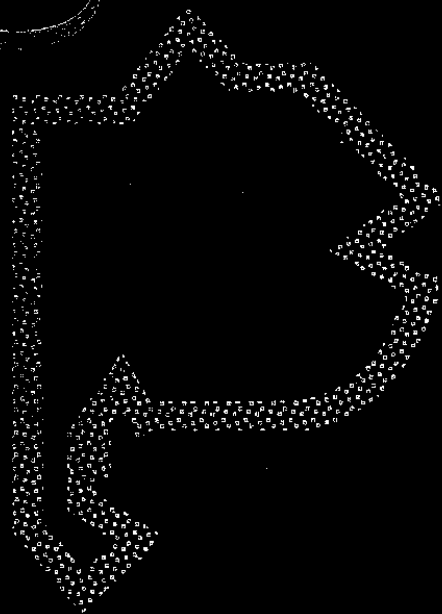


DE ECONOMIA

Nº 21

CUADERNOS

Argentina - Brasil:
condiciones para
la inversión extranjera



Ministerio de Economía
de la Provincia de Buenos Aires
República Argentina

Autoridades

Dr. Eduardo Duhalde
Gobernador

Sr. Rafael Romá
Vicegobernador

Lic. Jorge Luis Remes Lenicov
Ministro de Economía

Lic. Ricardo Cossio
Secretario de Ingresos Públicos

Lic. Gerardo Otero
Subsecretario de Finanzas

Lic. Jorge Sarghini
Subsecretario de Política y Coordinación Fiscal

Lic. Eduardo Cerimedo
Jefe de Asesores

Director:

Lic. Jorge Luis Remes Lenicov

Coordinador: **Lic. Francisco Miguel Payo**

Argentina-Brasil: condiciones para la inversión extranjera

Andrés Gallo - Malena Monteverde*

Las opiniones vertidas no comprometen la posición oficial del Ministerio de Economía de la Provincia de Buenos Aires

La Plata, Noviembre de 1996.

* Economistas egresados de la Universidad Nacional de La Plata (UNLP). Integrantes del Grupo de Investigación Económica (GIE) del Ministerio de Economía de la Provincia de Buenos Aires.

Prólogo

En la década de los '80 y, especialmente a partir de los '90, se produjo un brusco cambio en el comportamiento de las economías latinoamericanas. El tránsito hacia una mayor ortodoxia económica provocó modificaciones en las estrategias de desarrollo de la región.

A la par del replanteo del rol del Estado -que abandonó en gran parte el papel empresario- se generaron otros cambios. Una manifestación de éstos se reflejó en la actividad y desempeño del sector privado. Principalmente fueron tres los factores que modificaron el comportamiento de las empresas. Uno está referido a la organización interna de los países. Tiene que ver con las reformas estructurales y el surgimiento de nuevas condiciones económicas, entre ellas la apertura de los mercados hacia un contexto de mayor competencia y desregulación es la principal característica de esta etapa.

Los otros dos factores están referidos al orden internacional. Uno se relaciona con la globalización de la economía mundial. El otro con la consolidación del proceso de integración regional

Es una realidad que los países se están agrupando en grandes bloques económicos para poder enfrentar el nuevo ambiente competitivo mundial. El MERCOSUR es la representación de este fenómeno que involucra directamente a la política de nuestro país. Argentina y Brasil son los máximos exponentes de

este mercado.

Estas transformaciones pasaron a ser factores esenciales en la estrategia del sector privado. La apertura económica define la especialización productiva y el proceso de regionalización determina la ampliación del mercado. En este contexto, la corriente de integración económica en la región tuvo como objeto mejorar el acceso al mercado internacional, facilitar la reestructuración industrial e incrementar el atractivo para la radicación de la inversión extranjera directa (IED). Frecuentemente se afirma que ésta genera importantes aportes productivos y tecnológicos al país que las recibe a través de la competitividad y los avances técnicos de las empresas extranjeras.

En esta nueva entrega de "Cuadernos de Economía" presentamos un trabajo abarcativo sobre las condiciones de la inversión extranjera en Argentina y Brasil, sus implicancias productivas y tecnológicas que contemplan los costos y los beneficios de incentivar el asentamiento de la inversión en dichos países.

La Provincia de Buenos Aires ha sabido aprovechar el contexto nacional y a través de políticas que contribuyeron para la captación de flujos de capitales internacionales, ha propiciado la inserción de sus actividades económicas en este nuevo modelo de desarrollo regional.

Jorge Luis Remes Lenicov

Ministro de Economía
Provincia de Buenos Aires

Indice

Argentina-Brasil: condiciones para la inversión extranjera

	pág.
INTRODUCCION	11
CAPITULO 1: INVERSION EXTRANJERA Y CRECIMIENTO	12
1. INTRODUCCION	12
2. SUSTITUCION DE IMPORTACIONES HACIA EL MERCADO INTERNO	12
1. LA EXPERIENCIA EN LATINOAMERICA	12
2. LA INVERSION EXTRANJERA DIRECTA EN ARGENTINA	13
3. PROBLEMAS EN LA ESTRATEGIA DE SUSTITUCION DE IMPORTACIONES	13
4. LA INVERSION EXTRANJERA DIRECTA	14
5. CRECIMIENTO ECONOMICO BAJO LA ESTRATEGIA SUSTITUTIVA	14
3. SUSTITUCION DE IMPORTACIONES HACIA AFUERA	14
4. POLITICAS BASADAS EN LAS VENTAJAS COMPARATIVAS Y EL LIBRE CO- MERCIO	16
1. CARACTERISTICAS DE LAS INVERSIONES EXTRANJERAS EN ARGENTINA	17
5. ESTRATEGIAS DE APERTURA	17
1. RECOMENDACIONES DE POLITICA	18
6. MODELO ECONOMETRICO: COMPARACION ENTRE ESTRATEGIAS	19
7. MODELO ECONOMETRICO: CAMBIO DE MODELO EN LATINOAMERICA	20
1. TECNICA ECONOMETRICA	21
8. CONCLUSIONES	23
ANEXO	24
CAPITULO 2: INVERSION E INCERTIDUMBRE	30
1. INTRODUCCION	30
2. INVERSION BAJO INCERTIDUMBRE	30
1. EL EFECTO DE ESPERAR	31
2. ABANDONO	34

	pág.
3. DINAMICA EN LA INDUSTRIA COMPETITIVA	35
4. POLITICAS Y COMPETENCIA IMPERFECTA	37
3. OTROS MODELOS CON INCERTIDUMBRE	37
1. LOS CICLOS ECONOMICOS	37
2. TEORIA Q DE LA INVERSION	39
4. CONCLUSIONES	40
ANEXO	41
CAPITULO 3: ANALISIS COMPARATIVO ARGENTINA-BRASIL	44
1. CONTEXTO INSTITUCIONAL	44
2. CONTEXTO ECONOMICO	46
3. CONTEXTO SOCIAL	49
4. CUADRO RESUMEN	49
5. MERCOSUR	50
6. CONCLUSIONES	51
CAPITULO 4: DESCRIPCION COMPARATIVA	52
1. INTRODUCCION	52
2. ORGANIZACION EMPRESARIAL	52
3. MERCADO LABORAL	52
1. COSTO LABORAL	52
2. LEGISLACION LABORAL	59
3. CONDICIONES DE TRABAJO	62
4. LOS SISTEMAS FINANCIEROS DE ARGENTINA Y BRASIL: UN ANALISIS COMPARADO	63
5. TRATAMIENTO IMPOSITIVO A LA INVERSION EN ARGENTINA Y BRASIL	66
6. EL TRATAMIENTO DE LA INVERSION EXTRANJERA EN ARGENTINA Y BRASIL: LEY DE INVERSIONES EXTRANJERAS Y REGULACIONES	66
7. ANALISIS COMPARADO DEL MEDIO AMBIENTE ENTRE ARGENTINA Y BRASIL	68

	pág.
8. DIFERENCIAS SOCIALES ENTRE ARGENTINA Y BRASIL	69
1. CARACTERISTICAS DEMOGRAFICAS	69
2. ESTRUCTURA POR EDAD Y SEXO	69
3. MIGRACIONES	70
4. DESARROLLO SOCIAL	70
1. SERVICIOS BASICOS	70
2. SERVICIOS DE SALUD	70
3. NUTRICION	71
4. DESARROLLO HUMANO	71
5. SISTEMAS DE SEGURIDAD SOCIAL	72
6. PROTECCION DE LA FAMILIA	74
7. SISTEMAS DE SALUD	74
8. SISTEMAS EDUCATIVOS	75
9. DISTRIBUCION DEL INGRESO	75
10. PLAN DE CONVERTIBILIDAD	79
1. LAS ETAPAS DE LA REFORMA ECONOMICA	79
2. PRINCIPALES RESULTADOS DEL PLAN DE CONVERTIBILIDAD	81
1. INFLACION	81
2. SALARIOS Y EMPLEO	81
3. CRECIMIENTO ECONOMICO	83
4. CUENTAS PUBLICAS	84
5. POLITICA MONETARIA	84
6. BALANZA COMERCIAL	87
7. INVERSION EXTRANJERA DIRECTA	89
11. EL PLAN REAL	90
1. ETAPAS DEL PLAN	90
2. PRINCIPALES RESULTADOS DEL PLAN REAL	90
1. INFLACION	90
2. SALARIOS Y EMPLEO	91
3. CRECIMIENTO ECONOMICO	92
4. CUENTAS PUBLICAS	94
5. POLITICA MONETARIA	95
6. BALANZA COMERCIAL	97
7. INVERSION EXTRANJERA DIRECTA	99
ANEXO	101
BIBLIOGRAFIA	105

Introducción

La economía Argentina se encuentra inmersa en un proceso de reestructuración y modernización que le permitiría adecuarse a las condiciones competitivas de los mercados internacionales y mejorar el nivel de vida de sus habitantes. Este proceso consistió en la desregulación de los distintos mercados, la privatización de las empresas públicas, la apertura de la economía, un mayor control sobre las variables macroeconómicas, etc.

Este profundo cambio se basó en la estrategia de captar flujos de capitales internacionales, no sólo financieros, sino también productivos que permitieran lograr mejoras tecnológicas para una mayor inserción a nivel internacional.

Esta mayor afluencia de capitales no sólo se registró en Argentina sino que también los demás países Latinoamericanos experimentaron importantes flujos de capitales. Este hecho señala la importancia de la discusión acerca del aporte que realiza este tipo de inversión al producto.

A su vez, en un marco de creciente globalización e integración económica, como es el caso del MERCOSUR en Latinoamérica, es importante plantear las condiciones que presenta cada país para atraer las inversiones externas. Un análisis de estas condiciones permite conocer aquellas ventajas de localización respecto a otros países y también aquellos puntos débiles que pueden ser mejorados.

La importancia del MERCOSUR ha llevado a plantear una competencia entre los principales países socios, Argentina y Brasil, por la localización de las empresas extranjeras. Es por esto que en este trabajo se analizan comparativamente aquellos factores que creemos determinan las decisiones de inversión.

La toma de decisiones de inversión es un proceso complejo que no puede ser completamente explicado por alguna variable, sino que comprende un amplio espectro de factores. En este sentido hemos tratado de seleccionar todas aquellas variables que consideramos importantes con la suficiente generalidad como para abarcar cualquier tipo de inversión. Dada la amplitud de este estudio, pueden encontrarse proyectos en los que no se consideren la totalidad de estas condiciones, por lo que no se pueden extraer conclusiones directas para el análisis en particular.

El primer capítulo contiene una descripción de las

estrategias de desarrollo implementadas por los países de Latinoamérica y del rol de la inversión extranjera en cada etapa en Argentina. Luego se expone un análisis econométrico que intenta medir el aporte al crecimiento de la inversión extranjera bajo distintos modelos de desarrollo, culminando con un modelo para medir el cambio en la productividad de la inversión a partir de las reformas llevadas a cabo en Latinoamérica desde comienzos de la década del '90. Este capítulo sirve de introducción al tema de la inversión extranjera y plantea las ventajas de la misma desde el punto de vista del crecimiento económico, como así también la importancia de las condiciones imperantes en la economía en la cuál se instala dicha inversión.

En el segundo capítulo se exponen modelos teóricos de inversión bajo incertidumbre. El tratamiento con incertidumbre genera un marco mucho más apto para el análisis de las condiciones bajo las cuales el inversor toma decisiones. Principalmente, creemos que la inclusión de la incertidumbre resulta particularmente importante al considerar países como Argentina y Brasil desde la óptica del inversor extranjero.

Los modelos expuestos en este apartado no necesariamente representan todos los enfoques acerca de la toma de decisiones de inversión, aunque creemos que son lo suficientemente útiles para el análisis llevado a cabo posteriormente.

En el tercer capítulo realizamos el análisis comparado de los distintos factores que determinan la inversión. Este análisis resume el aporte principal de todo el trabajo ya que destaca las ventajas que posee cada país respecto de la localización de la inversión extranjera.

En el capítulo cuarto se describen las principales características de cada país, tanto económicas como sociales, que sirven de base al análisis desarrollado en la sección anterior. También realizamos una descripción y análisis del Plan de Convertibilidad y el plan Real destacando los principales logros y falencias de cada uno.

Finalmente, exponemos un anexo estadístico con las principales variables de cada economía en forma comparada, y los cuadros con los datos utilizados en los capítulos anteriores.

Capítulo 1

Inversión extranjera y crecimiento

1. INTRODUCCION

Generalmente se afirma que la inversión extranjera directa genera importantes aportes productivos y tecnológicos al país receptor a través de la competitividad y avances técnicos de las empresas extranjeras. A su vez, se plantea que la economía se beneficia, no sólo por los aumentos de productividad, sino también por los efectos de derrame que estas empresas realizan sobre las nacionales.

En el caso del análisis de los efectos derrame, no serán considerados particularmente en este trabajo, aunque puede ser materia de estudio en otra oportunidad¹. En este apartado trataremos de analizar el impacto de la inversión extranjera directa sobre la productividad. En particular, veremos que el aporte productivo depende de la orientación de las políticas de desarrollo que esté llevando a cabo una economía.

En esta sección nos concentraremos, primeramente, en el análisis de las economías Latinoamericanas durante el desarrollo del modelo de sustitución de importaciones hacia el mercado interno, que se extiende desde la crisis del año '30 hasta la década del '80. Luego, trataremos los enfoques de sustitución hacia las exportaciones seguido por las economías del sudeste asiático y, por último, el modelo de liberalización completa de los mercados seguido por las economías de Latinoamérica desde principio de los '90. Concluyendo, presentaremos una comparación entre los modelos de promoción de exportaciones mencionados.

Seguidamente, expondremos un modelo econométrico donde se comprueba que la productividad de la inversión extranjera directa es mayor en sistemas de promoción de exportaciones que en uno de sustitución para el mercado interno. Finalmente, desarrollamos un modelo que intenta captar los cambios de

productividad de la inversión extranjera directa a partir del cambio de orientación de las políticas en Latinoamérica desde la década del '90.

La experiencia en Latinoamérica y los modelos econométricos de esta sección sirven como base al análisis posterior, ya que el sentido de estudiar las condiciones para la inversión extranjera depende del aporte efectivo que realice la misma en el crecimiento de la economía.

2. SUSTITUCION DE IMPORTACIONES HACIA EL MERCADO INTERNO

1. LA EXPERIENCIA EN LATINOAMERICA

Este tipo de estrategia de desarrollo tiene como principal objetivo el crecimiento del mercado interno a partir de la protección comercial que permita la sustitución de importaciones por productos nacionales. Esta sustitución, se supone que proveerá a las empresas nacionales de la experiencia necesaria para luego competir en los mercados internacionales. La estrategia fue seguida por la mayoría de los países de Latinoamérica a partir de la crisis económica de los años 30 y se profundizó durante la segunda guerra mundial y la posguerra.

La crisis financiera mundial provocó un cambio trascendental en los tipos de política que seguían los gobiernos. En particular, generó una desconfianza en los mecanismos de mercado como asignador eficiente de recursos productivos. La acción reguladora y la participación activa del Estado en la producción pudo dar respuesta a numerosos problemas que enfrentaban los países en aquellos años. Los principales países del mundo restringieron su comercio con fuertes trabas arancelarias, por lo que los países de Latinoamérica comenzaron una etapa de fuerte protección y sustitución de productos que anteriormente provenían del extranjero. La escasez de productos importados durante la guerra y las políticas proteccionistas posteriores, por parte de los países desarrollados, dio un impulso mayor a este tipo de políticas de sustitución.

Estas estrategias de sustitución eran consideradas

¹ Para un análisis acerca de las formas de medir estas externalidades y de una aplicación práctica ver: Aitken, Brian and Harrison, Ann, "Do Domestic Firms benefit from Foreign Direct Investment? Evidence from Panel Data, World Bank, Policy Research Working Paper. Policy Research Department. Trade Policy Division, February 1994.

el modo "correcto" de desarrollo de estas economías, y aunque pueden observarse distintos matices entre los países latinoamericanos, la aplicación de políticas de este tipo fue general.

El modelo dio un fuerte impulso al mercado interno y a las actividades productivas ligadas con la sustitución de importaciones, aunque, por otra parte, se verificaba un estancamiento en los sectores tradicionalmente exportadores que seguían siendo los generadores de divisas para la economía. En el plano internacional, la recuperación europea y el crecimiento en los Estados Unidos funcionaron como motor del crecimiento de las economías en desarrollo lo que posibilitó la proliferación de estas políticas.

2. LA INVERSION EXTRANJERA DIRECTA EN ARGENTINA

El desempeño de las empresas extranjeras, en esta fase de desarrollo del país, fue fundamental. Estas empresas participaron activamente en el proceso de sustitución de importaciones, liderado por los sectores metalmeccánico y petroquímico. Las mismas incrementaron su participación en la producción interna, que pasó de menos de la quinta parte en 1955 a un tercio a comienzos de 1970².

Estas empresas se instalaban y producían en el interior del país para evitar las altas cargas arancelarias sobre los productos importados. Así, concentraban su producción exclusivamente en el mercado interno, por lo que no contemplaban, en sus políticas, una expansión hacia los mercados internacionales.

Las características administrativas y productivas de estas organizaciones generó un aprendizaje indispensable para los productores nacionales que carecían del manejo de estas técnicas. De esta manera, se mejoró el desempeño general de la economía y la profundización de la estrategia sustitutiva. Por ejemplo, las empresas transnacionales contaban con tamaños de plantas mucho más eficientes respecto de las nacionales, con procesos productivos y de organización mucho más modernos, que permitieron el proceso de aprendizaje señalado anteriormente.

² Los datos referidos a la participación de la inversión extranjera en los distintos periodos en la economía Argentina provienen de: "Nuevas estrategias de las empresas transnacionales en la Argentina", Bernardo Kosacoff, Gabriel Bezchinsky. Revista de la CEPAL N° 52, Abril de 1994.

Sin embargo, si se compara a éstas empresas respecto de sus pares a nivel internacional se observa que la empresa transnacional instalada en Argentina difería enormemente de sus similares en los países desarrollados. Esto provocó que, si bien se verificaba un avance tecnológico importante, no se lograsen alcanzar los estándares internacionales de producción, y por ende, no se pudiese aspirar a competir en mercados externos.

Consecuentemente, vemos que el mercado interno significaba un techo al desarrollo tecnológico y económico, con lo que el proceso de sustitución de importaciones tendió a agotarse a medida en que se agotaba la demanda excedente.

3. PROBLEMAS DE LA ESTRATEGIA DE SUSTITUCION DE IMPORTACIONES

En la década del '60 se verifican una serie de problemas relacionados con esta política debido a la falta de competitividad de las exportaciones industriales. Esta falta de competitividad provocaba problemas de divisas ya que el aparato productivo, principalmente sustitutivo de importaciones, necesitaba de las mismas para la compra de insumos y bienes de capital del exterior. De esta manera las economías; sufrían una fuerte restricción de divisas que condicionaban el desarrollo productivo.

En cuanto al contexto internacional, nos encontramos ante un nuevo auge del comercio, una vez recuperadas las economías europeas y Japón, hecho que es aprovechado exitosamente por las economías del sudeste asiático, que basaron su estrategia de desarrollo en una sustitución dirigida hacia el mercado externo.

El proceso Latinoamericano sufre de falencias graves como son: la ineficiencia para conseguir avances importantes en competitividad que permitieran pasar, de sustitución de importaciones para el mercado interno a una sustitución para el mercado externo, los tamaños de planta se encontraban sobredimensionados con respecto al mercado interno, existía un fuerte desincentivo a las exportaciones tradicionales que, como señalamos anteriormente, generaba problemas de divisas con las consecuentes perturbaciones sobre el resto de la economía y, a su vez, existía un sistema arancelario excesivamente restrictivo sin observar, en muchos casos, criterios económicos mínimos.

A estos problemas se le agregan la crisis petrolera

en los años '70, que generó inconvenientes a la mayoría de las economías latinoamericanas importadoras de petróleo, y la crisis de la deuda de principios de los ochenta, luego de la abundancia de financiamiento externo de fines de la década del '70. Esta crisis provocó una gran inestabilidad macroeconómica con procesos hiperinflacionarios que hicieron que los sistemas sustitutivos se desarticularan y perdieran el consenso logrado entre la población en otras décadas. De esta manera, durante este decenio, la mayoría de los países latinoamericanos afrontaron planes de ajustes que le permitieran el pago de las cargas de la deuda externa y la estabilización de las deterioradas economías. Estos esfuerzos de ajuste y estabilización sumergieron a la mayoría de los países en profundas recesiones, por lo que hacia fines de los '80 y principios de los '90 se verificó un replanteamiento de las estrategias de desarrollo seguidas hasta el momento.

4. LA INVERSION EXTRANJERA DIRECTA

En cuanto a los flujos de inversiones extranjeras en este período podemos destacar que en la década del '70 se verificó una fuerte retracción en los mismos. El estancamiento industrial y del mercado interno hicieron que las inversiones extranjeras en sectores industriales disminuyeran sustancialmente.

El flujo importante de capitales financieros extranjeros hacia fines de la década provoca que el sector financiero sea uno de los principales atractores de la inversión extranjera. Otro sector, donde se verifican importantes inversiones, es el petrolero, signado por los altos precios internacionales.

En la década del '80, conjuntamente con el ajuste económico, se verifica un ajuste en las inversiones extranjeras, readaptando los tamaños de planta, racionalizando las líneas de producción, etc.

La inversión extranjera del período se concentró en las actividades manufactureras relacionadas al aprovechamiento de los recursos naturales como agroindustrias, petróleo, petroquímica, etc., y en la industria automotriz. Sin embargo, estos cambios no fueron suficientes en un contexto de inestabilidad macroeconómica e insostenibilidad de los antiguos esquemas de sustitución ante la necesidad imperiosa de mejorar la inserción a nivel mundial.

5. CRECIMIENTO ECONOMICO BAJO LA ESTRATEGIA SUSTITUTIVA

Esta estrategia de desarrollo que siguieron los países latinoamericanos permitió un fuerte crecimiento en las primeras décadas de su aplicación, pero el agotamiento progresivo del mercado interno y la incapacidad para redireccionar la estrategia sustitutiva hacia los sectores exportables resultaron en un agotamiento de estos sistemas. Los resultados, en cuanto a comportamiento económico se refiere, son importantes si se los compara con el desempeño histórico latinoamericano, pero resultan magros si se los enfrenta con el desempeño de las economías del sudeste asiático. En el cuadro de la página siguiente se exponen los logros de crecimiento e inflación de las economías latinoamericanas desde 1945 hasta 1980 y durante la década de 1980, donde culmina el esquema sustitutivo hacia el mercado interno. También se exponen las tasas de crecimiento de principios de los '90, donde se verifica un cambio radical en las estrategias de desarrollo.

La política de sustitución de importaciones tuvo muy buenos resultados hasta el año 1980, pero durante esta década, la performance es muy pobre, registrándose además problemas inflacionarios y de desestabilización de la economía, muy graves. En los primeros años de la década del '90 se observa un incremento de las tasas de crecimiento y, a su vez, una caída en las tasas de inflación. Estos años coinciden con el comienzo de una nueva estrategia de desarrollo basada en la apertura de la economía y el desarrollo de las exportaciones, conjuntamente con la recuperación del mercado como principal agente productivo.

3. SUSTITUCION DE IMPORTACIONES HACIA AFUERA

Este tipo de estrategias se basan en la sustitución de importaciones con un fuerte sesgo hacia el mercado externo. De esta manera, se intenta ganar competitividad a nivel internacional desde el primer momento, a diferencia del enfoque anterior que suponía un período de prueba en el mercado interno. Los países que generalmente se toman como ejemplos exitosos de estas estrategias son los países del sudeste Asiático.

CUADRO N° 1
CRECIMIENTO EN LATINOAMERICA. PERIODO 1945-1992

PAISES	TASA MEDIA DE CRECIMIENTO ANUAL					
	PBI			INFLACION		
	1945-80	1980-90	1991-92	1945-80	1980-90	1992
Latinoamérica	5,6	1,2	3,2	20	+400	20-400*
PBI per capita	2,7	-0,9	1,1	----	----	----
Argentina	3,1	-1,5	6,7	57	650	18
Bolivia	3,4	-0,7	3,8	28	1.000	11
Brasil	6,9	1,9	-0,3	33	450	1.130
Colombia	5,2	3,5	2,6	14	23	26
Costa Rica	6,7	2,1	2,6	6	28	18
Chile	3,6	2,7	7,7	77	21	13
Ecuador	6,8	2,1	3,9	8	40	66
El Salvador	5,1	-0,6	3,9	5	19	17
Guatemala	4,6	0,5	3,6	4	12	12
Haití	1,3	-0,5	-2,7	5	5	18
Honduras	4,4	1,8	3,4	4	6	6
México	6,7	1,2	3,1	9	70	13
Nicaragua	4,7	-1,3	s / d	6	5.000	2
Panamá	5,3	-1,0	8,3	3	3	1
Paraguay	4,8	3,0	1,9	22	20	17
Perú	5,1	-1,0	-0,3	17	1.000	6
R. Dominicana	6,2	2,5	3,3	2	22	5
Uruguay	2,6	-0,4	4,3	36	57	59
Venezuela	6,7	-0,2	8,9	5	26	33

Nota: *Estos valores excluyen a Brasil (20) e incluyen a Brasil (400).

Fuente: "Crecimiento, crisis y viraje estratégico", Joseph Ramos, Revista de CEPAL N° 50, Agosto 1993.

Estos países comenzaron a desarrollar estas políticas hacia fines de la década del '50 y en la del '60, que coincidió con el resurgimiento del comercio internacional, una vez finalizada la reconstrucción de Europa y Japón. A su vez, el recrudecimiento de la guerra fría favoreció las inversiones directas estadounidenses y las preferencias comerciales hacia los productos de dicha región que se encontraba muy influenciada por la URSS.

La estrategia se basó en la protección de ciertas industrias para que sustituyan importaciones, pero con la condición de que la orientación de la producción fuera el mercado externo. De esta manera se pensaba lograr ganancias competitivas en los mercados internacionales. A su vez, el desarrollo exportador aportó las divisas necesarias que hicieron sustentable el modelo de desarrollo.

Teóricamente, este enfoque está respaldado por el llamado argumento de la industria naciente, que se

refiere a las ganancias de competitividad que pueden lograrse por la protección de determinada industria. La ganancia de competitividad ocurre a través de una curva de aprendizaje que ayuda a disminuir los costos en el tiempo, lo que posibilita que, luego de cierto periodo de protección, la empresa esté en condiciones de competir a nivel internacional. Este argumento se basa en las economías de escala que puede lograr una empresa al expandir su producción³, las economías de aprendizaje, las deficiencias de los mercados de capitales, la existencia de imperfecciones en los mercados, etc.

³ Las economías de escala se generan cuando a partir de un incremento en la producción se produce una caída en los costos medios de producción. De esta manera mayores volúmenes de producto implican menores costos medios. Estas economías pueden darse en actividades que requieren grandes costos hundidos, por la especialización del trabajo, etc.

Si bien cada país tuvo matices en cuanto a la estrategia de desarrollo implementada, podemos destacar ciertas características que le son comunes a todos ellos: por un lado observamos que se cuidó que el tipo de cambio efectivo fuera igual para las exportaciones, que para las importaciones⁴. De esta manera el productor podía elegir entre el mercado interno y el mercado externo para colocar su producción. Sin embargo existían diferencias de tipo de cambio entre industrias, de acuerdo a sobre cuáles de ellas se ponía énfasis. Otra característica importante fue la fuerte participación del Estado en el apoyo productivo y en la eficiente administración de los incentivos. Esta administración cumplió con su papel ya que el Estado no permitió que los incentivos fueran utilizados para favorecer indefinidamente a algún sector productivo. Más bien se otorgaron de forma temporal lo que propició el desarrollo de la industria hacia los mercados externos, el aprovechamiento de las economías de escala y los procesos de aprendizaje que derivaron en la obtención de ventajas competitivas dinámicas⁵ que permitieron luego un desarrollo productivo y tecnológico sostenible.

La estrategia de desarrollo contempló varias etapas y fue abarcando sucesivamente distintas ramas industriales. En un primer momento, en la década del '60 se concentró en sectores como cemento, petróleo y fertilizantes. En la década siguiente se desarrollaron ramas como astilleros, bienes de capital y bienes de consumo durables, por último, en la década del '80 se desarrolló la electrónica, las telecomunicaciones y la informática.

En los últimos años estos países han experimentado un retroceso en la intervención del Estado como consecuencia del desarrollo importante de la industria nacional. De esta manera la acción del Estado se asimila a la observada en los países más desarrollados, concentrándose en los sectores productivos relegados.

