

Entrelíneas de la Política Económica

Sumario

Página 3

Lineamientos para adaptar el sistema tributario al nuevo modelo económico

Por Alfredo Iñiguez y Rafael A. Selva

Página 10

Proyecciones 2008

Por Germán Saller

Página 16

El eterno retorno de las crisis financieras... O cómo frenarlas

Por Frédéric Lordon

Staff

DIRECTOR
Lic. Gerardo De Santis

AREA EMPLEO Y SALARIOS
Lic. Miguel Zanabria

AREA FISCAL
Lic. Alfredo Iñiguez

AREA MACRO-FINANCIERO
Lic. Leonardo Perichinsky

AREA REESTRUCTURACIÓN
PRODUCTIVA E INSERCIÓN
INTERNACIONAL
Dr. Pablo Lavarello

AREA DE PRENSA Y COMUNICACIÓN
Lic. Daniela Meroni

EQUIPO DE INVESTIGACIÓN
Dr. Alejandro Naclerio
Lic. Germán Saller
Lic. Rafael Selva
Lic. Gonzalo Peña
Lic. Julián Barberis
Lic. Agustina Battistuzzi
Cecilia Peluffo
Matías Mancini
Natalia Abdala

Editorial: de una sociedad líquida a una sociedad compleja

Asistimos a una nueva etapa del proyecto iniciado el 25 de mayo del año 2003, que busca superar 30 años de regresión social y económica, y avanzar hacia una sociedad compleja. En esta nueva etapa, la convergencia de condiciones internas e internacionales favorables se verá acompañada de importantes desafíos de política económica.

La primera etapa, signada por la expansión de la demanda interna y el mantenimiento de una política de tipo de cambio alto, permitió un importante aumento del empleo en el marco de equilibrios fiscal y externo. No obstante, esta política permitió recomponer la caja de las empresas, en una magnitud mucho mayor que su esfuerzo de acumulación productiva. La persistencia de los mecanismos de mercado en la coordinación de las decisiones de inversión y de innovación tecnológica refleja la dificultad para avanzar en el pasaje hacia una estructura productiva más diversificada. Pese a ello, se produjo un innegable proceso de reproletarización y la gradual rehabilitación de instrumentos de negociación vedados a los trabajadores desde hace mucho tiempo. En esta dirección se destacan las convenciones colectivas, que abren la importante oportunidad de reinstalar un régimen de acumulación con inclusión social. También se avanzó en la redefinición de la integración regional, dando un salto cualitativo con la reciente creación del Banco del Sur, un instrumento que genera por primera vez en la historia de América Latina oportunidades mayores para avanzar más allá de la integración estrictamente comercial, que aún se centra exclusivamente en la ampliación de los grados de libertad de las filiales de empresas multinacionales.

La primera etapa fue sustentada políticamente con la abundancia de recursos fiscales, que permitieron resolver los múltiples conflictos y (des) lealtades intrínsecos a una sociedad desorganizada.

Se dice que fracasado el proyecto de la transversalidad, la liquidez le permitió al ejecutivo asegurar el sustento político del proyecto incipiente. Esta fue la solución; pero al mismo tiempo el gran limitante encontrado por la gestión de Néstor Kirchner. Le permitió barrenar los conflictos inter-sectoriales, dispersando el riesgo de los diversos ataques instrumentados por los sectores rentistas (diversos locks outs patronales del campo, mini ataque cambiario de agosto del 2007, oscuras operaciones políticas desde Estados Unidos, como la de las valijas de estas últimas semanas).

Como sostiene Frederic Lordon en esta edición, al ilustrar los episodios de crisis financiera en el centro, la liquidez no elimina el riesgo de ataques financieros y operaciones políticas; solamente lo dispersa. La liquidez es una ilusión colectiva que sólo funciona en contextos de normalidad, pero se evapora en momentos de crisis. Sólo la diversificación de la estructura productiva, asentada en el rol dinamizador de la industria y de las capacidades tecnológicas, permite limitar el riesgo. No hay monto de reservas internacionales ni fondo anticíclico que permita frenar los efectos recesivos de una caída en los términos de intercambio para una economía especializada en industrias intensivas en recursos naturales frente a una (por ahora postergada) desaceleración del crecimiento

mundial. Aún suponiendo un aterrizaje suave en las economías del norte, las políticas nuevo keynesianas para las cuales la estructura económica no cuenta, porque la economía se piensa produciendo un solo bien- no son sustentables porque la expansión de la demanda interna sin cambio de estructura productiva, además de generar ajustes de precios relativos e inflación, limitan los encadenamientos internos y nos acercan más rápido que lo pensado a la restricción externa.

Las mejoras transitorias en los precios internacionales de los granos y aceites constituyen en este sentido un serio limitante para la superación de la trampa del desarrollo: postergan una situación de liquidez que seduce a gobernantes y genera una presión a la apreciación cambiaria que inhibe la inversión en sectores industriales complejos.

Frente a estos desafíos, estamos ante la oportunidad de avanzar hacia una estructura económica más densa, consolidando el proceso de reindustrialización e integración social truncado durante décadas. Esto requiere idear instrumentos de política económica que hagan que la reconstitución de la caja de las empresas se traduzca en un perfil de inversión orientado hacia sectores difusores de progreso técnico que, por su potencial de diversificación, posibilitan el cambio estructural -bienes de capital, insumos biotecnológicos, software, etc.. Esto requiere mucho más que gestión: políticas de estado, capacidades de planificación, control y cuadros.

Para ello es indispensable la construcción de un sistema político, que no se limite a la simple disputa por el gobierno a partir de la seducción mediática de los factores concentrados de poder, sino que permita disciplinar los inevitables bloqueos al desarrollo por parte de estos sectores, que se resisten a transformar la caja en acumulación productiva y tecnológica. De esta manera se podrá avanzar hacia una sociedad compleja, requisito ineludible para la ampliación de la libertad para todos.

Lineamientos para adaptar el sistema tributario al nuevo modelo económico

Por Alfredo Iñiguez y Rafael A. Selva¹

El sistema tributario actual fue estructurado, a grandes rasgos, para sostener el modelo económico anterior con una orientación regresiva desde el punto de vista de los ingresos y de la estructura productiva. Es necesario realizar una reforma que lo adapte al nuevo modelo, que favorezca el desarrollo económico a partir de promover la acumulación productiva en sectores dinámicos y lograr mejoras en la distribución del ingreso y la riqueza. Esta nota, que es la continuación de la publicada en el N°6, incluye los grandes lineamientos que deberían contemplarse. Desde el CIEPYC entendemos que están dadas las condiciones objetivas y subjetivas para llevar a cabo esta reforma y, para ello, es fundamental elaborar un proyecto global con instrumentación por etapas.

Condiciones para la reforma

En esta nota vamos a abordar uno de los temas más sensibles en materia de política económica donde el gobierno de Néstor Kirchner, por propia decisión, no avanzó, y que lentamente se está incorporando en la agenda pública, pero todavía no está en la agenda de gobierno: la reforma impositiva.

¿Por qué no está en la agenda de gobierno una reforma tributaria? Para responder esta pregunta, antes, hay que tener en cuenta otras: ¿Por qué y para qué se quiere esta reforma? y si ¿están dadas las condiciones para la reforma?

Para encontrar respuestas a estos interrogantes será necesario considerar cuatro cuestiones. Uno, definir qué se espera de un sistema tributario o, si se quiere, por qué existen los impuestos. Dos, analizar la conformación del actual sistema y sobre todo, comprender cuáles fueron las razones que hicieron que esté conformado como está y cuál es la distancia entre el actual y el esperado. Tres, revisar qué están proponiendo quienes promueven reformarlo. Cuatro, comprender cuáles son las condiciones políticas para que se pueda concretar la reforma. Desarrollar todas estas cuestiones exigiría un estudio específico que excede el espacio y el alcance de este artículo, pero intentaremos, al menos, dejar enunciados los aspectos más destacados.

La primera cuestión podría resumirse en dos posturas antagónicas: por un lado, la de los economistas liberales, que consiste en considerar a los impuestos como un mal necesario para financiar las actividades del Estado y por el otro, con un consenso creciente, la que entiende a los impuestos como un instrumento de política fiscal, que en el marco de una estrategia de desarrollo puede incentivar la acumulación productiva y morigerar las desigualdades que determina el mercado.

La primera postura aspira a un sistema tributario con impuestos no distorsivos, esto es, que no alteren los precios relativos que existirían si no hubiese impuestos y se basa en la utopía que el mercado es el mejor asignador de recursos. Esta creencia está sustentada en una gran cantidad de supuestos de dudosa validez y está ampliamente difundida en una muy significativa (pero no por ello muy importante) bibliografía. Casualmente, los impuestos menos distorsivos son los más regresivos.²

1) Los autores agradecen los comentarios de Pablo Lavarello.
2) A tal punto que el impuesto menos distorsivo, el de suma fija o capitación, dejó de aplicarse hace ya muchísimo tiempo (cientos de años) por su extrema regresividad.

