

Informe Final de Proyectos de Investigación Universidad Nacional de Moreno

Identificación del proyecto

Tipo de proyecto y año de convocatoria:	PI 2018 y 2019
Nombre completo del proyecto:	FINANCIAMIENTO DEL DESARROLLO: FRAGILIDAD FINANCIERA EN ARGENTINA, BRASIL Y MÉXICO. PARTE I Y II
Director/a:	ALEJANDRO FIORITO Y FLORENCIA MEDICI
Lineamiento prioritario	ECONOMIA POLÍTICA Y DESARROLLO
Fecha de inicio:	01/04/2018
Fecha de finalización:	31/03/2020
Unidad de localización: Departamento/centro/ Programa	CENTRO DE ECONOMÍA POLÍTICA Y DESARROLLO (CEEPYD) / DEPARTAMENTO DE ECONOMIA Y ADMINISTRACIÓN
Resumen: <i>(max. 300 palabras)</i>	<p>El proyecto de investigación se enmarca en la literatura que tiene la restricción externa en el centro del análisis. La dinámica de la balanza de pagos depende no sólo de la estructura productiva sino también del sistema financiero internacional. La propuesta consiste en contribuir a la reciente literatura sobre el estudio de la inestabilidad financiera en el sentido minskyano para países soberanos propuesto por Kregel (2004a, 2004b). En esta dirección, uno de los aportes originales del presente plan será desarrollar la metodología para estudiar la hipótesis de inestabilidad financiera (HIF) de Minsky para países soberanos como analogía de los análisis existentes para las firmas en economías abiertas, tomando también los aportes de la corriente estructuralista en relación a los problemas del desarrollo y de la corriente postkeynesiana en torno a la restricción externa. Además, se estudiarán las características específicas que asume la HIF en los países con estructuras productivas desequilibradas, evaluando su impacto sobre el problema de restricción externa (uno de los problemas clave para el desarrollo) y la volatilidad.</p> <p>La investigación busca aportar nueva evidencia sobre dos puntos teóricos. En primer lugar, en oposición a la visión neodesarrollista, que el TCR no es un determinante necesario para generar crecimiento. En segundo lugar, que es la demanda autónoma, en este caso reflejado a través de la política fiscal, la que tiene un efecto positivo y significativo sobre el crecimiento.</p> <p>Se considera a la distribución del ingreso como determinada por factores políticos institucionales y culturales, y por ende como</p>

	<p>no necesariamente vinculada a la evolución del producto.</p> <p>En particular se toman como caso de estudio a Argentina, Brasil y México durante el período 1980-2019. Finalmente, el presente plan propone evaluar y examinar posibles medidas de política económica dirigidas a reducir la volatilidad de estas economías provocadas por la inestabilidad financiera.</p>
Palabras claves:	FLUJOS DE CAPITALES. RESTRICCIÓN EXTERNA. INESTABILIDAD FINANCIERA. MINSKY. MACROECONOMÍA.

Parte I

Informe de resultados para el repositorio¹

1. Introducción y objetivos (mínimo 1 página- máximo 2 páginas)

- Realizar una presentación general del estudio (tema/problema) y una justificación de su relevancia (motivos para estudiarlo, aportes potenciales).
- Indicar el objetivo general de la investigación y los interrogantes efectivamente trabajados en el proyecto.

El estudio consistió en, primer lugar, en contribuir a la reciente literatura sobre el estudio de la inestabilidad financiera en el sentido minskyano para países soberanos propuesto por Kregel (2004a, 2004b). En esta dirección, uno de los aportes originales del presente plan será desarrollar la metodología para estudiar la hipótesis de inestabilidad financiera (HIF) de Minsky para países soberanos como analogía de los análisis existentes para las firmas en economías abiertas, tomando también los aportes de la corriente (neo)estructuralista en relación a los problemas del desarrollo y de la corriente postkeynesiana en torno a la restricción externa. En segundo lugar, se evaluarán las características específicas que asume la HIF en los países con estructuras productivas desequilibradas, evaluando su impacto sobre el problema de restricción externa (uno de los problemas clave para el desarrollo), la volatilidad y el tipo de cambio.

La incapacidad de generar los dólares necesarios para el funcionamiento económico se manifiesta como crisis de balanza de pagos (BP) producidas fundamentalmente por la salida de capitales y fuertes devaluaciones. Además, las crisis recurrentes fortalecen la posición de los grupos económicos dominantes y su capacidad de incidir en las políticas públicas, lo que refuerza no sólo la concentración del ingreso y los comportamientos rentísticos-especulativos, sino también el carácter subdesarrollado de la estructura productiva.

¹ Se solicita brindar información detallada en los campos que componen esta Parte I, ya que será publicada en el Repositorio online de la UNM. Esto permitirá difundir de manera amplia la investigación, sus resultados y visibilizar la labor de los miembros del equipo de investigación.

Esto cobra importancia, especialmente, cuando se busca llevar adelante una política de sustitución de importaciones o el desarrollo de sectores clave, como la industria básica o el sector energético (que requieren capital y tecnología importada). La encrucijada radica en que, por definición, una economía con las mencionadas características estructurales que tenga un plan de crecimiento es una economía que genera déficit comercial. La necesidad de financiar los déficits comerciales puede llevar (y de hecho es muy probable que suceda) a una senda de financiamiento inestable, pues la inversión extranjera y el endeudamiento externo engendran nuevos requerimientos de divisas en el mediano plazo debido a la remisión de utilidades, el pago de intereses y la reversión de esos flujos cuando las posibilidades de ganancia se extinguen, originando así continuas y crecientes salidas de dólares. Incluso, la transferencias de recursos públicos al sector financiero generados por la necesidad de mantener elevadas tasas de interés para atraer capitales externos (o evitar su salida) pueden derivar en conflictos políticos, especialmente cuando los acreedores comienzan a reclamar ajustes fiscales ante la incertidumbre sobre la sostenibilidad de la deuda externa (Pérez Caldentey & Vernengo, 2019).

Una vez desarrollado el marco teórico se tomarán los casos de Argentina, Brasil y México para el análisis empírico. Se analizarán los impactos de las devaluaciones producidas por la inestabilidad del sector externo sobre el crecimiento del producto. El primer punto a destacar es que la demanda autónoma cuyo crecimiento dirige el crecimiento del producto, es autónoma de la evolución del producto, pero no de los flujos de divisas que pueden apreciarse históricamente con la caída de reservas o bien estrictamente con las devaluaciones de la moneda doméstica en los países analizados. Por lo que resulta importante vincular los canales que van de la variación del tipo de cambio al crecimiento, para destacar un “pesimismo de las elasticidades precio” del comercio exterior.

Claramente no solo de las exportaciones provienen la mayor cantidad de divisas para sustentar las importaciones y erogaciones de servicios de la deuda externa. Un tópico que ha ganado cada vez más relevancia, es la posibilidad de los países periféricos en emitir deuda en su propia moneda. De hecho, en la última década se ha mostrado que en general y de la mano del *decoupling*, la periferia ha podido endeudarse en su propia moneda. Sin embargo, cada país puede mostrar marcos diferentes de inestabilidad externa.

Durante el primer año del proyecto avanzamos en los objetivos planteados, específicamente en relación al análisis teórico y empírico de la hipótesis de inestabilidad financiera para Argentina, Brasil y México. Así, durante la segunda etapa de la investigación ratificamos la importancia de continuar evaluando el concepto de tipo de cambio real (TCR) como una variable endógena al sistema. En este sentido, (la apreciación de) el TCR –a diferencia de la mirada *mainstream*- no es el causante central de las crisis externas, sino su volatilidad es el resultado de las mismas. Por consiguiente, es también un objetivo general de la investigación estudiar los efectos del TC sobre los precios, el crecimiento y la distribución del ingreso.