Esta estrategia, si bien se basa en la sustitución de importaciones, se contrapone a la experimentada por

los países latinoamericanos en cuanto a la orientación de mercado que tiene. El éxito obtenido por estos países, y el fracaso de la experiencia latinoamericana, ha llevado a replantear las estrategias de desarrollo a seguir por estos últimos países.

4. POLITICAS BASADAS EN LAS VENTAJAS COMPARATIVAS Y EL LIBRE COMERCIO

Esta estrategia de desarrollo se basa en la eliminación de la mayoría de las trabas y aranceles y la liberalización de los mercados, de la intervención estatal, de manera que sea este último el encargado de asignar libremente los recursos productivos. Por tanto, el desarrollo exportador vendrá dado por la dinámica de los sectores en los cuales el país tenga ventajas comparativas respecto a los demás países. El Estado, bajo este enfoque, tiene un rol pasivo y su principal preocupación debe ser el manejo eficiente de las políticas monetarias y fiscal que permitan un normal desenvolvimiento de la economía. Este enfoque representa a la corriente teórica neoclásica que postula la libertad de los mercados como medio de desarrollar las exportaciones en las cuales el país posee ventajas comparativas estáticas respecto de los demás países. Además supone que cualquier intervención estatal, sobre la organización industrial, será perjudicial para el desarrollo económico del país.

En Latinoamérica este enfoque logró un apoyo importante a partir del fracaso de la estrategia de sustitución de importaciones ya que considera que estas políticas generaron distorsiones e ineficiencias en la asignación de recursos e incentivos a realizar prácticas como búsquedas de rentas (rent-seeking), presiones políticas (lobbys), mercados cautivos, poco desarrollo exportador, etc., que llevaron a un avanzado deterioro económico. A su vez, este enfoque critica la excesiva intervención del Estado en la actividad económica, no sólo en las actividades de regulación, sino también en el rol de productor de bienes y servicios privados.

Como consecuencia del profundo deterioro en la confianza del Estado como principal agente regulador en la economía, la mayoría de los países latinoamericanos optó por cambiar el tipo de estrategia de desarrollo liberalizando los mercados, abriendo la economía y restringiendo el rol del Estado a las funciones básicas de provisión de bienes públicos y regulación. De esta manera se dio preponderancia al rol del

⁴ Cuando el tipo de cambio para un producto es igual independientemente de si se exporta o importa, el precio de este bien en moneda extranjera es el mismo ya sea que se venda en el mercado interno o en el mercado externo, de esta manera el productor no tiene un incentivo especial a colocar sus productos en cualquiera de los dos mercados.

⁵ Las ventajas competitivas dinámicas son aquellas que se obtienen a lo largo del tiempo a través del aprendizaje y el aprovechamiento de las economías de escala en la producción.

mercado como principal asignador de recursos productivos en la economía.

Estas reformas, implementadas desde fines de la década del '80 y durante los primeros años del '90 se llevaron a cabo en un contexto internacional propicio: el fin de la Guerra fría y la abundancia de capitales financieros que provocaron una mayor consideración de los mercados llamados "emergentes", el avance de la globalización mundial, la conformación de bloques económicos que permite un mayor intercambio entre países, la reprogramación de los pagos de la deuda externa para la mayoría de los países latinoamericanos a través del Plan Brady, lo que provocó un desahogo económico y posibilitó la aplicación de estas políticas.

La nueva estrategia de desarrollo de las economías Latinoamericanas atrajo importantes flujos de inversiones extranjeras directas que dinamizó a los principales sectores productivos. Esta afluencia es importante comparada con las escasas inversiones en la década del '80. A su vez, muchos de estos capitales se concentraron en empresas que anteriormente estaban bajo el control del Estado y que fueron privatizadas. Esto permitió renovar las inversiones en estos sectores ya que el Estado tenía graves problemas para hacerlo. De esta manera comenzó un proceso de modernización de la estructura productiva.

Las reformas más importantes llevadas a cabo, respecto a la liberalización del comercio exterior en este período, pueden resumirse en⁶:

1) Los aranceles han caído, pasando de 45% a menos de 20%.

2) Se simplificó y racionalizó la estructura arancelaria (de 30 tasas a no más de 7) y en algunos casos se impuso un arancel uniforme para todas las importaciones.

3) Se eliminaron la mayoría de las barreras arancelarias (México pasaron de 90% a 20%, Argentina de 60% a menos de 20%)

4) Los distintos acuerdos de integración regional e intrarregional avanzan a pasos agigantados.

De esta manera se hizo hincapié en la participación principal del mercado en la resolución de cuestiones productivas y de asignación y en el rol del Estado como regulador, proveedor de bienes públicos y en el mantenimiento de políticas macroeconómicas sostenibles y creíbles.

⁶ Los datos expuestos a continuación proceden de: "Crecimiento, crisis y viraje estratégico", Joseph Ramos. Revista de la CEPAL N° 50, Agosto de 1993.

1. CARACTERISTICAS DE LAS INVERSIONES EXTRANJERAS EN ARGENTINA

En este período las inversiones extranjeras adoptaron estrategias distintas de las llevadas a cabo en las décadas anteriores. Gran parte de las inversiones se concentraron en sectores productivos relacionados con los recursos naturales, principal ventaja comparativa en Argentina, y en las privatizaciones de las empresas públicas. A su vez hubo empresas que ya se encontraban establecidas en la época anterior y que reestructuraron sus producciones para poder insertarse en un esquema de globalización internacional. También muchas empresas se incorporaron a los sectores de ensamblaje e importación para abastecer al mercado interno.

En cuanto al marco legal, la nueva legislación que pone en pie de igualdad al capital extranjero y local, mejoró las ventajas del capital extranjero de operar en el país.

5. ESTRATEGIAS DE APERTURA

En las dos secciones anteriores se describió brevemente la experiencia bajo las dos posturas de crecimiento basadas en las exportaciones como motor de la economía. En Latinoamérica se ha puesto de manifiesto el debate acerca de cuál de las dos estrategias es la adecuada. En esta sección compararemos, brevemente, ambas estrategias desde el punto de vista teórico.

Como vimos anteriormente, la inversión extranjera adoptó distintos tipos de estrategias dependiendo de las políticas de desarrollo implementadas por los distintos países. En las secciones posteriores presentaremos modelos econométricos que investigan la productividad de ambas estrategias de desarrollo, por medio de las exportaciones comparadas con la sustitución de importaciones seguida por Latinoamérica y luego comparamos la productividad de esta inversión en los finales del proceso de sustitución de importaciones con respecto a principios de la década del '90 que corresponde al cambio de modelo.

A continuación expondremos brevemente un modelo que explica las diferencias de estrategias entre el modelo de apertura que se encuentran aplicando los países Latinoamericanos y el modelo neoestructural que propugna una sustitución de importaciones pero hacia el mercado externo, como fue el caso de los

países Asiáticos⁷.

En el gráfico siguiente se ilustra ambos procesos de apertura:

El eje de las abscisas X representa el valor agregado de las exportaciones, y el eje de las ordenadas R representa la suma de los bienes no transables e importables. La curva señalada por los puntos R_0 y X_0 es la frontera de posibilidades de producción, que presenta esta forma cóncava debido a los rendimientos decrecientes en la transferencia de recursos productivos de un sector a otro. El punto P_0 se asocia con una situación productiva por debajo de la frontera de producción, con ineficiencias asignativas y escaso desarrollo de las exportaciones. Este punto se lo puede asociar con la situación de las economías de Latinoamérica desde principios de los '90, luego del proceso de sustitución de importaciones⁸.

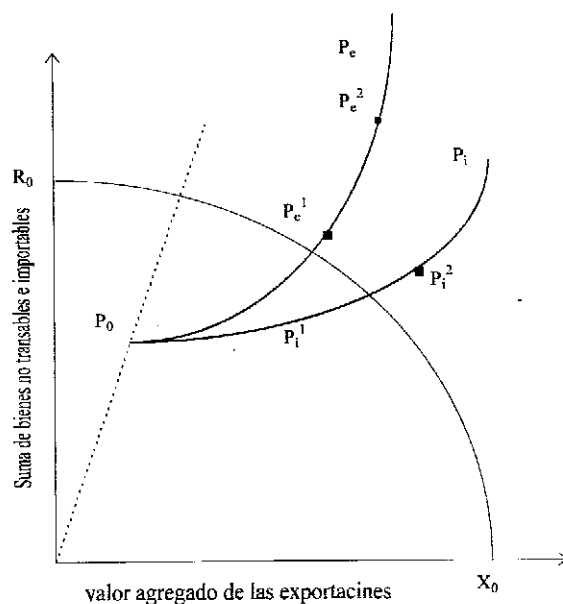
A partir de este punto P_0 veremos como se desarrollaría una economía que desee expandir su capacidad productiva a través del crecimiento de los sectores exportables. Si se aplica una estrategia similar a la de los países Asiáticos tendríamos que el sendero de expansión estaría dado por la curva P_0P_e . Este desarrollo se caracteriza por un crecimiento más que proporcional en las exportaciones (X) y un crecimiento moderado en R , implicando una expansión gradual de la frontera a medida que las empresas ganan competitividad en los mercados extranjeros.

Por su parte, si consideramos una política de apertura y liberalización de los mercados similar a la emprendida por los países Latinoamericanos desde principios de los años '90, tenemos que el sendero de desarrollo de la economía vendría dado teóricamente por la curva P_0P_i . Esta estrategia supone un fuerte retroceso en los sectores productivos ligados con la sustitución de importaciones, que predomina en la primera etapa, y un incremento en la cantidad de exportadores que aprovechan las ventajas comparativas del país. De esta manera se reasignan recursos hacia los sectores más productivos lo que le permiti-

ría a la economía, en años posteriores al ajuste inicial, expandirse fuertemente en los sectores exportables y desplazar la frontera de producción. Se supone que las empresas exportadoras que se desarrollen bajo esta estrategia serán mucho más dinámicas que las empresas de la alternativa anterior, aunque también en los primeros años se experimenten importantes quiebras de empresas relacionadas con sectores sustitutos de importaciones.

Las experiencias relacionadas con el primer caso son las economías del sudeste Asiático, mientras que para el segundo tenemos en Latinoamérica la experiencia Chilena con un fuerte crecimiento en las exportaciones.

GRAFICO N° 1
ESTRATEGIAS DE DESARROLLO



1. RECOMENDACIONES DE POLITICA

Ambas posturas generan distintos instrumentos de políticas a través de los cuales alcanzan un desarrollo sostenible a partir de las exportaciones. El punto esencial en que giran ambos lineamientos es en el rol que le corresponde al Estado en este proceso. Para el enfoque neoclásico el mercado es el ámbito idóneo donde se decide la asignación de recursos producti-

⁷ Este modelo ha sido extraído del artículo "La liberalización comercial en Latinoamérica" de Manuel Agosin y Ricardo Ffrench-Davis, publicado en la revista de la CEPAL N° 50 de Agosto de 1993.

⁸ La relación entre la producción de bienes de exportación y del mercado interno está dada por la línea que va desde el origen y pasa por el punto P_0 . Como vemos, si la economía evoluciona a lo largo de esta línea, manteniendo la relación entre exportables y bienes al mercado interno, produce relativamente más bienes para el mercado interno que para los sectores ligados a las exportaciones.

vos, y cualquier intervención Estatal causaría apartamientos del óptimo de bienestar general. Es por esto que las recomendaciones de este enfoque se basan, en general, en la desregulación de los mercados, en una política comercial abierta con aranceles bajos y tipo de cambio alto, mientras abogan por una concentración de los esfuerzos estatales en el mantenimiento de una política macroeconómica consistente con bajos déficits fiscales, financiables con deuda, y con política monetaria austera. De esta manera se crearía un ambiente adecuado para el libre funcionamiento del mercado, que por si solo lograría una asignación de recursos óptima para el país.

Por su parte el enfoque neoestructural, más cercano a las estrategias de sustitución hacia afuera, enfatiza los problemas de asignación que genera el mal funcionamiento del mercado, y los aportes correctores que puede realizar el Estado. De esta manera las recomendaciones de política se basan en una participación Estatal activa que corrija las deficiencias de asignación y permita el desarrollo de la economía. En este sentido, las propuestas de política se basan en la protección temporal de sectores exportadores, de manera tal de lograr ventajas competitivas y nuevos mercados, elevar el ahorro interno mediante la utilización de los sistemas previsionales, intervenir en los mercados de capitales para abrirlos a la pequeña y mediana empresa, dedicar fondos estatales a la creación de capital humano, etc.

Como vemos, si bien ambos enfoques propugnan el desarrollo de las exportaciones como motor del crecimiento económico, los instrumentos y mecanismos de política que los permite lograr son distintos, a partir de las diferencias de conceptos expuesta.

6. MODELO ECONOMETRICO: COMPARACION ENTRE ESTRATEGIAS

En esta sección se comparará la productividad de la inversión extranjera directa bajo dos alternativas de desarrollo. Por un lado se considerará la sustitución de importaciones para el mercado interno, mientras que por el otro se tendrá en cuenta a aquellos países que promueven su crecimiento a través del desarrollo de los sectores exportables. En todo este trabajo nos ocupamos de la medición de la productividad de la inversión extranjera en la economía, sin tener en cuenta la medición más detallada de los efectos de esta inversión sobre el resto de las empresas de cada industria. Generalmente, cuando se instala una em-

presa extranjera se hace hincapié en las ventajas para las empresas nacionales por los derrames que puede ocasionar esta inversión por el acceso a nuevas tecnologías, el entrenamiento de mano de obra calificada, etc. Pero, en el caso de los sectores no transables o ligados a la sustitución para el mercado interno la empresa extranjera ejerce dos efectos sobre la empresa nacional ya instalada: por un lado, si se encuentran lo suficientemente próximas, puede darse un efecto derrame, como el mencionado anteriormente, positivo para las empresas de dicha industria, pero por otro lado tenemos que la empresa extranjera quita una porción de mercado a la empresa nacional ya instalada, por lo que le genera una caída en la demanda y un efecto negativo. De esta manera, en este caso deben compensarse ambos efectos para poder determinar el resultado final para las empresas nacionales. Este efecto negativo puede ser menor en caso de que la empresa extranjera se localice en sectores de exportaciones⁹.

En este artículo¹⁰ se trata de demostrar que la productividad de la inversión extranjera es superior bajo estrategias de Promoción de Exportaciones (PE) ya sea a través de políticas de sustitución hacia afuera o de políticas de apertura y liberalización de los mercados, que en países donde se sigue una estrategia de Sustitución de Importaciones para el mercado interno (SI).

El modelo que se utiliza para comprobar esta hipótesis es derivado de una función de producción en la cual la Inversión Extranjera Directa (IED) es introducida como un factor de producción además del trabajo y el capital. También se introduce a las exportaciones como un factor productivo adicional dentro de la función de producción, siguiendo un gran número de estudios empíricos que investigan el crecimiento conducido por exportaciones¹¹.

⁹ Un caso específico es analizado en: "Do Domestic firms Benefit from Foreign Direct Investment?" Brian Aitken, Ann Harrison. The World Bank Policy Research Department Trade Policy Division February 1994, donde se analiza el caso de Venezuela y se encuentra que el efecto total sobre la productividad de las empresas nacionales es negativo, mientras que la productividad total de la economía aumenta con la instalación de empresas extranjeras.

¹⁰ Esta exposición se basa en los resultados del trabajo "Foreign Direct Investment and Growth in EP and IS Countries", Balasubramanyam, Salisu and Sapford, The Economic Journal, January 1996.

¹¹ La introducción de las exportaciones como factor productivo se basa en que, para los países en desarrollo, el

La función de producción se presenta de la siguiente manera:

$$Y = g(L, K, F, X, t)$$

donde: Y = producto bruto interno en términos reales,

L = factor trabajo,

K = stock de capital doméstico,

F = stock de capital externo,

X = exportaciones,

t = una tendencia temporal que capture el progreso técnico.

Utilizando la ecuación anterior en su forma logarítmica se estima la productividad de cada factor para el período 1970-1985. La muestra abarca 46 países y se procede a calcular el promedio de cada variable para los 15 años. También se realiza la misma estimación separando los países de acuerdo a si siguen una estrategia PE o SI, con respecto a la clasificación del Banco Mundial y a un test econométrico.¹²

De acuerdo con los resultados obtenidos, la Inversión Extranjera Directa es significativa para el conjunto de los países analizados, es decir, que genera efectos positivos sobre la producción del país. Por ello, más allá del tipo de orientación de política, la evidencia internacional demuestra que la IED resulta

incremento de las exportaciones significa ganancias de competitividad en los mercados internacionales por lo que implica ganancias tecnológicas para la economía, ya que se supone que se derrama hacia el resto de los sectores productivos. Esta mejora tecnológica y de competitividad no puede lograrse a través de los sectores no exportables.

¹² Los países considerados se dividen en: Según el Banco Mundial, sustitución de importaciones hacia adentro (Indonesia, Sri Lanka, Pakistan, Colombia, México, Filipinas, Kenia, Honduras, Costa Rica, Guatemala, Costa de Marfil, El Salvador, Nicaragua, Bangladesh, India, Etiopía, Sudan, Perú, Tanzania, Argentina, Zambia, Nigeria, Bolivia, Ghana), Promoción de exportaciones (Singapur, Hong Kong, Korea, Malasia, Tailandia, Túnez, Brasil, Turquía, Uruguay, Chile). Según test econométrico, sustitución de importaciones hacia adentro (Bangladesh, Nepal, Pakistán, India, Argentina, Bolivia, Guatemala, Brasil, Ecuador, México, Uganda, Ghana, Venezuela, Colombia, Turquia, Sudan, Etiopía, Uruguay, Paraguay, Perú, Nigeria, Indonesia, Filipinas, Panamá, Tanzania, Marruecos, Egipto), Promoción de exportaciones (Kenia, Haití, El Salvador; Nicaragua, Malawi, Korea, Honduras, Sri Lanka, Costa de Marfil, Costa Rica, Trinidad y Tobago, Túnez, Zambia, Chile, Jamaica, Malasia, Hong Kong, Singapur).

productiva para la economía.

En el caso de las estimaciones que contemplan por un lado a los países con PE y por otro lado a los países con SI, la evidencia muestra que la IED es más productiva en las economías orientadas hacia las exportaciones. Más aún, en uno de los casos de los países con estrategia SI la IED posee un coeficiente negativo, aunque estadísticamente sea poco significativo.^{13 14}

En el caso de Argentina, se encuentra ubicada entre los países con estrategias SI, por lo que la IED en este período ha tenido una baja productividad. Mientras tanto, en el caso de Brasil, encontramos que se encuentra clasificado como un país con estrategia SE en la división que establece el Banco Mundial, mientras que en la que se realiza en base al test econométrico se encuentra como un país que sustituye importaciones para el mercado interno. Por tanto no existe una conclusión definitiva en cuanto al efecto de la IED en el caso Brasileño.

7. MODELO ECONOMETRICO: CAMBIO DE MODELO EN LATINOAMERICA

En la sección anterior se presentó un modelo donde se comparaban la productividad de la inversión extranjera bajo distintas estrategias de desarrollo. En esta sección se intentará demostrar que el cambio de modelo experimentado por los países Latinoamericanos desde principios de la década de los '90, signado por un mayor liberalismo y participación del mercado, generó las condiciones necesarias para una mayor productividad de las inversiones extranjeras.

Para medir el impacto de la inversión extranjera con respecto al cambio de políticas consideramos el período que se extiende desde el año 1985 hasta 1994. Para marcar las diferencias en la aplicación de políticas dividimos este período en dos, considerando, por un lado, el período 1985-1990 como la cul-

¹³ Se dice que un parámetro es significativo cuando el valor del estadístico t es mayor que 2 en valor absoluto. Para mayor detalle ver Green William, *Econometric Analysis*, 1993.

¹⁴ Para un análisis más completo de los resultados econométricos y aplicación de otro tipo de técnicas ver: "Foreign Direct Investment and Growth in EP and IS Countries", Balasubramanyan, Salisu and Sappford, *The Economic Journal*, January 1996.

minación de la estrategia de sustitución de importaciones y el período 1991-1994 el comienzo de la aplicación de las nuevas políticas¹⁵. También analizamos el comportamiento a lo largo de todo el período 1985-1994.

En la década de 1980 casi todos los países experimentaron problemas de financiamiento externo, problemas de endeudamiento, de altas tasas de interés internacionales y siguieron políticas de poco estímulo para sus exportaciones. Por otra parte desde principios de la década de 1990 se observan cambios importantes en el contexto internacional y en las políticas de estos países. Existen bajas tasas de interés internacionales, se pactan nuevos acuerdos sobre la deuda externa, comienzan a fluir mayor cantidad de capitales externos hacia estos mercados y se comienzan a generar políticas de apertura hacia los mercados internacionales que propician una mejor asignación de los recursos. Es decir que en la década del 90 se observan condiciones más favorables para la productividad de los distintos tipos de inversión. Debido a ello se espera que los coeficientes de las variables que intentan medir la inversión extranjera e interna tengan coeficientes significativamente positivos y mayores en este período que en el período que comprende parte de la década de 1980.

Al igual que en el modelo econométrico expuesto anteriormente, aquí utilizaremos una función de producción similar para medir la productividad de cada factor en la economía. Consecuentemente, la función econométrica que se utilizará viene dada por:

$$(1) \quad y = \alpha + \beta l + \gamma(I/Y) + \psi(IED/Y) + \phi x$$

donde como en el modelo anterior:

y: es la tasa de crecimiento del PBI,

l: es la tasa de crecimiento de la población¹⁶,

IED/Y: es la proporción de inversión extranjera directa en términos del producto bruto

¹⁵ Los países latinoamericanos que se incluyen en el siguiente estudio son: Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Perú, República Dominicana, Uruguay y Venezuela.

¹⁶ Como no pudimos obtener los datos correspondientes a la fuerza laboral de cada país optamos por utilizar la cantidad de población como aproximación de la fuerza laboral. Conocemos los problemas derivados de esta utilización, por lo que consideramos con mucho cuidado los resultados obtenidos para este coeficiente en la regresión.

interno,

I/Y: es la participación de la inversión bruta interna en el PBI,

x: es la tasa de crecimiento de las exportaciones.

Esta ecuación intenta reflejar la productividad de los distintos factores productivos de la economía. En este caso se considera a las exportaciones y a la inversión extranjera directa como factores adicionales al capital y al trabajo. En el caso del factor capital nos encontramos con importantes problemas al momento de medir el stock de capital de la economía y su tasa de crecimiento. Conocidas son las discusiones acerca de las distintas metodologías de medición del capital de la economía y de los problemas de agregación de los bienes de capital. Es por esto que se utiliza como variable aproximada de la tasa de crecimiento del stock del capital la participación de la inversión bruta interna sobre el PBI. De igual modo se utiliza el mismo supuesto para la medición de la tasa de crecimiento del stock de capital extranjero en la economía. Los problemas asociados a la utilización de estas variables son varios, como por ejemplo que la inversión bruta interna (IBI) incluye la inversión por reemplazo de capital, es decir amortizaciones, pero se supone una correlación directa con las variables que se intentan medir.

1. TECNICA ECONOMETRICA

El análisis econométrico se basa en la utilización de la técnica de datos en panel. Esta técnica combina los datos de series transversales con los de las series temporales, permitiendo un mejor aprovechamiento de datos y del análisis de los mismos¹⁷.

¹⁷ Según Baltagi en su libro "Econometric Analysis of Panel Data", las ventajas de la utilización de esta técnica están dadas por:

1. Control de la heterogeneidad individual, esta técnica sugiere que los individuos en la muestra son heterogéneos.
2. Ofrecen mayor información, variabilidad, menos colinealidad entre las variables, más grados de libertad y mas eficiencia.
3. Son mejores para el estudio de la dinámica del ajuste.
4. Son mejores en la identificación y medición de efectos que no son detectables en datos transversales o temporales.

La ecuación utilizada para testear esta hipótesis es la siguiente:

$$(2) \quad LPBI = \alpha + \beta(LPOB) + \gamma(IBC) + \psi(IEDPBI) + \phi(LX)$$

donde: LPBI: Ln del producto bruto interno,

LPOB: Ln de la población, que se utiliza como proxy del factor trabajo,

IBC: proporción de inversión bruta interna sobre el PBI,

IEDPBI: proporción de inversión extranjera directa sobre el PBI,

LX: Ln de las exportaciones.

Como se explica en el anexo, el análisis con datos de panel incorpora datos transversales (comparación entre países) y datos temporales (evolución a través del tiempo). De esta manera nos encontramos con varios efectos. Por un lado, pueden no existir diferencias entre países, ni cambios importantes a lo largo del tiempo, por lo que la ecuación a estimar se denomina Modelo General (Modelo 1).

Si consideramos que existen diferencias entre países, y se supone que las mismas son constantes, la ecuación a estimar se denomina modelo de Efectos Fijos (Modelo 2). Pero, si las variaciones entre países son variables, tenemos la estimación de efectos aleatorios (Modelo 3).

Si, además de los efectos transversales, existen cambios de las variables en el tiempo, el modelo es de efectos periódicos. En este caso podemos tener efectos temporales con efectos fijos (Modelo 4) o efectos temporales con efectos aleatorios (Modelo 5).

Estas variantes de estimaciones se aplican para los períodos 1985-1994, 1985-1990 y 1991-1994 para obtener el impacto de la IED en los países latinoamericanos bajo las distintas estrategias de política económica.

Para el período 1985-1990 tenemos que el modelo que mejor ajusta es el de efectos fijos (Modelo 2) y la ecuación que lo determina es la siguiente:

$$y = 0,4041 + 0,217x + 0,011(I/PBI) + 0,002(IED/PBI)$$

(2,5) (4,81) (5,71) (0,95)

Como podemos observar, la IED tiene un coeficiente positivo, aunque el estadístico t no es significativo. Por tanto no podemos asegurar que durante este período la IED haya tenido impacto positivo sobre las economías analizadas.

Por su parte, para el período 1991-1994, observamos que el modelo adecuado contiene efectos fijos conjuntamente con efectos temporales (Modelo 4). La ecuación estimada es:

$$y = 17,98 - 0,961 + 0,067x + 0,005(I/PBI) + 0,004(IED/PBI)$$

(5,62) (2,84) (1,50) (4,16) (2,45)

En este caso la IED tiene un coeficiente positivo y significativo. Esto quiere decir que, en estos años, la IED fue productiva en estos países.

Por último, si consideramos todo el período 1985-1990 tenemos dos estimaciones, el modelo "de efectos fijos únicamente, y el 4 con efectos fijos y temporales. Las ecuaciones son las siguientes:

$$y = 0,101 + 0,032x + 0,001(I/PBI) + 0,002(IED/PBI)$$

(3,32) (8,01) (8,006) (1,23)

$$y = 9,12 - 0,161 + 0,22x + 0,009(I/PBI) + 0,001(IED/PBI)$$

(4,07) (-0,71) (6,37) (6,40) 0,81

En ambos casos la IED posee coeficientes positivos pero poco significativos, es decir que no puede verificarse un impacto positivo sobre el producto.

De esta manera podemos concluir que la inversión extranjera directa ha tenido un fuerte impacto, en los países latinoamericanos, a partir del año 1991. Esta característica se corresponde con las transformaciones que se verifican en estos países y con las condiciones externas favorables que propiciaron este tipo de inversiones. También se puede destacar que la asignación de este tipo de inversiones fue destinado a fines mucho más productivos que en la década pasada, lo que puede deberse en parte a las políticas que se observaron durante esta década.

5. Permite construir y comprobar modelos de comportamiento más complicados que los de corte transversal o temporal.

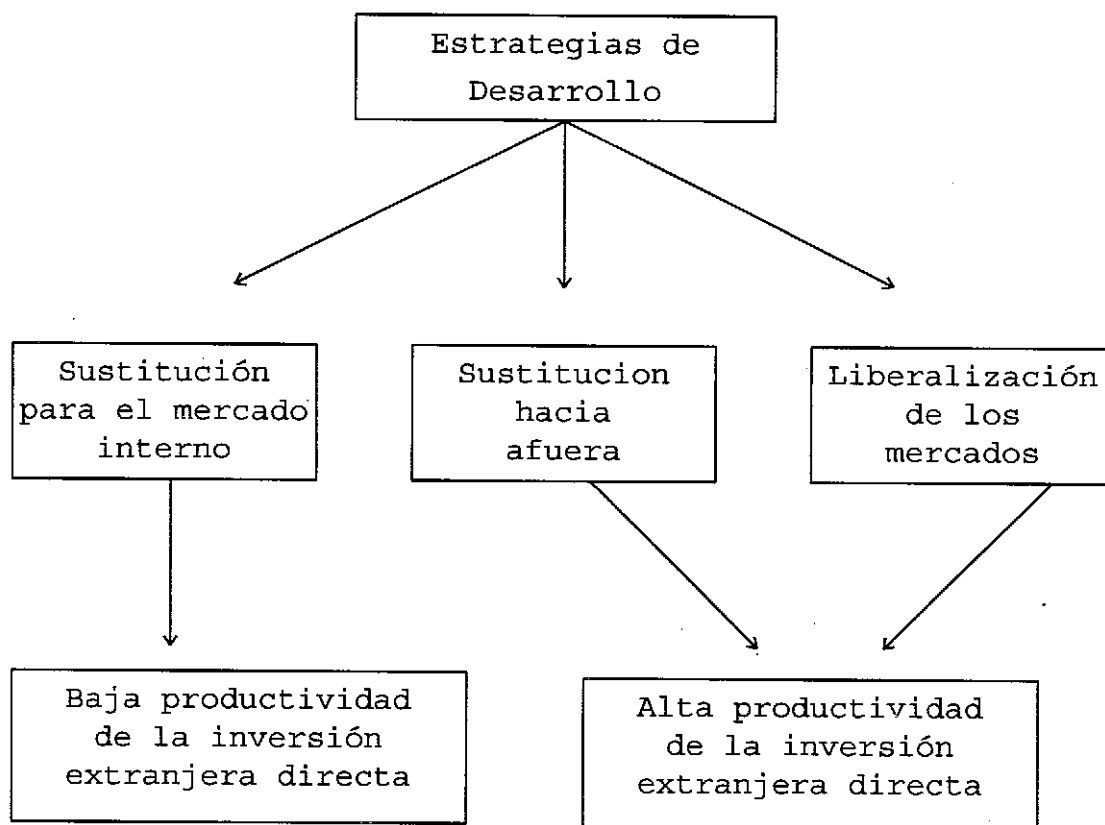
6. Los sesgos resultantes de la agregación entre individuos son eliminados.