Quienes adscriben a la segunda postura tienen una visión distinta del rol que le cabe al Estado y de la capacidad del mercado como asignador de recursos y en particular se diferencian en dos aspectos principales. Por un lado, sostienen que los precios relativos que determina el mercado no conducen a un óptimo por considerarlo estático, convalidando una estructura productiva basada en actividades de baja productividad y de escaso dinamismo. Por ello, es importante interferir en estos precios mediante impuestos y subsidios en el marco de una estrategia de desarrollo. Entre ellos, los impuestos externos como los aranceles y los derechos de exportación son los más importantes ejemplos, ampliamente utilizados (más allá de su rechazo en los medios académicos) en todas las experiencias de desarrollo exitoso desde el siglo XIX a la fecha. Por el otro, interpretan que el libre juego de la oferta y la demanda tiende, intrínseca e ineluctablemente, a reproducir y profundizar las desigualdades y, por ende, es indispensable que el Estado intervenga para evitar que esa desigualdad se propague. Los impuestos son uno de los instrumentos más relevantes para hacerlo, porque no sólo pueden reducir las desigualdades de ingreso, sino también de la riqueza, que es el punto de partida de todas las desigualdades.³

Es importante remarcar que la primera visión se diferencia de la segunda porque tiene en cuenta el rol que juegan los impuestos para alterar la estructura productiva, que es sin lugar a dudas el principal limitante de toda reforma hacia un sistema tributario más igualitario.

En cuanto al segundo punto, recomendamos leer la nota de Entrelíneas de la Política Económica - N° 6 que analizó la progresividad de la estructura tributaria argentina en el último cuarto de siglo. Allí se observó que el sistema impositivo argentino tiene un fuerte sesgo regresivo, que se profundizó con los cambios realizados en la última dictadura militar y en el gobierno de Menem en los años noventa. Algunas de las medidas de política y administración tributaria (reimplantación de retenciones e impuesto al cheque, imposibilidad de ajustar por inflación a los balances para el pago del impuesto a las ganancias) de los últimos años tuvieron un impacto positivo en la progresividad y la selectividad sectorial de la estructura de impuestos, pero fueron insuficientes: sigue, a grandes rasgos, conformada tal como se definió en los noventa para sostener un modelo económico con una orientación regresiva desde el punto de vista de los ingresos y de la estructura productiva.

Para revisar qué se está promoviendo consideraremos tres trabajos relativamente recientes: uno elaborado por Juan José Llach y María Marcela Harriague con el sugestivo título "Un sistema impositivo para el desarrollo y la equidad" (Fundación Producir Conservando, junio de 2005), otro de Jorge Gaggero y Federico Grasso "La cuestión tributaria en Argentina. La historia, los desafíos del presente y una propuesta de reforma" (Cefidar, julio de 2005) y la compilación de Oscar Cetrángolo y Juan Carlos Gómez Sabaini "Tributación en América Latina. En busca de una nueva agenda de reformas" (CEPAL, diciembre de 2006).

En lo que podría traslucirse como un cambio de tendencia en los ámbitos académicos, los tres estudios coinciden en considerar a la equidad como un aspecto primordial de la reforma.

Tanto Gaggero como Gómez Sabaini fueron de las pocas voces disonantes en los noventa que alertaban sobre la regresividad del sistema impositivo. La novedad es que ahora avanzan con recomendaciones de política para tener una estructura tributaria progresiva y que colabore con el desarrollo económico.⁴ Un dato interesante es que Llach-Harriague, a pesar de plantearse como objetivo (expresado desde el título) una

3) En particular, el sistema impositivo puede servir para evitar (o disminuir) la acumulación de riqueza en ocio improductivo.

4) Ambos autores tienen trabajos anteriores que también son propositivos (incluso uno juntos), pero que también son de fechas recientes.

propuesta para alcanzar “un sistema impositivo más conducente que el actual al desarrollo sostenido y a la equidad...” terminan recomendando la eliminación de impuestos distorsivos, esto es, retroceder en los cambios recientes (volver a eliminar las Retenciones y el impuesto al Cheque) y seguir con el cambio iniciado en los noventa. Así, aparece el típico discurso de siempre disfrazado de siglo XXI.

El cuarto punto es el menos abordado y, tal vez, el más importante de todos.

En toda intervención del Estado, el intento de resolución de un problema implica la aparición de otros; como diría Carlos Matus, siempre hay un intercambio de problemas. Esto es evidente en el caso específico de un cambio impositivo, cualquiera fuese: el Estado está haciendo uso de su poder de coerción para extraer parte de los ingresos a determinados actores económicos en el marco de una estrategia de desarrollo y, parece obvio decirlo, la primera resistencia a esta medida será la de los afectados directos.⁵

De esta forma, un aspecto central en el análisis para determinar si es posible (y, porque no, conveniente) avanzar en una determinada acción pasa por establecer quiénes ganan y quiénes pierden con ella y cuál sería la reacción al cambio. Esto es, en un país en el cual no existe incentivo a reinvertir en activos productivos, cualquier reforma que perjudique a aquellos con mayor excedente será rechazada por estos últimos. También se debe sopesar si los problemas sobre los que se actúa son más relevantes (para quien debe tomar la decisión) respecto a los generados por la propia acción. En otras palabras, si la reforma tributaria resuelve los problemas propios de la economía en esta etapa de desarrollo. En otras condiciones, la reforma puede ser contraproducente (por ejemplo una rebaja del IVA en una situación en el que los canales de distribución se encuentran concentrados y el gobierno no posee una estructura de disciplinamiento efectiva conduce a una mayor regresividad).

Por lo tanto, el proyecto de reforma para corregir la incidencia distributiva de los impuestos no sólo debe contemplar los cambios normativos necesarios sino también debe considerar los distintos intereses en pugna (y las resistencias a los cambios) y es una verdad de Perogrullo que quienes se sentirán perjudicados tienen capacidad para manifestar su descontento.

Esto exige que se considere la gobernabilidad de la reforma, que requiere analizar el grado de dificultad de la propuesta y de los pasos que deben seguirse y medir las variables que controla y las que no.

Intentando responder, entonces, el interrogante inicial, se puede argüir, que el gobierno de Kirchner no disponía del poder suficiente para llevar a cabo una reforma de este tipo y para sostenerlo sólo vasta recordar que empezó su mandato con un poder prestado y fue el presidente electo con el menor porcentaje de votos de toda la historia democrática argentina. Cristina, en cambio, tiene una oportunidad histórica para poder hacer esta reforma, porque está menos condicionada, tiene la posibilidad de construir el poder necesario para hacerla y se están empezando a constituir los consensos suficientes para llevarla a cabo.

El problema sobre el cual se está reclamando que el gobierno intervenga con mayor decisión es, en definitiva, el del desarrollo económico, que implica intervenir sobre la injusta distribución del ingreso y promover la acumulación productiva en sectores dinámicos.

La política económica dispone de diversos instrumentos para actuar contra la desigualdad, en algunos casos para procurar mejorar la distribución del ingreso, como lograr mejores condiciones laborales (aumento del salario real, disminución del trabajo

5) Este es sólo el problema más evidente que se genera, pero hay otros “efectos colaterales” que dependerán del cambio de que se trate.

no registrado, etc.) y mejores condiciones de vida (vivienda, educación, salud, previsión social) y en otros actuando sobre sus consecuencias, sin resolver el problema, mediante la asistencia social en general.

También la política tributaria tiene mucho para aportar al respecto. Como concluye Gómez Sabaini "las estructuras tributarias [de los países de América Latina] suelen estar basadas en impuestos indirectos de carácter regresivo y, en el caso del impuesto a la renta, este recae más fuertemente sobre la población asalariada [...] Por ello, es posible establecer entre la estructura tributaria y los índices de extrema desigualdad una asociación que sugiere que los sistemas tributarios de la región son uno de los factores que contribuyen a mantener el cuadro de distribución desigual de la renta y, por lo tanto, de la pobreza y la indigencia."

En cuanto a promover una estructura productiva dinámica, son pocos los instrumentos disponibles y por esta razón resaltan los impuestos para intervenir en este aspecto. Uno de los problemas sobre los cuales es necesario avanzar es la tendencia inherente de los capitalistas a no reinvertir las ganancias en activos productivos bloqueando el proceso de desarrollo iniciado en mayo del 2003.

Salvo algunas excepciones (entre las que estamos quienes integramos el CIEPYC), en el debate económico, durante muchos años, se había instalado un fuerte consenso en contra de la capacidad del sistema impositivo para orientar el desarrollo productivo y morigerar las desigualdades de ingreso y de riqueza. Y no es casualidad. En todo ese período (desde mediados de los años 70), el régimen de acumulación además de ser decididamente desigual, se basó en la valorización financiera y no en la inversión productiva.

Propuestas

Para contribuir a este necesario debate planteamos aquí las líneas principales que deberían guiar la discusión sobre un plan de reforma orientado a asignarle mayor progresividad y dinamismo a la economía. Las propuestas que aquí se enuncian deben ser estudiadas en detalle, en el marco de un plan que contemple todos los aspectos arriba comentados y que diseñe etapas para su instrumentación.

A. Impuesto a las Ganancias

Hay que ampliar la base del impuesto a las ganancias, principalmente mediante la eliminación de las exenciones a las rentas por colocaciones financieras y bursátiles, las derivadas de títulos, letras, obligaciones negociables y los resultados provenientes de operaciones de compraventa, cambio, permuta o disposición de acciones y demás títulos (los incisos h, k y w del artículo 20 del impuesto a las ganancias). Esta medida no sólo mejora la distribución del ingreso sino que también incentiva la acumulación productiva, al encarecer la opción rentística.

Este es el aspecto capital de la reforma al impuesto a las Ganancias, pero hay otros cambios que es conviene analizar:

- En el impuesto que grava los ingresos de las personas físicas, sería conveniente eliminar gran parte de las deducciones y considerar los aportes personales al sistema de previsión social como pago a cuenta de Ganancias.⁶ En esta articulación debería reducirse la tasa de los aportes personales y elevar la tasa (en particular la marginal máxima) de Ganancias. Así, la combinación de ambos tributos permitiría

6) Hubo una experiencia en los noventa que no satisfizo y duró pocos años.

asignarle progresividad al conjunto, por la influencia de la tasa creciente del impuesto a las Ganancias.