Por último, se busca proyectar diferentes escenarios macroeconómicos de corto y mediano plazo ante cambios de variables de política económica.

2. Marco de referencia (min. 2 páginas- máx. 5 páginas)

Describir en qué campo (temático, disciplinar) se inserta la investigación, indicando:

- estudios antecedentes (propios o no) sobre el tema, avances y áreas de discusión.
- marco teórico o encuadre de referencia de la investigación: con qué enfoque, conceptos, dimensiones o modelos se abordó el tema/problema.

El actual proyecto de investigación se enmarca en la literatura que tiene a la restricción externa en el centro del análisis. A riesgo de hacer una simplificación drástica, parece posible afirmar que la literatura tradicional sobre el tema (Diamand, 1973; Dvoskin & Feldman, 2015; McCombie, 1997; Moreno-Brid, 1998, entre otros) se ha concentrado en la influencia que ejerce la estructura productiva sobre la balanza de pagos (BP), ignorando -o al menos, no prestando la atención que merece- los potenciales efectos del sistema financiero internacional. En otras palabras el enfoque estructuralista ha tradicionalmente puesto mayor énfasis en la cuenta comercial de la balanza de pagos y el deterioro de los términos de intercambio (TDI). Mientras que el objetivo general del presente plan de trabajo consiste precisamente en examinar la dinámica de la cuenta capital y financiera (CCyF) a través del concepto de inestabilidad financiera de Minsky (1986, 1992) aplicado a países soberanos y tomando, en particular, el caso de Argentina.

La problemática de la restricción externa al crecimiento y sus consecuencias sobre variables económicas centrales (precios, empleo, salario, PBI, inversión) ha sido profusamente estudiada, con una preeminencia de investigaciones acerca de los determinantes y efectos de la dinámica de la cuenta corriente, asociadas a la abundante bibliografía estructuralista que existe al respecto. Sin embargo, desde el fin de Bretton Woods la relevancia relativa de la cuenta corriente respecto de la cuenta de capital y financiera como determinante del resultado de la BP en América Latina ha ido disminuyendo. En la actualidad, los flujos de capitales (sean estos financieros o productivos) resultan mucho más importantes para definir la evolución de variables clave para el sector externo como el nivel del tipo de cambio o la magnitud de las reservas internacionales (Dvoskin & Feldman, 2018).

A partir de los setenta, con la llegada de importantes montos de financiamiento externo, los problemas de balanza de pagos fueron aliviados temporalmente. En esos años se consolidó una serie de transformaciones a nivel mundial que dieron paso a una nueva etapa histórica del capitalismo, liderada por la mundialización de la producción y la liberalización de los movimientos internacionales de capital. La llamada segunda globalización permitió explotar las ventajas del comercio y estuvo marcada por un fuerte desarrollo de los mercados financieros. Sin embargo, este proceso no dio lugar, como predice la teoría convencional, a un mayor crecimiento de los países más pobres al disponer de nuevos recursos para la inversión, ni a suavizar los patrones de consumo, sino que originó una elevada inestabilidad global (Easterly et al., 2001; Titelman et al., 2008).

En el marco del incremento de flujo de capitales a los países emergentes en los inicios de la década del noventa, al tiempo que fueron impulsadas reformas tendientes a incrementar la liberalización de los flujos comerciales y financieros, los trabajos pioneros de Calvo, Leiderman & Reinhart (1993), Chuhan, Clasessens & Mamingi (1998) y Fernández-Arias (1994) indagaron sobre los determinantes de los movimientos de capitales hacia estos países.

En la última década hubo un renovado interés por el estudio de los determinantes de los flujos de capitales hacia los países emergentes tras la crisis financiera del 2008 (Bastourre et al., 2012; Carrera & Lanteri, 2007; Kaltenbrunner & Paineira, 2017). En el período 2003-2012, América Latina registró la tasa de crecimiento más altas de los últimos cuarenta años. Más allá del desempeño de la cuenta corriente, la acumulación de reservas internacionales y la reducción de la deuda pública externa -que permitieron suavizar el impacto de la salida de capitales-, persisten fenómenos vinculados a la CCyF de la BP que dan indicios de que perduran ciertos patrones de vulnerabilidad macroeconómica en los países de América Latina, que puede estar agravándose (Ocampo, 2009).

En este contexto, la apertura a los capitales foráneos y el endeudamiento externo permiten a los gobiernos obtener los recursos en el corto plazo para financiar los crecientes déficit de balanza de pagos producidos no sólo por el estancamiento de la demanda mundial sino por la mayor apertura comercial. Además, ante la ausencia de una política de desarrollo, esos capitales golondrina (flujos de corto plazo) son atraídos por las altas tasas de interés, constituyéndose en fuentes de inestabilidad de mediano plazo.

Minsky argumenta que, a diferencia de lo que sostiene la teoría neoclásica, existe una inestabilidad inherente en el sistema capitalista que genera crisis financieras que se engendran en los momentos de prosperidad económica. Los estudios basados en la hipótesis de inestabilidad financiera de Minsky (Arestis & Glickman, 2002; Cespedes et al., 2002, 2002; Kregel, 2009) concluyen que la apertura financiera agrava la inestabilidad intrínseca del sistema debido a que los flujos de capitales son el mecanismo de propagación internacional de la inestabilidad financiera, así como también el causante del excesivo endeudamiento externo de las economías. De esta manera, los flujos internacionales de capitales pueden generar una mayor volatilidad macroeconómica dado que las economías se vuelven más propensas a sufrir crisis financieras (Minsky, 1986). Para el caso argentino, la generación de crisis vinculados a movimientos de capitales en mercados insuficientemente regulados se conoce como el ciclo Frenkel-Neftci (Frenkel, 1983; Taylor, 1998), también utilizado en la literatura para explicar las crisis de países en desarrollo.

A su vez, Kregel (2004b, 2004a) aplica la hipótesis de inestabilidad de Minsky a las economías en desarrollo, cuyo crecimiento (y, cualquier política de desarrollo) está restringido por el sector externo. Por lo tanto, estos países necesitan del ingreso de capitales (en todas sus formas, desde deuda hasta inversión extranjera directa) para suplir su escasez de divisas. A diferencia de los trabajos citados anteriormente, que analizan cómo la situación financiera de las firmas culmina en inestabilidad sistémica, Kregel parte del análisis macroeconómico, focalizándose en la balanza de pagos. Desde este enfoque, para las economías nacionales, una posición financiera cubierta implica que el valor actual de los ingresos futuros esperados provenientes del balance comercial sea suficiente para cumplir con las obligaciones financieras presentes y futuras con no residentes. A diferencia de las firmas, cuyos compromisos de deuda se conocen con cierta certeza, tanto los ingresos (i.e. exportaciones) como los compromisos (intereses, utilidades, dividendos y salidas de capitales) de los países son inciertos y están, en gran parte, fuera de su control. Además, al tener las exportaciones concentradas en productos primarios, estas economías incrementan su

fragilidad debido a la volatilidad de los precios de las *commodities*. En este contexto, la liberalización y desregulación financieras relajan los incentivos que tienen las economías a mantener una posición cubierta y, por lo tanto, las vuelve más vulnerables ante posibles shocks exógenos y endógenos

Se retoman así los aportes de la corriente estructuralista, pues la relación entre la estructura productiva y el sector externo de los países emergentes es un elemento clave para comprender los procesos de crecimiento de largo plazo y los ciclos económicos (Chena, 2014; Diamand, 1973; Diaz-Alejandro, 1965; Dvoskin et al., 2019; Dvoskin & Feldman, 2015, 2018; Prebisch, 1949; Rodríguez, 1977, entre otros).