8. CONCLUSIONES

Como se demostró en el análisis econométrico realizado, las experiencias de apertura de las economías de Latinoamérica significaron una importante mejora a la productividad de las inversiones extranjeras. De esta manera, bajo este marco, las inversiones

directas son mucho más productivas de lo que lo fueron en la década anterior. Por tanto, las legislaciones y condiciones para la captación de inversiones de esta índole cobra particular importancia en estos años.

Resumiendo, a partir del primer modelo expuesto podemos concluir que:



Es decir, que más allá de las diferencias, oportunamente señaladas, entre los enfoques de promoción de exportaciones, ambos proporcionan un ambiente productivo adecuado para el mejor aprovechamiento de las inversiones extranjeras que se localicen en el país.

Por otra parte en el segundo modelo, en el que analizamos el cambio de políticas en Latinoamérica, tratamos de ver el cambio operado en la productivi-

dad de la inversión extranjera respecto al cambio de modelo de desarrollo. Bajo el modelo de sustitución de importaciones, durante la década del '80, la productividad de la inversión extranjera directa fue escasa o nula. Mientras que, a partir del cambio operado a principio de la década del '90, se verifica un incremento en la productividad de las inversiones extranjeras.

Anexo

Como vamos a estimar un modelo que contiene datos transversales conjuntamente con datos temporales, la ecuación (2) de la página 20 se escribe:

$$(3) \quad LPBI_{it} = \alpha + \beta(LPOB_{it}) + \gamma(IBM_{it}) + \psi(IEDPBI_{it}) + \varphi(LX_{it}) + u_{it}$$

$$i = 1, \dots, N$$

$$t = 1, \dots, T$$

donde el subíndice i representa a los individuos y el subíndice t al tiempo. De esta manera consideramos como un dato particular a la observación para cada individuo en cada momento del tiempo. El último término de esta ecuación es el término de error de la ecuación econométrica. El error puede ser descompuesto en tres partes principales:

$$(4) \quad u_{it} = \mu_i + \delta_t + e_{it}$$

$$i = 1, \dots, N$$

$$t = 1, \dots, T$$

donde μ_i representa factores no observables que difieren entre individuos pero no en el tiempo, por ejemplo las legislaciones sobre inversión extranjera en cada país. El error δ_t por su parte, representa shocks que varían en el tiempo pero no por individuos, por ejemplo podría tratarse de algún tipo de shock que afecte a todos los países por igual, como sucedió en el caso del efecto tequila. En cuanto al tercer componente e_{it} es el término de error que refleja shocks puramente aleatorios que afectan a cada individuo en cada momento del tiempo. N es el número de individuos en la muestra y T el número de períodos que se consideran.

Este modelo lleva el nombre de modelo de componentes de error, de acuerdo con los distintos tipos de errores que consideramos anteriormente. La resolución del modelo depende de la especificación que se adopte para el término de error.

En la primer especificación suponemos que sólo

existen efectos individuales, o sea que $\delta_t=0$. Entonces el término de error se reduce a:

$$(5) \quad u_{it} = \mu_i + e_{it}$$

En este modelo, a su vez, podemos suponer distintos comportamientos para el término de error μ_i . En el caso más sencillo tenemos que $\mu_i=0$, por lo que el modelo anterior se reduce a la aplicación de mínimos cuadrados ordinarios ya que produce los mejores estimadores lineales e insesgados para esta especificación¹⁸. El modelo a estimar es el siguiente:

$$(6) \quad LPBI_{it} = \alpha + \beta(LPOB_{it}) + \gamma(IBM_{it}) + \psi(IEDPBI_{it}) + \varphi(LX_{it}) + e_{it}$$

En este modelo simple se agrupan los datos indiscriminadamente, ya que se considera que el término de error contiene únicamente ruido blanco. En los resultados posteriores a este modelo lo llamaremos **Modelo 1**.

La segunda especificación que puede realizarse es suponer que μ_i es una constante que difiere para cada individuo, por lo que el modelo lineal es similar para todos los individuos excepto por la ordenada al origen. La manera de estimar este modelo, llamado de efectos fijos, consiste en la inclusión de $N-1$ variables binarias, donde N es el número de individuos. El modelo estaría representado por la siguiente ecuación:

$$(7) \quad LPBI_{it} = \alpha + \beta(LPOB_{it}) + \gamma(IBM_{it}) + \psi(IEDPBI_{it}) + \varphi(LX_{it}) + d_{1i}\mu_1 + \dots + d_{(N-1)i}\mu_{N-1} + e_{it}$$

donde la variable dummy adopta para cada individuo el valor 1 si $i = j$ o cero si es $i \neq j$.

¹⁸ Para un análisis más detallado analíticamente ver: "Econometric Analysis of Panel Data", Badi Baltagi, John Wiley & Sons, 1995; y también: "Econometric Analysis", William Greene, Second Edition Macmillan publishing Company.

La estimación de los parámetros del modelo de efectos fijos es idéntica a la estimación que se obtiene de aplicar mínimos cuadrados ordinarios al siguiente modelo:

$$(8) \quad LPBI_{it} - \overline{LPBI}_i = \beta (LPOB_{it} - \overline{LPOB}_i) + \\ + \gamma (IBI_{it} - \overline{IBI}_i) + \\ + \psi (IEDPBI_{it} - \overline{IEDPBI}_i) + \\ + \phi (LX_{it} - \overline{LX}_i) + Residuo$$

donde a cada variable se le resta el promedio por individuo a lo largo de todo el período. Este modelo es el que utilizaremos para el cálculo de los coeficientes de efectos fijos, y que denominaremos **Modelo 2**.

Por último podemos suponer que el término de error μ_i es una variable aleatoria no observable que varía sólo a través de los individuos pero no en el tiempo. De esta manera la ecuación a estimar sería la siguiente.

$$(9) \quad LPBI_{it} = \alpha + \beta (LPOB_{it}) + \gamma (IBI_{it}) + \\ + \psi (IEDPBI_{it}) + \phi (LX_{it}) + u_{it}$$

donde $u_{it} = \mu_i + e_{it}$

En este caso los estimadores mínimo cuadráticos son insesgados pero no son eficientes, por lo que para calcular los parámetros del modelo se utiliza la siguiente transformación:

$$(10) \quad LPBI_{it} - \alpha \overline{LPBI}_i = \beta (LPBO_{it} - \alpha \overline{LPOB}_i) + \\ + \gamma (IBI_{it} - \alpha \overline{IBI}_i) + \\ + \psi (IEDPBI_{it} - \alpha \overline{IEDPBI}_i) + \\ + \phi (LX_{it} - \alpha \overline{LX}_i) + Residuo$$

que es similar a la ecuación utilizada en el caso de coeficientes fijos con el agregado del término α , donde:

$$(11) \quad = 1 - \frac{\sigma_e^2}{(T\sigma_\mu^2 + \sigma_e^2)^{1/2}}$$

Los valores de las varianzas σ_e^2 y σ_μ^2 pueden ser obtenidos a partir de los estimadores mínimo cuadráticos de los siguientes modelos:

$$(12) \quad LPBI_{it} - \overline{LPBI}_i = \beta (LPOB_{it} - \overline{LPOB}_i) + \\ + \gamma (IBI_{it} - \overline{IBI}_i) + \\ + \psi (IEDPBI_{it} - \overline{IEDPBI}_i) + \\ + \phi (LX_{it} - \overline{LX}_i) + Residuo$$

que es el modelo de efectos fijos, y

$$(13) \quad \overline{LPBI}_i = \beta \overline{LPOB}_i + \gamma \overline{IBI}_i + \psi \overline{IEDPBI}_i + \\ + \phi \overline{LX}_i + Residuo$$

este modelo es conocido con el nombre de "between" y se estima con las medias por individuo. Definiendo como s_w^2 y s_b^2 a los estimadores mínimo cuadráticos de la varianza del error de los dos modelos anteriores respectivamente. A partir de estos valores podemos obtener estimadores de los valores σ_e^2 y σ_μ^2 conociendo que:

$$(14) \quad \begin{cases} \hat{\sigma}_e^2 = s_w^2 \\ \hat{\sigma}_\mu^2 + \frac{1}{T \hat{\sigma}_e^2} = s_b^2 \end{cases}$$

resolviendo estas ecuaciones, encontramos los valores deseados, que reemplazados en la ecuación correspondiente nos permite conocer el valor de α . Para valores de este parámetro cercanos a cero el modelo tiende al de mínimos cuadrados ordinarios del comienzo, mientras que cuando el valor de α se halla cercano a 1 el modelo se aproxima al de efectos fijos. A este modelo lo llamamos **Modelo 3**.

Otra especificación del modelo de componentes de errores surge cuando se considera que el valor de δ_i no se anula. En este caso tenemos que el componente de error vendrá dado por:

$$(15) \quad u_{it} = \mu_i + \delta_t + e_{it}$$

i = 1, ..., N
t = 1, ..., T

Nuevamente, podemos estimar distintos modelos a partir de la especificación de los términos de error. Supongamos que ambos términos de error son una constante, entonces tendremos el modelo de efectos fijos pero para los dos términos de error. Para resolver este modelo podemos utilizar variables dummies que capten las diferencias entre individuos y en el tiempo, pero esta técnica traería aparejada grandes complicaciones de cálculo al momento de calcular los parámetros. Es por esto que los valores de los parámetros pueden ser obtenidos aplicando mínimos cuadrados ordinarios a la siguiente ecuación:

$$(16) \quad LPBI_{it} - \overline{LPBI}_i - \overline{LPBI}_t - \overline{LPBI}$$

$$=$$

$$\beta (LPOB_{it} - \overline{LPOB}_i - \overline{LPOB}_t - \overline{LPOB}) +$$

$$+ \gamma (IBI_{it} - \overline{IBI}_i - \overline{IBI}_t - \overline{IBI}) +$$

$$+ \psi (IEDPBI_{it} - \overline{IEDPBI}_i - \overline{IEDPBI}_t - \overline{IEDPBI}) +$$

$$+ \varphi (LX_{it} - \overline{LX}_i - \overline{LX}_t - \overline{LX}) + Residuo$$

Así, obtenemos los estimadores del modelo de efectos fijos, **Modelo 4**. Hay que tener en cuenta que la utilización de esta técnica no permite obtener estimadores para los términos de error, para lo que habría que utilizar el modelo con variables dummies.

A su vez, en el modelo de efectos aleatorios suponemos que los términos de error son una variable aleatoria independiente. De acuerdo a este supuesto, el valor de los parámetro se obtiene aplicando mínimos cuadrados ordinarios. Obtenemos así el **Modelo 5**, donde los valores de los parámetros θ vienen dados por combinaciones de los parámetros de los modelos anteriores¹⁹. Nuevamente, si los valores de θ tienden

¹⁹ A partir de la estimación de los parámetros anteriores surge que:

$$\sigma_{it}^2 = \sigma_e^2 + T_i \sigma_\mu^2$$

$$\sigma_{2t}^2 = \sigma_e^2 + N_i \sigma_w^2$$

$$\sigma_{3it}^2 = \sigma_e^2 + T_i \sigma_\mu^2 + N_i \sigma_w^2$$

a cero nos encontramos con el modelo de mínimos cuadrados ordinarios, mientras que cuando se aproximan al valor uno, el modelo se asemeja al de efectos fijos visto anteriormente.

$$(17) \quad LPBI_{it} - \theta_{1i} \overline{LPBI}_i - \theta_{2t} \overline{LPBI}_t - \theta_{3it} \overline{LPBI}$$

$$=$$

$$\beta (LPOB_{it} - \theta_{1i} \overline{LPOB}_i - \theta_{2t} \overline{LPOB}_t - \theta_{3it} \overline{LPOB}) +$$

$$+ \gamma (IBI_{it} - \theta_{1i} \overline{IBI}_i - \theta_{2t} \overline{IBI}_t - \theta_{3it} \overline{IBI}) +$$

$$+ \psi (IEDPBI_{it} - \theta_{1i} \overline{IEDPBI}_i - \theta_{2t} \overline{IEDPBI}_t - \theta_{3it} \overline{IEDPBI}) +$$

$$+ \varphi (LX_{it} - \theta_{1i} \overline{LX}_i - \theta_{2t} \overline{LX}_t - \theta_{3it} \overline{LX}) +$$

$$+ Residuo$$

Por tanto, en este trabajo consideraremos los cinco modelos revisados. A su vez efectuaremos los tests econométricos correspondientes para comparar cada modelo y poder decidir cual es el que mejor ajusta para los datos disponibles.

Los resultados que se obtuvieron pueden resumirse en la siguiente tabla:

Entonces

$$\theta_{1i} = 1 - \frac{\sigma_e}{\sigma_{it}}$$

$$\theta_{2t} = 1 - \frac{\sigma_e}{\sigma_{2t}}$$

$$\theta_{3it} = \theta_{1i} + \theta_{2t} - 1 + \frac{\sigma_e}{\sigma_{3it}}$$

Los valores de estos parámetros θ pueden ser obtenidos a partir de las siguientes estimaciones:

$$S^2 = \sigma_e^2 + \sigma_\mu^2 + \sigma_w^2 \quad (\text{se obtiene de la regresión de MCO}).$$

$$S_g^2 = \sigma_\mu^2 + Q_\mu \sigma_e^2 \quad (\text{se obtiene de la regresión de medias grupales}).$$

$$S_p^2 = \sigma_w^2 + Q_w \sigma_e^2 \quad (\text{se obtiene de la regresión de medias periódicas}).$$

$$Q_\mu = \frac{1}{T} \quad \text{y} \quad Q_w = \frac{1}{N} \quad \text{si las muestras se encuentran balanceadas.}$$

una vez obtenidos los estimadores, reemplazamos para hallar los valores estimados de θ . Reemplazando estos valores en la ecuación original y aplicando mínimos cuadrados ordinarios obtenemos los estimadores de los parámetros de la ecuación.

CUADRO N° 2
RESULTADOS DATOS EN PANEL. PERIODO 1985-1990

PERIODO: 1985-1990. VARIABLE DEPENDIENTE = LPBI										
VARIABLE	MODELO 1: MODELO GENERAL		MODELO 2: VARIABLES DUMMY		MODELO 3: EFECTOS ALEATORIOS		MODELO 4: VAR. DUMMY Y EFECTOS PERIÓDICOS		MODELO 5: EFECTOS ALEATORIOS Y PERIÓDICOS	
	Coef.	t	Coef.	t	Coef.	t	Coef.	t	Coef.	t
Constante	-0,8400	-3,730			-0,6500	-1,32	5,069	1,19	1,467	1,22
LPOB	0,5820	13,550	0,404	2,500	0,8810	12,64	0,259	0,56	0,669	4,69
LX	0,6160	16,960	0,217	4,819	0,2350	6,06	0,237	4,95	0,213	4,76
IBI	0,0070	1,410	0,011	5,718	0,1140	5,87	0,010	5,29	0,011	5,53
IEDPBI	0,0003	0,032	0,002	0,953	0,0006	0,26	0,002	0,97	0,001	0,71

Para estos modelos podemos realizar las pruebas estadísticas que nos permiten deducir cuál es el modelo que mejor ajusta. Para la comparación entre el modelo (1) y (2) tenemos que el test F^{20} nos da un valor de 144,14 (Prob. 0,00000), lo que quiere decir que el modelo (2) es una mejor aproximación que el modelo (1). Por su parte el test de Hausman tiene un valor significativamente distinto de cero (37,5), lo que permitiría descartar la presencia de efectos aleatorios. Si tenemos en cuenta efectos temporales también, vemos que el test F que compara el modelo (4) con el modelo (2) tiene un valor 0,727 (Prob.=0,60552), con lo cuál podemos afirmar que la especificación sin efectos temporales, modelo (2), ajusta mejor. Para la comparación entre el modelo (4) y (5) el test de Hausman de 6,57 (Prob=0,16), concluye que el modelo que mejor especifica es el modelo (4). De esta manera podemos concluir que el modelo que mejor ajusta para este período de estudio es el modelo (2), que se encuentra resaltado en el CUADRO N° 2. Este modelo considera diferencias entre países que son constantes a través del tiempo,

²⁰ El test F sirve para comparar el modelo (1) con el modelo (2). Cuanto mayor sea el valor del estadístico F y, consecuentemente, menor la probabilidad, mayor será el ajuste que ofrece el modelo (2) respecto del modelo (1). Por otra parte el test de Hausman sirve para comparar el modelo de efectos aleatorios con el modelo de efectos fijos. Valores muy pequeños de este test, que no difieran demasiado de cero, determinarán que el mejor modelo es el de efectos aleatorios.

pero no tiene en cuenta efectos a lo largo del tiempo. A partir de los test anteriores se puede concluir que estos efectos temporales pueden ser descartados y utilizar el modelo de efectos fijos²¹.

Las conclusiones que se desprenden de este modelo son que, si bien todos los factores tienen coeficientes positivos, es decir que aportan positivamente sobre el crecimiento del PBI, la inversión extranjera directa tiene un estadístico t menor que 2, por lo que el coeficiente no es significativo. De esta manera no puede asegurarse que la inversión extranjera directa haya influido significativamente en la tasa de crecimiento de los países estudiados durante el período 1985-1990.

La ecuación del modelo de efectos fijos para este período es:

²¹ Si calculamos los valores de θ para el modelo de efectos aleatorios sin efectos temporales vemos que toma el valor $\theta=0,9242$ lo que nos permite afirmar que el modelo se aproxima al de efectos fijos. Por otra parte, para el modelo de efectos aleatorios con efectos temporales incluidos vemos que los valores de θ son: $\theta_1=0,9768$, $\theta_2=0,2478$ y $\theta_3=0,2478$, donde el primer valor de θ representa a los efectos entre individuos, el segundo a los efectos temporales y el tercero es el que representa el modelo de efectos aleatorios con ambos componentes de error. De estos valores se permite concluir que el modelo de efectos aleatorios con errores temporales tiende al modelo de mínimos cuadrados ordinarios, lo que significa que los efectos temporales son poco significativos. De esta manera la mejor especificación es la de efectos fijos sin efectos temporales.

$$y = 0,4041 + 0,217x + 0,011(I/PBI) + 0,002(IED/PBI)$$

(2,5) (4,81) (5,71) (0,95)

Si tenemos en cuenta el período 1991-1994, podemos observar en la siguiente tabla los resultados de los distintos modelos:

CUADRO N° 3
RESULTADOS DATOS EN PANEL. PERIODO 1991-1994

PERIODO: 1991-1994. VARIABLE DEPENDIENTE = LPBI										
VARIABLE	MODELO 1: MODELO GENERAL		MODELO 2: VARIABLES DUMMY		MODELO 3: EFECTOS ALEATORIOS		MODELO 4: VAR. DUMMY Y EFECTOS PERIÓDICOS		MODELO 5: EFECTOS ALEATORIOS Y PERIÓDICOS	
	Coef.	t	Coef.	t	Coef.	t	Coef.	t	Coef.	t
Constante	-0,4800	-1,372			-1,034	-1,849	17,985	5,627	-0,968	-1,660
LPOB	0,5290	9,453	0,804	3,649	0,930	11,988	-0,963	-2,840	0,942	12,863
LX	0,6300	15,051	0,174	3,288	0,227	5,831	0,067	1,501	0,204	5,123
IBI	-0,0007	-0,122	0,008	5,855	0,007	5,532	0,005	4,159	0,008	6,643
IEDPBI	0,0344	2,242	0,006	2,705	0,006	2,547	0,004	2,453	0,006	3,454

En este período los test probabilísticos indican lo siguiente: El test F que compara el modelo (1) con el modelo (2) toma un valor de $F=48,06$ ($Prb=0,0000$), por lo que el modelo (2) es mejor que el modelo (1). Por otra parte el test de Hausman toma un valor de 26,89 por lo que podemos aceptar como mejor especificación al modelo (2) antes que el modelo (3). Por otra parte, si vemos el F que compara el modelo (2) con el modelo (4), ($F=12,38$), tenemos que el modelo (4) es mejor que el modelo (2), mientras que el test de Hausman entre el modelo (4) y el modelo (5) da un valor de 63,41 por lo que el modelo (4) es mejor que el modelo (5). De esta manera utilizamos el modelo (4) como mejor especificación para este período²². Este modelo no sólo contempla la diferencia

²² Si tenemos en cuenta los valores del coeficiente θ para el modelo de efectos aleatorios sin efectos temporales, vemos que $\theta=0,9515$ con lo cual el modelo se aproxima al de efectos fijos. Por otro lado si tenemos en cuenta el modelo que incluye efectos temporales vemos que los valores de θ son: $\theta_1=0,9633$, $\theta_2=0,8877$ y $\theta_3=0,8859$. Como estos valores lo indican los efectos temporales son importantes y el modelo se aproxima al de efectos fijos con efectos temporales incluidos. De esta manera el mejor modelo es el modelo 4.

entre países, sino también que existen cambios en el tiempo que provocan cambios en los comportamientos de las variables.

En este modelo se puede apreciar que la inversión extranjera directa tiene un coeficiente positivo y significativo, lo que refleja que la inversión extranjera realizó un aporte positivo al producto en este período. También se observa que el trabajo no tuvo el signo esperado en este período, lo que puede deberse a que varios países, entre ellos Argentina experimentaron fuertes cambios estructurales y la mano de obra se encuentra en plena adaptación a estos cambios. También gran parte de los trabajadores vieron que sus habilidades se volvieron obsoletas en muy poco tiempo con lo que su productividad cayó ostensiblemente. Por otra parte se observa que las exportaciones, si bien aportan positivamente al crecimiento de los países, no tienen un coeficiente significativo. Esto puede deberse a que la gran disponibilidad de financiamiento externo en estos años propició la adopción de políticas con importantes desequilibrios en la balanza comercial ya que la cuenta capital ajustaba completamente el desequilibrio.

La ecuación del modelo de efectos fijos con efectos temporales es:

$$y = 17,98 - 0,961 + 0,067x + 0,005(I/PBI) + 0,004(IED/PBI)$$

(5,62) (-2,84) (1,50) (4,16) (2,45)

Por otra parte, si tenemos en cuenta todo el período 1985-1994, observamos que los resultados son los siguientes:

CUADRO N° 4
RESULTADOS DATOS EN PANEL. PERIODO 1985-1994

PERIODO: 1985-1994. VARIABLE DEPENDIENTE=LPBI										
VARIABLE	MODELO 1: MODELO GENERAL		MODELO 2: VARIABLES DUMMY		MODELO 3: EFECTOS ALEATORIOS		MODELO 4: VAR. DUMMY Y EFECTOS PERIÓDICOS		MODELO 5: EFECTOS ALEATORIOS Y PERIÓDICOS	
	Coef.	t	Coef.	t	Coef.	t	Coef.	t	Coef.	t
Constante	-0,7300	-3,849			0,3400	0,768	9,124	4,070	4,126	3,05
LPOB	0,5880	17,790	0,105	3,321	0,7920	12,960	-0,168	-0,710	0,350	2,39
LX	0,6040	22,230	0,032	8,010	0,2170	7,880	0,229	6,370	0,252	7,44
IBI	0,0001	0,032	0,001	8,006	0,0080	6,650	0,009	6,400	0,009	7,04
IEDPBI	0,0089	0,986	0,002	1,230	0,0003	0,180	0,001	0,811	0,002	1,06

Los test para este modelo muestran lo siguiente: El test F que compara el modelo (1) con el modelo (2) toma un valor de $F=207,14$ lo que implica que el modelo (2) es una especificación mejor que el modelo (1). Por otra parte tenemos que el test de Hausman para la comparación entre el modelo (3) y el modelo (2) es de 62,72 por lo que el modelo (2) es mejor que el modelo (3). Por su lado el test F entre el modelo (2) y (4) no es definitivo ya que toma un valor de $F=1.202$ (Prob=0,29774). De esta manera no se puede concluir definitivamente en favor de alguno de estos dos modelos. Por su parte, el test de Hausman entre el modelo (4) y (5) toma un valor de 9,31 (Prob=0.05), por lo que podemos afirmar que el modelo (4) es mejor que el modelo (5) para valores moderados de significatividad. De esta manera tenemos que los dos modelos que ajustan para este período son los modelos (2) y (4)²³. Por un lado tenemos efectos transver-

sales pero no temporales y en el otro caso tenemos que también importan los efectos temporales. Para este período se observa que la inversión extranjera directa tiene coeficientes positivos pero no significativos por lo que no se puede afirmar que haya tenido efectos importantes sobre el crecimiento del PBI. En el caso de los demás factores de producción vemos que son positivos y significativos en ambos modelos, salvo para la población que en el segundo modelo tiene un coeficiente negativo. Esto se explicó anteriormente como respuesta a los cambios observados en los últimos años en estos países.

Las ecuaciones de los dos modelos que se consideran para este período son:

$$y = 0,101 + 0,032x + 0,001(I/PBI) + 0,002(IED/PBI)$$

(3,32) (8,01) (8,006) (1,23)

$$y = 9,12 - 0,161x + 0,22x + 0,009(I/PBI) + 0,001(IED/PBI)$$

(4,07) (-0,71) (6,37) (6,40) (0,81)

²³ El valor de θ para el modelo de efectos aleatorios sin efectos temporales es $\theta=0,9193$, con lo que el modelo tiende al de efectos fijos. Si tenemos en cuenta los efectos temporales, los valores de θ son: $\theta_1=0,9867$, $\theta_2=0,6966$ y $\theta_3=0,6965$. De esta manera si bien el modelo 4 que contempla efectos fijos con efectos temporales parece ser el que mejor ajusta, el valor de θ_3 no parece ser lo suficientemente cercano a 1 como para descartar el hecho de que los efectos temporales puedan no tener ningún efecto y

entonces utilizar el modelo (2) de efectos fijos. De esta manera optamos por utilizar ambos modelos, el (4) y el (2) para explicar los valores de los parámetros.

Capítulo 2

Inversión e incertidumbre

1. INTRODUCCION

En este capítulo realizaremos una revisión teórica acerca de los distintos enfoques sobre la inversión. En particular, basados en las características de los sistemas económicos de países como Argentina y Brasil, nos inclinamos por enfoques que tienen en cuenta la incertidumbre en la toma de decisiones de inversión.

Consideramos que la existencia de incertidumbre enriquece el análisis posterior de las condiciones para la inversión extranjera directa en ambos países.

En el primer apartado del capítulo desarrollamos un modelo de inversión bajo incertidumbre que determina el comportamiento microeconómico de un empresario en condiciones inciertas. Luego extendemos este análisis para considerar la dinámica de la industria en este contexto. También hacemos referencia a los problemas de política económica que este enfoque plantea. Por último consideramos otros enfoques tradicionales de inversión, tanto a nivel macroeconómico como microeconómico como son el enfoque del acelerador y la teoría Q de la inversión.

Los modelos planteados en este capítulo no pretenden agotar los distintos enfoques que existen acerca de las decisiones de inversión, pero creemos que son de utilidad para comprender el posterior análisis de este trabajo.

2. INVERSION BAJO INCERTIDUMBRE

La teoría de la inversión ortodoxa descansa en las condiciones competitivas de mercado basadas en los fundamentos Marshallianos de equilibrio de corto y largo plazo.

Este análisis se basa en la aplicación de la regla del Valor Presente Neto (VPN) que nos dice: Primero, calcular el valor presente del flujo esperado de ingresos netos de costos operativos que genera el proyecto; segundo, calcular el valor presente del flujo esperado de gastos que conlleva el proyecto; y finalmente, determinar si la diferencia entre ambos (VPN) es mayor que cero. Si esto se cumple entonces el proyecto es rentable y conviene llevarlo a cabo.

Teniendo en cuenta este enfoque una empresa

realizará todos los proyectos productivos que tengan un VPN positivo. Esta regla equivale a decir que la empresa se encuentra maximizando beneficios²⁴. Desde este punto de vista de la maximización de beneficios si el precio excede el costo medio de largo plazo las empresas se expanden e ingresan nuevas firmas, mientras que si el precio cae por debajo de los costos variables, entonces las empresas abandonan el mercado.

Este modelo tiene numerosas variantes y extensiones mediante la incorporación de los impuestos y sus efectos sobre las decisiones de inversión, los efectos de la inflación y la depreciación de los bienes de capital, etc. Entre las extensiones más conocidas podemos encontrar el modelo de Jorgenson(1963) que compara el valor de una unidad adicional de capital por período (Producto Marginal) con un costo de venta equivalente por período o costo de uso que puede ser encontrado a partir del precio de compra, las tasas de interés, la depreciación y los impuestos. El stock de capital deseado se encuentra igualando el producto marginal y el costo de uso del mismo. Se supone que el stock real se ajusta al stock deseado mediante un proceso de ajuste ad-hoc o como una respuesta óptima a un costo de ajuste explícito.

Otro tipo de modelo se encuentra expuesto por Tobin, que compara el valor capitalizado de la inversión marginal con su costo de compra. Una de las ventajas del enfoque es que este valor puede ser observado directamente en los valores accionarios de la empresa, o calculado como el valor presente del flujo de beneficios esperados. La razón del Valor marginal de la inversión con el costo de compra se denomina Q de Tobin. Si $Q > 1$ debe invertirse ya que el valor marginal de la inversión supera el costo de compra de la misma. Mientras que si $Q < 1$ no debe realizarse la inversión.