- Estudiar la posibilidad de gravar con alícuotas diferentes a las ganancias de las personas jurídicas, de acuerdo a si son distribuidas o reinvertidas, con tasas menores para estas últimas con el fin de promover la acumulación de capital. (Gaggero et al, Op. Cit, página 102).

- También debería analizarse la alternativa de establecer tasas diferentes por estratos de empresas, para aplicarle una carga menor a las medianas empresas. Las micro y pequeñas (MyPEs) deberían tener un tratamiento especial a partir de una modificación del Régimen simplificado (monotributo) para asimilarlo al sistema SIMPLE de Brasil, recientemente modificado.

- Analizar la posibilidad de implantar un impuesto a las altas rentas o a las ganancias extraordinarias, de características similares al dispuesto en el Título V de la Ley 25.239 de 1999 (Gaggero et al, Op. Cit, página 101).

- Se deben generar mejoras en la administración tributaria de este gravamen, en particular, la ampliación y extensión del sistema de retenciones en la fuente y control eficiente de los agentes de retención (Gaggero et al, Op. Cit, página 102).

B. Sobre los patrimonios

La imposición sobre el patrimonio y la propiedad en Argentina tuvo, en los últimos treinta años, una involución inadmisibles. Y esto es muy grave si tenemos en cuenta que estos impuestos son el instrumento fundamental que tiene el Estado para morigerar las desigualdades en la riqueza acumulada. Para lograr mejoras sustantivas y permanentes en la distribución del ingreso es imprescindible tener un sistema tributario que garantice una mejor distribución de la riqueza, porque es ahí donde está el origen de todas las desigualdades.

- Impuesto sobre los Bienes Personales. Todos los activos financieros deben quedar alcanzados por este impuesto. También, aunque no es lo más relevante, debería permitirse la deducción de los pasivos estrictamente relacionados al bien gravado para asemejarlo a un impuesto al patrimonio neto.

- Impuesto a la Ganancia Mínima Presunta. Aunque su base imponible está conformada por los activos de las empresas, y por eso lo incluimos en este grupo, este impuesto es en realidad un pago mínimo del Impuesto a las Ganancias, ya que tiene un sistema de pago a cuenta recíproco con este gravamen. Mientras exista evasión en el impuesto a las Ganancias debe permanecer vigente, lo que equivale a decir que deberá ser permanente.

- Reestablecimiento del impuesto a la Transmisión Gratuita de Bienes. Es primordial que se reimponga este impuesto, que fue derogado por Martínez de Hoz en la última dictadura.⁷ Quedarían alcanzadas por este impuesto las herencias y donaciones entre vivos con una alícuota proporcional y un mínimo no imponible coherente con el del impuesto a los bienes personales.

- Incorporar un impuesto a la renta potencial de la tierra. Este sería un impuesto nacional que tendría como objetivo asignarle mayor progresividad a los impuestos inmobiliarios rurales de las provincias. Para lograrlo, los impuestos provinciales actuarían como pago a cuenta de este impuesto, lo que permitiría, al mismo tiempo,

⁷ Dicen, porque tenía que recibir una herencia.

evitar la elusión existente en estos impuestos. Al articular la administración nacional y las provinciales, también debería obtenerse una mayor eficiencia en la recaudación de las provincias. El fundamento económico para la instrumentación de este impuesto tiene que ver con los avances tecnológicos recientes. Por un lado, el desarrollo de la biotecnología permitió un aumento de los rindes por hectárea y la posibilidad de cultivar en zonas que hasta hace poco tiempo resultaban inhóspitas. Por el otro, todo hace presumir que el avance de los biocombustibles impactará en la rentabilidad de los campos por el lado de la demanda. Ambos efectos se complementan (por oferta y por demanda) para generar rentas extraordinarias que el sistema tributario debe captar.

C. Impuestos Internos

En los últimos tiempos se alcanzó un consenso considerable a favor de utilizar a los impuestos selectivos (esto es, Internos) para gravar al consumo suntuario o superfluo. Por ejemplo, Gómez Sabaini lo resume así: "con el objeto de mejorar el impacto distributivo se recomienda combinar el IVA con impuestos selectivos, en lugar de introducir un gran número de alícuotas diferenciadas". En Argentina los impuestos internos tienen una extensa tradición, que fue prácticamente cercenada en los noventa al derogar gran parte de los bienes alcanzados, como automóviles, vinos, cubiertas para neumáticos, aceites y lubricantes y artículos de tocador (principalmente con la Ley 24.674 de agosto de 1996)⁸. En la reforma impositiva de los primeros días de De la Rúa (Ley 25.239 de diciembre de 1999) se volvieron a gravar gran parte de los bienes y se incorporaron nuevos (la telefonía celular y satelital), pero en muchos de ellos está suspendido (como Automóviles y champañas)⁹. Los bienes que siguen alcanzados por este impuesto son, en su mayoría, de consumo popular (como los cigarrillos, las bebidas alcohólicas y analcohólicas) y son pocos los bienes de lujo que están alcanzados. Por lo tanto, se debe realizar un estudio pormenorizado de todos los bienes y servicios superfluos y/o de lujo para que queden alcanzados por este gravamen con el objetivo de asignarle progresividad. En este estudio deberían revisarse las alícuotas de los bienes de lujo que están actualmente alcanzados. Como primera medida, sería conveniente que no se renueve la suspensión para automóviles y champañas.

D. Acuerdos de precios y reducción de la alícuota del IVA

Previo acuerdos de precios sectoriales y la implementación adecuados sistemas de seguimiento, propender a extender a todos los bienes salario, definiendo una canasta de bienes (alimentos), la reducción de la alícuota del impuesto al valor agregado (IVA) a la mitad. Un control sistemático de los acuerdos de precios es fundamental para garantizar que las reducciones de alícuotas se reflejen en una reducción de los precios (y por ende se trasladen al consumidor final), para evitar que el resultado de la reducción sea un aumento del margen de ganancias de los distintos eslabones (o algunos de ellos) de la cadena. Esta medida combinada con la propuesta en los impuestos internos determinaría tres tramos de carga tributaria al consumo: uno para los bienes salario con menor tasa, otro para los bienes de lujo con tasas altas y los restantes bienes y servicios con tasas intermedias.

E. Coparticipación Federal y Federalismo Fiscal

Este es uno de los temas que trae aparejadas las mayores dificultades para avanzar con una reforma. Para confirmar esto solo basta mencionar que ya se cumplieron diez años

8) Se puede encontrar un completo estudio de este impuesto en "Impuestos internos en el tercer milenio" de Roberto Sixto Fernández, abril de 2007.

9) La suspensión para automóviles (las embarcaciones y aeronaves están gravadas) vence el 31 de diciembre y hasta la fecha de redactar esta nota aún no se había publicado el Decreto que prorrogue la suspensión y para el Champagne vence el 1/02/08.

de la fecha prevista en la Constitución Nacional para implementar una nueva Ley de Coparticipación Federal y la vigente (Ley 23.548, de enero de 1988) fue definida como un régimen transitorio con vencimiento en diciembre de 1989, sin que se pudiera lograr un acuerdo para una nueva ley.

Hay que tener en cuenta tres aspectos fundamentales para resolver este problema:

- El Estado Nacional deberá ceder una porción de lo que actualmente tiene en el total de los recursos tributarios, ya sea por una disminución del porcentaje que efectivamente tiene en la distribución primaria de la coparticipación o mediante el traspaso a la órbita provincial de la administración de impuestos nacionales.

- No debe haber una estricta correspondencia fiscal entre la recaudación de impuestos y los gastos entre los distintos niveles de gobierno, por dos razones: una, muchas administradoras de impuestos provinciales no tienen capacidad de gestión y dos, la correspondencia fiscal profundiza las desigualdades regionales al restringir la disponibilidad de recursos de las provincias más pobres.

- La Coparticipación Federal debe tener un fuerte componente redistributivo en términos geográficos, pero con un mecanismo de responsabilización, que obligue a las provincias que se benefician con la redistribución a informar los resultados obtenidos con los recursos adicionales y a establecer metas de cumplimiento obligatorio.

Una posibilidad que se debería estudiar para resolver este problema sería buscar un acuerdo con todos los gobiernos provinciales para sustituir el impuesto a los ingresos brutos por un IVA provincial y que, una vez implementado, la administración nacional le ceda a las provinciales algunos puntos de la alícuota del IVA nacional. Así, se resolvería el primero de los aspectos antes mencionados y quedaría para la Coparticipación Federal la necesidad de garantizar la redistribución de recursos impositivos entre las provincias.

F. Las etapas

Como dijimos, la reforma requiere de un plan global que contemple etapas. No es recomendable que todos los cambios se intenten implementar al mismo tiempo, porque cada uno de ellos afecta a intereses distintos y por ende, en conjunto generarían resistencias difíciles de sortear.

Primero se tienen que incluir los cambios más urgentes para adaptar la estructura tributaria al nuevo modelo económico. En este sentido, se destacan las modificaciones en los impuestos internos y en el impuesto a las Ganancias (la eliminación de las exenciones de las rentas financieras y el tratamiento de las utilidades reinvertidas) y los cambios en los impuestos patrimoniales, principalmente, incorporar la posesión de los distintos instrumentos financieros y reimplantar el impuesto a la transmisión gratuita de bienes.

Después, se deben encarar los cambios para tender hacia un sistema más armónico, entre los que se encontrarían la articulación del impuesto a las ganancias para personas físicas y los aportes al sistema previsional y un nuevo orden federal que incluya una nueva coparticipación federal de impuestos.

El momento oportuno para implementar las reducciones de alícuota del IVA dependerá tanto de la holgura fiscal como de la factibilidad de alcanzar los acuerdos de precios.