Se considera en este trabajo a la distribución del ingreso como determinada por factores políticos institucionales y culturales, y por ende como no necesariamente vinculada a la evolución del producto.

Es valioso mencionar que este plan continúa con las líneas de investigación de los investigadores participantes. En particular:

Florencia Médici es Licenciada en Economía (UBA), Magíster en Economía (UNLP) y Doctora de la Universidad de Buenos Aires en Ciencias Sociales. Profesora regular de Macroeconomía Superior y Economía 1 en la UNM. Ha sido becaria doctoral del CONICET y docente de la Facultad de Ciencias Económicas de la UBA. Sus áreas de investigación son macroeconomía, inestabilidad financiera, restricción externa, problemas de desarrollo e historia económica argentina. Médici ha publicado los resultados de investigación en varias revistas nacionales e internacionales. La Dra. Médici también dirige un PICT 2017-1359 (FONCYT): Inestabilidad financiera internacional como problema de desarrollo en países restringidos por el sector externo. Los casos de Argentina, Brasil y México. Como docente investigadora de la UNM ha trabajado en los temas relacionados al presente plan desde 2015, y anteriormente en sus diversas instancias académicas.

El plan continúa en línea con su tesis doctoral, "Formación de activos externos en economías con preponderancia de sectores primarios rentísticos. Sus efectos sobre el régimen de acumulación y la distribución del ingreso." El principal aporte de su tesis fue hallar un vínculo entre los términos de intercambio (TDI) y la compra de moneda extranjera por parte del sector privado no financiero, evaluando a partir de allí el impacto sobre la restricción externa y el ciclo económico.

El Mg. Alejandro Fiorito es Licenciado en Economía (UBA) y Magíster de la Universidad de Buenos Aires en Economía. Profesor asociado regular de Política Económica en la UNM, y profesor de las Universidades Nacionales de Luján y Buenos Aires. Se especializa en teoría macroeconómica y crecimiento, teoría del desarrollo económico y política económica. Este año, ha publicado "Piero Sraffa: los fundamentos de la teoría clásica del excedente".

Su tesis de maestría titulada "Supermultiplicador Clásico y Crecimiento Económico Dirigido por la Demanda en la Argentina" se enmarca en los temas centrales del presente proyecto.

El Dr. Agustín Mario es investigador-docente del CEEP y D, docente regular de grado y posgrado en las Facultades de Ciencias Sociales y Ciencias Económicas de la Universidad de Buenos Aires. Sus investigaciones actuales se enfocan en la MMT (teoría del dinero moderno) y en su implicancia de política, el ELR (empleador de última instancia). En la UNM, dicta cursos de Econometría y Estadística; en la UBA, dicta cursos de Economía Política (grado y posgrado) y Estructura Social Argentina (grado). El Dr. Mario es Licenciado en Economía (UBA), Magíster de la Universidad de Buenos Aires en Economía, y Doctor de la Universidad de Buenos Aires en Ciencias Sociales. Ha publicado artículos en reconocidas revistas científicas sobre las temáticas propuestas en el presente plan.

Al igual que Médici, el presente proyecto continúa la línea de investigación de su tesis doctoral "El enfoque del empleador de última instancia para el pleno empleo y la estabilidad de precios: un análisis de su viabilidad económica a partir del caso argentino (2003-2015)".

3. Métodos y técnicas (min. 2 páginas- máx. 4 páginas)

Indicar el trabajo de campo, documental y/o de laboratorio realizado, la forma de recolección de datos y sus fuentes. Al respecto, describir los métodos, técnicas, instrumentos y materiales utilizados para indagar el problema de investigación. Explicitar las unidades de análisis, los criterios de selección de muestras o casos. Indicar asimismo las formas de procesamiento y análisis de los datos recolectados.

Para llevar adelante la investigación se usaron varias técnicas de análisis estadísticos. En primer lugar, se analizó el grado de inestabilidad financiera a través de un indicador obtenido a partir de las estadísticas del balance de pagos. El objetivo de este sencillo indicador es mostrar la capacidad de las economías de cubrir las principales necesidades de divisas con flujos de recursos externos propios. Se toman los montos de rentas netas de la inversión (RNI), el pago de servicios de la deuda pública externa, la formación de activos externos del sector privado no financiero (FAE) y las importaciones (M).

Cuanto mayor sea el valor del indicador, más frágil será la economía, incrementando la incertidumbre económica y desencadenando crisis cambiarias (Ramos, 2019). Llamaremos situaciones cubiertas, cuando los ingresos corrientes de la balanza comercial (superávit de la cuenta comercial) son suficientes para pagar las rentas de la inversión. Los regímenes especulativos se presentan cuando el saldo comercial es superavitario, pero insuficientes para afrontar todos los pagos relacionados con la inversión extranjera. Por consiguiente, se define una posición Ponzi, a una situación en la cual la cuenta corriente es deficitaria. Así, podemos redefinir a las economías con situaciones sostenidas de déficit comercial como financieramente especulativas debido a que hay un riesgo creciente de que las reservas internacionales del país sean insuficientes para afrontar sus compromisos externos y la formación de activos externos, que se acelera ante la expectativa de devaluación.

En segundo lugar, para evaluar los efectos del tipo de cambio real sobre el PIB y de la determinación de la inflación se utilizó un sistema de ecuaciones simultáneas del tipo VAR-VEC (modelos de vectores autorregresivos sin y con corrección de errores,

respectivamente) debido a la potencial endogeneidad existente entre las variables examinadas. En lo que respecta a las características formales de la estimación de los modelos, se utiliza el análisis de Cointegración por la metodología de Johansen

Por último, también se empleó la metodología adoptada en la construcción del modelo econométrico es la que ha sido denominada el "enfoque de la Comisión Cowles". Este enfoque puede rastrearse al menos hasta Tinbergen (1939). La teoría es utilizada para guiar la elección de las variables explicadas y explicativas para las ecuaciones estructurales del modelo, y estas ecuaciones son estimadas usando una técnica de estimación consistente –mínimos cuadrados en dos etapas (2SLS)-. Cuando es necesario se imponen restricciones sobre los coeficientes de una ecuación, que luego es estimada con las restricciones impuestas.

En el proceso de utilizar una teoría para guiar la especificación de una ecuación a ser estimada, puede haber un proceso de ida y vuelta entre especificación y estimación. Si, por ejemplo, una variable o un conjunto de variables es no significativa, o un coeficiente estimado tiene un signo contrario al esperado, se puede volver a la especificación y realizar cambios. Por esto, siempre existe un peligro de encontrar una relación estadísticamente significativa que, en realidad, es espuria. Las pruebas de errores de especificación son, por lo tanto, un componente importante de la metodología. En general, la teoría impone muchas restricciones de exclusión para cada ecuación estocástica, por lo que la identificación rara vez es un problema.

El modelo macroeconómico estructural utilizado se construye mediante un sistema de ecuaciones donde se encontrarán involucrados los parámetros que capturan los elementos teóricos a estimar. Para ello, se considera que la demanda agregada (a través de los componentes autónomos) tiene un rol central en la determinación del crecimiento del producto, tanto en el corto como en el largo plazo (Serrano, 1995).