²⁴ Puede demostrarse que la maximización de beneficios equivale a la regla de realizar todos los proyectos cuyo valor presente neto sea mayor que cero. Esta regla no se aplica para el caso de la tasa interna de retorno, ya que pueden existir varias tasas de retorno para un mismo proyecto dependiendo de la convexidad del conjunto de proyectos productivos.

Ambos modelos comparten los supuestos del enfoque ortodoxo mencionado anteriormente, por lo que los resultados que se obtienen son similares.

En estos modelos las empresas se encontrarían funcionando con niveles de beneficios cercanos a los que ofrecería cualquier otra actividad. A su vez, las empresas se encuentran operando en ambientes que se suponen contienen un alto grado de certidumbre, sobre todo en aquellos factores que pueden influir en el proceso de toma de decisiones de inversión. Tampoco se considera algún tipo de costo hundido (un gasto que no se puede ser recuperado si más tarde se revierte el proyecto) por parte de las empresas que emprenden algún proyecto ya que se supone que estas pueden abandonar el mercado instantáneamente, o ingresar a él de la misma forma, sin incurrir en costos que posteriormente son irre recuperables. Es decir, que pueden recuperar el capital invertido sin ningún costo.

En la realidad se observa que las empresas invierten en proyectos donde esperan obtener altas tasas de rendimiento. Se han encontrado tasas de rendimiento requerido tres o cuatro veces superiores al costo del capital²⁵.

En países en desarrollo como Argentina y Brasil se observa que las decisiones de inversión de las empresas extranjeras son muy volátiles y generalmente se refiere a la incertidumbre sobre marcha de los principales indicadores económicos como uno de los factores determinantes en la toma de decisiones de inversión.

En esta sección trataremos el enfoque de inversión bajo incertidumbre que contempla aspectos de análisis más acordes, en lo que se refiere a las características de la inversión extranjera directa en los países bajo análisis.

La inversión en contextos de incertidumbre contiene tres características fundamentales que las diferencian de los enfoques mencionados anteriormente:

1. Toda inversión supone un costo hundido, un gasto que no podrá ser recuperado una vez que se realiza el proyecto.

²⁵ En el libro "Investment under uncertainty" se destaca que en un estudio realizado por Summers (1987) se encontraron tasas de inversión mínimas requeridas en un rango que va del 8 al 30%, con una mediana de 15% y una media de 17%. El costo del capital sin riesgo fue mucho menor, considerando la deducción de los gastos en intereses, la tasa nominal de interés fue del 4%, y la tasa real cercana a cero.

2. El ambiente económico donde se desenvuelve la empresa es incierto, por lo que no se conocen las trayectorias exactas de las principales variables que determinan el resultado de la inversión.

3. La decisión de invertir no desaparece en el tiempo, es decir, que generalmente el empresario puede decidir esperar e invertir mañana en vez de realizar el proyecto hoy.

Como veremos más adelante, cuando se introducen estas tres características en el modelo clásico de inversión, la posibilidad de esperar tiene un valor positivo. Es decir que existe un valor de espera. En este caso, cuando el inversor se encuentra evaluando la posibilidad de llevar a cabo un proyecto productivo, tiene la alternativa de posponer temporalmente este proyecto para obtener información adicional a medida que pasa el tiempo, por lo que se mantiene disponible la opción de invertir²⁶. Esta característica es diferente a la del modelo original, donde la oportunidad de invertir era hoy o nunca, no existe la posibilidad de posponer la decisión²⁷. Este valor de espera debe confrontarse con los beneficios actuales que se sacrifican al decidir esperar. Si las condiciones para la inversión son muy favorables convendría emprender el proyecto sin dilación.

1. EL EFECTO DE ESPERAR

Consideremos un proyecto de inversión que puede ser emprendido con un costo hundido K . Se supone que el proyecto tiene una vida infinita, es decir que dura para siempre²⁸. En cada período se obtiene un flujo de ingresos R . Estos ingresos se suponen netos

²⁶ En este modelo no se considera la pérdida de la oportunidad productiva por la aparición de un competidor que realice el proyecto y deje a la empresa original fuera del mercado. Se supone que nos hallamos en un ambiente competitivo donde los proyectos no son únicos, sino que cualquier empresario puede acceder libremente al mercado. Si se diera el caso anterior nos encontraríamos con un valor de espera muy bajo o cero, dependiendo de las características del mercado.

²⁷ Esta posibilidad es la que convierte al modelo con incertidumbre en un modelo dinámico, mientras que el modelo Marshalliano es un modelo estático.

²⁸ Este supuesto simplificador sirve para facilitar las manipulaciones matemáticas de manera que los resultados puedan obtenerse fácilmente. El levantamiento de este supuesto no altera significativamente el análisis desarrollado.

de todo costo operativo. En este caso los ingresos futuros son impredecibles ya que se desconoce el sendero temporal de los mismos²⁹.

Suponemos que el objetivo del empresario es maximizar el valor presente de los beneficios. Dada una tasa de descuento $\rho > 0$ que representa el costo del capital sin riesgo y que se encuentra dada exógenamente, el valor presente esperado de los ingresos futuros será R/ρ . Bajo el enfoque tradicional la decisión se tomaría comparando directamente el valor presente con el costo hundido del capital K . Si el valor presente de los flujos esperados de ingresos futuros es mayor que el valor presente de los costos hundidos, entonces conviene realizar el proyecto de inversión, de lo contrario el proyecto no se lleva a cabo. El límite donde el inversor se encuentra indiferente entre invertir y no invertir es el punto donde:

$$(1) \quad M = \rho K$$

es decir que el inversor realizará el proyecto cuando los flujos de ingresos superen el nivel M . Este nivel lo denominaremos nivel Marshalliano debido a que refleja los postulados de dicha teoría. En este marco teórico se considera que la posibilidad de invertir existe hoy pero no existe mañana, es decir, que la posibilidad de inversión se pierde si no se realiza, no puede posponerse.

Además, si el inversor puede mantener abierta la opción de invertir y esperar un tiempo hasta recibir nueva información acerca de los factores que determinan el flujo de ingresos, puede darse el caso en que

²⁹ La ley probabilística de evolución de R puede tomar muchas formas, pero la especificación que se utilizará aquí es que en cada período R puede aumentar o disminuir en un porcentaje fijo. Las probabilidades de incremento y decremento no necesariamente son iguales, por lo que puede existir una tendencia negativa o positiva para R . En definitiva, R sigue un camino aleatorio cuyos pasos son de igual proporción, es decir, que forman una serie geométrica. Entonces se dice que R sigue un movimiento geométrico o proporcional Browniano.

Muchas series económicas temporales (tipos de cambio, precios de los recursos naturales, precios de las acciones, etc.), pueden ser descriptos, como primera aproximación, por medio de movimientos Brownianos. Por simplicidad se supone que la tasa de crecimiento tendencial de R es cero. Este supuesto no afecta los resultados cualitativos del modelo. Para una explicación matemática de este proceso y ejemplos de aplicación ver "Investment under Uncertainty", Capítulo 3, página 68 en adelante.

esperar sea una mejor alternativa, a realizar inmediatamente la inversión, y que esta espera tenga un valor positivo. Por ejemplo si se desconoce el valor que tendrán los ingresos en el período siguiente (R_1), puede decidirse no realizar la inversión hoy y esperar a que se verifique el valor de R_1 . Si $R_1 > M$ entonces invierto, mientras que si $R_1 < M$ no invierto. De esta manera el hecho de esperar posibilita al inversor impedir el riesgo de las caídas en los ingresos durante el tiempo de espera mientras que puede obtener las subas potenciales en estos ingresos. El siguiente ejercicio numérico ejemplifica de manera simple el beneficio de esperar: supongamos que una empresa que analiza invertir en una planta productiva, y que esta inversión es completamente irreversible. Suponemos que se realiza una inversión inicial y que no existen costos operativos. El precio del producto es de \$100, pero el año que viene cambiará. Con probabilidad q aumentará a \$200 y con probabilidad $(1-q)$ caerá a \$50 y permanecerá en ese nivel en los periodos restantes. Suponemos que la empresa descontará los flujos futuros de fondos a la tasa de interés libre de riesgo, que suponemos igual a 10%.

Entonces, si $I = \$1000$ y $q = 0,5$ el cálculo del valor presente neto (VPN) será:

$$VPN = -1000 + \sum_{t=0}^{\infty} \frac{125}{(1,1)^t} = -1000 + 1375 = 375^{30}$$

Como se observa, a la empresa le conviene realizar el proyecto debido a que el VPN del mismo es mayor que cero. Sin embargo, esta conclusión sería demasiado apresurada debido a que se ignora el costo de invertir ahora en lugar de esperar y mantener la posibilidad de invertir en el período siguiente. Supongamos que el empresario decide aguardar un año y luego invertir si el precio aumenta. En este caso tenemos que el VPN será:

$$VPN = (0,5) \left[\frac{-1000}{1,1} + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{200}{(1,1)^t} \right] = 545$$

Como vemos, si el inversor espera un año antes de decidir acerca del proyecto productivo el VPN es de

³⁰ El valor 125 de la ecuación surge de multiplicar el precio de 200 por la probabilidad q de que el precio sea de 200, más 50 por la probabilidad $(1-q)$ de que el precio sea de 50. Es decir:

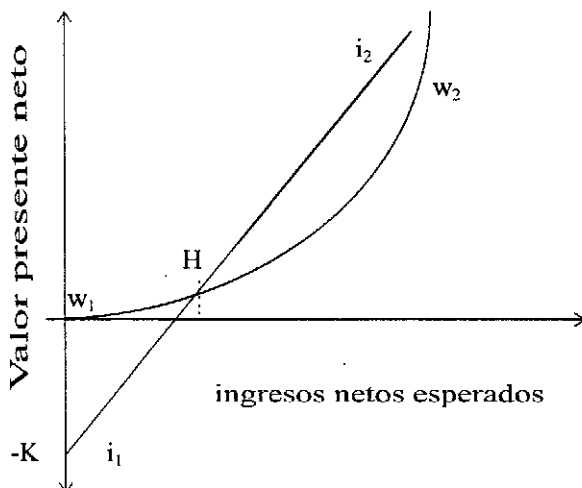
$$200 * q + 50 * (1-q) = 200 * 0,5 + 50 * 0,5 = 125$$

\$545, mientras que si invierte hoy el VPN es de \$375. Claramente es conveniente esperar antes que invertir hoy. Si no hubiésemos tenido la opción de posponer la inversión de todas maneras hubiese sido rentable realizar el proyecto. El valor de esta opción de flexibilidad es fácil de calcular, es la diferencia entre los dos VPN, es decir \$170. Este monto es lo que el inversor estaría dispuesto a pagar para tener la posibilidad de posponer el proyecto por un período.

Esta reducción selectiva del riesgo del proyecto genera que la espera tenga un valor positivo, mientras que los costos vienen dados por el sacrificio de beneficios inmediatos que se pierden por posponer el proyecto. Por tanto, si estos beneficios que se sacrifican son considerablemente elevados el valor de la espera puede no compensar la pérdida de ingresos por lo que conviene realizar el proyecto inmediatamente. Entonces, diremos que existe un nivel crítico, llamado H, tal que si los ingresos superan este nivel es óptimo llevar a cabo el proyecto sin dilación, mientras que valores por debajo de este nivel provocará que la espera sea óptima. Hay que señalar que este nivel de ingresos es mayor que el nivel Marshalliano (M).

A continuación analizaremos con mayor rigurosidad los determinantes de la diferencia entre ambos niveles. En el gráfico siguiente se ilustra un caso en particular:

GRAFICO N° 2
VALOR PRESENTE Y CURVA DE
INCERTIDUMBRE



En el eje de las abscisas consideramos el nivel de ingresos netos esperados, mientras que en el eje de ordenadas se representa el valor presente neto. La línea recta $i_1 i_2$ representa el valor presente neto calculado a partir del modelo Marshalliano. La fórmula para esta recta es:

$$(2) \quad \text{VPN} = (R/\rho) - K$$

De esta manera si los ingresos netos son cero el VPN es igual al costo hundido $-K$, como se aprecia gráficamente. A medida que aumentan los ingresos comienza a incrementarse el valor presente neto, a una tasa $1/\rho > 1$. Por su parte, la curva $w_1 w_2$ viene dada por la expresión:

$$(3) \quad \text{VPN} = BR^\beta$$

Esta fórmula contiene dos constantes B y β , donde $B > 0$ y $\beta > 1$, por lo que el valor presente neto crece de manera exponencial.

De acuerdo con los resultados que se obtienen en el apéndice matemático tenemos que:

$$(4) \quad \beta = \frac{1}{2} \left[1 + \sqrt{1 + \left(\frac{8\rho}{\sigma^2} \right)} \right] > 1$$

y B es una constante multiplicativa que se determina por la condición, que veremos seguidamente, de que las dos expresiones del valor presente neto deben ser iguales cuando $R=H$. De esta manera $BH^\beta = H/\rho - K$, o, reescribiéndolo,

$$(5) \quad \frac{H}{\rho} = K + BH^\beta$$

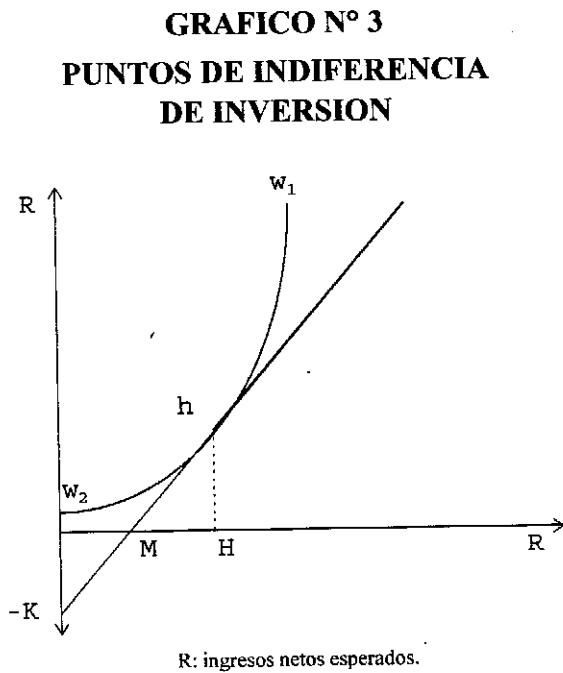
Consideremos la diferencia con el caso Marshalliano teniendo en cuenta que el proyecto se establece siguiendo la regla de que el rendimiento esperado R debe exceder el nivel H. Si el rendimiento esperado supera este nivel H, entonces el rendimiento del proyecto está dado por la parte de la línea $i_1 i_2$ por encima del punto H, donde $R=H$. En este punto la empresa se encuentra indiferente entre invertir o esperar. Para valores de R por debajo del nivel H tenemos que esperar es lo óptimo. En este punto donde el rendimiento esperado es igual al nivel H la empresa se encuentra indiferente entre invertir o esperar. Si el rendimiento esperado es menor entonces lo óptimo es esperar debido a que existe una probabilidad positiva

de que el rendimiento esperado en algún momento supere a H. Por otra parte si el valor de los rendimientos esperados tiende a cero, el valor de esperar también tiende a cero debido a que la posibilidad de que el valor de R supere a H en algún momento futuro es muy remota, excepto en un futuro muy lejano, y el valor presente descontado de este ingreso es muy pequeño. Entonces mayores niveles de R aumentarán el valor de espera crecientemente. Este comportamiento lo expresa la curva w_1w_2 a la izquierda del punto H, ya que más allá de este punto el valor de espera es irrelevante.

El valor de oportunidad de invertir está dado conjuntamente por el tramo de la curva w_1h y la línea recta hi_2 ,

$$(6) \quad (R) = \begin{cases} BR\beta \rightarrow R < H \\ (R/\rho)/K \rightarrow R > H \end{cases}$$

En el gráfico anterior se observó un ejemplo para un proyecto particular. El punto óptimo de inversión vendrá dado por la tangencia entre la recta i_1i_2 y la curva w_1w_2 . Gráficamente:



El punto M corresponde al nivel de ingresos esperados para el cual el valor presente neto es igual a cero. Este punto es el que corresponde al nivel Marshalliano de inversión. Bajo este enfoque es óptimo

invertir si los ingresos esperados superan este nivel.

El punto H marca el nivel de ingresos esperados compatible con el valor de espera. Este nivel, como se observa, es mayor que el Marshalliano por lo que, bajo incertidumbre, el nivel requerido de beneficios para realizar un proyecto es mayor como se demuestra en el apéndice la relación entre el nivel Marshalliano y el nivel óptimo de inversión viene dada por:

$$(7) \quad H = [\beta/(\beta-1)] \rho K$$

por lo que el nivel óptimo H es $\beta/(\beta-1)$ veces el nivel Marshalliano.

2. ABANDONO

Consideremos una empresa que tiene en cuenta no solo el nivel de ingresos que le indica el nivel óptimo de entrada al mercado, o puesta en marcha de un proyecto de inversión, sino que también analiza la posibilidad de abandonar las actividades si los ingresos caen demasiado. En la teoría Marshalliana nos encontramos con que una empresa abandona la actividad cuando sus ingresos son menores que los costos operativos. Sin embargo, en la realidad, puede observarse que existe empresas que continúan operando aún con pérdidas operativas.

Para capturar este hecho consideremos que el factor de incertidumbre que enfrenta la empresa viene dado por la demanda, y que entonces, como suponemos que el precio está dado, no puede determinar exactamente qué precio va a enfrentar. Si el precio es lo suficientemente alto para que los ingresos alcancen el nivel H la empresa invertirá, mientras que a un precio lo suficientemente bajo la empresa abandonará el mercado. Para determinar este límite inferior supongamos que C son los costos operativos y que R es el ingreso bruto. Bajo la teoría Marshalliana cuando el precio es tan bajo que se verifica que R está por debajo de C la empresa abandonará las actividades. Este enfoque supone el recupero íntegro del capital invertido y que la suspensión no significa desinversión. En realidad, si una empresa deja de producir no puede restablecer sus actividades sin incurrir en costos adicionales. Al abandonar la producción se produce un deterioro en las máquinas (llamémosle "oxidación") que impide el restablecimiento sin costo alguno de las operaciones. Entonces, la suspensión de la producción es igual al abandono. Supondremos que si un empresario desea volver y restablecer la producción debe realizar nuevamente el costo hundido

total K^{31} . En este caso la posibilidad de esperar afecta la decisión de abandonar. El inversor va a estar dispuesto a tolerar alguna pérdida operativa para mantener viva la opción de que los ingresos futuros R se incrementen. Entonces el ingreso R ha de caer muy por debajo del nivel de costos operativos C para que abandonar sea una decisión óptima. Sólo cuando la pérdida actual supera el valor de la opción se justifica abandonar la actividad.

Supongamos que el nivel de abandono es L , que es aquel valor que se obtiene calculando apropiadamente el valor de la opción³². Por tanto, tenemos que L debe ser menor que C . El valor presente neto esperado es:

$$(8) \quad V = [(R - C) / \rho] - K$$

donde $R^* = (R - C) / \rho$ es el valor presente esperado de los beneficios operativos. Esta expresión resume el criterio Marshalliano según el cual una empresa invertirá cuando $(R - C) / \rho$ exceda K , es decir, cuando los ingresos corrientes R exceda al nivel

$$(9) \quad M = C + \rho K$$

El lado derecho de esta ecuación es el costo Marshalliano de largo plazo representando la suma de los costos variables y los intereses sobre el costo hundido. Cuando el valor de la opción de esperar se tiene en cuenta, el nivel H es mayor, entonces puede obtenerse la siguiente desigualdad:

$$(10) \quad L < C < C + \rho K < H$$

esta desigualdad expresa el alejamiento de los niveles Marshallianos tanto en el caso de comenzar un proyecto como en la situación de abandono de la actividad. Bajo incertidumbre existe un rango mayor entre estos dos niveles mencionados.

Es importante reconocer que los niveles L y H son determinados conjuntamente por todos los parámetros

³¹ Este supuesto es extremo, ya que el costo del restablecimiento de las actividades no necesariamente es igual al costo de instalar nuevamente la planta de producción. Pero, por simplicidad analítica seguiremos utilizando este supuesto ya que no altera las conclusiones de este modelo.

³² Para obtener una obtención matemática de este nivel L , de acuerdo con el enfoque desarrollado en el apéndice matemático, ver: "Investment under Uncertainty", Dixit y Pyndick, Capítulo 7.

del modelo. Un incremento de los costos hundidos, K , elevará el nivel de inversión H , pero a su vez disminuirá el nivel de abandono L . El proyecto continuará funcionando durante períodos mayores debido al valor de la opción de mantener los costos hundidos fijos. Por otra parte, cuando más costoso resulte el abandono de una actividad mayor será el nivel de entrada, debido a que las empresas tomarán más precauciones al realizar un proyecto cuyo abandono implicaría grandes costos.

3. DINAMICA EN LA INDUSTRIA COMPETITIVA

En esta sección analizamos el comportamiento de un conjunto de empresas de una industria bajo incertidumbre. Supondremos que existe un conjunto de empresas que actúan en un mercado de competencia perfecta³³. Por tanto, el precio que enfrentan estos productores se encuentra determinado por el equilibrio de oferta y demanda en el mercado. Supondremos que la incertidumbre proviene del hecho de que el precio se encuentra sujeto a cambios inciertos en el tiempo, debido a shocks en la demanda de mercado³⁴.

Supongamos una función de demanda inversa para la industria, en la cual el precio P se expresa como una función de la cantidad demandada Q , y el shock de demanda X . Algebraicamente la función de demanda se expresa como:

$$(11) \quad P = XD(Q)$$

donde variaciones de la cantidad demandada provocarán movimientos contrarios en el precio del producto a lo largo de la curva de demanda dada, mientras

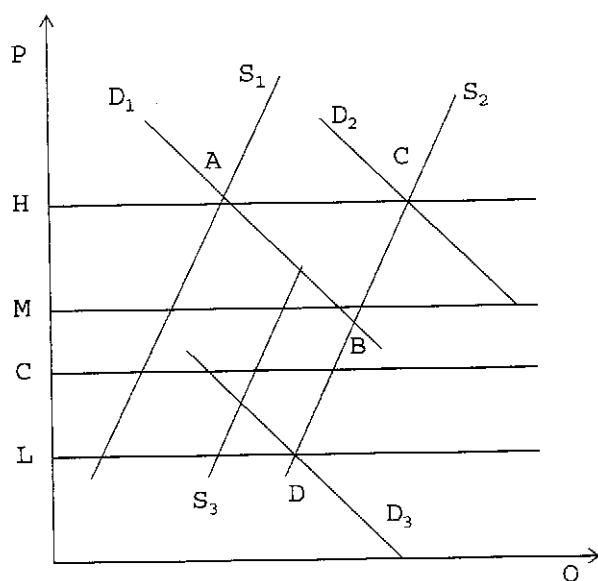
³³ En esta sección, como en las secciones anteriores existe un supuesto implícito en el tratamiento de la inversión. Suponemos que la empresa es neutral al riesgo, por lo que la tasa de descuento que se utiliza es la tasa normal de mercado ρ . Existen extensiones en las cuales se permiten diferencias entre las tasas de descuento, pero por simplicidad, mantendremos este supuesto.

³⁴ En la literatura que trata el tema de inversión bajo incertidumbre se señalan dos tipos principales de incertidumbre, por un lado tenemos incertidumbre específica a la firma, y por otro lado incertidumbre sobre la industria. Aquí se supondrá que la incertidumbre abarca a toda la industria. Para una discusión y modelación de ambos tipos de incertidumbre ver "Investment under Uncertainty", Dixit y Pyndick, Capítulo 8.

que el shock X provocará desplazamientos completos de la curva de demanda. Supondremos además que cada empresa dispone de una tecnología Marshalliana similar y que entra en actividad con un costo hundido inicial K. La curva de oferta de cada empresa está representada por la curva de costo marginal con pendiente positiva y la curva de oferta de la industria se obtiene mediante la suma de las ofertas de cada empresa. Como vimos en la sección anterior, para cada empresa C es el costo medio variable mínimo y M es el costo medio mínimo de largo plazo.

La situación de la oferta y demanda en esta industria puede apreciarse en el siguiente gráfico:

GRAFICO N° 4
DINAMICA DE LA INDUSTRIA



Supongamos que la curva de oferta en la que la industria se encuentra operando es S_1 . Las fluctuaciones que ocasionen los shocks sobre la curva de demanda inducirán a movimientos de la cantidad ofrecida a lo largo de S_1 .

Supongamos que las nuevas entradas a la industria suceden cuando el precio aumenta por encima del nivel H. A lo largo de la curva S_1 esto sucede, para la curva de demanda D_1 , en el punto de equilibrio A. Precios por encima de este nivel provocarán la entrada de nuevas empresas a la industria, por lo que la curva de oferta de la industria se desplazará hacia la

derecha, hasta la curva S_2 . El precio caerá a lo largo de la curva de demanda D_1 , hasta el punto B. De esta manera los shocks de demanda provocan movimientos a lo largo de S_2 hasta que el nivel de precios H es alcanzado nuevamente. En este nivel, nuevas empresas entran al mercado. Si el precio disminuye hasta que se alcanza el nivel crítico L, se verifica una salida de empresas y una retracción en la oferta. El primer caso (nivel H) se da si la demanda aumenta hasta D_2 , en el punto C, mientras que el último caso se verifica si la demanda se traslada hasta D_3 , en el punto D.

Para el intervalo de precios que se encuentra entre H y L el número de empresas permanece constante mientras que las cantidades y precios fluctúan con los shocks de demanda. Si la demanda alcanza el límite superior, la entrada de nuevas empresas traslada la curva de oferta hacia la derecha, como ocurre en el gráfico de la curva S_1 a S_2 . Mientras que si el precio descende hasta alcanzar el límite inferior, la curva de oferta se traslada hacia la izquierda como sucede gráficamente de la curva S_2 a S_3 .

Consideremos la situación de una empresa particular que pretende ingresar al mercado. La firma sabe que la entrada de nuevas empresas impedirán que el precio aumente mucho más allá del nivel H, mientras que las salidas de empresas no permitirán una caída en el precio por debajo del nivel L, y que entre estos dos límites el precio y la cantidad se mueven ante respuesta a los shocks de demanda. Dado este proceso en el comportamiento de los precios de mercado el empresario debe elegir sus propias estrategias de entrada y salida que consistirán en un nivel de entrada H' y de salida L' particulares para cada empresa. De acuerdo con los supuestos establecidos anteriormente y considerando que las expectativas se forman racionalmente, el equilibrio industrial asegura que los límites individuales de cada empresa coincidirán. Por tanto tenemos que en equilibrio $H'=H$ y $L'=L$ ³⁵.

El nivel de entrada posibilita la obtención de beneficios por encima de lo normal, mientras que en el nivel de salida se observan pérdidas operativas. La razón de que existan beneficios extraordinarios y pérdidas operativas resulta evidente cuando se consi-

³⁵ Este supuesto es demasiado simplificador, ya que en realidad pueden encontrarse distintos valores críticos en distintas industrias y hasta empresas, dependiendo del grado de competitividad del mercado. Pero, a nivel analítico, este supuesto permite explorar la dinámica de la industria bajo incertidumbre.

dera el resultado neto de una empresa que evalúa la posibilidad de entrar o salir del mercado.

Suponiendo, que el nivel superior correspondiese al nivel Marshalliano M. Cada empresa sabe que el precio no subirá mucho más allá de este nivel debido a la entrada de nuevas empresas y que shocks de demanda pueden hacer que el precio esté por debajo de este nivel. Entonces, los beneficios esperados de la empresa nunca serán superiores a los normales, pero a veces pueden ser inferiores. El rendimiento promedio esperado del capital debe ser inferior al normal, y el resultado neto debe ser negativo. Como consecuencia las empresas no invertirán en tales circunstancias. El nivel H debe exceder el costo medio de largo plazo para que las empresas compensen la posibilidad de períodos con beneficios por debajo de lo normal con períodos en los cuales los beneficios se encuentran por encima de lo normal. El nivel de equilibrio de H debe ser tal que asegure exactamente un rendimiento normal promedio, o rendimiento cero, para un inversor potencial.

De manera similar puede analizarse el caso en que el nivel mínimo L debe encontrarse por debajo del nivel Marshalliano C. De esta manera se obtiene la relación enunciada en la ecuación (10).

4. POLITICAS Y COMPETENCIA IMPERFECTA

La dinámica que exhibe el comportamiento de las empresas bajo incertidumbre requiere un replanteamiento de las políticas de regulación de los distintos mercados y también de las políticas industriales.

El equilibrio de la industria se determina en el largo plazo, luego de un extenso proceso de ajuste. Generalmente si se analiza una industria con un enfoque de corto plazo pueden encontrarse casos de empresas que obtienen beneficios extraordinarios mientras que no se observa la entrada de nuevas empresas al mercado. Bajo el enfoque ortodoxo esto implicaría la existencia de monopolios o barreras a la entrada de nuevas empresas, por lo que se podría generar la necesidad de aplicar políticas correctivas a esta situación. Pero, si nos basamos en el enfoque expuesto anteriormente, podemos ver que esta situación puede corresponder al rango de precios que existe entre H y M, donde las empresas obtienen beneficios por encima de lo normal y existe un valor de espera positivo. Por tanto, para poder determinar la existencia de monopolios o de otro tipo de competencia imperfecta

deberían realizarse estudios de la industria en el largo plazo.