Proyecciones 2008

Por Germán Saller

¿Cuánto vamos a crecer en 2008? ¿Cuáles serán los motores del crecimiento?. En la presente nota se ensaya la siempre arriesgada tarea de realizar proyecciones macroeconómicas para el año siguiente. La estimación se realiza sobre la base de las proyecciones de cierre para el presente año de las mismas variables, y sobre una hipótesis de comportamiento de los principales pilares del esquema macroeconómico actual.

Para proyectar, un repaso de nuestra visión

La arriesgada tarea de realizar proyecciones de las principales variables agregadas en Argentina, ha cambiado en los últimos años con la modificación de las condiciones macroeconómicas imperantes. En los 90, los analistas miraban la evolución de los flujos de capitales y la tasa de interés internacional como los principales determinantes de las proyecciones domésticas. El tipo de cambio fijo y sobrevaluado, la apertura extrema y el consecuente déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos, nos hacían vulnerables a los movimientos de la tasa de interés internacional y a la entrada de capitales para sostener el crecimiento doméstico.

Con un tipo de cambio alto como política económica tendiente a generar protección al sector industrial y, al mismo tiempo, diferenciar vía retenciones el tipo de cambio real de las actividades primarias,¹ los pilares del esquema macroeconómico han cambiado desde 2002. En los números 2 y 4 de esta revista² se ha advertido la mayor desconexión de Argentina a los flujos de capitales internacionales y en la edición N°3 se demostró que el esquema macroeconómico actual "...se caracteriza por su sustentabilidad interna, al no depender del financiamiento mediante ingresos de capitales..."³ Esa dinámica interna por el lado de la demanda, es la que permitió alcanzar niveles extraordinarios de empleo (aunque con deficiencias en la calidad)⁴ y un mejoramiento sostenido en los niveles de desigualdad (con síntomas de estancamiento en 2007).⁵

Como muestran los recientes episodios de crisis en los mercados financieros internacionales, los efectos sobre la cuenta de capital y financiera no parecen ser significativos, la principal "conexión" con los mercados internacionales, se encuentra asociada ahora con los precios internacionales de las materias primas, que si bien ha sido mucho más beneficiosa para el resto de América Latina,⁶ ha impulsado parte del crecimiento en la Argentina aunque sin caer (por el momento) en un proceso de "enfermedad holandesa".⁷

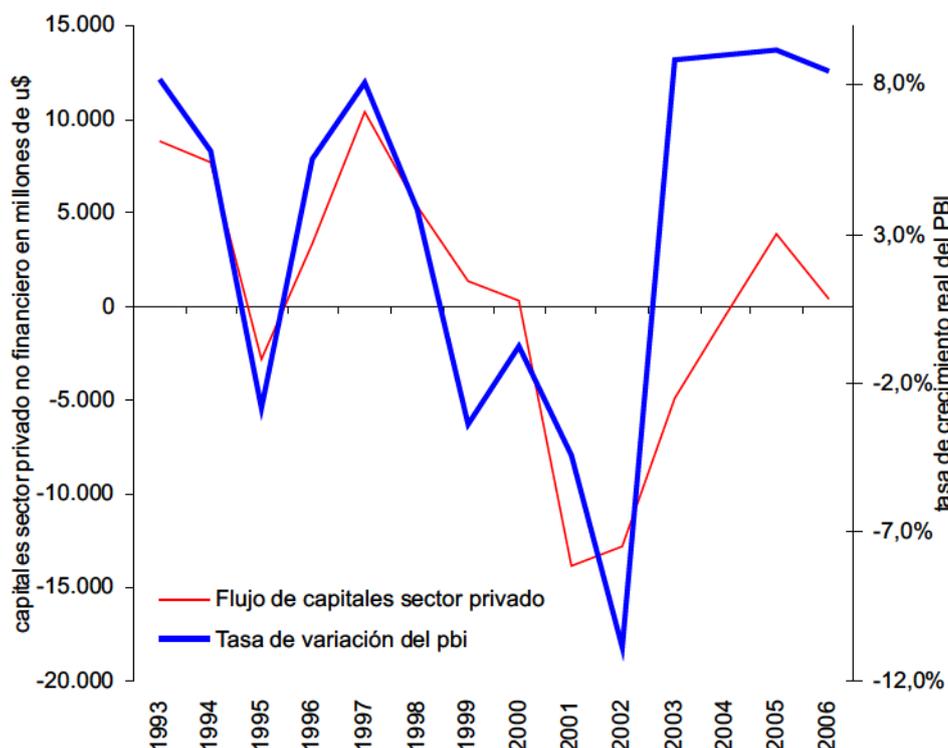
Como síntesis, cualquier esquema que proyecte las variables de 2008 tiene que tener como sustento una hipótesis sobre la evolución de los precios internacionales y, sobre todo, de la evolución de la dinámica doméstica a partir de un tipo de cambio real alto y diferenciado, que es el sustento del actual esquema macroeconómico.

- 1) "El campo y los precios relativos. Las retenciones son de nosotros, las oleaginosas son ajenas". CIEPYC, Entrelíneas de la Política Económica N°3
- 2) "Turbulencias financieras internacionales: causas y azares. Los resguardos de la economía argentina (segunda parte)". CIEPYC, Entrelíneas de la Política Económica N°2 y "El colapso de las hipotecas del norte. Las repercusiones locales". CIEPYC, Entrelíneas de la Política Económica N°4.
- 3) "El crecimiento de América Latina 2002-2006. ¿El viento de cola sopla más fuerte en Argentina?". CIEPYC, Entrelíneas de la Política Económica N°3.
- 4) "Desempleo ¿llegamos al pleno empleo?". CIEPYC, Entrelíneas de la Política Económica N°1
- 5) "Pobreza, desigualdad y crecimiento". CIEPYC, Entrelíneas de la Política Económica N°4 y "Una mirada alternativa al crecimiento en la Argentina". CIEPYC, Entrelíneas de la Política Económica N°5.

Sobre la base de este esquema, en la presente nota, revisamos el cierre macroeconómico del 2007 y proyectamos bajo un escenario base, las principales variables macroeconómicas para el año 2008.

Gráfico N° 1. La desconexión.

Tasa de crecimiento del PBI y flujo de capitales del sector privado



Fuente: CIEPYC en base a datos de Dirección Nacional de Cuentas Internacionales, Dirección Nacional de Cuentas Nacionales, INDEC

¿Cómo cierra el 2007?

De acuerdo a los datos del Estimador Mensual de Actividad (EMAE) del INDEC, hasta el momento el crecimiento del PBI para los primeros nueve meses del año arroja un crecimiento del 8,5% por lo que proyectamos para 2007 un crecimiento del 8,4%. Desde la crisis de la convertibilidad el crecimiento real fue del 52,3% o un 60% si comparamos en términos desestacionalizados el primer trimestre de 2002 (el valle) con el cuarto trimestre de 2007 (el pico).

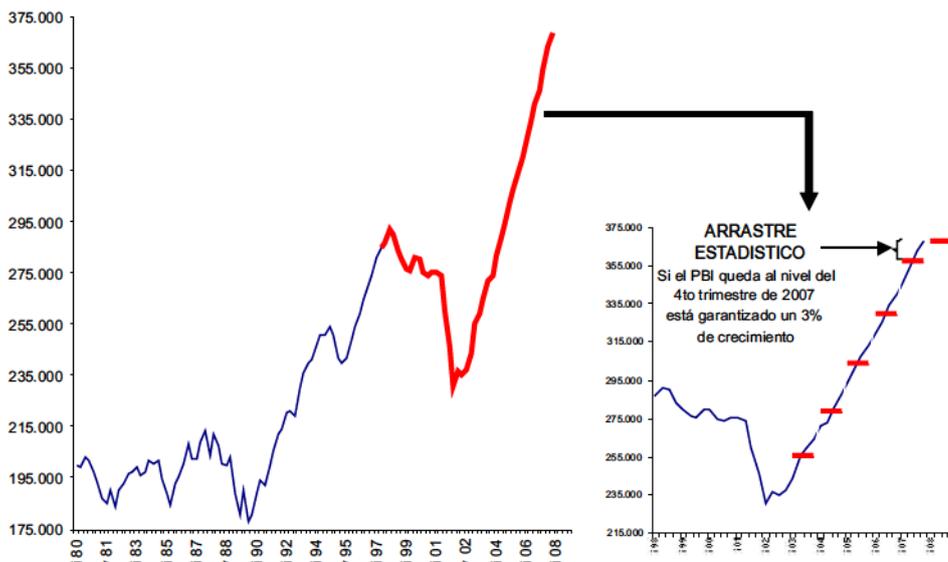
Este resultado sienta una base importante del crecimiento del año 2008 por el llamado arrastre estadístico, que supone congelar el PBI del cuarto trimestre de 2007 durante todo el año 2008 y comparar el promedio resultante del 2008 (que indefectiblemente sería el valor del cuarto trimestre de 2007) con el promedio efectivo del 2007. Esto nos garantiza un arrastre de tres puntos porcentuales de crecimiento (arrastre estadístico de 3%).

Nótese a través del gráfico 2, que suponer un crecimiento del 3% en 2008, es decir, sólo el llamado arrastre estadístico, implicaría cortar drásticamente con la pendiente positiva de crecimiento desde el año 2002 ya que la línea se transformaría en horizontal. Lo

- 6) Idem nota al pie 2 y "El crecimiento de América Latina 2002-2006. ¿El viento de cola sopla más fuerte en Argentina?". CIEPYC, Entrelíneas de la Política Económica N°3.
- 7) "¿Del viento de cola a la enfermedad holandesa? Chile y Argentina frente a la mejora de los términos de intercambio". CIEPYC N°4.

mismo para un crecimiento del 4% o del 5% supondría una importante desaceleración. Por ello resultan poco creíbles las proyecciones de economistas que presagian un crecimiento moderado en torno a estas cifras ya que consideramos que no existen condiciones ni externas ni internas que justifiquen tal pronóstico.