En relación con la producción, los principales obstáculos provienen de la falta de demanda efectiva y el límite al crecimiento se suele presentar en la restricción externa de divisas que, a diferencia de lo que sostiene la teoría convencional, no es extinguida por una flotación libre del tipo de cambio y se encuentra fuertemente encallada en el subdesarrollo productivo del país en cuestión (Dvoskin & Feldman, 2018; Prebisch, 1949, entre otros).

Se considera en este trabajo que la distribución del ingreso es determinada por factores políticos, institucionales y culturales, por tanto no necesariamente vinculada a la evolución del producto.

Las bases de datos para el análisis econométrico serán construidas a partir de las estadísticas de *International Financial Statistics* (FMI), *United Nations Statistics Division* (UNSD), y de los bancos centrales e institutos nacionales de estadísticas de Argentina, Brasil y México. Los modelos econométricos serán trabajados con el *Software E-Views*

4. Resultados y discusión (min. 5 páginas- máx. 15 páginas)

Desarrollar los resultados, en relación a los objetivos del proyecto, especificando (de ser posible) los siguientes aspectos:

- nuevos conocimientos obtenidos sobre los casos o unidades bajo estudio.
- avances en materia de conocimiento científico sobre el tema bajo estudio, formulación de enfoques originales e innovadores (modelos, conceptos, etc.).
- Contribuciones para la resolución de problemas específicos y/o formulación de herramientas de intervención, diseño o mejora de productos y procesos.

Por último, desarrollar las conclusiones y reflexiones finales a las que se llegó luego de la investigación, en relación a los interrogantes y objetivos planteados.

Con respecto al objetivo de calcular indicadores de **inestabilidad financiera**, trabajamos con los datos de Argentina y Brasil durante el período 1980-2019.

Una de las características más persistentes de la economía argentina es su volatilidad asociada a momentos de crisis del sector externo. En primer lugar, que los años de picos de fragilidad financiera son los que precedieron a las devaluaciones más fuertes (i.e. 1981, 1989, 2002 y 2018/2019). La década del ochenta fue antecedida por un elevado influjo de capitales externos en toda América Latina (los petrodólares), que culminaron en la llamada “crisis de la deuda” cuando la dirección de esos flujos se revirtió. Una característica de la década fue la elevada demanda de dólares para la remisión de utilidades de la inversión extranjera y por servicios de la deuda pública, que llegaron a representar más del 90% y 50% de las exportaciones, respectivamente. Luego del estallido de la crisis de la deuda las importaciones cayeron a la mitad durante toda la década (en valores corrientes), única forma de afrontar los compromisos externos. Este período se conoce como la “década perdida”, que culminó con una nueva corrida cambiaria que produjo pérdida de reservas, recrudecimiento hiperinflacionario y una delicada situación no sólo económica sino también política y social (Rapoport, 2006).

Finalmente, la restructuración de la deuda conocida como Plan Brady, en 1989, creó las condiciones para que el reingreso de capitales permitiera financiar los déficits externos y mantener el régimen de Convertibilidad. En esta nueva etapa se avanzó con las reformas estructurales que no habían podido llevarse adelante durante los años anteriores. La idea predominante durante la década fue que la apertura a los capitales externos redundaría en un aumento de eficiencia económica, que nunca llegó.

Los noventa se destacan por una elevada inestabilidad financiera. A diferencia de Brasil, que flexibilizó la convertibilidad tras la crisis del tequila hasta abandonarla en enero de 1999, Argentina profundizó el régimen cambiario reduciendo los encajes bancarios. Este experimento económico culminó con la mayor crisis económica que sufrió Argentina durante el siglo XIX, resultado de un período que fue sumamente vulnerable al combinar déficit de la balanza comercial con crecientes pagos de rentas de la inversión y deuda externa, particularmente hacia el final del período, en un contexto de elevado riesgo presente en las economías periféricas tras las crisis asiática, rusa y brasileña².

² La situación del mercado financiero internacional se agravó aún más luego del estallido de la burbuja de las .com.

Es valioso mencionar que esos déficits fueron financiados en parte importante por inversión en cartera (cuyo monto fue el doble de los recibidos mediante IED durante 1991-1998), particularmente en títulos de deuda. La liquidez de estos activos permite a los inversores realizar sus ganancias en el corto plazo y vender ante cualquier cambio en las condiciones doméstica e internacional. Así, este tipo de inversión de carácter meramente especulativo presiona sobre el mercado cambiario e incrementa la volatilidad de la economía.

Hacia el final del período, el endeudamiento público externo, bajo el visto bueno del FMI, fue esencial para proveer los dólares necesarios para mantener la Convertibilidad (Damill, 2000)³. El monto de deuda total creció 193% de 1990 a 2000, según los datos de World Bank.

La abrupta caída de las importaciones debido a la crisis económica de 2002⁴ y el crecimiento de los términos de intercambio dieron paso a un período donde mejoraron los indicadores de solvencia financiera. Esta situación perduró hasta que las limitaciones estructurales (i.e. el rápido incremento de las importaciones y la FAE) y el estancamiento del comercio internacional llevaron nuevamente a una situación Ponzi.

En comparación con los períodos anteriores, el grado de inestabilidad financiera fue marcadamente menor debido no sólo a una cuenta comercial superavitaria, sino también a un menor peso relativo de las rentas de la inversión y del pago de deuda. No obstante, la dificultad de obtener financiamiento externo –en cualquiera de sus formas- puso en evidencia, nuevamente, los límites estructurales al crecimiento.

Construyendo los mismos indicadores para Brasil, volvemos a observar que los picos coinciden con los años de crisis cambiarias, como sucedió al comienzo de la década del ochenta, y en los años 1999, 2008 y 2014.

Hasta el nuevo milenio, Brasil transitó un proceso muy similar al de Argentina. El principal determinante de la fragilidad externa fue la dinámica de la cuenta comercial, agravada en ciertos períodos por el pago de RNI y servicios de la deuda. Las crisis del sector externo llevan a una situación de mejora de solvencia externa debido al ajuste de las importaciones provocadas por la recesión y la caída de los salarios reales propios de crisis cambiarias, por la que los breves períodos “cubiertos” se vuelven rápidamente especulativos cuando la situación económica mejora.

Es valioso notar que, desde la crisis de la deuda latinoamericana, el período de mayor vulnerabilidad financiera externa se produjo con el Plan Real en la segunda mitad de los noventa, como sucedió con la Convertibilidad en Argentina. En ambos casos, los crecientes déficits de cuenta corriente culminaron en una devaluación de la moneda a comienzos del nuevo siglo. A pesar de que el gobierno de Brasil llegó a un acuerdo con el FMI en los últimos meses de 1998, bajo duros compromisos fiscales y de reformas estructurales, no logró convencer a los inversores externos, que aceleraron su salida.

³ Justamente, el fin de la Convertibilidad y la cesación de pagos se produjo cuando el FMI dejó de tener “voluntad” de seguir prestando.

⁴ Las importaciones en dólares corrientes se redujeron a la mitad en 2002 respecto de 2001 (International Monetary Fund, Balance of Payments Statistics Yearbook)

El favorable contexto internacional de los primeros años 2000 hasta el estallido de la crisis internacional facilitó mejorar el desempeño comercial, dando margen a un mayor financiamiento propio. Si bien los dos países tuvieron un recorrido semejante, no sólo por el plano internacional sino también doméstico, en Brasil se advierte que en estos años comienza a gestarse un nuevo proceso de vulnerabilidad financiera. Por el contrario, Argentina registró una menor vulnerabilidad externa hasta 2014. El desempeño argentino se debe, fundamentalmente, tanto a una decisión de “desendeudarse” y de prescindir de un mercado doméstico de deuda, como a sus dificultades para obtener financiamiento externo por la disputa con los *holdouts*, el Club de Paris y los juicios en el CIADI.