A su vez, si se observa que en una industria las empresas se encuentran operando con pérdidas operativas puede concluirse, bajo el enfoque Marshalliano, que existe dumping predatorio por parte de estas empresas, mientras que si consideramos la incertidumbre podría darse el caso de que los empresarios elijan sufrir pérdidas operativas para mantener activo el capital hundido. Por tanto, aquí también es indispensable realizar un análisis de largo plazo para determinar las características propias de cada industria.

Por otra parte la aplicación de distintas políticas por parte del gobierno, como los controles de precios, generan diversos efectos sobre las decisiones de invertir. Tanto los precios máximos como los precios mínimos generan cambios en la manera en que los inversores actuarán ante los shocks de demanda y la fijación de los niveles de inversión.

La política del gobierno juega, en estos modelos, un rol muy importante. El gobierno no sólo puede realizar políticas tendientes a reducir la incertidumbre en el sistema, sino que también puede generar incertidumbre ante la posibilidad de cambios en las políticas actuales. El anuncio de cambios en políticas, por ejemplo impositivas, puede generar incertidumbre y elevar el valor de espera para proyectos de inversión que se encuentran en evaluación. De esta manera parece importante no sólo el tipo de política que se aplica sobre la inversión, sino también la perdurabilidad de dichas políticas, para dar seguridad y certidumbre en el sistema.

3. OTROS MODELOS CON INCERTIDUMBRE

Existen muchas extensiones teóricas sobre los modelos de inversión bajo incertidumbre. En esta sección resumiremos brevemente las características sobresalientes de algunos de estos modelos.

1. LOS CICLOS ECONOMICOS

Los ciclos económicos productivos tienen una característica importante que son los bruscos cambios en la producción de bienes durables. Una explicación de estos cambios se realizó a través de la teoría del acelerador de la inversión. Estos modelos se basan en el sucesivo ajuste de las cantidades de capital hasta

alcanzar el stock de capital óptimo o deseado, lo que permite generar ciclos económicos a partir del ajuste en el stock de capital.

Sin embargo, en los procesos recesivos existen periodos en los cuales la inversión en bienes de capital sufre una caída muy fuerte, que no puede ser explicada adecuadamente por estos modelos tipo acelerador.

En el modelo, desarrollado por Ben Bernanke(1983)³⁶, se intenta explicar el ciclo, y las fuertes fluctuaciones a partir de la incertidumbre y el flujo de información. Los supuestos básicos son los que señalamos en el modelo de la sección anterior: los proyectos de inversión individuales son irreversibles y la información relevante acerca de los rendimientos del proyecto a largo plazo fluye a través del tiempo. De esta manera, esperando, el inversor puede mejorar las posibilidades de realizar una decisión correcta. Como en el caso anterior posponer será deseable si la información que se recibe es más valiosa que los rendimientos de corto plazo que sacrifica.

El modelo arriba a las mismas conclusiones que en el caso anterior, acerca de la forma en que el inversor decide cuándo invertir. El proyecto se realizará solo si los beneficios corrientes exceden el valor de la opción de mantener el proyecto.

Por otra parte se analiza el efecto que tiene en la decisión de inversión el tipo de información que se recibe. Si la información que se recibirá en un período dado es buena, no implica cambio alguno en la decisión de invertir, es decir que es la capacidad de evitar las "malas noticias" (Bad news) lo que conduce a esperar. Por ejemplo: si un inversor realiza hoy un proyecto y cree que el año que viene las condiciones de mercado mejorarán, esta información no implica un cambio en la decisión que realiza en este período. Entonces, el principio de las "malas noticias" dice que: dado el rendimiento corriente de la inversión más rentable (I), el deseo de invertir en el período t depende sólo del promedio de la severidad de las malas noticias esperadas para el proyecto I, las buenas noticias potenciales carecen de importancia. El inversor obtiene el derecho a invertir en otro período sacrificando beneficios presentes. Esta opción, en el período t+1, le permitirá decidir si invierte en el proyecto I o en cualquier otro proyecto más rentable. Esta opción carece de valor en periodos donde inver-

tir en el proyecto I es la mejor alternativa. Al decidir si compra o no esta opción, el inversor considera únicamente las posibles "malas noticias" en el período siguiente, ya que, de realizar el proyecto hoy y comprobarse la ocurrencia de las "malas noticias", lamentaría haber llevado a cabo el proyecto. Por tanto el inversor se ubicará en una de las colas de la distribución de probabilidades, aquella en la que se verifican las "malas noticias". Ejemplo³⁷: supongamos un proyecto que en el período cero enfrenta un precio P_0 , pero que en el período siguiente el precio será:

$$P_1 = \begin{cases} (1+u)P_0 & \text{con probabilidad } q \\ (1-d)P_0 & \text{con probabilidad } 1-q \end{cases}$$

donde u es la probabilidad de un aumento en el precio, mientras que d es la probabilidad de una caída en el mismo. El valor presente neto de invertir hoy será:

$$VPN = -I + P_0 + q \sum_{t=1}^{\infty} \frac{(1+u)P_0}{(1,1)^t} + (1-q) \sum_{t=1}^{\infty} \frac{(1-d)P_0}{(1,1)^t}$$

despejando, tenemos que:

$$(A) \quad VPN = -I + 10 \left[1,1 + q(u-d) - d \right] P_0$$

por otra parte, si decidimos esperar el VPN será:

$$(B) \quad VPN = \frac{1}{1,1} \left[q \max [0, -I + 11(1+u)P_0] + (1-q) \max [0, -I + 11(1-d)P_0] \right]$$

El punto de indiferencia entre invertir ahora y esperar ocurre en el rango de P_0 donde la inversión en el período 1 se encuentra garantizada si el precio aumenta pero no si el precio baja. En este caso la ecuación de valor presente neto se simplifica a:

$$(C) \quad VPN = \frac{q}{1,1} \left[-I + 11(1+u)P_0 \right]$$

³⁶ Este modelo se basa en el artículo de Ben Bernanke "Irreversibility, Uncertainty, and Cyclical Investment", The Quarterly Journal of Economics, February 1983.

³⁷ Este ejemplo se encuentra extraído del libro: "Investment under uncertainty", Dixit and Pyndick. Introducción, páginas 40-41.

Igualando la ecuación (A) de invertir ahora con el valor presente neto de la ecuación (C) de esperar, y resolviendo para P_0 , obtenemos:

$$P_0^* = I \left(\frac{0,1}{1,1} \right) \cdot \left(\frac{0,1 + (1-q)}{0,1 + (1-q)(1-d)} \right)$$

Como se aprecia, en la ecuación anterior el valor de P no depende en absoluto de u , la magnitud del incremento en el precio, mientras que si depende de d que es la magnitud de que el precio descienda. A su vez, cuanto mayor sea d mayor será el precio límite P^* , es decir que la magnitud de las "malas noticias" es lo que determina el incentivo a esperar.

Vemos entonces que la inversión irreversible es sensible a la incertidumbre acerca de la caída. Como se dijo al comienzo, un pequeño incremento en la probabilidad de un "desastre" no puede ser compensado por ninguna buena noticia potencial. De esta manera vemos como el ciclo económico, que es acompañado por bruscos cambios en las compras de bienes de capital, puede ser provocado por la incertidumbre y el incremento en la probabilidad de ocurrencia de las "malas noticias". Un ejemplo de como se puede generar un ciclo de estas características, expuesto en Bernanke, *op.cit.* es el siguiente: supongamos que el Congreso se encuentra tratando un incremento en el crédito impositivo a la inversión (Tax credit). Con el objeto de impedir que se pospongan proyectos de inversión durante el período de debate se especifica que el crédito impositivo, si se aprueba, será retroactivo. Esta previsión impedirá los problemas de posponer proyectos si el capital es maleable y reversible, pero no será así en el caso de que sea irreversible y específico. Supongamos que una empresa necesita reemplazar una planta obsoleta. Una planta nueva trabajo intensiva, Proyecto A, se prefiere en caso de que no se apruebe la ley, mientras que una planta capital intensivo, Proyecto B, se lleva a cabo si se aprueba la ley. Si no se aprobase la ley se construiría una planta tipo A, mientras que si se realiza la ley se construye una planta tipo B. De esta manera la estrategia dominante de la empresa será diferir la decisión de inversión hasta el momento en que se apruebe o no el proyecto de ley en el Congreso. Así, aunque el proyecto de ley persiga un aumento en la inversión de bienes de capital, genera una depresión en los niveles de inversión corrientes y des-

tabiliza el sendero de inversión posponiendo los nuevos proyectos hacia períodos futuros.

La posibilidad de que la incertidumbre produzca un ciclo económico depende de que la misma se renueve periódicamente. Una manera de hacerlo es suponer que la distribución de probabilidades desconocida es reemplazada por otra distribución en algún momento desconocido. El problema de los inversores es poder distinguir, a partir de la información que reciben, el cambio en la distribución.

De esta manera la nueva información puede ser la fuente de cambios en la inversión. Cambios inusuales, que ocurren periódicamente, provocan que los inversores estén menos seguros acerca de cual es la distribución que genera los rendimientos del proyecto. Si se piensa que los cambios en la distribución ocurren con poca frecuencia, entonces convendrá diferir la decisión de manera de obtener información adicional por lo que la inversión declinará. A medida que pasa el tiempo se corrobora el cambio en la distribución, o se verifica el hecho de que la distribución no cambió. La inversión vuelve a resurgir a medida que la espera por nueva información es menos deseable. Entonces se crea un ciclo de corto plazo completo. Este ciclo tiene la característica de que sus puntos bajos corresponden a los períodos de alta incertidumbre y cautela por parte del inversor.

2. TEORIA Q DE LA INVERSION

En el libro de Dixit y Pyndick mencionado anteriormente se demuestra que, bajo incertidumbre, puede existir un valor de Q mayor que uno sin que se verifiquen incrementos en la inversión. De esta manera tendríamos una brecha entre los límites de inversión. Si el valor de Q se encuentra entre estos dos límites no se verifican modificaciones en los niveles de inversión.

Un desarrollo más completo puede encontrarse en Abel and Everly(1994)³⁸. En este artículo se desarrolla un modelo sobre la teoría Q de la inversión suponiendo, además de incertidumbre e irreversibilidad, una función de costos de ajuste del stock de capital. Bajo estos supuestos se obtienen dos valores críticos de Q , Q_1 y Q_2 . Si el valor de Q se encuentra entre Q_1 y Q_2 , entonces nos encontramos en una zona de

³⁸ "A Unified Model of Investment Under Uncertainty", Andrew Abel and Janice Eberly. The American Economic Review, December 1994.

inación, donde no se registran incrementos en la inversión bruta, mientras que la inversión crecerá por encima de Q2 y disminuirá por debajo de Q1³⁹. De esta manera, podemos apreciar que esta teoría de la inversión también sufre modificaciones a partir de la introducción de la incertidumbre en el enfoque.

4. CONCLUSIONES

Los modelos teóricos expuestos anteriormente subrayan la importancia de la incertidumbre en el proceso de toma de decisiones productivas. Es por esto que al analizar, posteriormente, los distintos factores relacionados con la inversión no podemos dejar de lado el papel que juega la incertidumbre en la determinación de las decisiones. Así, por ejemplo,

Este enfoque es susceptible de mediciones empíricas a nivel agregado, por lo que sería factible realizar un estudio de estas características para la Argentina y Brasil. Un estudio empírico aplicado a Chile puede encontrarse en Lehmann(1994)⁴⁰.

analizaremos la legislaciones y otros factores comparativamente en referencia al enfoque de la inversión bajo incertidumbre.

Además, este tipo de enfoque resulta útil al considerar países como Argentina y Brasil, ya que el "ambiente" económico en que se desenvuelve la actividad productiva está sujeto a cambios inciertos. Esta perspectiva es mucho más real si se considera que el inversor que toma las decisiones es extranjero.

³⁹ Para un desarrollo de este modelo ver Abel y Everly, op. cit.

⁴⁰ "Inversión productiva privada bajo incertidumbre: un modelo teórico y un análisis empírico para Chile." Colección Estudios CIEPLAN. Junio de 1994

Anexo

En esta sección desarrollaremos matemáticamente la obtención de las fórmulas que se observan en la sección correspondiente a Inversión bajo incertidumbre.

Supongamos que R tiene una tasa de crecimiento tendencial μ y la varianza proporcional por unidad de tiempo es σ^2 , y que la oportunidad de invertir es como un activo que es mantenido por un intervalo de tiempo dt (variación en el tiempo) mientras que R se mantiene por debajo de H . Este activo no paga dividendos pero su valor $V(R)$ cambia con R , de manera que puede haber una ganancia o pérdida de capital. La variación de R , dR sobre este intervalo de tiempo es aleatoria, con media y varianza:

$$(1) \quad E(dR) = \mu R dt$$

$$Var(dR) = \sigma^2 R^2 dt$$

entonces,

$$(2) \quad E(dR^2) = [E(dR)]^2 + Var(dR) =$$

$$= \mu^2 R^2 dt^2 + \sigma^2 R^2 dt$$

Expandiendo $V(R)$ utilizando el lema de Ito tenemos que;

$$(3) \quad dV = V'(R)dR + \frac{1}{2}V''(R)dR^2$$

aplicando valor esperado,

$$(4) \quad E(dV) = V'(R)E(dR) + \frac{1}{2}V''(R)E(dR^2) =$$

$$= V'(R)\mu R dt + \frac{1}{2}V''(R)[\mu^2 R^2 dt^2 + \sigma^2 R^2 dt]$$

en equilibrio, esta ecuación debería igualar el rendimiento normal $\rho V dt$. Igualando, tenemos

$$(5) \quad \rho V dt = V'(R)\mu R dt + \frac{1}{2}V''(R)[\mu^2 R^2 dt^2 + \sigma^2 R^2 dt]$$

dividiendo todo por dt y haciendo tender dt a cero,

$$(6) \quad \rho V = V'(R)\mu R + \frac{1}{2}V''(R)\sigma^2 R^2 =$$

$$= V'(R)\mu R + \frac{1}{2}V''(R)\sigma^2 R^2 - \rho V = 0$$

Intentemos una solución general, para esta ecuación, de la forma $V(R)=R^x$. Entonces $V'(R)=xR^{(x-1)}$ y $V''(R)=x(x-1)R^{(x-2)}$.

Reemplazando en la ecuación anterior, x debe satisfacer la ecuación cuadrática⁴¹:

$$(7) \quad \frac{1}{2}x(x-1)R^{x-2}\sigma^2 R^2 + xR^{(x-1)}\mu R - \rho R^x = 0$$

simplificando,

⁴¹ También $V(R)$ debe satisfacer las siguientes condiciones de límite:

$$(1) \quad V(0) = 0,$$

$$(2) \quad V(R^*) = R^*-I$$

$$(3) \quad V'(R^*) = 1$$

La condición (1) surge de la observación de que si R se aproxima a cero permanecerá en cero, de esta manera la opción de invertir no tendrá valor cuando $R=0$. V^* es el precio al cuál es óptimo invertir, y lo que la condición dice que después de invertir la empresa recibe un pago neto de V^*-I . La condición (3) se refiere a la característica de continuidad y buen comportamiento de $V(R)$. Para hallar $V(R)$ debemos resolver la ecuación diferencial de segundo orden anterior sujeta a estas tres condiciones límite. La solución general propuesta es de la forma $V(R)=R^x$.

$$(8) \quad \frac{1}{2}x(x-1)\sigma^2 + x\mu - \rho = 0$$

reagrupando el término x,

$$(9) \quad \frac{1}{2}x^2\sigma^2 + x\left(\mu - \frac{1}{2}\sigma^2\right) - \rho = 0$$

Para asegurar la convergencia del valor presente descontado de los ingresos suponemos $\rho > \mu$. Una de las raíces de la ecuación anterior es negativa, mientras que la otra es mayor que uno. Llamaremos a estas raíces α y β respectivamente.

La solución general es:

$$(10) \quad V(R) = AR^\alpha + BR^\beta$$

donde A y B son constantes.

Como el valor de esperar debe converger a cero cuando R se aproxime a cero, y como $\alpha < 0$, tenemos que $A=0$. De esta manera la ecuación anterior queda:

$$(11) \quad V(R) = BR^\beta$$

que es la expresión que se muestra en la sección teórica y donde B es una constante y $\beta > 1$ es una constante conocida cuyos valores dependen de los parámetros σ, ρ y δ de la ecuación diferencial. Las restantes condiciones de límite, (1), (2) y (3) (ver nota 34), pueden ser utilizadas para resolver las dos incógnitas restantes, la constante A y el valor crítico V^* al cuál es óptimo invertir. Sustituyendo (11) en (2) y (3) y reagrupando, encontramos que,

$$(12) \quad R^* = \frac{\beta}{\beta-1} I$$

y

$$(13) \quad B = \frac{(R^* - I)}{R^{*\beta}} = \frac{(\beta-1)^{\beta-1}}{[(\beta)^\beta I^{\beta-1}]}$$

Estas tres últimas ecuaciones dan el valor de la oportunidad de invertir y la regla de inversión óptima, esto es, el valor crítico de R^* al cuál es óptimo invertir.

Las raíces de la ecuación (8) son:

$$(14) \quad \alpha = \frac{1}{2} - \frac{\mu}{\sigma^2} - \sqrt{\left[\frac{\mu}{\sigma^2} - \frac{1}{2}\right]^2 + \frac{2\rho}{\sigma^2}} < 0$$

$$\beta = \frac{1}{2} - \frac{\mu}{\sigma^2} + \sqrt{\left[\frac{\mu}{\sigma^2} - \frac{1}{2}\right]^2 + \frac{2\rho}{\sigma^2}} > 1$$

Como en el texto se supone que $\mu=0$, entonces $x(x-1)=2\rho/\sigma^2$.

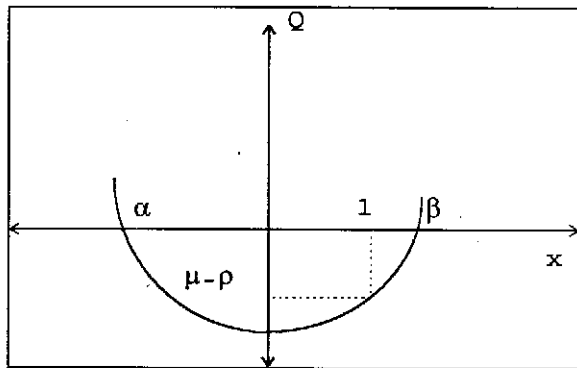
Entonces la raíz mayor que uno, β será igual a

$$(15) \quad \beta = \frac{1}{2} \left[1 + \sqrt{1 + \frac{8\rho}{\sigma^2}} \right] > 1$$

Si definimos

$$(16) \quad Q = \frac{1}{2}x^2\sigma^2 + x\left(\mu - \frac{1}{2}\sigma^2\right) - \rho = 0$$

tenemos que Q es una función de α y β y de los parámetros μ, ρ y σ^2 . Gráficamente,



Si $x=0$, entonces $Q=-\rho$ y $Q(1)=\mu-\rho$ y como $\rho>\mu$ entonces $\mu-\rho<0$.

¿Cómo cambia la raíz β si cambia σ ?

$$(17) \quad \frac{\delta Q}{\delta \sigma} \frac{\delta \beta}{\delta \sigma} + \frac{\delta Q}{\delta \sigma} = 0$$

en la figura anterior se observa que $\delta Q/\delta \beta > 0$ y también tenemos que

$$(18) \quad \frac{\delta Q}{\delta \sigma} = \sigma \beta (\beta - 1) > 0$$

De esta manera $\delta \beta / \delta \sigma < 0$. En otras palabras, a medida que σ se incrementa β decrece y $\beta/(\beta-1)$ se incrementa. Cuanto mayor sea la cantidad de incertidumbre acerca del valor futuro de R mayor será la brecha entre R^* y Y , esto quiere decir, que mayor será el rendimiento en exceso que la empresa demandará antes de que esté dispuesta a realizar el proyecto.

Relación con la teoría de inversión neoclásica

Supongamos que el proyecto es una fábrica que tiene una vida infinita que produce un flujo de beneficios π_t que sigue el proceso

$$(19) \quad d\pi = \mu \pi dt + \sigma \pi dz$$

Así, R está dado por

$$(20) \quad R_t = E \int_t^{\infty} \pi_s e^{-\rho(s-t)} ds = \frac{\pi_t}{\rho - \mu}$$

La regla Marshalliana es invertir siempre que $R_t \geq I$ o $\pi_t \geq (\rho - \mu)I$

Sin embargo, la ecuación(12) nos dice que la empresa invertirá cuando

$$(21) \quad \pi_t \geq \pi^* = \frac{\beta}{(\beta - 1)} (\rho - \mu) I > (\rho - \mu) I$$

De esta manera la tasa de descuento ajustada ρ' es definida como

$$(22) \quad \rho' - \mu = \frac{\beta}{(\beta - 1)} (\rho - \mu)$$

Capítulo 3

Análisis comparativo Argentina-Brasil

El objetivo del capítulo es lograr una aproximación acerca de los aspectos más sobresalientes que determinan ventajas para el inversor extranjero en Argentina y en Brasil. Para ello recurrimos a un marco teórico que nos sirva de estructura del tipo de análisis que hace el inversor, de dicho marco extraeremos únicamente aquellas variables que influyen en forma general sobre las decisiones de los inversores, dejando de lado aquellas variables que tienen importancia en la determinación de cada proyecto de inversión en particular. Así por ejemplo, en el análisis más simple del "Valor Presente Neto", de los tres determinantes que son: la inversión inicial, los flujos de ingresos futuros corrientes y la tasa de descuento, únicamente esta última es una variable relativamente constante (o por lo menos existe una variable macroeconómica que sirve como un buen estimador de ella) para todos los inversores en un momento dado, siendo las otras específicas de cada proyecto en particular. Por otra parte, si bien los flujos de ingresos corrientes varían de acuerdo a cada inversión en particular, existen determinantes que son comunes a todas.

Teniendo en cuenta la toma de decisiones de inversión bajo incertidumbre, podemos encontrar múltiples factores que se suman a los anteriores y también afectan a los resultados de los proyectos. En este contexto la mayoría de las decisiones de inversión comparten tres características:

1. Una inversión comprende un costo hundido, un gasto que no puede ser recuperado si más tarde se revierte el proyecto.

2. El ambiente económico es incierto y la información se obtiene gradualmente con el paso del tiempo.

3. La decisión de invertir no desaparece en el tiempo. La decisión no es sólo si invertir o no, sino también cuando invertir.

Siguiendo con el análisis del "Valor Presente Neto" y de acuerdo a lo expuesto en la sección teórica del presente trabajo podemos ver cómo juega la incertidumbre en la determinación de un proyecto de inversión. Este factor se refleja con la inclusión de un término que representa la variabilidad del ingreso futuro, los factores que afectan la tasa de descuento y

además se considera un término que refleja el costo hundido.

Trataremos de identificar las principales variables que afectan la toma de decisiones bajo incertidumbre, basándonos en el modelo teórico elegido.

El "Valor Actual Neto" bajo incertidumbre, en general, se ve afectado por el: contexto institucional, contexto económico, contexto social.

1. CONTEXTO INSTITUCIONAL

Comprende la organización empresarial, legislación laboral, sistema bancario, estructura impositiva, tratamiento de la inversión extranjera y legislación ambiental. Cuanto más restrictivo sea en general el marco institucional en el cual se desenvuelva el inversor mayores serán los costos de inversión y menores los flujos esperados de ingresos. Por otro lado la inestabilidad de estos factores genera incertidumbre sobre el ambiente económico en el que se desarrolla la inversión provocando valores positivos de espera, a través de incrementos en los costos hundidos, disminuciones en los flujos esperados de fondos y aumentos en la tasa de descuento.

- *Organización empresarial*⁴²: en general los tipos de organizaciones empresariales son similares en los distintos países, (el tipo más común son las Sociedades Anónimas), por lo que no implican una diferencia de incentivos sobre la inversión. Sin embargo, los trámites burocráticos para la instalación de una sucursal de una empresa extranjera en Brasil son mucho más pesados que en Argentina. Aunque este tipo de organización empresarial no es muy utilizado por las empresas extranjeras.

- *Legislación y Costo laboral*⁴³:

- a) Régimen legal laboral: este es uno de los factores que más afecta la decisión de invertir ya que los distintos tipos de legislaciones sobre la materia generan incentivos diversos. Así, una legislación laboral que no implique excesivos costos para la contratación de trabajo generará incentivos a invertir en proyectos

⁴² Ver Capítulo IV, punto 1. Organización Empresarial.

⁴³ Ver, Capítulo IV, punto 2. Mercado Laboral.

trabajo intensivos. Pero, si bien el cambio de medidas pueden afectar las decisiones de localización entre países, la permanencia en el tiempo de estas disposiciones permite obtener certidumbre acerca de las condiciones de contratación y relación con los trabajadores. De aquí se desprende la importancia en el consenso que se logre al realizar los cambios. Argentina se encuentra en un proceso de cambio en materia laboral. Por lo que la incertidumbre que se genera acerca de la nueva legislación laboral que se obtendrá de este proceso, como así también la posibilidad de permanencia de la misma en el tiempo, puede implicar beneficios de espera para proyectos de inversión. En Brasil, la legislación laboral no difiere sustancialmente de la de Argentina, aunque pareciera tener cierta ventaja para los inversores, especialmente en el sistema de indemnizaciones por despido y en menor medida en cuanto a la protección de las minorías.

b) Costos laborales: de acuerdo a una muestra de los sectores industriales más importantes se observa que la ventaja más importante de Brasil se encuentra en que los salarios en dólares son mucho más bajos que en Argentina, excepto en sectores tales como Bebidas, Conservas y Neumáticos. Esto permite que el total de salarios pagados no sea un costo tan grande en el proyecto de inversión como lo sería el mismo proyecto realizado en Argentina. Además, la industria brasilera trabaja con un tamaño de planta mucho más cerca del óptimo que sus pares en Argentina, lo que provoca un mejor aprovechamiento de los factores y de las economías de escala. En el único sector en el que se verifica una mayor escala de planta para Argentina es en la industria frigorífica, mientras que en el resto Brasil tiene una escala igual o, en la mayoría de los sectores, superior que en la Argentina. Con respecto a las cargas patronales la carga global es similar en ambos países.

c) Productividad: de los 12 sectores analizados sólo en 5 de ellos Brasil tiene ventajas de productividad de la mano de obra. Sin embargo, esta ventaja en productividad de Argentina no alcanza para compensar los menores salarios medios de Brasil. De esta manera el resultado neto entre costo y productividad, medido por el costo por unidad de producto por tiempo efectivamente trabajado, muestra que Brasil tiene ventajas en ocho de los doce sectores mencionados (lácteos, frigoríficos, molinos harineros, automotriz, neumáticos, cigarrillos y bancos para Brasil, y aceites vegetales, bebidas, calzados, conservas y siderurgia para Argentina). Entonces, podemos concluir que aquellos proyectos que requieran un uso intensivo de

mano de obra no calificado tendrán ventajas de localización en Brasil, debido a los menores salarios y menores requerimientos de productividad. Mientras que para proyectos que requieran una alta productividad por trabajador tendrán ventajas en la localización en Argentina.

• *Sistema Bancario*⁴⁴: el desarrollo de un sistema bancario eficiente y de políticas que fomenten el apoyo crediticio al sector productivo a tasas no muy alejadas de las internacionales es una ventaja al momento de decidir la localización de inversiones. La escasa disponibilidad de créditos o de servicios bancarios básicos para el desarrollo de la actividad productiva incrementa los costos operativos de las empresas disminuyendo el flujo de ingresos futuros, lo que desalienta la inversión. Como se desprende de la comparación de los sistemas bancarios de ambos países Argentina parecería tener un sistema más eficiente que el brasilero. Aunque en el caso de Brasil la escala en la que se desenvuelve el sistema bancario es mucho mayor que en Argentina. Esto permite que en Brasil sea posible la financiación de proyectos de inversión que el sistema bancario Argentino no estaría en condiciones de financiar. También Brasil tiene la ventaja de que el crédito se encuentra direccionado principalmente hacia el sector productivo, mientras que en Argentina existe mayor participación del crédito al comercio y familias.

• *Estructura impositiva*⁴⁵: la estructura impositiva es un factor determinante en la decisión de localización de la inversión. Generalmente se habla de lucha por localización de inversiones productiva entre países a través de incentivos impositivos diversos. En ese sentido no sólo importa la tasa impositiva que se aplique sino también la perdurabilidad del sistema impositivo. Una estructura impositiva cambiante genera incertidumbre sobre los flujos de fondos del proyecto de inversión, lo que implicaría un beneficio de espera o una relocalización de la inversión. De la comparación de ambos sistemas tributarios surge que la estructura tributaria brasilera es un poco más distorsiva que la Argentina ya que contiene alícuotas diferenciales tanto para los impuestos a las ganancias como en el caso de los impuestos al consumo. Por otra parte se gravan con un 15% los dividendos distribuidos a no residentes lo que implica un desincen-

⁴⁴ Ver, Capítulo IV, punto 3. Los sistemas financieros, un análisis comparado.

⁴⁵ Ver, Capítulo IV, punto 4. Tratamiento impositivo a la inversión en Argentina y Brasil.

tivo claro a la inversión extranjera. En este caso, Argentina considera la imposición sobre la inversión extranjera en un pie de igualdad a la inversión nacional.