Gráfico N°2
Evolución del PBI real desestacionalizado



Fuente: CIEPYC en base a datos de Dirección Nacional de Cuentas Nacionales, INDEC y estimaciones propias

Los determinantes del crecimiento del 2007 deben encontrarse principalmente en el crecimiento del consumo privado que alcanzará el 8,7% transformándose en el principal motor del crecimiento.

La inversión bruta fija tendrá un crecimiento del 12,8%, desacelerándose ya que en 2006 la variación interanual superaba el 18,2%.

En cuanto al sector externo esperamos un crecimiento de las importaciones de bienes y servicios superior al 20% porque a la dinámica del primer semestre hay que proyectar el crecimiento de las cantidades del 20,2% durante el tercer trimestre y un estimado del 21% para el 4to trimestre. Las exportaciones de bienes y servicios promediarán un crecimiento real del 8,9% de acuerdo a la evolución de las cantidades que se evidencia en los últimos meses del año.

Finalmente, en lo que concierne a las cuentas nacionales, el consumo público se proyecta con un crecimiento real del 6,5% para el año 2007.

El escenario base y los resultados esperados para 2008

Aquí presentaremos nuestras proyecciones para el año 2008, para lo cual nos apoyaremos en realizar una serie de supuestos para lo que llamaremos un escenario base, repasando la influencia de los factores externos e internos.

Factores externos. Estimamos un panorama favorable de los precios internacionales

de nuestros bienes de exportación, incluso con tasas de crecimiento iguales a las de 2007 (20% a 25% en bienes primarios). Esto presupone que las economías Asiáticas serían capaces de compensar la probable desaceleración de la economía de Estados Unidos a partir de un incremento de su demanda interna. Asimismo, si bien como se dijera en los supuestos iniciales los flujos de capitales no influyen en el crecimiento de la post convertibilidad, no descartamos un escenario con ingresos superiores a los de 2007 debido al clima de incertidumbre internacional en las economías centrales y a la debilidad de los controles de capitales en nuestro país. La combinación de ambos factores puede traducirse en una mayor presión a la apreciación real.

Inflación. Tomando en cuenta la descripción realizada acerca de la evolución de los precios durante 2007 en el número pasado,⁸ suponemos una reducción del crecimiento de los precios en 2008 que rondará el 14%. Dos son los factores que principalmente influyen sobre este resultado. Por un lado, a la influencia de los precios internacionales de los productos primarios que, como hemos descrito, repetirán la performance de 2007. Estos aumentos, si bien incrementarán a nivel doméstico los precios de los alimentos que son los más representativos de la canasta de consumo de las familias (abarcaban el 32% de la canasta total), a diferencia de 2007 serán morigerados por el efecto anualizado del incremento en el porcentaje de retenciones aplicado desde el mes de noviembre.

Por otro lado, influirá positivamente sobre el crecimiento de los precios el impacto del crecimiento de tarifas del 20% promedio que tendrá vigencia desde el primero de enero de 2008. Los efectos de propagación que estos dos factores tendrán sobre los precios del resto de los bienes de la economía dependerán de la orientación de la política de precios llevada a cabo por el gobierno. Una implementación más sistemática y con mecanismos de control de la política de precios para acompañar las retenciones con un disciplinamiento efectivo de los grupos fijadores de precios, podrían permitir reducir los efectos de propagación.

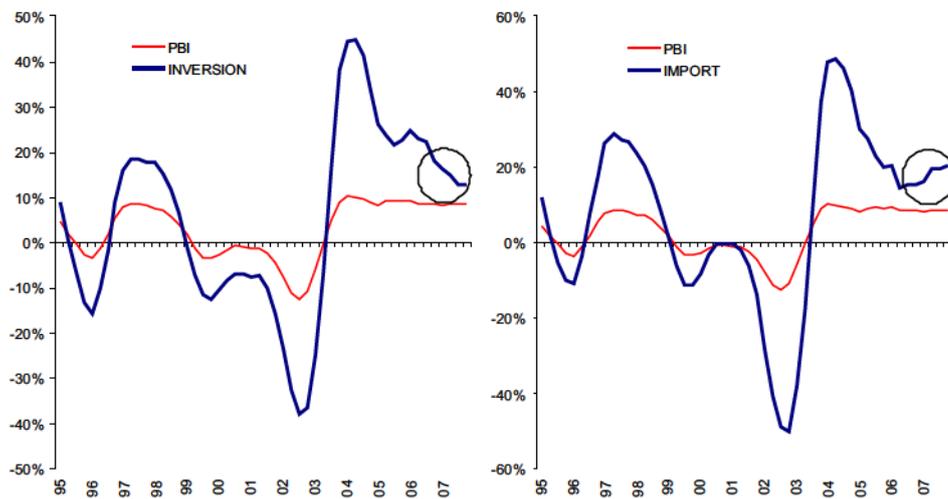
Tipo de cambio nominal y real. Estimamos un tipo de cambio nominal promedio de \$3,25 que permite compensar parte del diferencial de precios internacionales y locales. Aunque esto aprecie el peso a nivel bilateral, de todos modos la inercia de la depreciación del dólar respecto del resto de las monedas permite mantener un tipo de cambio real altamente competitivo.

PBI. De acuerdo a los supuestos descriptos más arriba que hacen de sustento para estimar el nivel de actividad, proyectamos un crecimiento real del PBI del 8% con lo que la expansión del producto desde 2002 superará el 60%.

Inversión. Basados en la evolución comparada de la tasa de variación real del PBI y de la inversión bruta fija (elasticidad ingreso de la inversión) podemos proyectar la tasa de crecimiento real de la inversión para el año 2008. En el panel izquierdo del gráfico 3, se compara la tasa de variación anualizada del PBI y de la inversión bruta fija. Esta última acompaña con mayor variabilidad a los movimientos del PBI. En los últimos trimestres esta "elasticidad" se viene reduciendo y converge a un nivel de 1,5 en 2007, lo que implica que la inversión crece una vez y media lo que crece el PBI. Tomando una reducción de la elasticidad a 1,40 para 2008, motivado por la tendencia decreciente, la inversión bruta fija la estimamos con un crecimiento real del 11,2%. A lo sumo, esta tendencia podría revertirse con una fuerte presencia de inversión pública. Con este resultado, en 2008 la inversión en porcentaje del PBI alcanzaría el 23%.

8) "Fe de erratas". CIEPYC, Entrelíneas de la Política Económica N° 6

Gráfico N° 3
Elasticidades de la inversión y las importaciones al PBI. Tasas de variación reales anualizadas



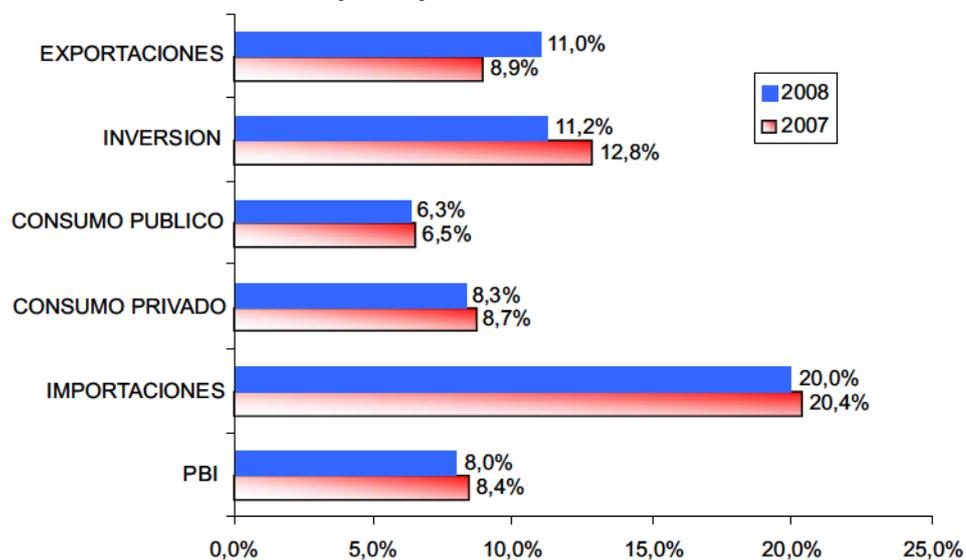
Fuente: CIEPYC en base a datos de Dirección Nacional de Cuentas Nacionales, INDEC y estimaciones propias

Importaciones y exportaciones de bienes y servicios. En el panel izquierdo del gráfico 3, se compara el crecimiento de las importaciones de bienes y servicios respecto del PBI. A diferencia del caso de la inversión, la elasticidad de las importaciones comienza a crecer desde principios de 2006 y eso se percibe con una tendencia en alza de su crecimiento anualizado con un crecimiento relativamente constante del producto. Este comportamiento puede estar explicado por una dificultad del aparato productivo por sustituir bienes importados. Estimamos para 2008 un crecimiento en términos reales del 20% para las importaciones de bienes y servicios, suponiendo una elasticidad de 2,5. Respecto de las exportaciones de bienes y servicios, dadas las condiciones favorables internacionales y contexto competitivo del tipo de cambio real, estimamos un crecimiento real del 11%, dos puntos porcentuales más que en 2007.