Argentina y Brasil en el comienzo del nuevo milenio, ante una misma situación internacional, transitaron dos sendas distintas respecto al financiamiento externo. Argentina se mantuvo más estable en términos de vulnerabilidad externa que Brasil, como se evidenció durante la crisis internacional, pero volvió a enfrentarse con la restricción de balanza de pagos que limitó, tanto económica como políticamente, la capacidad del gobierno de cambiar el rumbo económico.

La mayor profundidad del mercado de capitales brasileño y los mayores instrumentos de intervención del BCB generó mayor disponibilidad de financiamiento externo y permitió una mejor regulación cambiaria. Sin embargo, Brasil fue más vulnerable a los shocks externos mientras que Argentina encontró sus límites económicos y políticos en los déficits de cuenta corriente, propios de una dinámica clásica de restricción externa ante la falta de financiamiento en moneda extranjera.

Los cambios de gobierno de Argentina y Brasil en 2016, modificaron sustancialmente la dirección de la política económica en ambos países. Argentina entró en una lógica Ponzi tan drástica que en 2018 tuvo que recurrir al financiamiento de IMF, que tampoco pudo sostenerse. Al momento de finalizar este trabajo se encuentra iniciando un proceso de restructuración de su deuda soberana. Brasil registra pérdidas continuas de reservas internacionales, egreso de inversión en cartera y alzas del tipo de cambio.

Se concluye que los países periféricos se encuentran estructuralmente en un régimen financiero especulativo, con alta probabilidad de caer en un esquema Ponzi y, por lo tanto, son fuertemente inestables. La inestabilidad financiera no es más que el reverso de los clásicos problemas de restricción externa.

Desde esta perspectiva fueron analizados brevemente los casos de Brasil y Argentina, que en el nuevo milenio han adoptado dos estrategias distintas respecto del financiamiento externo. Argentina no quiso o no pudo apelar al financiamiento externo para sortear los crecientes problemas de déficit de cuenta corriente que surgieron a partir de 2010. A diferencia de Brasil, Argentina tiene un sistema financiero poco desarrollado con poca oferta de activos, por lo que recurre reiteradamente al endeudamiento público en moneda extranjera. En cambio, Brasil logró atraer flujos financieros externos, pero el carácter especulativo de estos fondos lo posicionó igualmente en una situación sumamente vulnerable. En ambos casos el tipo de cambio posee poca capacidad para solucionar la encrucijada que se plantea, dado que es una variable endógena de este proceso y no soluciona el origen del problema.

El incentivo en el corto plazo a estimular el ingreso de estos capitales especulativos es alto: la tendencia a la apreciación –o al menos la estabilidad- de la moneda doméstica aquieta las presiones inflacionarias. Los gobiernos constituyen reservas internacionales al tiempo que reciben halagos de los “mercados” sobre el rumbo económico, que además reclaman nuevas reformas que permitan seguir en el negocio especulativo.

No obstante, cuando una economía entra en un régimen Ponzi, la política económica se dirige a convencer a los prestamistas mediante una mayor desregulación (leyes de inversión, de desmantelamiento industrial, de flexibilización de leyes laborales) y austeridad fiscal. Todas estas medidas facilitan la salida de capitales y profundizan la fragilidad financiera. Las “pruebas” que los acreedores reclaman para seguir prestando nada tienen que ver con mejorar la estabilidad macroeconómica o la competitividad, sino con liberar dólares mediante recesión económica.

Entonces: ¿qué alternativas hay? La respuesta, por no ser novedosa, no deja de ser compleja. En primer lugar, es importante conocer las causas del problema, tanto estructurales como financieras, especialmente para tomar decisiones de política económica. En segundo lugar, tener en claro que obtener o disponer de capital financiero no equivale a construir capital productivo.

Ciertamente, construir capital productivo implica una política de desarrollo que busque superar los problemas estructurales que, en buena medida, significa crear capacidad de repago de los pasivos en moneda extranjera mediante la expansión de sectores generadores o ahorradores de divisas. Tarea compleja, especialmente porque hacerlo requiere tiempo y capital financiero externo.

En el marco de un proyecto de desarrollo productivo que apunte a encontrar sectores y destinos estratégicos, las regulaciones sobre los flujos de capitales son necesarias, por un lado, para amortiguar el deterioro que el financiamiento externo también produce sobre la cuenta corriente, y por otro, para tener cierto grado de libertad para influir sobre la cuenta capital y financiera de la BOP. Por ejemplo, considerar el componente importado de la inversión de los sectores clave, regular el ingreso de activos altamente especulativos que producen ganancias de corto plazo muy elevadas, y tener una política comercial que subsidie exportaciones y grave importaciones no esenciales. Por supuesto, además de ofrecer opciones de inversión en capital productivo para reducir el atractivo de los activos especulativos u ofrecer bonos con tasas de retornos ajustables a la evolución de algún sector estratégico y volátil, como por ejemplo a las ventas o precio de petróleo en el caso de tener empresas petroleras estatales (Kregel, 2004b).

En el corto plazo, el financiamiento externo es necesario para ganar tiempo. Para ello, la opción de ofrecer títulos en moneda doméstica se presenta como una oportunidad, que tiene la ventaja –en comparación con los activos en divisas- de dar a la política económica mayor margen de maniobra para posponer crisis externas. Si esos activos están en pesos, los bancos centrales pueden tener cierta capacidad de maniobra, a diferencia de lo sucedido en la década del noventa, cuando el ingreso de capitales se destinó a activos en dólares.

Este margen de maniobra no es gratuito: ese tiempo ganado significa incrementar la fragilidad financiera, hasta que las políticas de desarrollo comiencen a mostrar sus resultados. Asimismo, el endeudamiento público en moneda doméstica eleva la carga de intereses en el presupuesto, generando tensiones políticas al beneficiar a fondos de inversión multinacionales y a bancos y, además, al prender los signos de alarma de los guardianes de las “finanzas sanas”. No sólo la banca financiera internacional reclama superávit fiscal, sino también muchos hacedores de política económica, que socaban la estrategia de largo plazo.

En síntesis, hay que conocer el nombre del juego e intentar jugarlo, pues una posición financiera crecientemente inestable significa que se ha convencido a los prestamistas de continuar con éxito el juego a la Ponzi (Kregel, 2004a). Está claro que nadie dijo que fuera fácil. Lo que sí se puede afirmar es que atraer capitales externos vía elevadas tasas de interés, liberalización financiera y desregulación económica sin un proyecto productivo, como parece haber sido los casos de Brasil y Argentina en el último tiempo, es lisa y llanamente el peor de los escenarios posibles.

También es posible concluir que, dado que las crisis financieras tarde o temprano acontecen, las políticas públicas deben aprovechar al máximo posible los momentos de disponibilidad de dólares para transformar la estructura productiva. Cuando las crisis irrumpen, los dólares se van; pero los puentes, las escuelas, las viviendas, las universidades, los puertos, los caminos, las represas y, sobre todo, el “saber hacer” adquirido, quedan.

Como parte de un objetivo más amplio de investigación dentro de la cual se intenta mostrar que para las economías de la región **las devaluaciones del tipo de cambio no juegan un rol positivo para el crecimiento** del producto a la luz del escaso impacto en las exportaciones y por el efecto contractivo de las mismas sobre el ingreso global (Médici, 2017), se trabajó en brindar nueva evidencia empírica para el caso mexicano sobre la ausencia de una relación positiva entre tipo de cambio y crecimiento.

