brasil	13.7	5.6	8.8
China	14.9	16.8	17.9

Fuente: World Development Indicators 2007.

sivamente financieros, a partir de 1994, año en que el gobierno lanzó el Plan Real y estableció un acuerdo con el FMI para la re-negociación de la deuda externa del país. Así, por esta misma razón, pasa de un promedio de 8% antes de 1994 a un promedio anual de 60% en el período siguiente, partiendo del aumento de los precios de esos activos. Es decir, una globalización comercial más pronunciada se acompaña de una globalización financiera más profunda (según BIS y FMI).

La globalización financiera es más volátil que la globalización comercial, sobre todo en lo que concierne a inversiones en cartera y particularmente a los bonos y títulos a corto plazo, sean privados o públicos. Algunos países intentan frenar esa volatilidad, y provocan efectos desestabilizadores imponiendo salidas de capitales a corto plazo, mientras que otros no lo hacen. Por su parte, otros países hacen más difícil la salida de capitales nacionales<sup>5</sup>, al tiempo que permiten la de los capitales extranjeros, mientras que otros no. En este contexto se deben situar los indicadores de vulnerabilidad y sus fundamentos. Centramos aquí nuestro análisis sobre Brasil. Brasil parece en efecto menos vulnerable que México y Argentina. El primero concentra lo esencial de su comercio con los otros países de América del Norte y, de hecho, es particularmente sensible a sus coyunturas respectivas y por lo tanto más de una parte importante de sus exportaciones está compuesta por productos de ensamblaje. Además, sus recetas presupuestarias son fuertemente dependientes del curso alcanzado por el petróleo que exporta. La caída de los precios en el cuarto trimestre de 2008 hace que sea especialmente vulnerable, limitando sus capacidades presupuestarias para relanzar la actividad económica. México no ha llegado a restablecer un saldo positivo de su balanza comercial, a pesar del aumento del precio del petróleo; si llega a limitar el déficit de su balanza de cuentas corrientes es en parte por el saldo positivo de su balance turístico y por las remisiones de trabajadores mexicanos residentes en los Estados Unidos. Pero la recesión en el pago de ingresos y gasto de los hogares disminuye y afecta el turismo y las transferencias de los mexicanos. La Argentina tiene un comercio más

---

5 Ante las dificultades el aumento de la transferencia de capitales en el extranjero los especuladores han usado una medida original: consiste en comprar los títulos en las bolsas extranjeras, entonces, si ellos también entran en una crisis profunda, las revenden inmediatamente. De esta manera, los pesos argentinos fueron convertidos en dólares. La reacción gubernamental ha sido, por un lado, proporcionar dólares a fin de evitar una depreciación demasiado fuerte del peso, e imponer a los acreedores un congelamiento de numerosos títulos comprados antes de que puedan revender esperando que el costo aumente, despegándose de la caída de las bolsas extranjeras añadidas a la depreciación probable del peso, se frenan las salidas de capitales. Ver *Folha de Sao Paulo* (2008).

diversificado, la tasa de crecimiento más importante después en los últimos años y un servicio de la deuda externa contraída: re-embolsos masivos de bonos creados en la gestión de su deuda externa reemplazando las antiguas creencias en la casi imposibilidad de financiarla con préstamos externos. Este servicio de deuda, más difícil por los importantes objetivos de 2009, no se pudo efectuar por lo tanto de las reservas acumuladas después de 2003, y el saldo positivo de su balanza comercial. Pero este último se está reduciendo con el rápido descenso del precio de las materias primas y la recesión mundial, lo cual dificulta el aumento de sus exportaciones de productos industriales<sup>6</sup>. A la inversa, se podría agregar que la débil inserción financiera de la Argentina debería resguardarla de la especulación internacional. En realidad, la situación es más compleja. Heredera del liberalismo de los gobiernos de Menem y De la Rúa, la internacionalización de su economía es importante sobre todo en lo que concierne a las inversiones extranjeras directas. Contrariamente a lo que se podría pensar, creció<sup>7</sup>, a pesar de los conflictos con las transnacionales con la salida del Plan de Convertibilidad.

#### **UN MEJORAMIENTO DE LOS INDICADORES DE VULNERABILIDAD**

Ubicaremos en ese punto central nuestro análisis sobre Brasil. Los indicadores de vulnerabilidad externa toman en cuenta diferentes líneas de la balanza de pagos. Tres indicadores son en general privilegiados: el primero es un indicador de flujos que busca medir las necesidades de financiamiento externo; el segundo pone en relación las reservas con los flujos; y el tercero establece una relación entre el pasivo externo y sus componentes, y el PBI<sup>8</sup>.

El primer indicador considera las necesidades de financiamiento externo relacionadas al PBI. Son tomados en cuenta la solidez del

---

6 Además, el abandono por la ley del sistema jubilatorio por capitalización (en crisis) y su reemplazo por el sistema de repartición en Argentina, a fin de mantener el nivel de las jubilaciones, debería poder ayudar transitoriamente los poderes públicos argentinos devolviendo las fuentes de financiamiento complementarias para asegurar el servicio de la deuda externa “dibujando” en el capital sociedades de capitalización.

7 Según Lozano, sobre las doscientas empresas más grandes que producen bienes y servicios, 64% serían extranjeras en 2005, contra 52,5% en 1997. El volumen de negocios de las empresas extranjeras, en relación a la de las doscientas empresas más grandes, se acrecentó pasando de 64,1% a 75,8% entre los mismos datos (Lozano et al., 2007).

8 Para un análisis profundo, ver Ribeiro (et al., 2008), igualmente De Paula (et al., 2008), Goncalves (2008). Se puede igualmente ver Moreira (et al., 2008) para un análisis comparativo de algunas economías latinoamericanas con otras economías emergentes asiáticas y europeas.

balance de cuentas corrientes y la amortización de la deuda externa como numerador y el PBI como denominador. En el caso de Brasil, por ejemplo, estaba en el período 1998-2002 promediando el 9% PBI. Pasó a 3,7% del PBI promediando el período 2006-2007<sup>9</sup>. *Hay, así, un mejoramiento neto según este indicador.* Lo que se explica fundamentalmente por la aparición de un saldo positivo del balance comercial después de los años de déficit, la disminución del pago neto de los intereses de la deuda externa y el aumento de los dividendos pagados<sup>10</sup>. De 2004 a 2007, el saldo del balance de cuentas corrientes es positivo y las necesidades de financiamiento externo se explican por la amortización de la deuda en vía de disminución. No es sino en 2008 cuando ese saldo se convierte negativo y se suma a la disminución neta de la depreciación.