Consumo público y privado. Para estimar el consumo público nos hemos apoyado, como aproximación, en el presupuesto nacional 2008.⁹ De acuerdo al presupuesto 2008, la dinámica de los salarios pagados por el estado y los bienes y servicios contratados por el mismo (que constituyen el núcleo de lo que se considera consumo público) se incrementarán nominalmente un 17%. A esto habría que deducir el crecimiento de los precios para transformarlo en valores reales. Sin embargo, hay que tener presente que no están incluidos en el presupuesto los incrementos salariales que surgirán de las negociaciones paritarias con los trabajadores estatales. Por ello estimamos que el crecimiento real del consumo público rondará el 6,4%. El consumo privado se obtiene como residuo de las estimaciones, realizadas precedentemente, de las restantes variables de la contabilidad nacional. En tal sentido obtenemos para 2008 un crecimiento real del consumo privado del 8,3%, siendo el principal motor del crecimiento de acuerdo a su ponderación.

⁹ El sector público incluye también a los estados provinciales y municipales.

Gráfico N°4
Estimación de las principales variables macroeconómicas



Fuente: CIEPYC en base a datos de Dirección Nacional de Cuentas Nacionales, INDEC y estimaciones propias

El eterno retorno de las crisis financieras... O cómo frenarlas

Por Frédéric Lordon¹

Nos damos el lujo de reproducir la conferencia que realizó el economista francés Frédéric Lordon en la Universidad Nacional de La Plata invitado por el CIEPYC. Analizó el germen y la evolución de las crisis financieras que se vienen produciendo en el sistema financiero, haciendo hincapié en el último episodio ocurrido a raíz de las hipotecas subprime en los Estados Unidos. También planteó propuestas de política monetaria para evitar el surgimiento de burbujas.

Propongo recorrer las cuatro etapas siguientes. En primer lugar voy a interrogar sobre los orígenes de la crisis. Después voy a estudiar el proceso y desarrollo a partir del verano 2007, y ahí vamos a entender la estrategia del Banco Central. Y para terminar voy a decir algo sobre la manera de salir de esta situación.

¿Cuándo comienza una crisis financiera? Podemos dar una respuesta totalmente general. En la época del capitalismo financiero se comienza formando una crisis a partir del momento en que se acaba de salir de una crisis precedente. Eso es típicamente lo que pasa con la crisis hoy.

Después del crack de las acciones Internet del año 2001. La industria financiera comienza a preguntarse en que nicho financiero puede desplegarse. Es decir, en qué otros tipos de especulaciones van a poder realizar las ganancias financieras. Y la respuesta que se da en ese momento es el mercado inmobiliario.

Hasta ese momento el mercado inmobiliario funcionaba de manera muy clásica: los bancos otorgaban créditos, las familias compraban propiedades y devolvían el dinero durante 20 o 30 años. El problema de esto era que el crédito otorgado por el banco resultaba un riesgo que iba permanecer hasta el vencimiento. Es decir, un riesgo que tiene 20 o 30 años. Durante esos años el banco va a enfrentar el riesgo de default de los deudores.

Entonces la industria financiera cree desarrollar una innovación "genial". Es lo que se va a llamar la titulización. ¿En que consiste esta titulización? Hay que agrupar una gran masa de créditos bancarios y transformarla en una línea de títulos negociables en el mercado. Esta línea de títulos está formada por diferentes clases de riesgos que corresponden a los que piden préstamos, y esos productos financieros, que se llaman productos derivados, van a ser vendidos luego en el mercado financiero.

Allí la industria financiera creyó encontrar la solución universal para los problemas de riesgo. El riesgo que está concentrado en un solo banco o un número dado de bancos se encuentra disperso en un gran número de inversores. Cada uno de los inversores toma una pequeña parte del riesgo global y tienen la posibilidad de desentenderse de ellos en cualquier momento, o lo pueden revender mientras este mercado esté líquido.

Conferencia organizada por el CIEPYC en la Biblioteca de la Universidad Nacional de La Plata el día 21 de noviembre de 2007.

Pero la titulización es una ilusión. El gran error de los inversores consiste en haber pensado que la titulización hacía desaparecer el riesgo, cuando en realidad solo lo dispersa. Entonces si los bancos pueden desentenderse de los riesgos luego de la titulización, no tienen ningún incentivo para la selectividad. Los bancos van a agrupar nuevos tomadores de préstamos y la solvencia va a resultar dudosa. Y así va a aparecer esa categoría que ya es famosa: los "subprime". ¿Que son los créditos subprime? Son créditos otorgados a particulares, que pueden ser personas que ya están sobreendeudadas, o bien gente que es totalmente desconocida en el sistema bancario y cuya solvencia es por consecuencia totalmente incierta. Y esta es la paradoja: desde el punto de vista individual, ya sean los bancos o los inversores, el riesgo individual parece bajar pero esto tiene el precio de un peligroso crecimiento del riesgo global. Y así es como se forman las burbujas hipotecarias, por la combinación del sueño norteamericano de ser propietario, del crédito bancario, y de la titulización. Este conjunto de mecanismos impulsan a las familias a los mercados inmobiliario y financiero, lo cual genera un crecimiento continuo de los créditos hipotecarios. Y esto se acompaña con la ilusión de que todos van a ganar: las inmobiliarias que van a cobrar comisiones, los bancos que van a cobrar intereses, las familias que pueden revender la casa con una plusvalía, y finalmente los inversores con los productos derivados, porque cuanto más riesgosos, mas rentables.

Es decir, se está constituyendo una dinámica financiera estructuralmente inestable. Entonces para que esta dinámica se prolongue es necesario que se acrecienten los precios inmobiliarios, entonces se necesitan más suscriptores de créditos hipotecarios y menos de prudencia en la selectividad de aquellos que toman préstamos.

Esta dinámica financiera se mantiene vulnerable a un shock de política monetaria que podría elevar la tasa de interés. Además, esta dinámica es muy peligrosa por una cláusula que se llama reset. El reset consiste en que para atraer nuevos tomadores de préstamos se permite primero una tasa de interés muy ventajosa por 2 años pero en los 28 años que siguen la tasa de interés va a subir totalmente.

Entonces todas las condiciones están reunidas para que estalle la crisis. Y así es como va a producirse la crisis. El proceso se llama el doble efecto de la tasa de interés.

En primer lugar el efecto reset. En el 2007 llegan los primeros reset de los suscriptores que habían tomado su crédito en el 2005 y que son tomadores de préstamos cuya solvencia ya está deteriorada.

El segundo efecto es el de la política monetaria, porque en el 2003 el Banco Central de Estados Unidos dio muestras de elevar las tasas.

En consecuencia es extremadamente difícil reembolsar el crédito inmobiliario. Entonces aparecen los primeros créditos impagos.

Y como siempre en las crisis financieras, el retorno se hace cuando termina un acontecimiento que golpea mucho. Los primeros impagos se transmiten en primer término a los productos derivados. Entonces el precio va a empezar a bajar.

El primer evento de shock ocurrió con el Hedge Fund Bear Stearns, que se encontró con la necesidad de cerrar dos fondos «dinámicos» con grandes inversiones en derivados hipotecarios. Y esto fue un shock muy importante porque Bear Stearns es una compañía que tiene acciones muy fuertes Wall Street.

El segundo shock fue cuando la empresa de corretaje hipotecario AHM (American Home Mortgage) se declara en quiebra. En ese momento estalla realmente la burbuja.

La transmisión de los impagos hipotecarios a los productos derivados es muy fuerte. El

precio de los derivados cae brutalmente. Y en ese momento es cuando la comunidad financiera toma conciencia de un error monumental en las evaluaciones. Y este error genera el problema de las calificadoras de riesgo. Como había pasado ya en 1998 con la crisis internacional y en 2001 con el crack de Internet. Las calificadoras de riesgo no pierden nada. Y se entiende por qué: la calificación y la evaluación son negocios.

Cuando sale a la luz la quiebra de las compañías las evaluaciones se revisan de forma catastrófica y así se produce la avalancha para salir del mercado.

En este momento es posible insertar 2 comentarios teóricos.

El primer comentario es sobre la especie de espejismo del mercado financiero que es la liquidez. ¿Qué es la liquidez? La liquidez es la posibilidad para todo inversor de salir del mercado sin una variación importante del precio; es la posibilidad para todo vendedor de encontrar fácilmente un comprador.

Pero la liquidez es una propiedad del mercado financiero un poco exógena puedo decir. Por que cuando tenemos una crisis financiera todo cambia ya que todos los inversores quieren salir del mercado al mismo tiempo, y entonces hay una desaparición de los compradores y los precios se derrumban hasta caer potencialmente a cero.

Entonces la liquidez es una ilusión colectiva. No puede ser ejercida colectivamente y de manera simultánea. Keynes ya había llamado la atención sobre este hecho, que la liquidez se evapora en el momento que todos quieren ejercerla. Es decir, la liquidez es un paraguas que uno puede usar cuando el tiempo está lindo, pero que no sirve cuando llueve.

El segundo comentario teórico es que la crisis financiera demuestra el fracaso teórico de los modelos llamados gaussianos. La característica de la crisis de liquidez es que se observan gigantescas variaciones de los precios. Durante el verano 2007 se observaron variaciones de precios que eran mas o menos 15 a 20 veces la desviación estándar, y en los modelos gaussianos una variación de 15 a 20 veces la desviación estándar corresponde a una probabilidad de frecuencia de 1 vez cada 10.000 años. Es decir que los modelos gaussianos demostraron ser totalmente incapaces de predecir la crisis financiera.

Algunos economistas pensaron en dar vuelta el problema con otros tipos de modelos que se llaman no-gaussianos, modelos que responden a otras hipótesis del azar, como el azar de Pareto, o las distribuciones leptokurticas que los economistas que no tienen miedo al ridículo las llaman distribuciones de "cola ancha".