El enfoque llamado “nuevo desarrollismo” sostiene para los países de la región la existencia de un crecimiento dirigido por ganancias (exportaciones) a partir de determinar un tipo de cambio real competitivo y estable. Basado en la idea que un país con una moneda doméstica sobrevalorizada desincentiva la inversión debido a la disminución de la tasa de ganancia (resultado del aumento de los salarios reales y la pérdida de competitividad de las exportaciones). Desde este punto de vista, los posibles efectos negativos sobre los salarios reales son solo de corto plazo debido a que los salarios crecerían derivados de las ganancias de productividad en el largo plazo, derivados de la inversión en los sectores beneficiados por la depreciación (Ros, 2015).

Un último considerando referido a las causalidades entre tipo de cambio y crecimiento, aun en el caso de obtenerse empíricamente tipos de cambio “devaluados” y alto crecimiento, la causalidad no está probada. En este sentido, tasas de crecimiento altas

pueden generar ganancias de productividad endógenas -por Kaldor Verdoorn-, resultando en un mayor TCR.

Retomando la crítica de López et al (2011) a las especificaciones econométricas en relación al problema de variables omitidas, uno de los objetivos del trabajo es aportar nueva evidencia sobre la ineffectividad del TCR para lograr un sendero de crecimiento a través del caso mexicano. Para tal fin, incluimos el gasto público, una fuente central doméstica de la demanda autónoma, en la ecuación a estimar (e.g. Serrano, 1995).

Partiendo de la especificación econométrica del trabajo de Galindo y Ros (2008), proponemos una explicación alternativa a la relación positiva entre TCR y PIB de los trabajos empíricos para la economía mexicana que omiten tanto el gasto público entre sus variables explicativas como una particularidad institucional de México que vincula el gasto público con la recaudación.

Los resultados dan evidencia de que el TCR no generará un PIB mayor dado que resulta ineffectivo para estimular las exportaciones vía precio. Por el contrario, las exportaciones hacia EEUU y el gasto público resultan ambas variables relevantes. Además de ser demanda autónoma, el gasto público tiene una particularidad en México que explica, según nuestro criterio, que el TCR resulte significativo y positivo cuando éste último es omitido. Existe un consenso en México, institucionalizada en la Reforma Fiscal de 2006, de limitar el déficit fiscal (estableciendo un techo de 1.5% en 2006), por lo cual la estrategia de elevar el consumo público deriva en el aumento de tasas impositivas.

Desde el punto de vista teórico, el seguimiento de políticas de finanzas sanas, en lugar de finanzas funcionales, se encuentra atada a esta ley generando la "ilusión" de que recaudar antes de gastar es una decisión de política económica (Bougrine-Seccareccia 2006). La visión de finanzas sanas intenta "atar" el gasto a la recaudación esperada intentando corregir las desviaciones.

En el caso de México, el incremento en la recaudación da lugar a una mayor holgura fiscal y, por lo tanto, a un aumento posterior del gasto. Así, esta regla fiscal determina en mayor medida el nivel y variación del gasto público, que resulta en la elevada correlación (0,98) entre la recaudación fiscal y el gasto en el período analizado. En efecto, los ingresos públicos derivados del petróleo (PEMEX y derechos sobre hidrocarburos principalmente) permiten ampliar el gasto manteniendo el equilibrio fiscal. Estos ingresos públicos son muy importantes no sólo por ser una fuente de divisas sino también de ingresos fiscales. El porcentaje de ingresos petroleros en relación a la recaudación total se ubicó alrededor del 25% en la década del 90, incrementándose en los 2000 hasta 2015, cuando el precio internacional de barril cayó). Dado el peso de los ingresos petroleros y la restricción fiscal, el incremento de los precios internacionales de petróleo y las depreciaciones del peso resultan en una mayor recaudación y, por lo tanto, de gasto público.

Cuando el gasto público no es omitido en las estimaciones, el efecto positivo del TCR se desvanece. Es valioso recordar que Blecker (2009) también encuentra un fuerte acelerador de la inversión, por el cual las apreciaciones se vinculan positivamente a la inversión vía el consumo, lo que resulta coherente con la explicación que sostenemos en este trabajo.

En conclusión, el ejercicio empírico de repetir la estimación sin omitir el gasto público da nueva evidencia de que una depreciación de la moneda no es expansiva, aunque al derivar en un incremento en el gasto público resultante de la relajación de la restricción fiscal resulta en una expansión.

Así, encontramos nueva evidencia sobre que el TCR no cumple un rol importante en el crecimiento del PIB mexicano. En nuestra visión de crecimiento por demanda y distribución exógena, el límite al crecimiento se suele presentar con la presencia de una restricción externa de divisas. Esta restricción no se extingue por una libre flotación del tipo de cambio, pues se encuentra fuertemente encallada en el subdesarrollo productivo del país en cuestión.

El crecimiento económico no es un resultado predeterminado automáticamente por la mera corrección de precios relativos, por lo que resulta importante tener en cuenta las particularidades de los arreglos institucionales nacionales (fiscales y monetarios, por ejemplo) para una correcta interpretación de la causalidad teórica de demanda de la economía analizada. Para el caso mexicano, en particular, resulta imprescindible considerar que el efecto de las exportaciones de petróleo de la empresa estatal no sólo repercute en la balanza de pagos sino también en la recaudación fiscal. Por medio de un mecanismo fiscal por el cual la recaudación se eleva con las mejoras de las exportaciones petroleras, más la condición de un balance fiscal estable, el gasto público acompañará positivamente dichas variaciones.

En efecto, los resultados empíricos muestran que el gasto público es una variable omitida en la regresión donde el tipo de cambio afecta al crecimiento del producto. Así, cuando incorporamos el gasto público, el impacto del TCR en el crecimiento se vuelve no significativo. Por su parte, el gasto público tiene un efecto positivo y significativo sobre el producto en el largo plazo. Los resultados dan evidencia de que el TCR no generará un PIB mayor dado que resulta inefectivo para estimular las exportaciones vía precio. Por el contrario, las exportaciones hacia EEUU y el gasto público resultan ambas variables relevantes. Es decir que los efectos ingreso -y no los efectos sustitución- son los que también actúan en línea con la demanda efectiva a largo plazo para la economía mexicana. Se observa que las exportaciones, que normalmente en países de mercados domésticos importantes no tienen gran peso para el crecimiento, sin embargo logran vincularse por medio de esquemas fiscales que impactan aumentando la demanda autónoma.

Finalmente, en relación al tercer objetivo planteado en el plan inicial, propusimos un **modelo macroeconómico** que permite simular los efectos económicos, en Argentina, de una política cambiaria cuyo objetivo sea mantener un tipo de cambio real alto y estable durante el período 2006-2019. Se toma este período considerando la posición de varios autores neodesarrollistas que vinculan la fortaleza del desempeño argentino en los primeros años de la postconvertibilidad al sostenimiento de un tipo de cambio alto. Para estos autores la apreciación de la moneda doméstica en los años siguientes es señalada como una de las principales debilidades del modelo económico desde 2007 (Frenkel & Rapetti, 2008, 2012).

De esta manera el trabajo busca aportar nueva evidencia sobre dos puntos teóricos. En primer lugar, en oposición a la visión neodesarrollista, que el TCR no es un determinante necesario para generar crecimiento. En segundo lugar, que es la

demanda autónoma, en este caso reflejado a través de la política fiscal, la que tiene un efecto positivo y significativo sobre el crecimiento.