El segundo indicador muestra la relación entre las reservas y el PBI, después sobre las importaciones, la deuda externa bruta y finalmente sobre el servicio de esta deuda. El valor de las reservas en relación con el PBI es de 5,28% en 1998 y alcanza 13,73% en 2007. El valor de las reservas sobre las importaciones pasa de 0,7% a 1,5% en las mismas fechas. Las reservas sobre la deuda bruta (los préstamos intercompañías están excluidos) pasan de 0,2% a 0,93% también en las mismas fechas. Finalmente, el valor de las reservas en relación con el servicio de la deuda está experimentando una tendencia similar, pasando de 0,99% a 3,5%, alcanzada el 5 de junio de 2008. Y si se considera la relación de las reservas sobre la deuda a corto plazo, se observa que hubo un deterioro desde 1995, donde se sitúa en 123,4%. En el 2000 llegó a 60,4% y se estabilizó hasta 2002 (64,6%). Luego, mejoró significativamente desde entonces porque se eleva a 289% en 2007 y gracias al fuerte aumento de precio de las materias primas alcanza 326% en junio de 2008. Todos los componentes de este indicador muestran *un mejoramiento neto de la vulnerabilidad externa.*

El tercer indicador se centra en las obligaciones externas, en relación al PBI. El pasivo externo se compone de inversiones di-

---

9 Estos datos y los que siguen son extraídos del Banco Central, salvo indicaciones contrarias.

10 En 1998 el pago de los intereses sobre la deuda externa, el pago en el extranjero de los dividendos y los beneficios repatriados correspondían al 2,2% del PBI de ese año. Después de haber aumentado considerablemente, ese porcentaje disminuye entonces para alcanzar en 2007 el mismo nivel que en 1998. Sin embargo, en comparación con el valor de las exportaciones, la disminución el descenso es importante porque ha pasado de 35,6% en 1998 a 18,2% en 2007, siendo aun más pronunciada cuando se reportan esos pagos para reservas: 40,8% y 16,2% para los mismos datos.

rectas, de inversiones en cartera, de la deuda externa bruta y otros pasivos. Medido en cifras brutas respecto al PBI pasó de 67,2% a 71,5% entre 2001 y 2007, lo cual muestra un ligero deterioro. Se confirma cuando el indicador toma en consideración el pasivo externo neto e incluye por lo tanto las inversiones realizadas por los residentes brasileños en el extranjero. El valor de este indicador es de 47,9% en 2001, baja entonces sensiblemente (35,8% en 2006) pero se eleva de nuevo en 2007: 43,7%. *La mejora de este indicador de vulnerabilidad es menos pronunciada que la observada con los otros indicadores.*

Se observa entonces que este indicador (bruto y neto), aunque insuficiente en cuanto a su pertinencia, es probablemente mejor que los precedentes para medir la vulnerabilidad externa. La descomposición del indicador bruto suplanta en parte la insuficiencia del indicador tomado en su totalidad. La parte de las inversiones directas es 32,8% de pasivo externo bruto y la de la deuda externa bruta es de 56,4%. Las inversiones en cartera, más volátiles que las inversiones extranjeras directas, es de 9,9% en 2001 y los demás pasivos son insignificantes. En 2007 la composición es diferente: las inversiones en cartera se elevan a 38,8% en lugar de 9,9% del total de los pasivos; mientras que a la inversa, la deuda externa bruta baja en términos relativos pasando a 20,6% en vez de 56,4% y los otros pasivos se elevan a 5,6%. La estructura del pasivo externo bruto revela una vulnerabilidad más elevada: traducción del auge de las bolsas dichas emergentes, los componentes más volátiles son más importantes.

En los últimos veinticinco años el PBI per cápita creció ligeramente y un bajo número de economistas ha cuestionado los motivos de esta tendencia al estancamiento económico<sup>11</sup>. A partir del año 2000, se observa una aceleración del crecimiento, importante en Argentina y modesto en México y Brasil, tal como se aprecia en el siguiente cuadro. No es nuestro propósito analizar aquí si actúa simplemente como una fase de mayor crecimiento en una tendencia de crecimiento lento, o si actúa como el inicio de una nueva tendencia, rompiendo con la precedente. Aunque sea interesante, esta discusión devendría probablemente obsoleta: la crisis tiene la naturaleza de provocar importantes cambios en el futuro.

---

11 Hemos presentado nuestros debates y contribución propia sobre esta cuestión en el primer capítulo de nuestro libro. Ver Salama (2006), traducido al español por Siglo XXI (2008).



**Cuadro 1**  
Tasas de crecimiento de la Argentina, Brasil y de México (expresadas en %)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Argentina	8.8	9	9.2	8.5	8.7	7	4.5
Brasil	1.1	5.7	2.9	3.7	5.4	4.8	2.29
México	1.4	4	3.2	4.9	3.8	2	2.3

Fuente: *Estudio económico de América Latina y el Caribe, Política macroeconómica y volatilidad*, CEPAL (2008) para 2008, estimaciones FMI, *Perspectivas de la economía mundial* y 2009, estimaciones Bradesco (19/12/2008) para Brasil, FMI (WEO, Abril) para México y Argentina.

### Las perspectivas de crecimiento cada vez más sombrías

“La fecha de previsión hecha por las instituciones es importante puesto que con el paso del tiempo se vuelven más pesimistas y son corregidas para bajar: para Brasil por ejemplo, Bradesco previó el 20/06/2008, un 4,11% de crecimiento para 2009, un 3,4% el 17/10, un 3,3% el 21/11 y un 2,5% el 12/12 [...]. Al inicio de diciembre (18/12) CEPAL modificó igualmente sus previsiones de crecimiento: Argentina esperaría un crecimiento límite de 2,6% en 2009, Brasil 2,1% y México 0,5% (es decir un crecimiento negativo per cápita). De acuerdo a otras institutos, Argentina debería esperar un crecimiento cercano a 0% (de 1,5% a 3% según datos oficiales, pero de 0% a 1% según la fundación mediterránea) y Brasil un crecimiento previsto del 0% según la Morgan Stanley [...].”

Aparte de Argentina<sup>12</sup>, este crecimiento ha tenido lugar con un débil aumento de precios, un mayor del déficit presupuestario y, a excepción de México, que se ha visto acompañado de un sólido balance comercial excedente, una reducción de la deuda externa. Estos datos son conocidos y están disponibles en todos los bancos de datos.

Todos estos datos, conjuntamente con la mejora de los indicadores de vulnerabilidad, parecen indicar una mayor capacidad de resistencia que la que había con anterioridad a las crisis internacionales. Estas previsiones se revelan erróneas.

12 El índice de precios elaborado por el Indec en Argentina fue subestimado sistemática y fuertemente la inflación al punto que tuvieron la necesidad de construir un nuevo índice. La razón oficial dada es que el indicador tiene que ser construido, ya que un peso valía un dólar en la época de la convertibilidad y no ha sido modificado después, lo que significa que el valor de bienes ha sido medido en una tasa de cambio de 1 peso en lugar de 3 aproximadamente.