- *Tratamiento de las inversiones extranjeras*⁴⁶: generalmente se considera que un tratamiento preferencial hacia la inversión extranjera implicará una mayor afluencia de capitales externos. Pero, este es sólo uno de los tantos factores que pueden influir en este tipo de decisiones productivas. También es importante la permanencia de estas legislaciones de manera que se minimice el riesgo a una expropiación de la inversión por cambios muy radicales acerca del tratamiento a la inversión extranjera. Legislaciones muy restrictivas implicarían costos hundidos elevados y se requerirían flujos de ingresos que compensen los costos hundidos y por los riesgos de expropiación. A medida que la economía se integra a nivel mundial y se quitan trabas a distintos mercados, este tipo de legislación sobre el tratamiento a las inversiones extranjeras cobra particular importancia. En este sentido el sistema brasilero impone mayores trabas a la inversión extranjera (sectores vedados al capital extranjero o con autorización previa, normas accesorias de tratamiento impositivo, límites a la remisión de utilidades y repatriación del capital), mientras que en Argentina opera un régimen liberal de igual tratamiento a la inversión extranjera con respecto a la nacional. Aunque, es de destacar que en Brasil se están estudiando serias reformas que permitan el acceso de la inversión extranjera a sectores vedados por la legislación.

- *Incentivos específicos a la inversión*⁴⁷: los incentivos específicos a la inversión que prevalecen en Argentina son en términos generales modestos, mientras que en Brasil si bien se ha reducido y aumentado su transparencia el régimen de incentivos es considerablemente más basto que el de Argentina, tanto de carácter financiero, como en menor medida fiscal. Tienen particular importancia los programas regionales de estímulo a la inversión.

- *Medio ambiente*⁴⁸: en este caso, como se analiza en la sección correspondiente, una legislación más liberal no implica mayores inversiones, debido a que la posibilidad de cambios legislativos en materia de

medio ambiente, más restrictivas, implicarían un costo adicional de reestructurar el proceso productivo. Entonces, una legislación moderna que regule sobre medio ambiente generará mayor afluencia de inversiones que utilicen este tipo de procesos productivos, y que en su mayoría corresponden a empresas extranjeras. En este sentido parecería que en Brasil existe una mayor proporción de empresas "sucias" que en Argentina y su repercusión sobre el medio ambiente, podría implicar costos adicionales de reacondicionamiento mínimo.

2. CONTEXTO ECONOMICO⁴⁹

Comprende tamaño del mercado interno, Sectores productivos, Sector Público, niveles de precios, sector externo, inversión bruta interna e inversión extranjera directa. Estos indicadores reflejan la situación económica del país y representan señales para las decisiones de inversión extranjeras. En este contexto el desempeño de las principales variables macroeconómicas indica la sostenibilidad de las políticas que aplica el gobierno, y genera previsibilidad sobre el desenvolvimiento del ambiente económico y de los proyectos de inversión.

- *Mercado interno*: el tamaño del mercado es importante para poder alcanzar las economías de escala en la provisión de bienes destinados al consumo interno. Así, si un país tiene un mercado importante tiene mayores posibilidades de desarrollo de actividades que se dediquen a abastecer dicho mercado. Por otro lado, si el mercado no tiene la escala suficiente, deberían buscarse formas de producir hacia el exterior de manera tal que el aparato productivo sea eficiente. Así, si el mercado es pequeño y se generan condiciones para la sustitución de importaciones, los tamaños de planta serán subóptimos y además la inversión que se realice exigirá altas tasas de rendimiento y mercados cautivos que aseguren la recuperación del costo hundido, que es excesivo comparado con la escala de producción. Además, una escala restringida provee un flujo de ingresos mucho más bajo del que sería razonable para mantener la capacidad instalada. En este aspecto, el mercado brasilero es mucho mayor que el argentino, eso permite aprovechar mejor las economías de escala en la producción y en el consumo y, por tanto, hacer un uso más

⁴⁶ Ver, Capítulo IV, punto 5. El tratamiento de las inversiones extranjeras en la Argentina y Brasil.

⁴⁷ Idem. nota de pie de página anterior.

⁴⁸ Ver, capítulo IV, punto 6. Análisis comparado del medio ambiente entre Argentina y Brasil.

⁴⁹ Ver, Capítulo IV, Puntos 9 y 10, El Plan de Convertibilidad y El Plan Real.

eficiente de los recursos. Por tanto, es perfectamente esperable que las inversiones que se dediquen a abastecer el mercado interno y que requieran de cierta escala mínima de producción obtengan ventajas por la localización en Brasil. Pero, también hay que recordar que la integración mediante el MERCOSUR permite a Argentina ampliar el mercado de manera importante lo que permitiría desarrollar importantes economías de escala en la producción.

• *Sector público:* el desempeño del gobierno en cuanto a asegurar la continuidad de las políticas y la estabilidad económica es un bien público que afecta directamente todas las decisiones económicas, y en particular las decisiones de inversión que se realizan bajo incertidumbre. De esta manera, podemos analizar cómo influye el desempeño del gobierno en el manejo fiscal y monetario. El déficit fiscal, si pone en riesgo la capacidad de pago del Estado, influye sobre las expectativas acerca del desenvolvimiento de la economía. Así, si no existe un control sobre el déficit, el ambiente económico se torna incierto debido a que puede cambiar la política del gobierno, puede alterarse la estructura impositiva, puede incrementarse la emisión monetaria, etc. Entonces, estos cambios imprevistos provocan incertidumbre acerca de los flujos de fondos del proyecto de inversión e incrementan el valor de espera de los proyectos. En Argentina, durante el plan de convertibilidad, se logró mantener cierta disciplina fiscal, pero en 1996 el gobierno ha tenido un déficit fiscal no previsto por lo que ha tenido que rediseñar la estructura impositiva. La rápida solución de este problema seguramente mejorará las expectativas acerca del ambiente económico en el cual se desenvuelve la economía. Por su parte Brasil no ha tenido una experiencia tan buena. El déficit fiscal se hace difícil de controlar, principalmente debido a la imposibilidad constitucional de privatizar las empresas públicas. Este hecho ha provocado que se acumulen sucesivos déficits fiscales que son financiados con deuda de corto plazo. Pero la permanencia de los déficits genera incertidumbre acerca de las políticas que se tomarán cuando se decida solucionarlo.

Otro tema relacionado con los déficits es el endeudamiento del Estado. Este endeudamiento no sólo genera problemas con el pago de intereses o el desplazamientos de fondos que de otra manera podrían ser canalizados hacia la inversión productiva privada, sino que una deuda creciente implica que en algún momento del tiempo deberá incrementarse la presión tributaria para lograr el repago de la deuda. Entonces,

el nivel de deuda y el plazo de la misma generan confianza, dependiendo del monto y de los términos de vencimiento, para los inversores. Tanto Argentina como Brasil han regularizado su situación con respecto a la deuda externa a través del Plan Brady, pero en los últimos años, la gran afluencia de capitales extranjeros provocó el incremento de la deuda de ambos países. En el caso de Brasil el problema es más grave debido a que posee una deuda interna elevada y con cortos plazos de vencimiento. Los sucesivos déficits mensuales se pagan a través de la toma de deuda de corto plazo (tres meses). La inflexibilidad a la baja que presenta el déficit implica que esta política sea repetitiva por lo que la deuda de corto plazo es una carga importante. Estos problemas generan incertidumbre acerca de los cambios de política necesarios para controlar este déficit y poder cumplir con los pagos de deuda. De esta manera Argentina se encuentra en una situación más favorable debido a que la deuda se encuentra a largo plazo, lo que no generará problemas traumáticos de pago en el corto plazo.

Por el lado de la política monetaria hay indicadores que reflejan el comportamiento del gobierno en esta materia y la capacidad de hacer frente a los pasivos monetarios del Banco Central. Por un lado tenemos que el nivel de reservas en comparación con la base monetaria ofrece el nivel de cobertura que tiene el gobierno ante una corrida cambiaria. Pero también es importante la relación reservas/pasivos monetarios del Banco Central que es más amplia que la anterior ya que contempla el nivel de cobertura de los pasivos del gobierno ante una corrida financiera. Argentina, a partir del Plan de Convertibilidad, ha observado una regla estricta en cuanto a la relación entre reservas y base monetaria, y como el resto de los pasivos no es muy elevado, tiene un alto nivel de cobertura de los pasivos totales. No ocurre lo mismo con Brasil, que mejoró el nivel de reservas a partir de la implementación del plan real, pero debido a la gran deuda interna de corto plazo, los niveles de cobertura de los pasivos monetarios son bastante bajos. Esta última característica arroja incertidumbre sobre el mantenimiento de las actuales políticas en Brasil. En este sentido Argentina parece tener una situación más sólida en el plano financiero.

Por el lado de las tasas de interés, uno de los determinantes de la inversión, en ambos países se nota una disminución importante y cierta convergencia a los niveles internacionales. En el caso de Argentina esta convergencia ha estado en discusión a partir de las elevadas tasas de interés reales que se observan, lo

que puede deberse a la estructura de costos del sistema financiero como así también a la reducida escala en la que operan los bancos. En Brasil se observa una baja constante en las tasas de interés a partir de la estabilización del plan Real.

Un indicador que refleja el comportamiento del gobierno tanto en materia fiscal como en política monetaria es el llamado riesgo país. Esta medida sirve de parámetro de referencia para los inversionistas, sobre todo en el caso de inversiones financieras, aunque no es extraño pensar que también se tenga en cuenta al momento de establecer una inversión directa. En este sentido Argentina claramente supera a Brasil ya que el spread de tasas de interés (entre la tasa de interés que pagan los bonos y la tasa Libor) que debe pagar es sensiblemente inferior al que deben pagar los bonos Brasileños.

- *Precios*: los niveles de precios son determinantes en cuanto al rendimiento de un proyecto de inversión. Si los precios son muy fluctuantes afectan los flujos futuros de fondos y torna inciertos los resultados de la inversión. Por tanto, los inversores requerirán tasas de beneficios esperadas superiores a las que exigirían en momentos de estabilidad de precios. De esta manera, con precios más estables es de esperar que se lleven a cabo mayor cantidad de proyectos de inversión, debido a que las tasas de beneficios exigidas serán más bajas que en el caso contrario. En este sentido, la política de estabilización que ha seguido Argentina desde el comienzo del plan de convertibilidad ha tenido resultados excelentes. La inflación se ha mantenido a niveles por debajo de los internacionales y ha sido sostenida sin ningún tipo de racionamientos o controles de precios en los mercados. De esta manera, el sostenimiento del nivel de precios en el tiempo ha otorgado mayor previsibilidad al desenvolvimiento normal de la economía y ha permitido bajar los costos asociados con la toma de decisiones en ambientes con altos niveles de inflación. Por su parte Brasil ha entrado en un proceso similar de estabilización de precios recién a partir de 1994 con el plan Real. Pero los resultados de esta política de estabilización han sido puestos en duda debido a los problemas deficitarios y a las trabas constitucionales que no permiten la privatización de empresas públicas y la modernización del Estado.

- *Sector Externo*: en el caso del sector externo es importante determinar la política que desarrolla el gobierno en el sentido de establecer si se trata de una política de sustitución de importaciones o una política de promoción de exportaciones. Este tipo de estrate-

gias se determinan a partir de los aranceles que se imponen y del nivel de tipo de cambio real. Estas políticas determinan las ventajas de las inversiones que se dediquen a producir para el sector externo de aquellas que se dediquen al sector interno. En el caso de Brasil es clara la política de apoyo a la producción de exportaciones, con un amplio sistema de apoyo productivo. Además, siguió una política de tipo de cambio real alto lo que permitió una protección hacia la producción de exportables. En cierta medida, también ha promovido la producción de productos sustitutivos de importaciones a través de una política arancelaria. Brasil cuenta con economías de escala por el lado de la demanda, en cuanto a tamaños de mercado se refiere, lo que hace posible una sustitución de importaciones más exitosa. Estas políticas se han visto condicionadas en los últimos años por problemas de inestabilidad de precios internos. Por su parte Argentina, a partir de principios de los años '90 ha implementado una política comercial mucho más liberal bajando el nivel de protección sustancialmente. Esto ha significado un giro importante en materia de política comercial. También, a partir de la fijación del tipo de cambio y la entrada de capitales se generó una apreciación importante del tipo de cambio que jugó en contra de la producción de exportables no tradicionales. Tampoco la política ha sido orientada hacia la producción para el sector interno. Se han desarrollado los sectores en los cuales Argentina tiene ventajas comparativas para la exportación y aquellos sectores que producen para el mercado interno que se encontraban en manos del Estado y que han sido privatizados. A diferencia de Brasil, no existe una política explícita de apoyo a sectores productivos ligados con las exportaciones, como así tampoco con sectores sustitutivos de importaciones. Más bien el tipo de política que se sigue es tratar de que el aparato productivo se reconvierta y logre ganar competitividad a través de mejoras sustanciales en la productividad y bajas de costos. En este sentido, parece que la política brasilera ofrece más variedad de sectores de inversión, aunque, es necesario aclarar que el rápido acceso al mercado brasilero ha dinamizado algunos sectores productivos Argentinos que producen para vender en este mercado. También es de destacar que el esfuerzo de reconversión realizado por las empresas argentinas a partir del proceso de apertura a mejorado sensiblemente la competitividad y productividad de los bienes transables donde tiene ventajas comparativas.

- *Inversión Bruta*: los niveles de inversión seña-

lan el dinamismo de los sectores productivos y la presencia de oportunidades de inversión. Como se aprecia en el análisis expuesto, Argentina ha tenido en los últimos años altas tasas de inversión bruta interna a partir de la estabilidad económica y la iniciación del proceso de apertura. Por su parte, Brasil no ha tenido un desempeño similar debido a los problemas de inestabilidad económica e inflación. Pero a partir de los esfuerzos estabilizadores en 1994 han comenzado a mejorar los niveles de Inversión Bruta Interna.

• *Inversión extranjera*: en este caso los niveles y direccionamiento de las inversiones extranjeras pueden otorgar una señal acerca de los sectores en los que se poseen ventajas dentro de cada país. En el caso de Argentina los sectores predominantes han sido el sector agropecuario, los servicios privatizados, el sector automotriz y otras ramas industriales. Mientras que en Brasil la afluencia de la inversión extranjera ha tenido como destino la industria en general, y luego los servicios que han aumentado ostensiblemente la participación en los flujos de inversión extranjera.

Argentina ha tenido, en los últimos años, niveles de inversión extranjera superiores a los de Brasil. Este flujo hacia la Argentina se debió a la estabilidad económica y al proceso de privatización de empresas públicas, que todavía no ha comenzado en Brasil.

3. CONTEXTO SOCIAL⁵⁰

En general se supone que, cuanto mejor sea el desarrollo humano de un país, las condiciones de vida, de educación y de distribución del ingreso el ambiente económico-social es mucho más favorable para la inversión extranjera.

• *Distribución del ingreso*: en este aspecto Argentina se encuentra con una distribución del ingreso más equitativa que en Brasil donde se observan desigualdades muy marcadas. Esta desigualdad es importante debido a la presión social y política que pueden ejercer los sectores marginados en la escala social, por lo que generalmente un país con mejor distribución del ingreso ofrecerá un "clima" social mucho más apto para el desarrollo de la inversión extranjera.

• *Condiciones de vida*: bajo este título agrupamos todos aquellos indicadores que tengan que ver con la

salud, las condiciones de pobreza, la atención de necesidades básicas, etc. que posea un país. En estos aspectos Argentina ofrece una ventaja clara respecto de Brasil. Es importante una población con este tipo de necesidades satisfechas debido a que estas condiciones mínimas permiten una mayor productividad del trabajo y a su vez la carencia de estas condiciones mínimas generan conflictos sociales que pueden alterar la vida de un proyecto.

Educación: este factor se ha convertido en indispensable para el desarrollo de un país a partir de los cambios fundamentales en las formas de producción actuales. Se señala diariamente la necesidad de dotar a la economía de capital humano indispensable para desarrollarse en un mundo cambiante y con tasas de crecimiento tecnológicas asombrosas. En este sentido Argentina tiene ventajas importantes respecto a Brasil (aunque en Brasil se observan disparidades regionales superiores que en Argentina), lo que hace que la productividad y nivel medio de capacidad del trabajador argentino sean mucho más altos que en Brasil. Este es un incentivo claro para la localización de muchas actividades que requieren la utilización de mano de obra calificada para instalarse en Argentina.

4. CUADRO RESUMEN

A partir del análisis anterior desarrollaremos un cuadro destacando las ventajas de cada país en cada uno de los apartados mencionados anteriormente:

En el cuadro siguiente, Resumen Comparación Argentina-Brasil, los números tienen los siguientes significados:

0 significa que la característica que se analiza se encuentra en niveles parecidos a los internacionales.

1 significa que ese país tiene una ventaja en la característica que se considera.

-1 representa una desventaja muy grande con respecto al otro país.

Así, por ejemplo, en el caso de mercado interno, como Brasil es mucho más grande que Argentina colocamos un (1) a Brasil que refleje esta ventaja y un (-1) a Argentina pues consideramos que se encuentra en una posición muy desfavorable.

⁵⁰ Ver, Capítulo IV, puntos 7 y 8, Diferencias sociales entre Brasil y Argentina y Distribución del Ingreso.

depender solamente de los efectos que sobre las ventajas comparativas estáticas genere el proceso de integración sino que además habrá que tener en cuenta los efectos sobre las ventajas dinámicas, lo cual es muy difícil de estimar porque depende en gran medida de decisiones de política referidas a las estrategias de desarrollo que en algunos casos se puede traducir en medidas tendientes a la convergencia y en otros al mantenimiento de instrumentos diferenciadores tradicionales.

Las diferencias en la formación histórica, la inserción internacional, los patrones culturales y políticos, el peso relativo de las fuerzas sociales actuantes, la dotación de recursos naturales y otros factores contribuyeron a marcar diferencias profundas en las orientaciones estratégicas de largo plazo de los países.

Brasil es, tradicionalmente, más industrialista que Argentina y más proteccionista de su mercado interno. El Estado argentino se ocupó relativamente más de las cuestiones de la distribución del ingreso que de la inversión en infraestructura, las industrias básicas y la integración territorial y en Brasil sucedió lo contrario. En Argentina, el Estado fue un actor decisivo de la puja distributiva por el ingreso y lo hizo mal: su intervención es una causa principal de la inflación endémica instalada a partir de 1960. En Brasil, el Estado se asoció preferentemente a cuestiones básicas del desarrollo y del poder nacional. La inflación fue, principalmente, una consecuencia de estas orientaciones de la política pública. Por ejemplo, la construcción de Brasilia seguramente influyó en la agudización de las presiones inflacionarias pero, en todo caso, fue el resultado de un ambicioso proyecto de desarrollo nacional.

Los casos que ejemplifican las asimetrías de las estrategias nacionales de desarrollo de los países son innumerables. Algunos ejemplos que ilustran este fenómeno son los casos del sector electrónico-informático, la construcción de grandes centrales hidroeléctricas, la tecnología espacial y la política cambiaria.

Entonces, las ventajas comparativas estáticas determinadas por la dotación de recursos son influidas por los marcos regulatorios (políticas de incentivos y subsidios, cargas tributarias, tasas de interés, compras públicas, normas de competencia, defensa del consumidor, etc.). Pero estos son aún más decisivos en la formación de ventajas comparativas dinámicas asentadas en el cambio técnico, las externalidades y la formación de recursos humanos. Como estas últimas

son el principal factor determinante de la capacidad competitiva y de la división internacional del trabajo, resulta que los marcos regulatorios son cruciales para la asignación de recursos en el mercado regional y el reparto de los costos y beneficios de la integración. Tales marcos pueden ser más o menos racionales y eficientes pero reflejan, en última instancia, las estrategias nacionales de desarrollo. De allí que su armonización dependa, en gran medida, de la convergencia de los objetivos nacionales de los países miembros del MERCOSUR.

Pero no es el objetivo de este trabajo intentar realizar una proyección de las economías insertas en el MERCOSUR, aunque seguramente sea de interés para los inversores y por ello un estudio de dicha naturaleza sería complementario al presente.

6. CONCLUSIONES

A partir del análisis desarrollado anteriormente concluimos que no puede afirmarse que uno de los dos países tiene una ventaja absoluta sobre el otro en cualquier proyecto de inversión. Cada país tiene puntos fuertes que pueden ser determinantes para algún tipo de proyecto de inversión pero para otros no.

En el caso de Brasil los factores favorables para las decisiones de inversión son fundamentalmente: la amplitud de su mercado interno, los bajos costos salariales, las políticas de apoyo productivo, la competitividad de las exportaciones, la escala del sistema financiero y la baja tasa de desempleo.

Para Argentina podemos destacar: la alta productividad de la mano de obra que, en algunos sectores, supera las desventajas de los altos salarios, la legislación liberal sobre la inversión extranjera, la calidad de vida y el nivel de educación, la evolución en los últimos años de la tasa de inversión interna bruta y de ahorro interno, el mayor período de estabilidad y el logro de importantes reformas estructurales acompañado con importantes flujos de inversión extranjera directa.

La importancia de cada factor en la determinación de la decisión de inversión dependerá de cada proyecto de inversión en particular. Por otro lado, la importancia relativa de cada factor en un análisis general puede ser obtenida de forma más objetiva a través de estudios econométricos que relacionen la inversión extranjera directa a los distintos factores aquí enunciados.

Capítulo 4

Descripción comparativa

1. INTRODUCCION

En este capítulo se exponen las características económicas, sociales e institucionales de Argentina y Brasil en forma comparada, en base a las variables seleccionadas a tal fin. También se describen los procesos de reformas y los marcos actuales de política económica de cada país, así como los principales efectos de dichas reformas. Se trata de generar una recopilación de estudios diversos acerca de las características económicas y sociales más importantes para ambos países, y exponerla en forma comparada.

2. ORGANIZACION EMPRESARIAL

Según un estudio realizado por las consultora "Arthur Andersen" (especializada en brindar información a potenciales inversores) respecto de las formas organizacionales que asumen las empresas extranjeras en Argentina y Brasil, podemos observar los siguientes rasgos característicos en cada país:

-Los tipos societarios más utilizados por los inversores extranjeros en Argentina son las Sociedades Anónimas y, en menor medida, las sucursales de empresas extranjeras. Mientras que en Brasil los inversores extranjeros pueden organizar sus actividades empresarias bajo la forma de una Sociedad Anónima ("Sociedade Anônima"), o una Sociedad de Responsabilidad Limitada ("Sociedade por Quotas de Responsabilidade Limitada"), o una Sucursal. El Código de Comercio contempla también otras formas de organización empresarial, pero las mismas son poco comunes. Operar a través de una sucursal es muy raro, ya que el establecimiento de una sucursal en Brasil implica cumplir con una enorme cantidad de requisitos burocráticos, incluso la autorización presidencial.

-Si los accionistas de una sociedad anónima constituida en Argentina son sociedades extranjeras, deben presentar sus actas constitutivas ante el Registro Público de Comercio, mientras que para los directores no se requiere ningún régimen especial.

En Brasil, los directores deben ser residentes y los accionistas; si no fueran residentes, deberían tener representantes legales en el país. Mientras que en el

caso de las sociedades de responsabilidad limitada no hay ningún requisito referente a la nacionalidad para poder participar. Sin embargo como el tenedor de una cuota para poder vender su participación necesita el consentimiento de todos los demás participantes, los tenedores de cuotas no residentes en el país están obligados a tener un representante legal en el país.

-Tanto en Argentina como en Brasil las sociedades anónimas abiertas (que son aquellas que realizan oferta pública de sus acciones) están sujetas a fiscalización externa.

-Sucursales de empresas extranjeras en Argentina: -A fin de poder operar legalmente como sucursal, es necesario probar la existencia de la casa matriz en el exterior, inscribir el acta constitutiva de dicha casa matriz o contrato social en el Registro Público de Comercio, designar representantes e inscribirlos de la misma manera.

-Las sucursales están sujetas a control permanente por parte de la Inspección General de Justicia y deben cumplir con los mismos requisitos existentes para las sociedades anónimas en todos los aspectos pertinentes.

-Las sucursales deben llevar cuentas separadas de las de la casa matriz y presentar estados contables ante la Inspección General de Justicia dentro de los 60 días hábiles después del cierre de su ejercicio.

3. MERCADO LABORAL

1. COSTO LABORAL

Para una primera evaluación del costo laboral industrial entre Argentina y Brasil, podemos observar el Cuadro N° 6.

Estos datos corresponden al sueldo de un trabajador industrial no calificado. Se observa la ventaja brasilera en el hecho de que el salario mínimo legal es casi una cuarta parte del argentino, que no llega a ser compensado por las mayores cargas sociales y ocultas, verificándose un costo total promedio del trabajo para la industria brasilera de casi un tercio del argentino.

En el siguiente Cuadro puede apreciarse cuál sería el costo laboral y el sueldo de bolsillo para un sueldo nominal de \$100 en cada país.

CUADRO N° 6
COMPARACION DEL SALARIO
INDUSTRIAL

	ARGENTINA	BRASIL
Salario mínimo legal en la industria	450,00	120,00
Cargas Sociales	116,3%	123%
Costo laboral total promedio	973,40	267,00
Cargas ocultas	s / d	100,00
Costo total promedio	973,40	367,00

Fuente: Revista de Economía N° 69 Abril-Junio 1993.

CUADRO N° 7
COSTO LABORAL Y SALARIO
DE BOLSILLO
(para un sueldo nominal de u\$s 100)

	ARGENTINA	BRASIL
Remuneración neta de bolsillo	81,5	91,0
Sueldo nominal	100,0	100,0
Aportes y Contribuciones	33,5	35,2
Aguinaldo y vacaciones	20,0	16,8
Costo laboral	153,5	152
Costo laboral por tiempo efectivamente trabajado	167,4	169,7
Exceso respecto a remuneración neta	105%	86,50%

Fuente: Revista de Economía N° 69 Abril-Junio 1993.

Aquí queda en evidencia la desventaja de Argentina en costos laborales que supera a Brasil únicamente en el costo laboral por horas trabajadas y en el porcentaje de los aportes y contribuciones sociales, que teniendo en cuenta la dife-

rencias de salarios mínimos analizado en el Cuadro N° 7 anterior no representan una ventaja en términos absolutos. El tipo de cambio fijo del plan de Convertibilidad acentuó esta brecha de costos, aunque el plan Real que estableció Brasil ayudó a mejorar los costos relativos argentinos.

Las estructuras de costo laboral desagregadas para Argentina y Brasil son los mencionados en el Cuadro N° 8.

El salario neto que recibe el trabajador industrial brasilero es mayor, pero suponiendo bases iguales para los dos países lo cual no sucede en la realidad dado que el salario mínimo en Argentina es muy superior y por lo tanto lo es el salario neto recibido por el mismo, como así también en Brasil es menor el costo por unidad de tiempo. Sin embargo el costo por tiempo efectivamente trabajado es menor para el caso de Argentina. En estas comparaciones habría que decir que Brasil posee una estructura industrial con importantes economías de escala debido al tamaño promedio de las empresas y a la disponibilidad de capital por trabajador, mientras que Argentina carece de dichas economías. Las plantas industriales en Brasil triplican en promedio el tamaño de las plantas en Argentina. Esto provoca que la incidencia del costo laboral sobre el precio del producto final sean menores en Brasil que en Argentina.

Si observamos la composición de los principales impuestos al salario en ambos países encontramos según el Cuadro N° 10, que Argentina aparece con unos costos elevados en la seguridad social. Hay que tener en cuenta que Argentina se encuentra en un proceso de reforma de estos costos laborales por lo que estos valores pueden no coincidir con los actuales.

Los salarios nominales medios por ramas de industria en Brasil y Argentina son los que muestra el Cuadro N° 11, ubicado en la página 56 en el cual se observa a Brasil teniendo salarios más bajos en casi todas las ramas industriales de la muestra, salvo en lo que se refiere a Bebidas.

Por otro lado, comparamos los costos laborales correspondientes a cada rama industrial en el Cuadro N° 12, ubicado en la página 57.

CUADRO N° 8
ESTRUCTURA DEL COSTO LABORAL EN ARGENTINA
 (Para un salario bruto de 100)

CONCEPTOS	DESAGREGACION	TOTAL
A. Remuneración neta		81,5
-Aportes y contribuciones individuales	18,5	
.Jubilación	10,0	
.INSSJYP	3,0	
.Obra Social	3,0	
.Fondo Desempleo	0,5	
.Cuota Sindical (1)	2,0	
B. Remuneración Bruta		100,0
-Aportes y Contribuciones patronales directos	33,5	
.Jubilación	16,0	
.INSSJYP	2,0	
.Obra Social	6,0	
.Asignaciones familiares	9,0	
.Fondo Desempleo	0,5	
.Otros costos	20,4	
.Aguinaldo + A.P.D.	11,12 (8,33*1,335)	
.Vac. + A.P.D.(antigüedad 10 años)	1,54 (21,365*0,2*100*1,335)	
.Provisión por indemnizaciones	4,5 (0,54*10/120)	
.Provisión por accidentes de trabajo	2,0	
.Preaviso	0,89(60,365*0,054*100)	
C. Costo por unidad de tiempo		153,5
.Vacaciones (antigüedad 10 años)	8,8 (21*153,54/365)	
.Feriados Obligatorios (11 días)	4,6 (11*153,54/365)	
.Día sindical	0,4 (1*153,54/365)	
.Licencias		
D. Costo por tiempo efectivamente trabajado		167,40
Costo laboral por tiempo efectivamente trabajado sobre remuneración neta. (D/A)*100		205,4%
Costo laboral por unidad de tiempo sobre remuneración neta (C/A)*100.		188,4 %

Fuente: Revista de Economía N° 69 Abril-Junio 1993.