El primer paso fue agregar los residuos estimados a estas ecuaciones y tomarlos como exógenos. Esto significa que cuando el modelo es resuelto, se obtiene una solución de seguimiento perfecto. El segundo paso fue incrementar el tipo de cambio peso/dólar de acuerdo a la evolución del nivel de precios, de modo que el tipo de cambio real permanezca constante en el nivel de 2006:1 (escenario 1). Finalmente, se plantea un segundo escenario al simular una regla para el consumo público (G) que consiste en reducir el gasto real (aumentarlo) si la inflación se acelera (desacelera). Este escenario busca mostrar la dinámica de las variables analizadas ante una política que refleje la posición convencional sobre las causas de la inflación.

Los resultados obtenidos indican que las devaluaciones nominales incrementan los precios de los bienes, en moneda nacional, afectando el salario real y, por lo tanto, la demanda de bienes de consumo. La caída de la demanda deteriora la actividad económica, repercutiendo negativamente sobre la inversión.

La estimación de la función de inversión da evidencia de la existencia del efecto acelerador. Esto es, la inversión está inducida por la demanda efectiva autónoma que no genera nueva capacidad. Si bien el gasto agregado es inducido en parte por la inversión, nunca acompañará la trayectoria del proceso de acumulación de capital en la exacta y precisa medida necesaria para que el grado de utilización de la capacidad productiva siempre se mantenga en niveles normales. Para que esto suceda, la oferta potencial creada por la inversión debería generar su propia demanda en proporciones de una exactitud inverosímil. De este modo, la inversión no puede ser autónoma e independiente del resto de la demanda agregada, sino que responderá a la evolución de los consumos autónomos y a los desajustes en el uso de la capacidad productiva en valores diferentes a aquellos de largo plazo (Serrano, 1995).

La caída de la actividad incrementa la tasa de desempleo, reforzando las consecuencias negativas sobre los salarios, el consumo privado, el producto, el uso de la capacidad productiva y, así, sobre la inversión. En suma, una política que busque mantener un tipo de cambio a través de depreciaciones nominales sostenidas no sólo no impulsa el crecimiento, sino que generará el efecto contrario.

Es importante considerar el impacto inflacionario de las devaluaciones al encarecer, en primer lugar, los costos de producción y, en segundo lugar, al impulsar la puja distributiva en la búsqueda de recuperar el poder de compra de los salarios. Este segundo fenómeno es relevante, particularmente, en sociedades con significativa representación sindical, como Argentina (Fiorito, 2020; Trajtenberg et al., 2015).

No obstante, es probable que procesos inflacionarios con caída de la actividad y aumento del desempleo culminen con un deterioro de los salarios y de la distribución del ingreso.

En nuestra simulación, se confirma que las devaluaciones conllevan a una transferencia de ingresos en detrimento de los sectores asalariados, observando que ante una política de mantenimiento del TCR a niveles de 2005 hubiera resultado en una mayor desigualdad en la distribución del ingreso a la que tuvo Argentina en el período.

Dado las bajas (e incluso estadísticamente no significativas) elasticidades precio de las exportaciones netas, los superávits comerciales del balance de pagos se obtienen a partir de la contracción de la actividad económica. La caída de la actividad repercute fuertemente sobre las importaciones, generando un excedente de activos externos.

Consideremos ahora que, ante devaluaciones nominales persistentes que impulsan un proceso inflacionario, los hacedores de política económica, siguiendo la mirada convencional, proponen una reducción del gasto público (e.g. Frenkel & Damill, 2009). Este ejercicio resulta en la simulación del segundo escenario.

Los resultados obtenidos muestran que una política fiscal contractiva agrava los resultados de la política cambiaria y tienen poca efectividad sobre los precios, pues la dinámica inflacionaria sigue siendo mayor a la realmente observada durante el período. Tanto la reducción del gasto público real como el mantenimiento del TCR a través de depreciaciones nominales continuas merman la actividad económica y la inversión, generando un mayor desempleo. Aun con una menor inflación, los salarios reales son más bajos que los del primer escenario, fenómeno explicado por la pérdida de empleo.

Las conclusiones obtenidas van en contraposición del enfoque neodesarrollista. De acuerdo a esta visión, el buen desempeño económico de Argentina durante 2003-2006 fue el sostenimiento de un tipo de cambio real alto que permitió impulsar los sectores transables. Posteriormente, las críticas surgieron ante el agotamiento de los superávits comercial y público originado por, según esta posición, la apreciación de la moneda, la mejora salarial y la dinámica del gasto público.

Desde nuestra concepción teórica y la evidencia empírica provista, la política fiscal expansiva y la política cambiaria de Argentina no constituyeron las causas de los problemas macroeconómicos argentinos sino, por el contrario, impulsaron la actividad económica, al menos hasta que el desempeño del sector externo comenzó a poner sus límites al crecimiento. A partir del cambio de gobierno en 2016, la fuerte depreciación de la moneda, la búsqueda de la reducción del gasto público y la liberalización financiera configuraron un nuevo escenario, cuya discusión escapa los alcances de este trabajo.

Entre los principales inconvenientes que enfrentó la economía argentina, especialmente luego de la crisis internacional, se encuentran los clásicos problemas de restricción externa en un contexto de fuertes limitaciones para obtener financiamiento en moneda extranjera.

Los resultados empíricos del presente capítulo respaldan la visión teórica que sostiene que el crecimiento del PBI está impulsado por la demanda efectiva autónoma y que la inversión es explicada centralmente por el efecto acelerador. Los gastos autónomos corresponden con aquellos gastos no destinados a aumentar la capacidad productiva, principalmente el gasto público y las exportaciones.

Por consiguiente, el desafío para los países de América Latina sigue siendo en línea con los viejos desarrollistas y parafraseando a Kaldor, en que a largo plazo los países subdesarrollados debe cambiar su estructura económica, deben diversificarla, y depender menos de los productos primarios para su comercio de exportación, como también desarrollar sustitutos de las importaciones y alentar la producción de bienes manufacturados hasta el grado en que pueda exportarlos.

5. Nuevos interrogantes y líneas de investigación a futuro

Consignar si la investigación hizo surgir nuevos interrogantes o si emergieron potenciales líneas de investigación a desarrollarse en el futuro a partir de los hallazgos.

De la presente investigaciones surgen nuevas líneas de investigación especialmente en torno a mejorar el modelo macroeconómico que permita no sólo obtener evidencia empírica del comportamiento de las principales variables macroeconómicas, sino también simular los efectos macroeconómicos de políticas económicas alternativas (fiscal, monetaria y cambiaria) y otras variables exógenas para evaluar su impacto sobre el crecimiento, la inflación, la cuenta corriente del balance de pagos, la cuenta capital y financiera, el empleo y la inestabilidad financiera.

En particular los desarrollos a futuros deberán realizarse en obtener una especificación teórica y estadísticamente consistente de la cuenta capital y financiera del balance de pagos. A partir del desarrollo de esta especificación podrán analizarse con más detalle los distintos desempeños en el perfil financiero de los países de América Latina.

Además, el trabajo realizado puede ser replicado para otras economías de América Latina en la misma línea de la presente investigación.

6. Bibliografía (min. 2 página- máx. 4 páginas)

Consignar los textos y fuentes utilizados en la redacción de los campos anteriores.