## POR QUÉ LLEGA LA CRISIS

Mucho se ha escrito sobre los orígenes y las causas de la crisis financiera en los países desarrollados, pero este no es el objetivo del presente artículo<sup>13</sup>. Señalaremos, sin embargo, tres puntos que han facilitado el desarrollo de las burbujas especulativas y sus rupturas: la adopción de reglas contables que valorizan el activo a partir de la marcha de los precios de mercado (“*mark to market*”), la posibilidad para los bancos de vender de manera muy lucrativa los riesgos asumidos por el diseño y la emisión de productos financieros titularizados cada vez más sofisticados y la eliminación así de sus balances y finalmente de las maneras de decir menos “bribonas”, para retomar una expresión de Bourguinat y Bryis, de evaluar estos riesgos. Así concebida, la ingeniería financiera adquiere una lógica propia: “el crédito no se basa en las perspectivas de ingresos de los prestatarios sino sobre la anticipación del valor de su riqueza” señala Aglietta (2008). La proporción de la deuda sobre los ingresos se infla a pesar de que se reduciría en relación al valor del mercado. Para utilizar una expresión de Mynski, se llega muy rápidamente a un financiamiento de tipo *Ponzi* y la inestabilidad se perfila, se impone bruscamente. El sistema implosiona: la explosión de la burbuja conduce a una desvalorización brutal de los activos y aquello que ayer favorecía la burbuja (el “*equity value*”, es decir, la diferencia positiva entre el valor de mercado y el crédito acordado) se transforma en su contrario (el valor de mercado se hunde ahora por debajo del valor de los créditos a devolver). El retorno del ciclo provoca una retracción brutal de la liquidez. Las empresas financieras están buscando dinero en efectivo para financiar un riesgo de ayer, transferido y diseminado, que vuelve fuertemente reevaluado. Las empresas no financieras, con la desvalorización de su capitalización, ven toda una serie de razones para “vivir en rojo” y están forzadas a carecer de un crecimiento de liquidez. Los bancos dejan de prestarse entre ellos y permiten frenar bruscamente sus préstamos a las empresas. El “*crédit crunch*” transforma la crisis financiera en una crisis económica. La crisis deviene sistémica, afecta y compromete a las empresas habiendo una gestión prudente, lejos de la manipulación ayer lucrativa, de los productos financieros titularizados. Se propaga con fuerza más allá de las fronteras por los canales forjados por la globalización financiera.

---

13 Nos remitimos al libro de Bouguinat (et al., 2009), así como al de Lordon (2008) y sobre todo al de Aglietta (et al., 2007), escrito antes de que estallara la crisis.

No es nuestra intención retomar y discutir cada teorización de la crisis financiera<sup>14</sup>, sino deducir una aproximación diferente a la fragilidad de las economías latinoamericanas.

Todas las economías están afectadas por la crisis, y entre ellas, las de China y la India. Las bolsas latinoamericanas han conocido golpes importantes y bruscos y su volatilidad ha aumentado fuertemente *e inclusive antes que las bolsas de los países desarrollados cayeran*. Ciertos analistas consideraron que los importantes reembolsos constituían un signo de tendencia ante las dificultades por delante para las bolsas de los países desarrollados. Desde junio de 2008 el índice Bovespa cayó pasando de 74.000 a menos de 30.000 en octubre de ese año, el Mexbol en México pasó del índice de 32.000 a menos de 17.000 entre las mismas fechas, finalmente el Merval en Argentina después de haber conocido un pico en noviembre de 2007 tuvo 2.355, y se sumerge en un salto hacia abajo a 810 en octubre 2008. Después, como las otras bolsas latinoamericanas, conoce ligeramente las limitaciones y la volatilidad elevada. Al poco tiempo, las tasas de cambio conocieron evoluciones parecidas<sup>15</sup>. Después de los años de apreciación de su moneda, el real brasilero conoce una depreciación frente al dólar desde el mes de agosto (con un crecimiento del 1,55 reales por un dólar), se acelera en octubre (con un pico a más de 2,5 reales por dólar) con muy alta volatilidad producida en parte por las intervenciones consecuentes del Banco Central. En México, la depreciación del peso frente al dólar tuvo lugar en agosto (a menos de 9,85 por dólar) se acelera (pico de 14,30) ya con una fuerte volatilidad (para cotejar estos datos fuente: BBSP). Las reservas del Banco Central disminuyen, las cuales son utilizadas para financiar el deterioro de la situación externa (balance comercial negativo en México, balances de cuentas corrientes ligeramente negativos en Brasil, liberación de capitales en títulos de inversión directa de pagos en el extranjero), pero también para evitar el movimiento de la depreciación de las monedas nacionales frente al dólar.

La secuencia es entonces la siguiente: caída pronunciada de las bolsas, precedente de la de las bolsas de los países desarrollados y, lue-

---

14 Señalamos igualmente que esta manera de concebir la crisis financiera difiere profundamente del acercamiento por los rumbos eficientes y de la (no) transparencia en el origen de la crisis tal como la definió el camino neoclásico. Retomamos a Orléan (2008). Por el paradigma de la eficiencia, la crisis es sobre todo una cuestión de opacidad. Esta concepción es discutible. La transparencia no hace nada para garantizar la estabilidad financiera puesto que es el mecanismo financiero mismo el que produce la inestabilidad.

15 En Argentina las evoluciones son menos pronunciadas. El peso argentino ha sido mantenido en un nivel relativamente depreciado, contrariamente a las otras monedas latinoamericanas, y la depreciación ha sido más débil.

go, depreciación fuerte de las monedas frente al dólar, especialmente cuando la crisis financiera estalla. *La originalidad de la crisis financiera viene a la vez de su carácter anunciador para los países desarrollados y de su aceleración, ya que por último estalla.* Se está entonces lejos de esquemas previstos por la mayor parte de los economistas.

Los indicadores de vulnerabilidad que hemos expuesto no son pertinentes para medir la vulnerabilidad de estas economías cuando estalla la crisis sistémica. Dichos indicadores tienen utilidad especialmente en períodos en los que no hay crisis internacionales. *Hace falta entonces desarrollar de manera complementaria nuevos indicadores de fragilidad.* Es lo que nosotros vamos a explicar. Estos indicadores reflejan la fragilidad de los nuevos regímenes de crecimiento adoptados con puesta en obra –con mayor o menor intensidad según los países– de “recomendaciones” de Consenso de Washington en los años noventa en vistas a liberar los mercados. Las nuevas fragilidades afectan, por un lado, a los efectos combinados de una apreciación del tipo de cambio y de un retraimiento relativo del Estado en materia de política industrial y, por otro lado, a las limitaciones debidas a los movimientos de liberalización de intercambios comerciales y financieros, y a los niveles muy altos de desigualdad de ingresos. *Para el nivel de crisis internacional dado y los relativamente buenos indicadores de vulnerabilidad, cuanto peores sean los indicadores de fragilidad, más fuertes serán las repercusiones de la crisis de los países desarrollados sobre las principales economías latinoamericanas y mayor será la dificultad de poner en ejercicio políticas contra-cíclicas eficaces.*

Los indicadores se refieren a la fragilidad del tipo de cambio, a la estructura de las exportaciones (contenido tecnológico, valor añadido) y a la importancia de las desigualdades en la distribución de ingresos.