Sin embargo todos estos modelos, gaussianos y no-gaussianos, cometen el mismo error, que es lo que yo voy a llamar "el sueño del probabilismo objetivo". También se podría llamar probabilismo trascendente. El probabilismo objetivo quiere creer que la distribución de probabilidad de los precios preexiste independientemente y antes de las interacciones de los agentes. Entonces para captar los acontecimientos de la crisis de 2007 hay que mirar todas las hipótesis, como la hipótesis de probabilismo inmanente, que considera que la distribución de probabilidades no preexiste objetivamente sino que es el producto emergente de las interacciones.

La crisis financiera va a funcionar con una dinámica autocatalítica. Y esto lo podemos ver tanto por el lado de los Hedge Funds como del lado de los bancos. Del lado de los Hedge Funds, el pánico sobre el mercado de derivados implica una caída automantenida de los precios: cuanto más bajan los precios, más miedo tienen los inversores; y cuando más miedo tienen, más venden; y cuando más venden, más bajan los precios. Entonces los Hedge Funds van a registrar enormes pérdidas. Los clientes de esos Fondos van a pedir

la restitución de su dinero inmediatamente y eso genera mas movimientos de venta y más fuertes caídas de los precios de los productos derivados, y hasta el punto que ciertos fondos se van negar a devolver el dinero en estas condiciones y cierran.

Del lado de los bancos, éstos pensaban que se habían desentendido del riesgo hipotecario gracias a la titulización, pero los riesgos que salieron por la puerta volvieron por la ventana, y yo diría que incluso volvieron por dos ventanas. En primer lugar la mayoría de los bancos crearon los Hedge Funds internos y éstos, como todos los Hedge Funds, perdieron mucho. Por otro lado, los bancos prestaron mucho a Hedge Funds externos y esos Hedge Funds externos perdieron tanto que ya no pueden devolver a los bancos. Entonces los bancos ahora se niegan a prestar más a esos fondos pero los fondos lo necesitan.

Entonces las supuestas ventajas de la titulización van a convertirse en situaciones dramáticas. La titulización dispersa los riesgos pero cuando hay una crisis nadie sabe donde están esos riesgos. Durante el "buen tiempo" la titulización tiene muchas ventajas, pero durante la crisis la sospecha esta generalizada.

Y entonces la pregunta que se plantean todos los agentes financieros es: ¿quién está expuesto? Y como no se puede contestar esa pregunta, nadie quiere prestar a nadie. Y esto va a pasar cuando numerosos agentes tienen necesidades de créditos muy urgentes.

Entonces la crisis de la liquidez es general. La sospecha generalizada restringe todas las formas de financiamiento. Por un lado, el financiamiento sobre el mercado monetario. Los Fondos son incapaces de encontrar nuevos financiamientos y de emitir nuevas líneas de papel, incluidos lo que se llaman Asset Backed Commercial Papers. Los ABCP son cuasiobligaciones adosadas a los colaterales. Y en la burbuja inmobiliaria la mayoría de esos papeles eran los que se llamaban ABCP. Los ABCP están principalmente adosados a activos inmobiliarios.

Pero a esos activos ya nadie los admite como colaterales hoy en día. Entonces en el caso de los ABCP va a haber una desaparición de los compradores.

También se restringe el financiamiento en el mercado interbancario: los bancos se niegan a prestarse unos a otros. Se puede detectar fácilmente los días de crisis aguda, que son los días que se producen los picos de la tasa de interés llamada overnight en los mercados financieros.

¿Entonces el Banco Central a que situación esta ahora enfocado? La crisis bancaria es un peligro mayor porque amenaza la continuidad del financiamiento de los bancos, y entonces de toda la economía.

En consecuencia, el Banco Central se encuentra enfrentando a un peligro que se llama riesgo sistémico. Por las fuertes interdependencias entre los bancos, una quiebra bancaria local puede convertirse en un desmoronamiento global del sistema financiero (por el "efecto domino"). Es decir, en una catástrofe económica general.

En estas condiciones el Banco Central esta obligado a intervenir. Frente a la amenaza de un desmoronamiento general, el Banco Central no puede mantenerse sin hacer nada. Está obligado de intervenir al auxilio de los operadores los más tocados por la crisis de liquidez, que son los operadores más imprudentes.

Y en el mes de agosto la Fed y el Banco Central Europeo realizaron intervenciones masivas sobre los mercados interbancario y monetario. Y hubo intervenciones de dos tipos, y en dos tiempos. En primer lugar, intervenciones sobre los volúmenes: inyecciones masivas de liquidez suplementaria. Esas inyecciones son muchos más

grandes que las realizadas en las crisis de 1998 y 2001.

En segundo lugar, intervenciones sobre los precios por las bajas sucesivas de las tasas de referencia.

Entonces el Banco se encuentra con un dilema estratégico: es imposible no intervenir frente a las consecuencias de un desmoronamiento general, pero intervenir es auxiliar a los operadores más imprudentes, quienes así pueden escapar de las consecuencias de sus apuestas especulativas. Y este tipo de trampa tiene un nombre teórico: azar moral.

El azar moral es la tendencia de la gente a sobreexponerse a un riesgo a partir del momento en que se sienten protegidos contra ese riesgo. Y esto es justamente lo que pasa en las crisis financieras. Los inversores saben que el Banco Central deberá intervenir para auxiliarlos.

Mi opinión es que el azar moral es el nombre con que usualmente se denomina lo que podríamos llamar una toma de rehén del Banco Central.

Frente a la situación del azar moral, las intervenciones del Banco Central tienen una orientación profundamente política. En situación de riesgo sistémico, el Banco Central debe estar listo para inyectar volúmenes de liquidez sin limitaciones. Y sólo el Banco Central está armado para enfrentar este tipo de situaciones. Porque una institución como el Fondo Monetario Internacional es totalmente incapaz de responder a este riesgo sistémico. ¿Por qué? Porque es un fondo, no un banco. Y entonces sus recursos están limitados, mientras que los recursos de un banco son potencialmente ilimitados porque el banco crea la moneda. Entonces en esta situación, la intervención del Banco Central remite reviste la intervención de una nación soberana. En un caso podría estar sometida a reglas y por otro lado los volúmenes deben quedar desconocidos para los agentes que deben siempre tener una duda sobre la acción del Banco Central.

En efecto, esta es la única arma con la que dispone el Banco Central en esta situación. Tenemos la asimetría de información y la incertidumbre. La acción del Banco Central en presencia de azar moral no es del orden gerencial, sino que es una política. Y esto permite volver al viejo debate de la política monetaria: "rule versus discretion", porque la teoría neoclásica promulga la idea de que el funcionamiento del Banco Central debería ser regido por reglas automáticas, cuestión que es aberrante en situaciones de crisis financieras. ¿Que paso en el verano 2007? Tenemos que observar en primer lugar que salimos de una situación de 20 años de consolidación del azar moral. Todas las crisis financieras fueron tratadas bajando las tasas y los inversores comprendieron perfectamente que podían contar con una ayuda sistemática y en consecuencia perdieron toda incitación a la prudencia.

Bernanke trata de romper con la práctica de A. Greenspan. Al principio de las crisis, Bernanke se niega a bajar las tasas y se enfrenta a la ira de los inversores. Pero las estructuras objetivas del riesgo sistémico lo obligan a intervenir y entonces a satisfacer a los inversionistas.

¿Como salir del dilema estratégico del azar moral? La consecuencia de la fuerza de las interdependencias financieras y de los vínculos entre finanzas y economía real es que un accidente especulativo puede siempre convertirse en una catástrofe económica general.

Los especuladores ganan mucho durante la burbuja pero cuando la burbuja estalla es una amenaza para toda la economía. Entonces, los poderes públicos tienen que auxiliarlos.

Aquí presento un principio estratégico para salir de esa situación. Parto de la idea de

que cuando la crisis estalla es demasiado tarde. Las fuerzas objetivas de la situación del azar moral y del riesgo sistémico van a funcionar automáticamente y en ese momento nadie puede hacer nada. Es necesario actuar antes, es decir impedir que se forme la burbuja.

Ahora, ¿cómo se forma una burbuja? Por la inyección masiva de capitales en un compartimiento del mercado ¿Y cuáles son los orígenes de esos capitales? Hay dos. En primer lugar los ahorros privados, principalmente de los trabajadores. La segunda fuente son los fondos suplementarios conseguidos del crédito bancario para los inversores.

¿Y que paso a partir de 2003? Las tasas de interés fueron tan bajas que el crédito bancario ha sido una contribución mayor a la especulación. ¿Cómo evitar la formación de la burbuja? Simplemente subiendo la tasa de interés para reducir el volumen de fondos que van a invertirse en la especulación.

Pero también la política monetaria tiene que enfrentar otro dilema que podríamos llamarlo técnico. Si las tasa de interés son altas, se golpea la especulación, pero también la economía productiva. Entonces, el dilema técnico de la política monetaria consiste en que se tiene un único instrumento (la tasa de interés) para servir a dos objetivos: la regulación de la especulación y el financiamiento de la producción.

La propuesta que yo hago para salir de este dilema consiste en llevar una política monetaria desdoblada, que tendría dos tasas de interés distintas. Una tasa de interés que voy a llamar "productiva", reservada sólo para los agentes de la economía real; y una tasa de interés que podría llamarse "especulativa", reservada para los inversionistas y los operadores de los mercados financieros.

Entonces se puede subir la tasa especulativa todo lo que uno quiere y golpear la especulación, sin penalizar la economía productiva.

¿Cómo podría operar esta política monetaria en la práctica? De una manera general hay dos modos de refinanciamiento de los bancos privados al Banco Central: lo que se llama créditos individuales, y el aporte global de liquidez que el Banco Central hace al conjunto del mercado interbancario.