- Arestis, P., & Glickman, M. (2002). Financial crisis in Southeast Asia: Dispelling illusion the Minskyan way. *Cambridge Journal of Economics*, 26(2), 237–260.
- Bastourre, D., Carrera, J., Ibarlucia, J., & Sardi, M. (2012). *Dos síntomas y una causa: Flujos de capitales, precios de los commodities y determinantes globales* (Núm. 201257; Documentos de Trabajo BCRA, pp. 1–46). Investigaciones Económicas, Banco Central de la República Argentina.
- Blecker, R. A. (2009). External Shocks, Structural Change, and Economic Growth in Mexico, 1979-2007. *World Development*, 37(7), 1274–1284.
- Calvo, G. A., Leiderman, L., & Reinhart, C. M. (1993). Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors. *Staff Papers (International Monetary Fund)*, 40(1), 108–151. <https://doi.org/10.2307/3867379>
- Carrera, J., & Lanteri, L. N. (2007). *Macroeconomic Shocks and Financial Vulnerability* (BCRA Working Paper Series Núm. 200717). Central Bank of Argentina, Economic Research Department. <https://ideas.repec.org/p/bcr/wpaper/200717.html>
- Céspedes, L. F., Chang, R., & Velasco, A. (2002). *IS-LM-BP in the Pampas* (NBER Working Paper Núm. 9337). National Bureau of Economic Research.
- Chena, P. I. (2014). Balance-of-payments-constrained growth in Argentina (1976-2006). *Journal of Post Keynesian Economics*, 36(4), 699–718.
- Chuhan, P., Claessens, S., & Mamingi, N. (1998). Equity and bond flows to Latin America and Asia: The role of global and country factors. *Journal of Development Economics*, 55(2), 439–463.
- Diamand, M. (1973). *Doctrinas económicas, desarrollo e independencia: Economía para las estructuras productivas desequilibradas: caso argentino*. Editorial Paidós.

- Díaz-Alejandro, C. F. (1965). Industrialization and Labor Productivity Differentials. *The Review of Economics and Statistics*, 47(2), 207–214.
- Dvoskin, A., & Feldman, G. D. (2015). Marcelo Diamand's contributions to economic theory through the lens of the classical Keynesian approach: A formal representation of unbalanced productive structures. *Journal of Post Keynesian Economics*, 38(2), 218–250. <https://doi.org/10.1080/01603477.2015.1077143>
- Dvoskin, A., & Feldman, G. D. (2018). Income distribution and the balance of payments: A formal reconstruction of some Argentinian structuralist contributions - Part II: Financial dependency. *Review of Keynesian Economics*, 6(3), 369–386.
- Dvoskin, A., Feldman, G. D., & Ianni, G. (2019). New-structuralist exchange-rate policy and the pattern of specialization in Latin American countries. *Metroeconomica*. <https://doi.org/10.1111/meca.12265>
- Easterly, W., Islam, R., & Stiglitz, J. E. (2001). Shaken and stirred: Explaining growth volatility. *Annual World Bank Conference on Development Economics*.
- Fernández-Arias, E. (1994). *The new wave of private capital inflows: Push or pull?* (Policy Research Working Paper Series Núm. 1312). The World Bank.
- Frenkel, R. (1983). Mercado Financiero, Expectativas Cambiarias y Movimientos de Capital. *Desarrollo Económico*, 22(87).
- Kaltenbrunner, A., & Paineira, J. P. (2017). Subordinated Financial Integration and Financialisation in Emerging Capitalist Economies: The Brazilian Experience. *New Political Economy*, 0(0), 1–24. <https://doi.org/10.1080/13563467.2017.1349089>
- Kregel, J. A. (2004a). Can we create a stable international financial environment that ensures net resource transfers to developing countries? *Journal of Post Keynesian Economics*, 26(4), 573–590. <https://doi.org/10.1080/01603477.2004.11051418>
- Kregel, J. A. (2004b). *External Financing For Development And International Financial Instability* (G-24 Discussion Paper Núm. 32). United Nations Conference on Trade and Development.
- Kregel, J. A. (2009). *Managing the Impact of Volatility in International Capital Markets in an Uncertain World* (Levy Economics Institute Working Paper Núm. 558). Levy Economics Institute.
- McCombie, J. S. L. (1997). On the Empirics of Balance-of-Payments-Constrained Growth. *Journal of Post Keynesian Economics*, 19(3), 345–375.
- Médici, F. (Ed.). (2017). *Discusiones sobre el tipo de cambio: El eterno retorno de lo mismo*. Universidad Nacional de Moreno.
- Minsky, H. P. (1986). *Stabilizing an unstable economy*. Yale University Press.
- Minsky, H. P. (1992). *The financial instability hypothesis*. Levy Economics Institute, Bard College.
- Moreno-Brid, J. C. (1998). On Capital Flows and the Balance-of-Payments-Constrained Growth Model. *Journal of Post Keynesian Economics*, 21(2), 283–298.
- Ocampo, J. A. (2009). Latin America and the global financial crisis. *Cambridge Journal of Economics*, 33(4), 703–724.
- Pérez Caldentey, E., & Vernengo, M. (2019). Modern Money Theory (MMT) in the Tropics: Functional Finance in Developing Countries. *PERI Working Paper*. https://www.academia.edu/40559006/Modern_Money_Theory_MMT_in_the_Tr

opics_Functional_Finance_in_Developing_Countries_WORKINGPAPER_SERIES_Number_495

- Prebisch, R., Cabañas, Gustavo Martínez. (1949). El desarrollo económico de la América Latina y algunos de sus principales problemas. *El Trimestre Económico*, 16(63(3)), 347–431.
- Ramos, R. A. (2019). A Minskyan account of emerging currencies dynamics. *Journal of Post Keynesian Economics*, 42(4), 638–661. <https://doi.org/10.1080/01603477.2019.1640066>
- Rapoport, M. (2006). *Historia económica, política y social de la Argentina (1880-2003)*. Ariel.
- Rodríguez, O. (1977). Sobre la concepción del Sistema Centro-Periferia. *Revista de la CEPAL*, 3, 203–248.
- Ros, J. (2015). Central Bank Policies in Mexico: Targets, Instruments, and Performance. *Comparative Economic Studies*, 57(3), 483–510.
- Serrano, F. L. P. (1995). *The Sraffian Supermultiplier*. University of Cambridge.
- Taylor, L. (1998). Capital market crises: Liberalisation, fixed exchange rates and market-driven destabilisation. *Cambridge Journal of Economics*, 22(6), 663–676. <https://doi.org/10.1093/cje/22.6.663>
- Titelman, D., Pérez Caldentey, E., & Minzer, R. (2008). *Comparación de la dinámica e impactos de los choques financieros y de términos del intercambio en América Latina en el período 1980-2006*. Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).

Parte II

Dimensiones de cumplimiento del Plan de Trabajo

1. Balance de cumplimiento del Plan de Trabajo

Describir el grado de cumplimiento de las actividades planeadas. Dificultades encontradas y qué reorientaciones o soluciones se adoptaron para desarrollar el plan de trabajo. Actividades no planificadas.

Consideramos que hemos cumplido con los objetivos inicialmente propuestos en un alto porcentaje. Las tareas que nos insumieron mayor tiempo de lo planeado inicialmente fue la recolección y armado de las bases necesarias para realizar los análisis estadísticos, en particular cuando consideramos el estudio de tres países.

Otra tarea que insumió una parte importante del tiempo fue traducir al idioma inglés los trabajos que presentamos a revistas internacionales.

También requirió tiempo no contemplado en el plan inicial la devolución e intercambio con los referis de las revistas académicas que llevó a corregir y ampliar los trabajos realizados. Por ejemplo, durante el segundo año del proyecto tuvimos que realizar nuevos análisis econométricos sobre lo realizado durante el primer año para responder preguntas de un referi sobre un trabajo que finalmente fue aceptado.

Consideramos también importante mencionar que la directora del proyecto estuvo los primeros 6 meses del primer año del proyecto en licencia por maternidad. Además, el co-director estuvo también trabajando en un libro que salió publicado en la UNM