#### **LOS EFECTOS PERNICIOSOS DE UNA VALORIZACIÓN DEL TIPO DE CAMBIO**

La tendencia a la apreciación del tipo de cambio exterior hace que resulte más difícil en el período de crisis ejecutar una inserción de las economías a nivel mundial.

1. Con la aplicación de las principales recomendaciones del Consenso de Washington, la economía se ha liberalizado en gran medida, en particular en los años noventa. Las economías, fuertemente debilitadas por los años de hiperinflación y de reducción masiva de sus tasas de inversión en la década del noventa, han quedado sometidas a la destrucción de gran parte de su aparato productivo, a una importación masiva de segmentos que en otros tiempos eran producidos localmente, a un déficit considerable de su balance comercial y a una modernización en una segunda etapa de

su tejido industrial. El servicio de la deuda no pudo ser efectuado a partir de un excedente del balance comercial, va a depender de la entrada de capitales. En los años noventa la tasa de interés va a devenir así la verdadera “variable de cierre” y el régimen de crecimiento instituido con la liberalización va a tender a funcionar como una economía casino (para retomar la expresión de Keynes) en el origen de una gran volatilidad de PBI y de una incapacidad de reducir la pobreza. El tipo de cambio presenta una gran volatilidad. Fijada nominalmente, *tiende a valorizarse en término real y conoce profundas devaluaciones durante las crisis financieras*. A partir del año 2000, la situación se invierte, el crecimiento es más elevado y la volatilidad más débil (a excepción de la Argentina al inicio del milenio). Los efectos positivos de la liberalización aparecen con la modernización del tejido industrial y el balance comercial deviene positivo (a excepción de México). *El tipo de cambio deviene flexible, tanto nominal como real, y se valoriza de nuevo en el conjunto de países*. Esta valoración es más o menos continua en Argentina, y es mucho menor en México y en Brasil. No está compensada por un aumento de los impuestos en las importaciones y subvenciones a las exportaciones como ha ocurrido anteriormente, cuando gracias a la sustitución de importaciones, el crecimiento era particularmente elevado y durable<sup>16</sup>.

2. Numerosos estudios muestran los efectos negativos de una apreciación del tipo de cambio<sup>17</sup> sobre la *rentabilidad* del capital y el *crecimiento*. La tesis central es la siguiente: la apreciación del tipo de cambio hace más difíciles las exportaciones, excepto de las materias primas, y solo una mayor competitividad puede compensar ese *handicap*. Con exclusión de las materias primas, las exportaciones están aumentando, pero su ritmo es moderado si se lo compara con el de las economías asiáticas. Las importaciones, facilitadas por la apreciación de la moneda nacional y la reducción masiva de los derechos de aduana aumentan igualmente.

Se desprenden de este doble proceso dos observaciones: la primera concierne al valor añadido de las exportaciones. Sin el caso extremo de México y de sus industrias de montaje, el valor

---

16 Como lo señala Bresser-Pereira (2009) en su libro. Sin embargo, la práctica de las subvenciones y de las tasas de importaciones igualmente muestran sus límites en ciertos momentos cuando hubo un despilfarro de recursos y suscitó una eficacia débil. Manera de aplicar un “parir sobre estructuras nuevas”, esta política puede entonces transformarse en su contraria y favorecer los comportamientos rentables.

17 Ver, por ejemplo, Ibarra (2008).

disminuye debido al incremento en los insumos y en los bienes de capital importados, que además no estaban anteriormente. Más grave aun es la incapacidad de desarrollar los productos de alta tecnología. Pero, como señala Lall (2004), el crecimiento de las exportaciones de productos de alta y media tecnología es más rápido que el promedio de las exportaciones de bienes industriales: 73% en los países industriales contra 16,5% en los países en desarrollo entre 1980 y 2000. Todos los países en desarrollo no conocen estas evoluciones, de hecho lejanas. Están concentradas en algunos países casi exclusivamente de Asia<sup>18</sup>. Son las exportaciones de ese tipo las que permiten una inserción sólida en la economía mundial y disminuyen la vulnerabilidad externa de países que pueden desarrollarlas. En efecto, las exportaciones en alto contenido tecnológico elevado se caracterizan por una elasticidad de la demanda en relación a ingresos elevados a nivel mundial y son susceptibles de tener efectos de entrenamientos importantes sobre las sucursales industriales. Como la experiencia de las economías asiáticas lo muestran, su auge no viene del libre juego del mercado sino de la intervención directa del Estado tanto en el nivel político industrial (política a modo de espera de nichos acompañada de tasas de interés preferenciales, subvenciones temporarias y selectivas, etcétera) o de su acompañamiento a nivel de las infraestructura física (transporte, energía, etcétera) o humana (educación, salud). En tal caso, el crecimiento es conocido como “cuña”. En cambio, la dificultad para favorecer el crecimiento de las exportaciones de alta tecnología caracteriza modos de crecimiento de tipo “patos rengos”. Los efectos sobre el crecimiento del auge de las exportaciones son entonces débiles, la relación entre grado de apertura más elevado y fuerte crecimiento no está verificada<sup>19</sup>.

3. Si se toma el caso de Brasil, país cuya economía es la más eficiente en términos de tecnología, la mayor parte de las exportaciones quedan aún centradas sobre productos de bajo o medio grado tecnológico. El gran auge de las exportaciones

---

18 México parece exportar productos de alta tecnología pero actúa más como una ilusión estadística que una realidad: el valor de ajuste es extremadamente débil, los productos son sobre todo ensamblados. Es para evitar ese género de ilusión estadística que se construyen los nuevos indicadores. Ver, por ejemplo, Lall (et al., 2005) y Li Cui (2007).

19 Sobre estas cuestiones ver Lall (2004); Palma (2004), publicada en parte en la revista *Tiers Monde* (2006) y Salama (2006).

brasileras a partir del año 2000 se debe principalmente a que los productos manufacturados incorporan un nivel tecnológico bajo o medio-bajo; los bienes no industriales (“los agronegocios”) tienen débil valor de ajuste y un nivel tecnológico a menudo bajo<sup>20</sup>.