CUADRO N° 9
ESTRUCTURA DEL COSTO LABORAL EN BRASIL
 (Para un salario bruto de 100)

CONCEPTOS	DESAGREGACION	TOTAL
A. Remuneración neta		91,0
-Aportes y contribuciones individuales	9,00	
.Instituto Nacional de Seguridad Social	9,00	
B. Remuneración Bruta		100,0
-Aportes y Contribuciones patronales directos	35,20	
.Instituto Nacional de Seguridad Social	20,00	
.Servicio Social p/la Industria (SESI)	1,50	
.Servicio Nacional de aprendizaje industrial (SENAI)	1,00	
.Instituto Nacional de Colonización y ref.		
.Agraria (INCRA)	0,20	
.Salario Educación	2,50	
.Accidente de trabajo	2,00	
.Fondo de Garan. por T. de servicio (FGTS)	8,00	
.Otros costos	16,80	
.Aguinaldo	11,30 (8,33*1,352)	
.Adicional Vacaciones	3,70 (10/365*135,2)	
.Preaviso	0,12 (50/(52*44)*0,054*100)	
.Costo de rescindir contrato	1,17 (8*0,4*0,54)	
C. Costo por unidad de tiempo		152,0
.Vacaciones (antigüedad 10 años)	8,8 (21*153,54/365)	
.Feriados Obligatorios (11 días)	4,6 (11*152,01/365)	
.Auxilio enfermedad	0,6 (15*365*0,1*152,01)	
D. Costo por tiempo efectivamente trabajado		169,7
Costo laboral por tiempo efectivamente trabajado sobre remuneración neta. (D/A)*100		186,5%
Costo laboral por unidad de tiempo sobre remuneración neta (C/A)*100.		167,1%

Fuente: Revista de Economía N° 69 Abril-Junio 1993.

CUADRO N° 10
PRINCIPALES IMPUESTOS AL SALARIO

APORTES	ARGENTINA	BRASIL
Jubilados.		
-Personales	13,0	9,0
-Patronales	18,0	20,0
Asignaciones familiares.		
-Patronales	9,5	2,5
Obra social.		
-Personales	3,0	
-Patronales	6,0	1,5
Seguro por enf. muerte, accidente, invalidez		
-Personales		
-Patronales		2,0
Fondo de Garantía por tiempo de servicio(Brasil)		8,0
Seguridad Social		
Personales	16,0	9,0
Patronales	33,0	26,0
Total	49,0	35,0
Otros costos		
Personales		
Patronales		8,0
Total		8,0
Total impuestos		
Personales	16,0	9,0
Patronales	33,0	34,0
Total	49,0	43,0

Fuente: Estudios año XVII N° 69 Abril-Junio 1994.

CUADRO N° 11
SALARIOS NOMINALES MEDIOS EN LA INDUSTRIA
(en u\$s por mes)

RAMAS	ARGENTINA	BRASIL
Lácteos	633	465
Automotores	1032	833
Siderurgia	1249	1110
Cigarrillos	1419	695
Calzado	462	339
Bebidas	648	784
Aceites Vegetales	650	534
Molinos harineros	724	350

Fuente: Revista de Economía N° 69 Abril-Junio 1993.

CUADRO N° 12
COSTO LABORAL PROMEDIO EN LAS DISTINTAS INDUSTRIAS

COSTO LABORAL PROMEDIO EN LA INDUSTRIA DE ACEITES VEGETALES. (EN US\$ A JUNIO DE 1991)								
SALARIO MEDIO	POR UNIDAD DE TIEMPO		POR TIEMPO EFECTIVAMENTE TRABAJADO		PRODUCTIVIDAD MEDIA	AUSENTISMO		Medio (1)
	Mensual	Por ton.	Mensual	Por ton.	(Ton/emp.)	%		
Argentina 650,9	995,9	11,3	1005,9	12,3	88,3	3,6		III
Brasil 534,1	811,9	29,8	906,5	33,3	27,3	0,8		III

COSTO LABORAL PROMEDIO EN LA INDUSTRIA DE BEBIDAS. (EN US\$ A JUNIO DE 1991)								
SALARIO MEDIO	POR UNIDAD DE TIEMPO		POR TIEMPO EFECTIVAMENTE TRABAJADO		PRODUCTIVIDAD MEDIA	AUSENTISMO		Medio (1)
	Mensual	Por mil lts.	Mensual	mil lts.	(Mil lts./emp.)	%		
Argentina 648,5	992,1	51,7	1081,8	56,3	19,2	5,3		III
Brasil 784,4	1192,3	103,4	1331,1	115,4	11,5	3,8		IV

COSTO LABORAL PROMEDIO EN LA INDUSTRIA LACTEA. (EN US\$ A JUNIO DE 1991)								
SALARIO MEDIO	POR UNIDAD DE TIEMPO		POR TIEMPO EFECTIVAMENTE TRABAJADO		PRODUCTIVIDAD MEDIA	AUSENTISMO		Medio (1)
	Mensual	Por mil lts.	Mensual	mil lts.	(Mil lts./emp.)	%		
Argentina 633,0	968,5	37,4	1056,0	40,8	25,9	9,3		II
Brasil 465,7	707,9	26,3	790,3	29,4	26,9	28,0		II

COSTO LABORAL PROMEDIO EN LA INDUSTRIA DE MOLINOS HARINEROS. (EN US\$ A JUNIO DE 1991)								
SALARIO MEDIO	POR UNIDAD DE TIEMPO		POR TIEMPO EFECTIVAMENTE TRABAJADO		PRODUCTIVIDAD MEDIA	AUSENTISMO		Medio (1)
	Mensual	Por ton.	Mensual	Por ton.	(Ton/emp.)	%		
Argentina 724,5	1108,5	13,8	1208,6	15,0	80,4	6,4		II
Brasil 350,7	533,1	11,6	595,1	12,9	46,0	2,3		III

COSTO LABORAL PROMEDIO EN LA INDUSTRIA DEL CALZADO. (EN US\$ A JUNIO DE 1991)								
SALARIO MEDIO	POR UNIDAD DE TIEMPO		POR TIEMPO EFECTIVAMENTE TRABAJADO		PRODUCTIVIDAD MEDIA	AUSENTISMO		Medio (1)
	Mensual	Por par	Mensual	Por par	(Par/emp.)	%		
Argentina 462,0	706,9	3,0	770,8	3,3	234,7	7,9		IV
Brasil 339,4	515,9	5,6	576,0	6,3	91,9	6,8		IV

Continúa ...

CUADRO N° 12
COSTO LABORAL PROMEDIO EN LAS DISTINTAS INDUSTRIAS

Continuación

COSTO LABORAL PROMEDIO EN LA INDUSTRIA AUTOMOTRIZ. (EN US\$ A JUNIO DE 1991)							
SALARIO MEDIO	POR UNIDAD DE TIEMPO		POR TIEMPO EFECTIVAMENTE TRABAJADO		PRODUCTIVIDAD MEDIA	AUSENTISMO	
	Mensual	Por unidad	Mensual	Por unidad	(Unidad/emp.)	%	Medio (1)
Argentina 1032,7	1580,1	1390,0	1722,9	1515,6	1,1	6,5	IV
Brasil 833,8	1267,5	335,2	1415,1	374,2	3,8	3,4	V

COSTO LABORAL PROMEDIO EN LA INDUSTRIA DE CONSERVAS. (EN US\$ A JUNIO DE 1991)							
SALARIO MEDIO	POR UNIDAD DE TIEMPO		POR TIEMPO EFECTIVAMENTE TRABAJADO		PRODUCTIVIDAD MEDIA	AUSENTISMO	
	Mensual	Por ton.	Mensual	Por ton.	(Ton./emp.)	%	Medio (1)
Argentina 289,4	442,8	145,2	482,8	158,3	3,0	13,2	II
Brasil 534,3	812,2	203,1	906,8	226,7	2,6	2,6	III

COSTO LABORAL PROMEDIO EN LA INDUSTRIA SIDERURGICA. (EN US\$ A JUNIO DE 1991)							
SALARIO MEDIO	POR UNIDAD DE TIEMPO		POR TIEMPO EFECTIVAMENTE TRABAJADO		PRODUCTIVIDAD MEDIA	AUSENTISMO	
	Mensual	Por ton.	Mensual	Por ton.	(Ton./emp.)	%	Medio (1)
Argentina 1249,0	1911,0	127,3	2083,7	138,8	15,0	6,8	IV
Brasil 1110,2	1687,6	140,6	1884,1	156,9	12,0	4,0	IV

COSTO LABORAL PROMEDIO EN LA INDUSTRIA DE CIGARRILLOS. (EN US\$ A JUNIO DE 1991)							
SALARIO MEDIO	POR UNIDAD DE TIEMPO		POR TIEMPO EFECTIVAMENTE TRABAJADO		PRODUCTIVIDAD MEDIA	AUSENTISMO	
	Mensual	M M. cig.	Mensual	M M. cig.	(M M cig./emp.)	%	Medio (1)
Argentina 1416,7	2167,5	3703,3	2363,4	4038	0,6	11,3	IV
Brasil 695,4	1057,2	873,7	1180,2	975,4	1,2	9,4	IV

COSTO LABORAL PROMEDIO EN BANCOS Y ENTIDADES FINANCIERAS. (EN US\$ A JUNIO DE 1991)							
SALARIO MEDIO	POR UNIDAD DE TIEMPO		POR TIEMPO EFECTIVAMENTE TRABAJADO		PRODUCTIVIDAD MEDIA	AUSENTISMO	
	Mensual	mil \$ dep.	Mensual	mil \$ dep.	(Mil \$ dep./emp.)	%	Medio (1)
Argentina 911,4	1394,4	12,1	1520,5	13,2	115392,8	4,6	IV
Brasil 491,1	746,5	1,1	833,4	1,2	709146,0	s / d	V

(1) I: menos de 100 empleados. II: entre 100 y 500 empleados. III: entre 500 y 1000 empleados. IV: entre 1000 y 5000 empleados.

Fuente: Revista de Economía N° 69 Abril-Junio 1993.

2. LEGISLACION LABORAL

El siguiente Cuadro es una comparación de los puntos más sobresalientes de los marcos regulatorios en materia laboral de los países.

CUADRO N° 13
MARCOS REGULATORIOS
COMPARADOS

CONCEPTOS	ARGENTINA	BRASIL
Despido (estabilidad, indemnización, preaviso)	-1	0
Contratación	1	0
Sindicalización	-1	-1
Huelgas	-1	-1
Negociación colectiva	-1	-1
Accidentes y enfermedades	-1	1
Tiempo de trabajo	0	-1
Minorías	0	0

Nota: 1 legislación flexible, 0 situación intermedia, -1 legislación inflexible⁵¹.

Fuente: Revista Económica N° 69 Abril-Junio 1993.

Como podemos apreciar Argentina posee una legislación más inflexible respecto de Brasil. Pero hay que destacar que en nuestro país se realizaron numerosas reformas para flexibilizar en algún grado la legislación vigente hasta principios de esta década. También es de destacar que todavía restan importantes cambios por realizar.

Las novedades que se han verificado a principios del año 1996 para Argentina en este sentido son:

-La corroboración judicial del acuerdo FIAT-SMATA (Sindicato de Mecánicos) ante la demanda efectuada por la UOM: la Corte Suprema de Justicia de la Nación ratificó el convenio firmado entre la empresa italiana y el sindicato que establecía un régimen laboral flexible con remuneraciones asociadas a la productividad. Otras empresas automotrices estarían evaluando la posibilidad de alcanzar convenios similares.

-El comienzo de las afiliaciones de las Administradoras de Riesgo de Trabajo (ART). Si bien el objetivo es acotar los costos inherentes a los accidentes

⁵¹ Para un detalle sobre este tema ver Revista Económica N° 69 Abril-Junio 1993.

de trabajo, algunos datos preliminares reflejarían costos muy elevados para actividades cuyo riesgo de accidente de trabajo es muy bajo. Cabe esperar que este tipo de desequilibrios puedan ser ajustados a la brevedad de tal manera que su implementación sea efectivamente una baja del costo laboral para todas las actividades de la economía.

La flexibilidad del salario real es ampliamente interpretada como la mejor medida de la flexibilidad del mercado de trabajo. En presencia de un shock macroeconómico, el ajuste del salario real determina el costo de ajuste medido por el desempleo y las pérdidas de producción. El supuesto aquí es que existe un nivel flexibilidad del salario que elimina las pérdidas de empleo y producto. Por supuesto, si existe alguna rigidez el salario caerá menos que lo necesario y el desempleo se incrementará.

En cuanto a la flexibilidad del mercado de trabajo en Argentina podemos observar el Cuadro N° 14.

La primer columna representa el poder adquisitivo, que se diferencia del salario real dado que también se tiene en cuenta la inflación corriente (además de la del período anterior que se toma para calcular el salario real), reflejando con más exactitud el poder de compra del salario. La última columna estima el comportamiento del salario ante variaciones en el nivel de empleo, para así observar el grado de rigidez del salario en la economía.

Si graficamos el poder adquisitivo y el nivel de desempleo conjuntamente, Gráfico N° 5, podemos observar que el poder adquisitivo⁵² se movió inversamente al desempleo durante toda la década del 80 y principios de los 90, hasta 1991. Esto significa que el salario real bajaba cada vez que aumentaba el desempleo, y viceversa. De esta manera el mercado de trabajo funcionaba convenientemente, de forma tal de eliminar los excesos de oferta y demanda que se producían. Pero a partir de 1991 podemos ver que el salario real no baja ante los aumentos en la tasa de desempleo. De esta manera se observa que el mercado de trabajo no se ajusta y se producen importantes niveles de desempleo. Una explicación a este fenómeno puede ser que en la década anterior la inflación servía como instrumento que flexibilizaba el salario

⁵² El poder adquisitivo del salario se mide actualizando no sólo el salario de acuerdo con la inflación del mes anterior, sino que se le adiciona, proporcionalmente, la inflación del mes en que se gasta dicho salario. Esta medición es más completa que la de Salario Real en períodos de alta inflación, pero con baja inflación ambos conceptos convergen.

real y permitía el ajuste del mercado de trabajo. A partir de 1991, al controlarse la inflación, el mercado de trabajo pierde el instrumento que servía como flexibilizador del salario real, por lo que se convierte en un mercado muy rígido. Esta rigidez provoca desajustes importantes en el mercado, con tasas de desempleo elevadas y poca respuesta del salario real que permita bajar dicha tasa. Entonces, es aquí donde

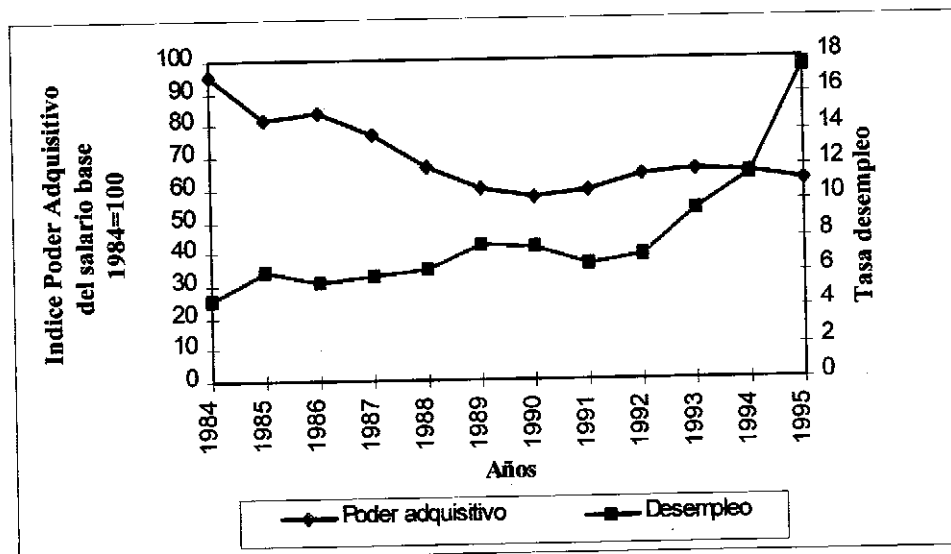
surgen las propuestas para flexibilizar el mercado de trabajo en Argentina, de manera que se facilite el vaciamiento del mercado. Por supuesto que el razonamiento esbozado anteriormente no basta para explicar el complejo problema del desempleo que enfrenta la economía Argentina, pero sirve como punto de análisis en la pérdida de flexibilidad del mercado de trabajo en comparación con Brasil.

CUADRO N° 14
SALARIO EN ARGENTINA

AÑOS	PODER ADQUISITIVO (INDICE ENERO '84=100)	DESEMPLEO	VAR. SALARIO	VAR. DESEMPLEO	VAR.SAL/VAR.DES.
1984	95,24	4,55			
1985	81,72	6,1	-0,14	0,34	-0,42
1986	83,53	5,55	0,02	-0,09	-0,25
1987	76,91	5,85	-0,08	0,05	-1,47
1988	66,34	6,3	-0,14	0,08	-1,79
1989	59,83	7,6	-0,10	0,21	-0,48
1990	57,18	7,45	-0,04	-0,02	2,24
1991	59,05	6,45	0,03	-0,13	-0,24
1992	63,72	6,95	0,08	0,08	1,02
1993	65,08	9,6	0,02	0,38	0,06
1994	64,48	11,5	-0,01	0,20	-0,05
1995	61,97	17,5	-0,04	0,52	-0,07

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Carta Económica. Agosto 1996.

GRAFICO N° 5
PODER ADQUISITIVO DEL SALARIO Y DESEMPLEO



Esta flexibilidad puede medirse por el cociente entre la variación en el salario real y la variación en la tasa de desempleo. Este coeficiente debe ser negativo para permitir el ajuste del mercado de trabajo. En Argentina, en la década pasada, este coeficiente fue negativo en todos los años, por lo que podemos afirmar que el salario real se ajustó en alguna medida a los cambios en el desempleo. Pero a partir de 1990, observamos que en la mayoría de los años el coeficiente es positivo, y cuando no lo es, la caída en el salario real es mínima comparada con los importantes incrementos en la tasa de desempleo.

Por su parte, en Brasil, este coeficiente es negativo, con un valor cercano a (-10) si se toma salario real con respecto a desempleo, y (-4,5) si consideramos salario real con respecto a desempleo y empleo informal. Esto nos permite asegurar que el mercado de trabajo brasileño es mucho más flexible que el mercado de trabajo Argentino, lo que implica una importante ventaja para la localización de inversiones productivas en Brasil⁵³.

Según datos del Ministerio de Economía de la Nación los puntos a favor del mercado de trabajo en Argentina son⁵⁴:

- Disponibilidad de un conjunto de trabajadores calificados, una gran clase media bien educada con altos niveles de alfabetismo debido a una educación gratuita en niveles primarios, secundarios y universitarios, lo que se traduce en el siguiente panorama:
- buena oferta de trabajo bien calificado y trabajo semicalificado, y profesionales capaces. Estos últimos tienen un razonable conocimiento del Inglés.
- El trabajador es generalmente capaz de aprender de manera que puede ser entrenado fácilmente para realizar competentemente tareas nuevas o adicionales.
- No existen impedimentos en contra del empleo de extranjeros (suponiendo que tuvieran una visa temporaria o permanente); no existen, generalmente, posiciones específicas que deban ser ocupadas por

⁵³ Para consultar sobre flexibilidad en el mercado laboral Brasileño ver: Conferencias sobre el mercado de Trabajo en América Latina. Banco Mundial, Instituto Di Tella, The Brookings Institution y Universidad Torcuato Di Tella. "Regulations and Flexibility of the Labor Market in Brazil". Edward Amadeo y José Marcio Camargo. (PUC, Río de Janeiro). Buenos Aires, 6-7 de Julio de 1995. En este trabajo se estima el coeficiente de flexibilidad en (-10).

⁵⁴ Página del Ministerio de Economía de la Nación Argentina en Internet.

trabajadores locales.

- No existe aversión o animosidad hacia la administración extranjera.
- La discriminación racial, religiosa o política no es un problema activo o latente, tanto en ámbitos políticos como en negocios.

Los puntos en contra:

- Incómoda, y a veces compleja legislación laboral, diseñada para proteger a los empleados y trabajadores regulando las condiciones de trabajo, con tasas de pago diferenciales por horas extras y condiciones u ocupaciones insalubres.
 - Compensaciones e indemnizaciones muy costosas por accidentes de trabajo y despidos.
- Los impuestos de la seguridad social y los beneficios aumentan significativamente los costos laborales.
- Las actividades de los tradicionalmente fuertes sindicatos de trabajadores (aunque hoy son una sombra de lo que solían ser), incluyen no sólo las relaciones laborales como tales, sino también los servicios de salud, las facilidades de recreación y los lugares de vacaciones.

- A pesar de que la legislación específica acerca de lo sindicatos implican cláusulas en contra de la inserción en actividades políticas o apoyo político, los sindicatos juegan un rol político conspicuo y afectan la legislación propuesta en áreas que necesitan que el trabajo se adecue a los tratados internacionales.

A pesar de estos hechos desfavorables, el gobierno está tratando una legislación que de aprobarse permitirá:

- Posibilidad de que los trabajadores y los empresarios realicen acuerdos a nivel de empresa y, más importante, que estos acuerdos sean independientes de acuerdos de negociación colectiva. Los acuerdos podrían ser sobre temas claves como contratación, jornada laboral, y períodos de vacaciones.
- Jornada laboral y horas extras negociables, aunque las horas regulares no pueden ser pactadas más allá de las ocho horas.
- Acuerdos a nivel de empresa para extender los períodos de suspensión debido a factores fuera del control de la compañía. Por despido sin causas razonables los trabajadores recibirían un mes de compensación por cada año de servicio.
- Se lograron medidas conducentes a formas de

contratación más flexibles, por ejemplo períodos de tres meses de prueba para los nuevos empleados (renovables por seis meses sin necesidad de aprobación por parte del sindicato). Se proponen contratos de 6 meses a 2 años libres de aprobación por parte de los sindicatos, con el beneficio agregado de un 50% menos de tasa impositiva sobre la seguridad social.

3. CONDICIONES DE TRABAJO

En este apartado realizamos un resumen de las disposiciones más importantes en materia de legislación de trabajo, ya que ambos países se encuentran realizando reformas en estas áreas.

CUADRO N° 15
CONDICIONES COMPARATIVAS DE TRABAJO

	ARGENTINA	BRASIL
1) Forma del Contrato		
-Formalización del contrato	Verbal. Por costumbre escrito.	Escrito.
-Por tiempo indeterminado	Si. Es la forma generalizada.	Si. Es la forma generalizada.
-Formas especiales	Sujeto a fijación por Convenio Colectivo de Trabajo o por declaración de emergencia ocupacional. Tiempo determinado. -Lanzamiento nueva actividad. -Fomento del empleo. -Jóvenes. -Práctica laboral. Trabajo-formación. Eventual. Por temporada.	Eventual. Por temporada. De experiencia.
2) Jornada de trabajo		
-Duración de la jornada	8hs. diarias o 48hs. semanales.	8hs. diarias o 44 semanales.
-Horas extras	Recargo 50% días comunes. 100% días feriados. Máximo 3hs. diarias	Recargo 50%. Máximo 2 hs. diarias.
-Descanso Legal.	12 hs. diarias. 36 hs. semanales (con obligación del domingo).	11hs. diarias. 24hs. semanales (con obligación del domingo).
3) Trabajos Especiales		
- Trabajo Nocturno	7 hs. diarias (entre las 21 pm y las 6 am).	7 hs. diarias (entre las 22 pm y las 5 am).
- Trabajo insalubre	6 hs diarias o 36 semanales. Se paga un 25% más por hora.	Derecho a un adicional que varía entre un 10% a un 40% según el grado de insalubridad.
4) Vacaciones		
-Feriados obligatorios	12	7
-Vacaciones anuales	Depende de la antigüedad: 14 días por menos de 5 años, 21 días entre 5 y 10 años, 28 días 10 años, 35 por 20 años. Se paga el 20% más. Período entre octubre y abril de cada año. Son acumulables. No pueden sustituirse por dinero.	Depende de la asistencia: 30 días hasta 5 faltas al año. 24 días entre 6 y 14 faltas, 18 días entre 15 y 23 faltas, 12 días entre 24 y 32 faltas. Adicional se paga el 20% más. El período lo dispone el empleador. Son acumulables y pueden sustituirse por dinero hasta 1/3.

Continúa...

CUADRO N° 15
CONDICIONES COMPARATIVAS DE TRABAJO

Continuación

	ARGENTINA	BRASIL
-Licencias especiales	Si. Por matrimonio, nacimiento, fallecimiento cónyuge o hermano, hijo, examen.	Si. Por paternidad, fallecimiento de dependientes, aislamiento y servicio militar, y examen.
5) Extinción de la relación laboral.		
-Indemnización	1 mes de sueldo por año de servicio o fracción mayor de 3 meses. 50% por causa de fuerza mayor. El valor máximo de la base es tres veces el sueldo medio del convenio de cada actividad con un mínimo de dos sueldos.	Existe un fondo de Garantía por Tiempo de Servicio (FGTS) que se forma con el aporte del 8% mensual sobre el básico por parte del empleador. 40% más de los acumulados en el FGTS (cuando el despido es sin causa) 20% más de los acumulados en el FGTS (por fuerza mayor). No hay adicional cuando es por culpa del trabajador.
-Preaviso	Proporcional al tiempo de servicio. Hasta 5 años 30 días. Más de 5 años 60 días. Puede substituirse por dinero.	Proporcional al tiempo de servicio a partir del mínimo de 30 días por períodos inferiores a 1 año. Puede substituirse por dinero.
6) Protección de minorías		
-Mujeres	Maternidad 90 días Excedencia: sí, entre 3 y 6 meses Trabajo insalubre: no Trabajo nocturno: no Descanso diario: 2 hs. entre mañana y tarde.	Maternidad 120 días. Excedencia: no.
Niños	Menores de 14 años. Está prohibido el trabajo. Entre 14 y 18 años 6 hs. diarias. Menores de 18. Trabajo nocturno: no. A partir de los 12 años 6 hs. diarias.	Mayores de 12 años puede trabajar. Menores de 18 trabajo nocturno: no. Existe la figura del menor aprendiz.
-Nacionalidad del trabajador.	Igualdad de condiciones si la residencia es legal.	Las empresas con más de 3 empleados deben tener 2/3 de nacionales. Los ciudadanos extranjeros tienen prioridad para el despido.

Fuente: Revista Estudios, año XVII N° 69.

4. LOS SISTEMAS FINANCIEROS DE ARGENTINA Y BRASIL: UN ANALISIS COMPARADO⁵⁵

Del Cuadro surge lo siguiente:

*En cuanto al tamaño de los sistemas financieros:

⁵⁵Trabajo realizado por Adalberto Rodríguez Giavarini publicado en una compilación a cargo de Felipe de la Balze "Argentina y Brasil enfrentando el siglo XXI". 1995. ABRA.

En términos de depósitos el sistema argentino es menos de la mitad del brasilero.

Si bien el número de entidades es similar en ambos países, el número de casas en Argentina representa el 12,7% de las Brasileras.

En términos del personal ocupado, Argentina no llega al 20% del personal que ocupa el sistema financiero en Brasil.

Los activos del sistema financiero argentino son el 38% de los activos del sistema financiero brasilero.

*En cuanto a la eficiencia de los sistemas:

Los indicadores más relevantes muestran que el

sistema financiero argentino es más eficiente que el brasilero. El indicador más contundente en este sentido es el costo de intermediación financiera que en Argentina es de 1,2% del total del valor de los depósitos mientras que en Brasil es de 1,9%.

*En cuanto al destino de los préstamos de los sistemas financieros:

Se observa que el sistema financiero brasilero destina una proporción mayor de recursos a la industria de lo que hace el sistema financiero argentino, esto también sucede con la participación del financiamiento al gobierno.

Argentina (su sistema financiero) por su parte destina una mayor proporción de recursos que Brasil al agro, al comercio y a las familias.

*En cuanto a la gravitación de la banca pública:

En ambos países es importante la gravitación de la banca pública en el sistema financiero. En el sistema argentino es mayor la gravitación de la banca pública en los depósitos totales del sistema que en Brasil, mientras que en los préstamos la banca pública brasilera participa de una mayor proporción respecto del total de su sistema que en Argentina.

*En cuanto a la estructura patrimonial de los sistemas financieros de ambos países:

La participación relativa del patrimonio neto y los pasivos totales son similares en ambos países.

Se observa que el sistema argentino se fondea en términos relativos más con depósitos que el brasilero. En Brasil tienen mayor incidencia rubros diversos como operaciones externas y operaciones cambiarias.

Teniendo en cuenta la composición del activo se observa una mayor proporción de disponibilidades en el sistema financiero argentino que en el brasilero, lo cual permite decir que los bancos argentinos parecen más líquidos que sus pares brasileros.

*En cuanto a la calidad de la cartera:

Por último se observa en el Cuadro que el porcentaje de la cartera regular sobre la cartera total es mayor en Argentina que en Brasil.

Otros datos que surgen del estudio son los siguientes:

*Los plazos de las operaciones, tanto activas como pasivas, tendieron a reducirse en ambos países a medida que aumentaron los desequilibrios fiscales y la inflación.

*Los niveles de monetización y la masa de depósitos, como proporción del PBI, son similares en ambos países.

En Argentina la relación depósitos-PBI era aproximadamente del 14% en 1994, mientras que para

Brasil dicha relación era del 13%.

Sin embargo los depósitos per capita muestran una relación más elevada en nuestro país que en Brasil.

*El sector financiero participa en mayor medida sobre el PBI en Argentina que en Brasil. Según datos de fines de 1993 el sector financiero Argentino participaba en un 16% del PBI del país, mientras que en Brasil dicha cifra rondaba el 10%.

*En Argentina no existen restricciones para la radicación de nuevas entidades financieras de origen extranjero, mientras que en Brasil está prohibida por la Constitución Nacional, sin embargo esta situación está siendo revisada y se esperan reformas en este sentido.

Cabe señalar que a pesar de las enormes diferencias en cuanto al tratamiento de la banca extranjera, la participación de la misma en el sistema financiero de cada país no difiere demasiado. En Brasil dicha participación es del 14,6% si se consideran los depósitos, y del 12,7% computando los préstamos. En Argentina las proporciones son: 14,8% y 15,6% respectivamente.