En el caso de los refinanciamientos individuales podemos imaginar refinanciamientos con tasas de interés diferenciadas, a prorrata de los créditos respectivamente prestados por el banco a los agentes de la economía productiva y a los agentes financieros.

Y en el caso de los acuerdos globales, podemos imaginar una prorrata global para todos los bancos, y una reindividualización de los aportes colectivos.

Pero evidentemente uno tiene que ir más lejos todavía. Hay que tener conciencia de la necesidad de una agenda política para luchar contra la desregulación financiera.

En los últimos 20 años, desde la desregulación financiera, no han pasado más de tres años seguidos sin una crisis mayor. En primer lugar en 1987 el crack bursátil, en 1990 el crack inmobiliario en EE. UU. y en Europa, en 1992 la crisis del Sistema Monetario Europeo, en 1993 la segunda crisis del SME, en 1994 la crisis de los tesobonos mexicanos, en 1994 también el crack de las obligaciones de EE. UU., en 1997 la primera crisis internacional (Asia, América latina), en 1998 la segunda crisis internacional (Rusia), en 2001 la crisis en Argentina, en 2000-2003 el crack de Internet, y en 2007 la crisis hipotecaria.

Entonces la pregunta es: ¿cuando la próxima? Y la respuesta es «muy pronto», porque las crisis financieras son el producto necesario del funcionamiento de las estructuras de los mercados desregulados.

Entonces las mismas causas producen los mismos efectos, mientras se mantengan las estructuras que las generan. Es decir que yo pienso más allá de la política monetaria que esboqué hoy. El verdadero desafío para salir del neoliberalismo es poner en el suelo las estructuras de los mercados de los capitales.

Pregunta 1: ¿El déficit de Estados Unidos contribuye a explicar la crisis financiera?

Respuesta: En un primer enfoque diría que no. Ese mecanismo de la crisis inmobiliaria tiene poco que ver con el problema del déficit de EEUU. En cambio, el problema del déficit de EEUU podría ser la causa de una crisis severa próxima. Porque la crisis financiera podría desembocar en una crisis general de confianza frente al sistema norteamericano y también en una crisis monetaria que afectaría al dólar. Ahí el Banco Central estaría en una trampa espantosa. Si el dólar se encuentra en una crisis monetaria severa, la FED deberá elevar la tasa de interés para evita las salidas masivas de capitales; es decir, haría lo contrario exactamente de lo que debería hacer para arreglar la crisis financiera. Yo realmente no deseo que se produzca esto, porque no se que podría pasar.

Pregunta 2: ¿Podría profundizar sobre el doble sistema de refinanciamiento: contratos individuales asociados al sector productivo y reindividualización de contratos globales?

Respuesta: Yo creo que es bastante simple. Hay dos procedimientos de refinanciamiento ante el Banco Central. Primero para los procedimientos de refinanciamientos colectivos, es cierto que es un procedimiento que tiene ventajas para el Banco Central. Tiene la ventaja de manejar la liquidez general del mercado, es decir, es una regulación de la liquidez global. Y al mismo tiempo, cuando el Banco Central interviene de esta manera, se dice que se dirige a la globalidad del mercado, pero de hecho el Banco Central sabe con quién hace las transacciones. Es decir que yo creo que no hay obstáculos de principio en esta reindividualización de esos contratos globales. Lo que me hace preferir esta opción reindividualización de los contratos globales es que la hipótesis alternativa de un financiamiento por medio de un prorrateo global es un poco injusta porque penaliza más a los bancos que tienden a la economía productiva que a los bancos que están orientados a la economía especulativa. Es por esto que yo creo que esta reindividualización es un procedimiento que tendríamos que trabajar más.

Pregunta 3: ¿Habría que darle más importancia a la Banca Pública?

Respuesta: Creo profundamente en la oportunidad de tener bancos públicos en un sistema financiero para una mejor asignación del capital, pero creo que el procedimiento de política monetaria que estoy proponiendo es neutro desde ese punto de vista, o, mas exactamente, si los bancos públicos se comportan como deben comportare, quizás ese es el sentido de tu pregunta, en ese caso tendrían la ventaja porque se refinanciarían a tasas mas bajas para proporciones mas importantes. Y serian más rentables que los bancos privados. Eso seria una paradoja bastante interesante. Y si realmente la competencia tiene un sentido, entonces los bancos privados tendrían que supeditarse al comportamiento de los bancos públicos. Pero en cierta manera es la intención de la política monetaria que estoy proponiendo.

Pregunta 4: ¿Existe la posibilidad de regulaciones más prudentes en los mercados financieros? Y con respecto a la separación del sistema financiero del aparato productivo, ¿la política más acorde es una fuerte carga impositiva sobre la tenencia de activos financieros?

Respuesta: Quisiera partir de ese sentimiento de escándalo que usted nombró. Y quien yo también comparto. Y ésta es la razón por la que yo me estoy rompiendo la cabeza, para encontrar algo que pueda parar estos escándalos financieros. Y según mi opinión este escándalo consiste en la situación de toma de rehenes del Banco Central por los inversores. Los inversores hacen cualquier cosa. Durante muchos años ganan mucho dinero y cuando la situación se da vuelta los poderes públicos tienen que auxiliarlos. Y aquí es donde yo veo algo escandaloso, incluso desde el punto de vista moral es escandaloso. Así funciona la toma de rehenes por los inversores institucionales. Los inversores institucionales ocupan un lugar en la estructura del capitalismo. De tal manera que dejan a la suerte a la totalidad de la economía para lo peor.

La crisis de 2007 verifica un esquema que ya se produjo en otras crisis en el pasado. Es una crisis de una gravedad extrema que puede tirar por el suelo y la respuesta política a esta situación es "nada". Y este año incluso lo único que se pudo observar, como también se había podido observar en 1998 y en 2001 son llamados a la transparencia que son absolutamente irrisorios. La cuestión cómica (o trágica) es que cuando se produjo la crisis de 1998 la mayoría de los comentaristas dijo: "esta crisis se produjo por la falta de transparencia en los mercados emergentes"; es decir, en los mercados modernos de los países industrializados la transparencia es perfecta y eso no va a pasar nunca. Pero cuatro años más tarde tenemos el caso Enron y las crisis de los valores de Internet, y este año nuevamente la crisis golpea el corazón de mundo supuestamente moderno y transparente. Entonces en este punto quisiera volver a la noción de política monetaria que proponía, porque en cierta medida si nosotros la comparamos con esos llamados irrisorios a la transparencia es una medida extraordinariamente ambiciosa, pero sin embargo en los hechos yo diría que es una medida bastante limitada porque habría que ir todavía más lejos, y es lo que yo traté de decir como conclusión de mi presentación. Hay que atacar directamente las estructuras de la reglamentación financiera, es decir comenzar a encarar un reemplazamiento financiero. Y esta es la única solución para evitar que se reproduzcan indefinidamente este tipo de crisis. Y esto lo digo porque esto lo podría implicar en un futuro no muy lejano. Yo dije al principio de mi presentación que una crisis financiera nacía cuando acababa una crisis anterior. ¿Y ustedes saben cuándo y dónde podría producirse la próxima crisis financiera, la que comienza a formarse silenciosamente? En los mercados emergentes. La nueva tendencia de los inversores institucionales internacionales es invertir en los mercados de acciones emergentes.

Sobre la separación entre economía real y la economía especulativa, ésta es una especie de separación que trata de reinstaurar la política monetaria que estoy proponiendo. Hay que recordar que luego de la gran crisis de 1998 se tomó una medida radical, estructural que se había llamado el Glass Stigal Act. Era una medida de que consistía en separar herméticamente los bancos comerciales exclusivamente tendientes hacia el financiamiento de la actividad productiva y por otro lado los bancos de inversiones únicamente destinados a los bancos de negocios. Esta separación fue abolida a finales de los años '90 en el gran movimiento de desregulación financiera. La supresión de esta separación fue una catástrofe porque recreó todas las condiciones de transmisión de un shock financiero a la economía real.

El último punto, sobre los impuestos, es una cuestión sobre la que yo tengo algunas

ideas pero esto ya sería una exposición muy larga así que me voy a detener aquí.

Pregunta 5: Teniendo en cuenta que bajar la tasa de interés contribuye a generar la próxima crisis ¿Qué medidas podemos tomar para atenuar la posibilidad de otra crisis?

Respuesta: Bueno, realmente si yo tuviera la respuesta en este momento me apuraría para darla. Pero en esto no tengo muchas ideas. Creo las medidas que se tendrían que tomar en esta materia deberían ser del orden, de una forma o de otra, de control sobre la circulación de capitales. Creo que el modelo que había implementado la economía chilena a finales de los '90 con un sistema de depósitos a corto plazo, a grosso modo, exigía que todos los capitales extranjeros que entraban procedieran a un depósito del 30% ante Banco Central que era confiscado si los capitales se iban antes del año. Esta medida puede ser un poco primitiva pero creo que tiene mucha eficacia sobre el control de la circulación de los capitales. Este es un esquema sobre el se podría profundizar, pero la verdad es que se abre el concurso de buenas ideas.

La presente revista se editó en la
Facultad de Periodismo y Comunicación Social.
Calle 44 N° 676 e/ 8 y 9 - primer piso - oficina N° 4

CONSEJO EDITORIAL

Lic. Miguel Zanabria
Lic. Alfredo Iñiguez
Lic. Leonardo Perichinsky
Dr. Pablo Lavarello
Lic. Gerardo De Santis

EQUIPO DE INVESTIGACIÓN

Dr. Alejandro Naclerio
Lic. Germán Saller
Lic. Rafael Selva
Lic. Daniela Meroni
Lic. Julián Barberis
Lic. Agustina Battistuzzi
Cecilia Peluffo
Natalia Abdala
Matías Mancini