País esencialmente urbano, la Argentina posee un tejido industrial relativamente complejo. Contrariamente a lo que a menudo se afirma, la economía argentina no está “primarizada”<sup>21</sup> y sus exportaciones industriales son importantes. El saldo positivo del balance comercial no se explica solamente por la fuerza de sus exportaciones de productos primarios y productos manufacturados de origen agrícola, aunque contribuyan fuertemente. La estructura y la evolución de sus exportaciones lo testimonian. En 1997, en la víspera del inicio de la gran crisis (1998-2002) que conduciría al abandono del plan de convertibilidad (a finales del 2001) y al fin de la paridad dólar-peso, las exportaciones de productos manufacturados de origen industrial correspondían al 31% del total de sus exportaciones, las de productos primarios fuera de los combustibles en 24% y la de los productos manufacturados de origen agrícolas entre 34 y 35%, el resto se compone de combustibles. Diez años más tarde, las exportaciones totales han duplicado su valor pasando de 26,4 millones de pesos en 1997 a 55,7% en 2007. Su composición queda relativamente estable: 31% para los productos manufacturados de origen industrial, 22% para los productos primarios fuera de los combustibles, y 34% a 35% para los productos manufacturados de origen agrícola, a pesar de la fuerte subida de los precios de las materias primas agrícolas.

Si bien es un tanto simplista caracterizar a la Argentina de hoy como una economía primarizada, sucede que las exportaciones de manufacturas de ese país no se compone de productos de alta tecnología. La Argentina pagó el precio de una política de sobre-apreciación

20 La estructura de las exportaciones es la siguiente en 2007:

	Crecimiento 2000 - 2007	En %
Básicos	48.8	37.1
Semi manufacturas	27	13.7
Manufacturas	13.2	46.6
Otros	66.3	2.6

Fuente: Sinopse N° 10 BNDE, septiembre de 2008.

21 No hay definición científica de la primarización. Se puede considerar sin embargo que una economía está primarizada si parte de sus exportaciones de productos primarios en las exportaciones totales es predominante, y que está en curso de primarización si esta parte tiende a aumentar de manera significativa.

del tipo de cambio real dependiente del plan de convertibilidad a lo largo de los años noventa que ha debilitado un sector industrial ya alcanzado por los años de hiperinflación y la política ultraliberal de la dictadura. Después la muy fuerte devaluación a partir del año 2000 y el fin del plan de convertibilidad, el mantenimiento de un tipo de cambio relativamente depreciado no ha sido suficiente para modificar cualitativamente la estructura de las exportaciones industriales y la que por lo tanto no está acompañada de una política consecuente.

México ha cambiado la estructura de sus exportaciones en pocos decenios, pero si el peso de los productos energéticos (petróleo) es débil, la estructura de las exportaciones de productos industriales se caracteriza por una parte muy importante de productos montados a un bajo valor añadido. Ibarra (2008) muestra, a partir de una aproximación en términos de multiplicador de la demanda, que la contribución del PBI se explica esencialmente por las exportaciones multiplicadas por el multiplicador, y muy poco por la inversión multiplicada por ese multiplicador. Lo que en otros términos significa que el auge de las exportaciones no ha generado un aumento de la tasa de inversión, por culpa de la política industrial y, por lo tanto, aumenta la tasa de crecimiento.

Un tipo de cambio depreciado estimula el crecimiento y, si es acompañado de una política industrial, permite una mejor inserción en la economía mundial al inverso de un tipo de cambio apreciado y de una retracción de lo económico. La relación es paradójica y se podría considerar que las grandes depreciaciones provocadas por la crisis actual, así como el retorno anunciado del Estado en lo económico, podrían estimular el crecimiento. Tal no es el caso. Los dos primeros indicadores, uno sobre el tipo de cambio, el otro sobre la estructura de las exportaciones de su grado de integración, no son lo suficientemente buenos para permitir una mejor resistencia a la crisis internacional.

Para estos tres países, la depreciación del tipo de cambio tiene la oportunidad de estimular el crecimiento de las exportaciones de manufacturas, cambiar su contenido, aumentar su valor añadido y, por lo tanto, el crecimiento, en razón de la crisis económica que alcanza a los países que comercian con ella<sup>22</sup>. Sin embargo, el regreso del Es-

---

22 Sobre este punto ver Azpiazu (et al., 2008). La relación del tipo de cambio-exportación (cantidad, calidad) no es reversible. Un tipo de cambio apreciado limita el auge de exportaciones, especialmente de aquellas con tendencia a reducir su valor añadido. Una depreciación no provoca necesariamente el efecto inverso, a la misma altura, los resultados dependen de la dinámica de la demanda mundial, más débil en el período de crisis internacional. No obstante, puede permitir que la tasa de crecimiento de las exportaciones baje menos.



tado a la economía y la depreciación del tipo de cambio, limitaron los efectos negativos de la crisis. Estos países están sujetos a un “doble peligro”<sup>23</sup>: sufren la crisis internacional, porque la economía está cada vez más globalizada; todos la sufren fuertemente, con excepción de la Argentina en el año 2000, al apreciar su tipo de cambio, ya que en distintos grados (Brasil menos que los otros) han acordado cada vez menos interés en una política industrial.

### **LAS NUEVAS “REGLAS DE JUEGO” Y SUS EFECTOS SOBRE LA DISTRIBUCIÓN DEL INGRESO**

¿Es posible suplir la lentitud de la demanda internacional por un dinamismo creciente del mercado interior? Las fuertes desigualdades de ingresos, entre las más elevadas del mundo, la redistribución débil si se la compara a la de los países desarrollados, y los efectos de la globalización, tal como ha sido practicada sobre la relación salario/beneficio, hacen que sea difícil esta posibilidad, a menos que estén unidas a una verdadera política redistributiva notablemente en favor de las categorías más vulnerables a la crisis, a saber, los pobres.

1. Las nuevas “reglas de juego” que registra la economía mundial son relativamente bien conocidas. Con la liberalización comercial, la limitación de precios juega más fuertemente que en el pasado, cuando era posible compensar una insuficiencia de competitividad por un proteccionismo crecido y/o por subvenciones consecuentes, o mediante las manipulaciones de tipos de cambio. Estas políticas son más difíciles de aplicar. El precio internacional de un producto en particular es el objetivo a alcanzar o superar. Esto explica, básicamente, la desaceleración del aumento de los precios, la búsqueda de bolsones de productividad mediante la reducción de tiempo de inactividad, y una reorganización del trabajo hacia una mayor flexibilidad, la utilización de bienes de equipamiento de mayor rendimiento, generalmente importados. Esto expresa, en parte, la caída de los salarios en comparación con el aumento de la productividad, la competencia por el pago bajo de salarios<sup>24</sup> que en

---

23 Esta expresión es utilizada en Francia para designar la segunda sanción (la expulsión del territorio) que sufren los trabajadores inmigrados condenados a una pena de prisión.

24 Los datos más recientes elaborados por el *Bureau of Labour Statistics* (mayo de 2008) muestran que las diferencias en los salarios son importantes, inclusive en México: el costo por hora en la industria manufacturera es de 0,6 dólares estadounidenses en China contra 21,37 en los Estados Unidos, 19,02 en Japón, 2,61 en México y 0,3 en India durante 2002. Esto explica que para los productos no ponderados se asiste

el pasado empujó a reducir el aumento del costo unitario de la mano de obra que juega en la progresión del salarios.

Con la liberalización financiera, esos límites sobre los costos del trabajo juegan más fuertemente. La “voracidad” de las finanzas favorece la búsqueda de tasas de rentabilidad extremadamente elevadas. Cuando se analiza la parte del valor añadido de las empresas no financieras se observa, en grados más o menos pronunciados, en los países desarrollados y en las economías latinoamericanas, una baja en la parte de los salarios y un aumento de beneficios después de un cuarto de siglo. En este sentido, la parte ocupada por los beneficios, los dividendos y los intereses pagados ocupan un lugar creciente. El resultado es que muy a menudo, aunque la proporción de los aumentos de beneficios se mantenga estable para los beneficios reinvertidos o bien aumente ligeramente, es insuficiente para producir una tasa de crecimiento sostenible.

2. ¿El crecimiento del crédito destinado a los hogares puede compensar la insuficiencia de salarios? Se sabe que en los países desarrollados, y particularmente en los Estados Unidos, la tendencia al estancamiento económico que se derivaría de la insuficiencia de la demanda de bienes de consumo, resultado del aumento de los salarios al ritmo de la productividad y la incapacidad de aumentar las oportunidades exteriores, ha sido frustrada por el aumento muy fuerte del crédito y la desaparición del ahorro de los hogares. El aumento del crédito (“a todo precio” y gracias al montaje de productos financieros cada vez más sofisticados consistente en transferir el riesgo de *default*, los cuales devinieron lucrativos) ha permitido que la rentabilidad del capital pueda elevarse, financiar así el aumento de los beneficios financieros y aumentar la tasa de inversiones favoreciendo el crecimiento, por un tiempo, ya que la crisis de *subprimes* se traduce en una desconfianza generalizada con respecto al ensamble de productos sofisticados y a un *crédito crunch*, responsable de la mutación de la crisis financiera en una crisis en el sector real de la economía.

Tal no es el caso en América Latina: el crédito a los hogares es muy bajo, sobre todo si se lo compara al imperante en los países desarrollados y en las economías asiáticas, que se conceden

---

a la deslocalización de usinas instaladas a México, China o Vietnam, el aumento de los costos de transportes están compensados por la disminución de costos de mano de obra combinada con la unidad de los salarios y la productividad.

a las empresas igualmente<sup>25</sup>; es igual a su financiamiento a partir de bonos emitidos en el mercado financiero<sup>26</sup>. A partir de un nivel poco elevado de crédito ha crecido fuertemente Brasil en los últimos años y habida cuenta de la desaceleración reciente, alcanza 40% del PBI en noviembre de 2008 (según Bradesco), el cual sigue siendo bajo. El costo del crédito es en general elevado, principalmente en Brasil. Se utiliza especialmente para financiar a corto plazo la demanda de los hogares y el capital circulante de las empresas. La financiación de las inversiones, fuera del autofinanciamiento, se hace a través de los bancos estatales (BNDES en Brasil) a un ritmo más o menos reducido en comparación con la ofrecida por los demás bancos. Esto va a brindar la posibilidad de poner en obra una política industrial, ya que el banco del Estado es importante, tal como en el caso de Brasil. Para las grandes empresas, puede suponer el acceso a los financiamientos de los mercados de capitales en el extranjero. La profundidad del sistema financiero latinoamericano (Argentina, Brasil, Bolivia, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Panamá, Perú, Uruguay, Venezuela) es en porcentaje de PBI 133%, en Estados Unidos es de 405%, en las economías emergentes asiáticas (Corea del Sur, Filipinas, Indonesia, Malasia, Tailandia) de 208%. Lo que caracteriza a los mercados financieros latinoamericanos es su composición: los títulos de la deuda pública representan 42% del PBI, es decir, un tercio del conjunto de los productos financieros, las acciones 46%, los títulos de la

---

25 Entonces las empresas de países desarrollados financian sus activos al 70% por auto financiamiento, 20%, por deuda y 10% por la emisión de acción; estas cifras son respectivamente en América Latina de 80% por auto financiamiento y de 20% para el resto en los años noventa. Para un análisis detallado concerniente al ensamble de los créditos (tanto de capital fijo, es decir de inversión, como para el capital circulante) hecho por los bancos a las empresas privadas ver Peltier (2005) donde están señaladas las diferencias entre las economías asiáticas y latinoamericanas: promediando los créditos al sector privado en porcentaje al PBI están estimadas en 72% en 2004 en Asia, sin embargo en China e India y tiene 30% en América Latina en las mismas fechas.

26 La ratio de títulos de empresas no financieras captadas sobre los mercados financieros sobre PBI en Malasia es de 22%, en Corea de 27%, en Chile de 11,4%, en México de 3,3% y en Brasil de 2,6% en 2005 (fuente: *Época Negocios*). Estas razones de debilidad latinoamericanas se explican principalmente por la preferencia de los bancos por el financiamiento de la deuda siguiendo más lucrativa y menos riesgosa. En Argentina, Brasil, México más de la mitad del ensamble de préstamos bancarios es destinado al sector público entre 2001 y 2003 (10% en China, Malasia, Tailandia, 1,5% en Chile pero 26% en Colombia). Fuente: *The McKinsey Quarterly* (2007).

deuda privada 13% y el resto representan los depósitos bancarios (*The Mckinsey Quaterly*, 2007).

El aumento reciente de razón de crédito sobre PBI ha compensado en parte el cambio en el incremento de los salarios en relación a la productividad. Pero la razón de crédito sobre PBI, siendo este débil, tiene efectos limitados. La demanda interna para numerosos productos es relativamente baja, en relación a desigualdades particularmente elevadas<sup>27</sup> y de una capacidad de desarrollo de las exportaciones de productos industriales a un ritmo suficientemente elevado. Esto explica, en parte, la baja tasa de inversión<sup>28</sup> y la dificultad de obtener un aumento durable del crecimiento a un nivel comparable al de los países asiáticos. El crecimiento más importante entonces contribuye a las capacidades de producción pasivas cada vez más débiles, a la insuficiencia de las infraestructuras energéticas y de transporte de energía, resultado de los bajos niveles de inversión realizados en el pasado.

3. Se podría pensar que el aspecto positivo de la debilidad relativa de los créditos y de los títulos emitidos es que habría una permeabilidad mucho menor a la crisis financiera internacio-

27 Recordamos que los coeficientes de Gini son muy elevados en América Latina, como se lo puede ver en la tabla debajo. Queda que más allá de las desigualdades, haga tomar en cuenta la dimensión absoluta de las demandas para analizar la rentabilidad de los capitales, un país como Brasil, fuertemente poblado, en desventaja de captar economías de escala como Argentina, menos poblada, pero menos que China, más poblada y devenida profundamente desigual en algunos años:

Desigualdades en la distribución de los ingresos			
	1990-1995	2000-2005	Variación en %
México	0.527	0.510	-3%
Argentina	0.444	0.501	11%
Brasil	0.604	0.564	-7%
China	0.300	0.469	36%

28 La tasa de formación bruta del capital fijo queda débil como se lo puede ver debajo.

Tasa de formación bruta de capital fijo		
	1985 -1994	1995-2005
México	21.7	22.5
Argentina	17.3	17
Brasil	21.2	17.1
China	38.7	38.8

Fuente: *World Development Indicators*, 2007.

nal. De hecho, se olvidan dos puntos importantes. *El primero* es el acceso de las grandes empresas a los mercados financieros internacionales y a los productos sofisticados que se han desarrollado para cubrir estas operaciones de intercambio, cuando se trata de la venta de productos derivados. En la víspera del estallido de la crisis de cambio en Brasil y en la línea de apreciación del real frente al dólar, empresas tales como Sadia, Aracruz, Votorantim tenían puesto un dólar a 1,7 real, que se superó 2,30 e incluso 2,50. Estas empresas han perdido sumas considerables, que fueron respectivamente 750; 1,95 y 2,02 millones de reales. *El segundo punto*, más importante, concierne a la relación stock-flujo. El stock de reclamos extranjeros no se limita a los créditos, sino a inversiones pasadas tanto directas como de cartera (acciones, bonos públicos y privados). En el contexto de la reducción de liquidez provocada por la crisis, las empresas multinacionales se centrarán en la venta de ciertos activos en los mercados emergentes, la repatriación de los beneficios, sobre todo de la reinversión y/o compra de acciones y bonos a fin de proporcionar a sus sociedades madres la liquidez que cayó. *El stock de activos se transforma en parte del flujo de capitales*. Entre enero y octubre de 2008, los productos de capitales del sector privado no financiero en Argentina había sido de 7,786 millones de dólares (según Indec) y según *La Nación* (2008) si se tienen en cuenta los efectos de la quiebra de Lehman Brothers y las reacciones provocadas por la nacionalización del sistema de capitalización de pensiones, todavía no contabilizadas por el Indec, habría que añadir a esta cifra 5 millones de dólares en octubre. Para todo el año, la evaluación prevista por los análisis financieros argentinos de la salida de capital ascendió a 20 millones de dólares, lo que si bien probablemente es exagerado, da una idea de la amplitud de las fugas de capitales y de las consecuencias por venir sobre el crecimiento de 2009 en Argentina. Según el Banco Central de Brasil, los inversores han retirado 6,05 millones de dólares de la bolsa en octubre de 2007, a los cuales hay que añadir el retiro de 1,7 millones de dólares de títulos a ingresos fijos. El alcance de esos ingresos se redujo en noviembre, lo cual no significa necesariamente un retorno hacia una mejora de la situación<sup>29</sup>. Se

---

29 Es difícil leer con precisión en los balances de pago los movimientos de capitales sobre el año en curso, a *fortiori* sobre los últimos meses en particular en lo que respecta a la no renovación de vencimiento de bonos y los movimientos, debido a los productos derivados que retornan al lugar "errores y omisiones", que se infla de

trata de sumas considerables, que explican a la vez la caída de la capitalización bursátil, la fuerte depreciación de las monedas frente al dólar que habíamos indicado para los tres países analizados, de los desarrollos del “crédito *crunch*”.

Las desigualdades de ingreso son importantes. Las relaciones por el crédito para dinamizar una demanda, ayer limitada, no es posible con el retraimiento de la liquidez de hoy. La eficacia de la política distributiva, tal como es aplicada en América Latina, es relativa. En un reciente informe del OCDE se constata que los coeficientes de Gini antes y después de las transferencias sociales e impuestos quedan muy cerca uno del otro, a diferencia de lo que se observa en los países europeos<sup>30</sup>: las diferencias entre los coeficientes (antes y después de las transferencias y de los impuestos) de Gini es de 2 puntos porcentuales en América Latina contra 10 puntos en Europa. El conjunto de estos factores explica que sin una política redistributiva consecuente que disminuya sensiblemente las desigualdades, es difícil de imaginar que la pérdida del dinamismo de los mercados exteriores pueda ser compensado por un aumento del dinamismo de sus mercados nacionales.

*Conclusión:* si bien es cierto que todas las economías, ya sean desarrolladas o emergentes han experimentado fuertes caídas en los precios de las acciones en sus respectivos mercados financieros y una depreciación más o menos elevada de su moneda frente al dólar, sería erróneo concluir que el conjunto de estas economías tengan que enfrentarse a una crisis sistémica de la misma manera. Buenos indicadores de vulnerabilidad no pueden prever una disociación de la economía de un país en relación a los otros en crisis, mientras son alcanzados por una crisis sistémica. Los efectos de contagio serán por lo tanto más fuertes ya que la crisis sistémica será larga y profunda y los

---

repente. Demasiado a menudo las cifras son dadas en neto, entonces, lo que es más interesante que tenerlos en bruto y la evolución de reservas del Banco Central no es suficiente si por allí el balance de cuentas corrientes es deficitario. Por otro lado, la volatilidad del tipo de cambio no traduce necesariamente lo que los movimientos de capitales en razón de la intervención del Banco Central para defender el cuerpo de su moneda. Esta intervención puede ser fuerte en ciertos momentos y moderada en otros, sin que tenga una relación constante con la volatilidad de la bolsa.

30 La diferencia entre los coeficientes (antes y después e impuestos) de Gini es de 2 puntos en América Latina contra 15 puntos para Europa. Es, por ejemplo, de 1,5 puntos en Argentina. Los datos son de 2005. Ver OECD (2007: 31, 53). Lo que explica que, contrariamente a una idea expandida, la reducción relativa de las desigualdades que se puede observar por ejemplo en Brasil en el 2000 es mayor debido a los mecanismos de marcha del trabajo y al aumento del salario mínimo que a una política redistributiva del tipo *bolsa familiar*.

efectos son aun más elevados dado que estas economías son frágiles. En este sentido, la crisis es un indicador de las diferentes capacidades de resistencia de estos países. Por esto es necesaria la construcción de indicadores de vulnerabilidad.

La crisis no es únicamente atribuible a factores externos, como a menudo quieren hacer creer los diferentes gobiernos de estos países. Los efectos de la crisis internacional sobre las economías latinoamericanas están resintiéndose más duramente a aquellas que son frágiles y esa fragilidad es el resultado de políticas económicas manejadas por diferentes gobiernos en un pasado reciente. En este sentido, los diferentes gobiernos tienen una responsabilidad, variable según el caso. Los indicadores de fragilidad originados sobre las especificidades de regímenes de crecimiento y las particularidades de sus inserciones en la economía mundial revelan las capacidades de resistencia más o menos débiles (o fuertes) de sus economías ante la crisis mundial.

La capacidad de resistencia de estas economías a la crisis internacional se verá reforzada si la intervención del Estado *es o deviene consecuente*. Debe tener lugar, entonces, una verdadera ruptura con el pasado para limitar los efectos negativos del contagio, tanto en el nivel de la política monetaria (a fin de aumentar liquidez y limitar el *crédito crunch*) como a nivel de una política industrial y de una política distributiva de los ingresos en vistas a reducir la desigualdad. En Argentina y en Brasil con el establecimiento de “megaplanes” parece diseñarse con mayor o menor coherencia. Esta nueva política puede reducir más o menos el impacto de la crisis internacional, que sin embargo no se puede evitar. Sería un error creer lo contrario. De esta crisis se producirán cambios en las economías latinoamericanas: el régimen de crecimiento será diferente, igualmente las relaciones con las economías desarrolladas, las desigualdades regionales modificadas.

Una política voluntarista puede ser la oportunidad de cambiar las reglas de juego y de favorecer la puesta en causa de regímenes de crecimiento menos excluyentes reforzando así la cohesión social. Es difícil de aplicar por una serie de razones<sup>31</sup>: no puede ser una reproducción idéntica de las políticas intervencionistas del pasado, el tejido industrial ha cambiado profundamente; debe asegurar una redistribución de los ingresos más amplia y más eficaz, en un contexto de conflictos distributivos críticos y de contrariedades externas elevadas; debe conciliar política monetaria y política presupuestaria, pero las experiencias pasadas muestran cuán difícil es después de años de políticas liberales; en fin, debe evitar tener políticas reactivas poco pensantes, porque si no es difícil de imaginar y de poner en cauce políticas

---

31 Ver sobre esta cuestión un artículo muy interesante de Erber (2008).

industriales coherentes cuando los académicos han privilegiado los paradigmas de corrientes liberales en la economía. Difícil de ejecutar, ciertamente; sin embargo, se hace ahora más necesaria que nunca. En este sentido, se puede decir que la crisis constituye una oportunidad: puede permitir sobrellevar las debilidades de estos países, al menor costo social, y conducir a un fortalecimiento de sus economías; pero si el mercado despliega sus efectos libremente, entonces el riesgo de salir debilitadas es muy grande.

## BIBLIOGRAFÍA

- Aglietta, M. y Berrebi, L. 2007 *Desordres dans le capitalisme mondial* (Odile Jacob).
- Aglietta, M. 2008 “Les crises financières: plus ça change, plus c’est la même chose” en *Revue d’économie financière*.
- Akkerman, A. y Teunissen, J. (eds.) 2004 *Diversity in development. Reconsidering the Washington Consensus* (La Haya: Fondad).
- Azpiazu, D. y Shorr, M. 2008 “Debate sobre el dólar alto” en *Página/12* (Buenos Aires) 10 de diciembre.
- Bourguinat, H. y Briys, E. 2009 *L’arrogance de la finance, aux sources du krach: errements des marchés, myopie de la théorie et carences de la régulation* (París: La Découverte).
- Bresser-Pereira, L. 2009 *Mondialisation et compétition, pourquoi quelques pays émergents réussissent alors que d’autres non* (París: La Découverte).
- De Paula, L.; De Castro Pires, M. y Meyer, T. 2008 *Regime cambial, taxa de cambio e estabilidades macroeconomico do brasil, Vº Forum de la fundacion Getulio Vargas* (mimeo).
- Erber, F. 2008 “As conveções de desenvolvimento no Brasil: um ensaio de economia política” presentado en el seminario de la Fundación Getulio Vargas (mimeo).
- Folha de Sao Paulo* 2008 “BC argentino tenta conter fuga de capitais”, 4 de noviembre.
- Gonçalves, R. 2008 *Crisis econômica: radiografia e soluções para o Brasil; mime et (2008): A crise internacional e a America Latina, com referencia ao caso do Brasil*, (mimeo).
- Kliass, P. 2007 “La globalisation au Brésil: responsable ou bouc émissaire?” en *Lusotopie* N° XIV, publicada en portugués en la Revista de *Economía Política* 2008, N° 34.
- Ibarra, Carlos 2008 “La paradoja del crecimiento lento en México” en *Revista de la CEPAL*, N° 95.
- La Nación* 2008, 19 de diciembre.



- Lall, S. 2004 “Reinventin industrial Strategy: The Role of Government Policy in Building competitiveness” en *G-24 Discussion Paper Series* (United Nations: New York).
- Lall, S.; Weiss, J. y Zhang, J. 2005 “The Sophistication of Exports, a New Measure of Product Characteristics” en *QEH*, Documento de trabajo, N° 123.
- Li Cui 2007 “Is China changing its stripes? The shifting structure of China’s external trade and its implications”, FMI.
- Lordon 2008 *Jusqu’à quand? Pour en finir avec les crises financières* (Raison d’agir).
- Lozano, C.; Rameri, A. y Raffo T. 2007 “La cúpula empresaria argentina luego de la crisis: cambios en el recorrido 1997-2005”, documento CTA.
- Moreira, A.; Rocha, K. y Siqueira, R. 2008 “O papel dos fundamentos domesticos na vulnerabilidade economica dos emergentes” en *IPEA, Texto para discussao*, N° 1358.
- OECD 2007 *Latin American Econommmic Outlook* (París).
- Orléan, A. 2008 “Más allá de la transparencia de la información, controlar la liquidez” en *Esprit*.
- Palma G. 2004 “Flying geese and lameducks: regional powers and the different capabilities of Latin America and East Asia to demand –adapt and supply– upgrade their export productive capacity” Oxford University (Oxford: *mimeo*).
- Ribeiro, F. y Markwald, R. 2008 “Balanea comercial e deficits em trasacoes correntes: de volta a vulnerabilidades externa?” en Forum Nacional: Forum especial Como ser o mellhor dos *Brics Estudos e Pesquisas*, N° 250.
- Salama, Pierre 2006 *Le défi des inégalités, une comparaison économique Amérique Latine/Asie* (París: La Découverte).
- The Mckinsey Quaterly* 2007 “Desarrollo del potencial de los sistemas financieros de América Latina”, julio.
- Tiers Monde* 2006 “Stratègies actives et stratègies passives d’exportation en Amérique latine et en Asie orientale”, N° 186.
- Woo, Wing Thie 2004 “Serious inadequacies of the Washington Consensus, Misunderstanding the Poor by the Brightest” en Akkerman, A. y Teunissen, J. (eds.) *Diversity in development. Reconsidering the Washington Consensus* (La Haya: Fondad).
- World Development Indicators* 2007.