*Por último desde el punto de vista de la autoridad monetaria, la Argentina posee un sistema que otorga un grado mucho menor de discrecionalidad al Banco Central que Brasil.

Una muestra de la rigidez del sistema Argentino es la actual Carta Orgánica del BCRA, que ante la crisis financiera del efecto Tequila obligó a la creación de Fondos Fiduciarios financiados con fondos externos y formalmente independientes del BCRA.

Además de las diferencias en el grado de discrecionalidad de la autoridad monetaria de cada país, otra diferencia es que en Brasil las funciones normativas y directivas están a cargo del Consejo Monetario Nacional (CMN), en tanto que las ejecutivas corresponden al Banco Central, mientras que en Argentina no existe tal separación.

El CMN es un órgano colegiado, presidido por el ministro de Hacienda, e integrado entre otros por los ministros de Planificación, de Industria y Comercio, de Agricultura y del Interior.

En los dos países el Banco Central puede actuar como prestamista de última instancia. En Argentina se estableció con la reforma a la Carta Orgánica de 1995, para ello debe existir acuerdo absoluto del Directorio y no se pueden asignar recursos que estén destinados a respaldar la base monetaria.

CUADRO N° 16
ARGENTINA-BRASIL: INDICADORES SELECCIONADOS
(en millones de U\$S)

INDICADORES	ARGENTINA	BRASIL
1. Depósitos	45.000	115.000
2. Entidades y personal		
Número de entidades	205	246
Número de casas	4.081	31.922
Personal ocupado	122.706	638.000
3. Activos totales	92.000	240.000
4. Indicadores de eficiencia		
Depósitos por banco	221,9	467,0
Depósitos por casa	11,0	3,6
Depósitos por empleado	366,7	180,3
Costos medios intermediación financiera (en % de los depósitos)	1,2	1,9
5. Financiación por actividad. (% del total)		
Agropecuario	10,8	7,4
Industria	18,4	21,5
Construcción	4,2	18,3
Comercio	15,8	7,4
Gobierno	9,0	16,2
Familias	18,7	5,1
Resto	23,1	24,1
6. Gravitación de la banca pública.		
En los depósitos totales (%)	39,8	31,8
En los préstamos totales (%)	43,0	50,2
7. Balance consolidado del sistema financiero (en % del activo total)		
Patrimonio neto	14,4	14,7
Pasivos totales	85,6	85,3
Depósitos	49,7	35,3
Préstamos	64,5	50,3
Bienes de uso y diversos	6,3	14,5
Disponibilidades	11,5	2,7
8. Cartera regular (como % de la cartera total)	83,6	72,0

Nota: Argentina: 1, 2, 4, 8 a diciembre de 1994; 3 y 7 a junio de 1994; 5 y 6 a septiembre de 1994. Brasil: 1, 2, 4 a diciembre de 1994; 5 a septiembre de 1994 ; 3, 7 y 8 a mayo de 1994, 6 a diciembre de 1993.

Fuente: Argentina-Brasil, enfrentando el siglo XXI. De la Balze Felipe (Compilador). 1995.

5. TRATAMIENTO IMPOSITIVO A LA INVERSION EN ARGENTINA Y BRASIL

En general, si observamos los impuestos más importantes como son el impuesto a las rentas y al con-

sumo, podemos decir que la estructura impositiva de Brasil es más distorsiva que la de Argentina. Además mientras que en Brasil existe un impuesto a los dividendos pagados a los no residentes, en Argentina no existe ningún gravamen a la repatriación de utilidades.

CUADRO N° 17
COMPARACION ENTRE ESTRUCTURAS IMPOSITIVAS

CONCEPTOS	ARGENTINA	BRASIL
Impuesto a la renta	30%	25%
Impuesto a los beneficios excedentes	Ninguno.	12% sobre los beneficios mayores a Reales 180 mil; 18% en exceso de Reales 780 mil.
Impuesto a los dividendos distribuidos a no residentes	Ninguno.	15%.
Impuesto a las regalías	18%, 24% o 27%	25%.
Retención impositiva sobre intereses	12%	25%
Tasas de depreciación	2% (edificios), 20% (automóviles), 10% (máquinas).	4% (edificios), 20% (vehículos), 10-20% (máquinas), 20% (computadoras).
Impuesto anual sobre el capital	1%, impuesto a la renta, da crédito para impuesto a activos.	Ninguno.
Impuesto a la ventas o al valor agregado	21% de IVA, impuestos varios a las ventas entre 1-4,5%.	ICSM (estatal) 7-25%, IPI (federal) 0-25%.
Principales incentivos impositivos	Eliminados la mayoría de los incentivos directos (excepto minería). Tarifas preferenciales de importación.	Eliminados la mayoría de los incentivos. Existen incentivos impositivos para inversiones en el Norte, Nordeste y Manaos.

Fuente: Argentina y Brasil, enfrentando el siglo XXI. De la Balze Felipe (compilador). 1995.

6. EL TRATAMIENTO DE LAS INVERSIONES EXTRANJERAS EN ARGENTINA Y BRASIL: LEY DE INVERSIONES EXTRANJERAS Y REGULACIONES⁵⁶

Las asimetrías nacionales en el tratamiento de la inversión son importantes porque pueden afectar los movimientos de capital intra y extrazona. Si bien las

políticas públicas son sólo uno de los elementos que influyen sobre el monto y la localización de las inversiones, su importancia aumenta a medida que se reduce o elimina la fragmentación de los mercados en el marco de un proceso de integración. Si bien el ritmo no ha sido el mismo en cada país, los marcos regulatorios de la Argentina y Brasil han tendido a la convergencia en los últimos años. Esto ha sido consecuencia de la apertura económica, la desregulación y la restricción de recursos del sector público. Los procesos de reforma han simplificado los regímenes de incentivos, reduciendo su selectividad.

Los incentivos específicos a la inversión que prevalecen en la Argentina son, en términos generales, modestos. En la actualidad, el principal incentivo

⁵⁶ Extraído de un trabajo realizado por Roberto Bouzas, "Integración económica e inversión extranjera: La experiencia reciente de la Argentina y Brasil" en "Argentina y Brasil, enfrentando el siglo xx", ABRA. 1995.

remanente es el régimen sectorial para la industria automotriz, vigente hasta 1999, que combina la protección del mercado interno con requisitos de contenido local y autorizaciones para importar con aranceles preferenciales.

En Argentina también existen modestos incentivos de carácter regional o específicamente dirigidos a las PYMES. En términos cuantitativos estos programas no son significativos y varios de ellos se encuentran en una fase temprana de implementación.

Los incentivos a la exportación también pueden tener un impacto sobre los flujos de inversión, si bien de carácter indirecto. En el caso de la Argentina, los incentivos más importantes son de tipo fiscal (eximición del IVA e ingresos brutos y programa de reintegros), arancelarios (drawback, admisión temporaria y régimen de especialización industrial), financieros (líneas de crédito preferencial) y regionales (reembolsos a las exportaciones por puertos patagónicos y Tierra del fuego y régimen de zonas francas). Con excepción del programa de reintegros, reducido en 25% por razones fiscales, estos son estímulos limitados.

En lo que respecta al tratamiento de la inversión extranjera directa (IED), a través de sucesivas modificaciones, que comenzaron en la segunda mitad de la década del '70, el régimen que actualmente regula la IED en la Argentina consolidó un carácter nítidamente liberal.

En la actualidad, la mayor parte de las restricciones remanentes han sido levantadas.

La Argentina también fue el primer país latinoamericano en adherir al Convenio Constitutivo del Organismo Multilateral de Garantía de Inversiones del Banco Mundial en 1990, eliminando así, la posibilidad de restringir las operaciones de firmas extranjeras en el país. La adhesión al MIGA también implicó la renuncia a la jurisdicción de los tribunales locales para dirimir controversias que pudieran surgir con inversionistas extranjeros.

Aunque en los últimos años se ha reducido y ha aumentado su transparencia, el régimen de incentivos a la inversión que prevalece en Brasil es considerablemente más vasto que el de la Argentina. Existen incentivos globales a la inversión tanto de carácter financiero, como en menor medida, fiscal. Tienen particular importancia los programas regionales de estímulo a la inversión, los que operan a través de exenciones impositivas y otros estímulos de naturaleza fiscal. La Zona Franca de Manaus y las zonas de procesamiento de exportaciones también otorgan

beneficios de tipo fiscal y arancelario.

Además y, en contraste con la Argentina, en el caso de Brasil se encuentran bastante desarrollados los incentivos que ofrecen los gobiernos estatales, generalmente consistentes en financiamiento a tasas preferenciales y exención en el pago del Impuesto a la Circulación de Mercados y Servicios. La inversión de las PYMES también está incentivada por un tratamiento impositivo preferencial y un sistema altamente desarrollado de extensión.

También hay en operación programas específicamente dirigidos a estimular el desarrollo tecnológico y a mejorar la calidad y productividad, los que funcionan a través de incentivos fiscales y mecanismos de extensión. Los incentivos a la exportación también se encuentran relativamente más desarrollados que en el caso de la Argentina, tanto los de carácter fiscal, como arancelario y financiero. El régimen de compras gubernamentales también han sido un instrumento utilizado.

Las reglamentaciones Brasileñas de tratamiento de la IED también ha evolucionado en dirección a una menor regulación, aunque de manera mucho más gradual que en el caso de la Argentina. De prosperar las propuestas de modificación de la Constitución presentada por el gobierno al Congreso, este proceso se acelerará. No obstante la forma que adquiera su redacción final será el indicador más fiel de la extensión previsible de los cambios. Las propuestas más importantes son la reforma del concepto de empresa nacional, por la cual se considera empresa brasileña a toda empresa que se constituya bajo las leyes de ese país y que tenga sede en Brasil, independientemente del origen del capital. Esta reforma permitirá, entre otras cosas, que el capital extranjero pueda explotar los recursos minerales hasta el momento reservados para su concesión a brasileños o empresas brasileñas de capital nacional. Otras de las medidas propuestas apuntan a eliminar o limitar la reserva de mercado que existe para empresas estatales en áreas tales como el petróleo, las telecomunicaciones o la distribución de gas. Finalmente, también se propone la remoción de la reserva de mercado para las embarcaciones nacionales en la navegación de cabotaje interior, remitiendo a la reglamentación del sector a la legislación ordinaria.

En términos generales, el régimen brasileño de tratamiento de la IED se ha caracterizado por un mayor sesgo hacia el control y la regulación que el argentino. Esto se ha traducido en un mayor número de sectores vedados a la participación del capital extran-

jero o con exigencias de autorización previa, así como otras normas accesorias como las que regulan el tratamiento impositivo, la remisión de utilidades y la repatriación del capital.

7. ANALISIS COMPARADO DEL MEDIO AMBIENTE ENTRE ARGENTINA Y BRASIL

Un estudio realizado en 1992 por un economista Estadounidense (Patrick Law), para el cual se identificaron a las industrias ambientalmente sucias como aquellas que han incurrido en los más altos costos de reducir y controlar la contaminación, arrojó como resultado más importante que para la gran mayoría de las industrias sucias, ese costo de control es muy bajo. Estas estimaciones recientes corroboran otras llevadas a cabo en Europa, en Alemania Federal por Knodgen (1979) y, juntas indicarían que los ahorros de costos que podrían aspirar a obtener las industrias sucias de los países desarrollados, que migran hacia países de nulo o muy bajo control ambiental, no serían significativos ni suficientes para decidir la relocalización. La hipótesis de la migración de las industrias sucias hacia los países que promocionan su libertad en materia ambiental no es sostenible.

Además, aunque el diferencial de costos resultase significativo entre países estrictos, en cuanto a las normas que protegen al ambiente, y países permisivos, actualmente la posibilidad de que los países más atrasados en materia ambiental comiencen a instaurar controles en el futuro, es un riesgo que muchas empresas de origen extranjero no están dispuestas a correr, tanto porque el costo de reconversión de la tecnología hacia un proceso más "limpio" puede ser muy alto, o porque si bien el costo inicial del control debe ser bajo en teoría, en un país con muy poca gente especializada y entrenada en brindar servicios no convencionales, ese costo es alto y la calidad del servicio muy variable. El temor a las responsabilidades y litigios en que se vería envuelta una empresa, ante el evento de un accidente ambiental, es otro factor de riesgo, al igual que la pérdida de reputación e imagen cuando es una filial de una transnacional.

Cabe preguntarse entonces, cómo se pueden reconciliar estas conclusiones con el hecho manifiesto del aumento del número de industrias sucias y su participación cada vez mayor en las exportaciones de los países en desarrollo, si es que no ha existido una significativa migración, desde los países desarrolla-

dos, con desarraigo previo a la mudanza. La respuesta es la decisión tomada por las empresas de los países desarrollados de no seguir aumentando su producción y exportaciones en esos rubros (75% de las exportaciones mundiales de las industrias sucias todavía provienen de esos países), porque tienen otras alternativas productivas más ventajosas y limpias para hacerlo. En ese caso se deja a las empresas del resto de los países en desarrollo la opción de cubrir la demanda insatisfecha.

Por otra parte existen razones que son tenidas en cuenta por los decisores a la hora de elegir un medio para la instalación de una empresa y que establecen una relación directa entre dicha decisión y la calidad del medio ambiente. Este hecho tiene que ver con la importante valoración que sobre todo los altos funcionarios y empleados de la empresas otorgan al medio en el cual se tendrán que desenvolver ellos y su familia. Además, si se tiene en cuenta la incidencia del medio en la productividad del trabajo así como también los costos que puede generar una adecuación a las condiciones ambientales mínimas (que serán más altos y eminentes cuanto mayor sea el grado de contaminación), se podría decir que las decisiones de inversión de las empresas transnacionales se ven estimuladas cuanto mejor sea la calidad del medio ambiente.

Si bien el factor ambiental puede no ser de los más significativos a la hora de decidir una inversión, en el margen puede sí serlo, es decir bajo condiciones similares en otros aspectos.

CUADRO N° 18
PARTICIPACION DE LAS INDUSTRIAS
SUCIAS EN LAS EXPORTACIONES

PAISES	Sobre exp. totales del país (%)	
	1966-68	1986-88
ARGENTINA	3,50	14,9
BRASIL	3,80	25,3
PARAGUAY	0,30	1,4
URUGUAY	1,20	4,9
CHILE	78,80	46,6
CANADA	3,12	24,6
MEXICO	18,50	16,4
EE.UU.	15,60	13,7

Fuente: Patrick Low: "The International Location of Polluting Industries and the Harmonization of Environmental Standards".

En el Cuadro se observa la importancia que las exportaciones sucias tienen en el total de cada país. Se advierte que el trienio 1986-1988, las de Brasil representaban el 25% en tanto que para Argentina se aproximaban al 15%.

En el MERCOSUR, Brasil es el país de más alta intensidad de polución industrial y nivel de producción manufacturera en ramas sucias. En Argentina, si bien el valor exportado en ese rubro es un sexto del de Brasil, preocupa la tendencia creciente de la contaminación por tóxicos.⁵⁷

8. DIFERENCIAS SOCIALES ENTRE BRASIL Y ARGENTINA

1. CARACTERISTICAS DEMOGRAFICAS

CUADRO N° 19

CARACTERISTICAS DEMOGRAFICAS

	ARGENTINA	BRASIL	PAISES DESAR.
Crecimiento población total			
1970-1975	1,7	2,4	1,2
1990-1995	1,2	1,6	0,6
Fecundidad			
1970-1975	3,2	4,7	2,7
1990-1995	2,8	2,8	2,0
Natalidad			
1970-1975	23,4	33,7	20,3
1990-1995	20,3	23,3	14,6
Mortalidad			
1970-1975	9,0	9,7	9,0
1990-1995	8,6	7,4	9,5
Mortalidad Infantil			
1970-1975	49,0	90,5	32,0
1990-1995	28,8	56,5	12,0
Esperanza de vida al Nacer			
1970-1975	67,3	59,8	69,7
1990-1995	71,4	66,3	74,8

Fuente: Revista Estudios, Año XVII N° 69, Abril-Junio 1994.

⁵⁷ Juan Novara: "Integración Económica Comercio Internacional y Medio Ambiente". Estudios N° 72.

La situación demográfica refleja tanto el crecimiento de la población como algunos aspectos de las condiciones de vida (relacionados en especial con la salud e higiene) de la misma que tienen que ver con las perspectivas de tiempo de vida y que afectan a dicho crecimiento. Por ello la mejora en los indicadores demográficos, en especial la esperanza de vida al nacer, refleja el impacto de la mejora en la tecnología médica y la extensión de los servicios hospitalarios y de higiene. Observando el Cuadro, podemos apreciar la notable mejora de ambos países en dicho indicador de la primera mitad de la década del '70 hasta ahora. Sin embargo, también podemos ver que a pesar de su avance Brasil no ha alcanzado los niveles de Argentina de la década del '70 manteniéndose aún una importante brecha en favor de Argentina.

De la comparación, podemos inferir la superioridad del sistema de salud y sanitario de nuestro país respecto de Brasil. Sin embargo es de mencionar la gran desigualdad entre regiones que existe en este último país, y en este sentido, es interesante observar que mientras en el nordeste en 1980 la tasa de mortalidad infantil ascendía a 105/1000, en el sudeste, más desarrollado, dicha cifra era de 40/1000.

2. ESTRUCTURA POR EDAD Y SEXO

Para definir una población como vieja, madura o joven se considera qué porcentaje de la población tiene más de 60 años. Dicha clasificación toma en cuenta el 10%, entre el 5% y el 9% y menos del 5% respectivamente.

CUADRO N° 20

ESTRUCTURA POR EDAD Y SEXO DE LA POBLACION. AÑO 1990

	ARGENTINA	BRASIL
Ambos Sexos		
0-14	29,9%	34,7%
15-59	56,9%	58,2%
60 y más	13,1%	7,1%
Total	100,0%	100,0%
Índice de masculinidad ⁵⁸	98,1	99,5

Fuente: Revista Estudios, Año XVII N° 69, Abril-Junio 1994.

⁵⁸ Este índice mide la cantidad de hombres por cada 100 mujeres.

Según lo definido y observando el Cuadro podemos decir que la estructura poblacional argentina es vieja mientras que la brasilera es madura.

Dicho fenómeno, de envejecimiento de la población, se encuentra determinado por las tasas de natalidad y mortalidad que en nuestro país son relativamente bajas. Este indicador es clave en la determinación de la situación financiera futura de los sistemas previsionales de reparto, y permite anticipar el agravamiento del problema existente en nuestro país. Sin embargo, teniendo en cuenta la introducción del nuevo sistema de capitalización si bien se puede prever un efecto negativo en lo inmediato, por la disminución de los aportantes al sistema de reparto, en el mediano y largo plazo se espera una mejora financiera en dicho sistema por la disminución de sus pasivos y un menor impacto del envejecimiento de la población en la situación financiera del sistema previsional del país.

3. MIGRACIONES

Los procesos migratorios entre centros rurales y urbanos fueron similares en ambos países, mientras que en Brasil por su parte, además se produjo un fuerte proceso migratorio adicional noreste-sureste.

En los dos países históricamente se produjo un fuerte proceso de migración hacia los principales centros urbanos. En Argentina desde principios de siglo y como consecuencia del modelo agroexportador, la concentración se produjo fuertemente en la zona litoral y más recientemente hacia otros centros urbanos del país como consecuencia de los regímenes de promoción industrial aplicados durante los '80.

A pesar de las migraciones, en Brasil continúan siendo importantes las poblaciones rurales, lo cual está relacionado con las formas de explotación de la tierra.

Actualmente, las migraciones tienen una baja importancia relativa, por lo que no generan grandes cambios en la composición urbano-rural de los países.

La importancia de la concentración de la población yace no solo en la oferta de trabajo o en la delimitación de los mercados, sino en las condiciones de vida que se ven afectadas por el efecto causado sobre el medio ambiente y la existencia de servicios esenciales.

El grado de concentración y la distribución de la población en zonas rurales y urbanas tiene especial importancia en la determinación del acceso a los

servicios básicos. En este sentido la mayor concentración y urbanización en Argentina facilitan la creación de información acerca de las necesidades sociales y permiten una mayor cobertura en la prestación de servicios públicos esenciales.

4. DESARROLLO SOCIAL

1. Servicios básicos

CUADRO N° 21
INFRAESTRUCTURA
(en % de la población total)

	ARGENTINA	BRASIL
Acceso a servicios de Saneamiento		
1985-1990	89	78
Acceso a Agua potable		
1975-1980	66	62
1985-1990	57	96 ⁵⁹

Fuente: Revista Estudios, Año XVII N° 69, Abril-Junio 1994.

2. Servicios de salud

El alto número de habitantes por médico para Argentina avalaría la hipótesis de una desigual distribución geográfica así como fallas en el sistema público de salud. Por ejemplo, para el caso de la Capital Federal, en 1980 el número de médicos cada 10000 habitantes era de 46,8, mientras que en la ciudad de Formosa llegaba a 8,1⁶⁰.

Los datos referentes a Brasil, con respecto a la malnutrición de niños menores de 5 años, Cuadro N° 23, son demasiados elevados y merecen consideración desde el punto de vista político.

Observando el Cuadro N° 23, vemos que todos los indicadores de nutrición arrojan valores más favorables en Argentina que en Brasil y que estos valores para Argentina son similares a los de los países desa-

⁵⁹ El valor en la fuente original es desusadamente elevado, razón por la que se mantiene reservas en cuanto a la comparabilidad de la estimación.

⁶⁰ Según trabajo de Silvia Montoya, "Asimetrías sociales en el MERCOSUR". Revista ESTUDIOS, N° 69, Abril-Junio 1994.

rollados. También podemos apreciar que mientras que para los países desarrollados hubo una mejora

nutricional desde el trienio 1969-71 al 1988-90, para Argentina y Brasil sucedió lo inverso.

CUADRO N° 22 SERVICIOS DE SALUD

	ARGENTINA	BRASIL	PROMEDIO PAÍSES DESARROLLADOS
Acceso a Serv. de salud 1987-1989	72,0	s/d	s/d
Habitantes por médico 1984-1989	370,0	1080,0	440
Habitantes por enfermero 1984-1989	980,0	1210,0	220
Camas de hospital 1987(cada 1000 hab)	4,8	3,7	s/d

Fuente: Revista Estudios, Año XVII N° 69, Abril-Junio 1994.

3. Nutrición

CUADRO N° 23 NUTRICION

	ARGENTINA	BRASIL	PROMEDIO PAÍSES DESARROLLADOS
Disponibilidad de calorías			
1969-1971	3.268,0	2.504,0	3.195,0
1988-1990	3.068,0	2.730,0	3.404,0
Disponibilidad de proteínas			
1969-1971	103,6	61,5	95,0
1988-1990	99,2	61,4	103,5
Malnutrición de menores de 5 años			
1990	s/d	13,0	s/d

Fuente: Revista Estudios, Año XVII N° 69, Abril-Junio 1994.

4. Desarrollo humano

El desarrollo humano es medido por un Indicador de Desarrollo Humano (IDH) elaborado por el Programa de Naciones Unidas para el Desarrollo en base a tres elementos: la longevidad, los logros educativos, y los ingresos. Es una medida de la calidad de vida y el grado de preparación de la población, lo cual a su vez está estrechamente relacionado con la inversión pública y privada fundamentalmente en salud y educación.

Si bien mejora el índice de desarrollo humano, empeora la posición relativa de ambos países. Es

decir que la mejora no representa un avance cierto, si se lo compara con los avances realizados por otros países. Este índice constituye una medida del bienestar de la población, ya que, como se desprende de su composición, va más allá del mero hecho de medir el crecimiento del PBI per cápita. Es por ello que se considera uno de los indicadores más confiables al momento de comparar el desarrollo entre países. Una de las modificaciones sugeridas para este índice, que lo harían más completo, es la de incluir la distribución del ingreso como un ponderador del bienestar general.

CUADRO N° 24
DESARROLLO HUMANO

	ARGENTINA	BRASIL
Indice de Desarrollo Humano (IDH)		
1970	0,784	0,569
1993	0,832	0,730
Posición en ranking IDH (N° de orden de cada país)		
1991	43	60
1993	46	70

Fuente: Revista Estudios, Año XVII N° 69, Abril-Junio 1994.

5. Sistemas de seguridad social

CUADRO N° 25
SISTEMAS PREVISIONALES COMPARADOS

PAIS	EDAD DE RETIRO		PRESTACIONES MONETARIAS	REGIMENES ESPEC.	REGIMEN FIANC.	PAGADERA EN EL EXTERIOR	PENSION POR INVALIDEZ
	Hombres	Mujeres					
Brasil	Asalariados 65 con 35 años de aporte.	Asalariados 60 con 30 años de aporte.	Menos de 10 salarios mínimos, 70% del promedio de salarios de los últimos 36 meses más un 1% por año de aporte hasta el 95% del salario base. Más de 10 salarios mínimos Máximo 80%.	Si.	Reparto.	Si, cuando existen convenios de reciprocidad.	Prestación monetaria 70% del promedio de los ingresos durante los últimos 36 meses anteriores, más 1% por cada año de aporte hasta 30 años. Pensión mínima y máxima. Mínima 100% del salario mínimo. Máxima 20 veces el salario mínimo.
Argentina (sistema anterior)	Asalariados 60. Autónomos 65.	Asalariados 55. Autónomos 60.	70% del promedio de ingresos ajustados por los 3 años de ingresos más altos de los últimos 10. Máximo el 82%. Con un valor mínimo de jubilación fijado por el Poder Ejecutivo.	Si.	Reparto. Existe pensión mínima.	Si, con autorización Administrativa.	Prestación monetaria 70% del promedio de ingresos ajustados por los 3 años de ingresos más altos de los últimos 10 años. (Trabajadores independientes 100% del promedio de ingresos) Pensión mínima y máxima. Idem Jubilación. Proporción de la pensión por invalidez correspondiente al grado de pérdida de capacidad.

Continúa...

CUADRO N° 25
SISTEMAS PREVISIONALES COMPARADOS

Continuación

PAÍS	EDAD DE RETIRO		PRESTACIONES MONETARIAS	REGÍMENES ESPEC.	RÉGI-MEN FIANC.	PAGADERA EN EL EXTERIOR	PENSIÓN POR INVALIDEZ
	Hombres	Mujeres					
Argentina (nuevo sistema)	En el año 1994: Relación de dependencia 62 años, autónomos 65. A partir de 1994: cada 2 años aumenta 1 año hasta llegar en el año 2011 a 65 años para ambas categorías.	En el año 1994: Relación de dependencia 57 años, autónomos 60. A partir de 1994: cada 2 años aumenta 1 año hasta llegar en el año 2011 a 60 años en ambas categorías.	Régimen Previsional Público. (PBU) 30 años de servicio: 2,5 AMPO ⁶¹ . Más de 30 años de servicio hasta 45 años como máximo: incremento 1% por año. Prestación compensatoria (PC). Por cada año o fracción mayor de 6 meses, hasta un máximo de 35 años: 1,5%. El haber máximo será de 1 vez el AMPO. Prestación anual complementaria: 2 cuotas equivalentes c/u al 50% de la PBU más la PC. Régimen Previsional Privado. Renta vitalicia previsional. Base jubilatoria: valor representativo del promedio mensual de los ingresos de los últimos 5 años. Retiro Programado: Importe constante que surge de relacionar el saldo efectivo de la cuenta a cada año con el valor actuarial necesario para financiar las correspondientes prestaciones. ⁶² Retiro fraccionado Se retira el 50% de la PBU máxima al momento de realizar el retiro (aplicable a aquellos afiliados cuyo haber inicial de la prestación calculado según la modalidad del retiro programado, resulte inferior al 50% de la máxima PBU).	Sí.	Régimen previsional público: Reparto Régimen previsional privado: Capitalización. Ambos regímenes coexistirán hasta que finalice el período de transición.	Sí.	Régimen Previsional Público. ⁶³ Afiliado en situación regular ⁶⁴ 70% del ingreso base. Afiliado en situación irregular 50% del ingreso base. En ningún caso podrá exceder la PBU más la PC ni los montos establecidos en el Régimen Privado. Régimen Previsional Privado: afiliado en situación regular 70% del ingreso base. Afiliado en situación irregular 50% del ingreso base.

Fuente: Revista Estudios, Año XVII N° 69, Abril-Junio 1994.

⁶¹ El Aporte Medio Previsional Obligatorio (AMPO) se obtendrá dividiendo el promedio mensual de los aportes establecidos, ingresados cada semestre, excluidos los aportes sobre el sueldo anual complementario, por el número total promedio mensual de afiliados, que se encuentren aportando, de acuerdo con el procedimiento que se establezca en las normas reglamentarias.

⁶² Dado el saldo de la cuenta, el número de años estimado de vida y la rentabilidad a obtener, se calcula una especie de cuota constante, que determinará al final de la vida estimada el saldo capitalizado (concepto de pago anual equivalente de matemática financiera).

⁶³ El Decreto 2091/93, modifica el art. 27 del Proyecto de Ley de Reforma Previsional N° 24241. Se observan los cuatro primeros párrafos de este artículo, en los cuales se había establecido que el pago de esta prestación estaría a cargo del Estado. A partir de este Decreto su pago será realizado por algún tipo de entidad aseguradora.

⁶⁴ Estarán en situación regular los afiliados que se encuentran realizando regularmente sus aportes en la situación irregular, el afiliado está cumpliendo irregularmente con sus obligaciones, pero conserva sus derechos.

6. Protección de la familia

CUADRO N° 26
ASIGNACIONES FAMILIARES

ASIGNACIONES FAMILIARES				
PAIS	FINANCIAMIENTO	BENEFICIARIOS	PRESTACIONES	MONTO
Argentina	7,5% Aporte Empleador*	Asalariados públicos y privados.	Existen dos clases: Habituales y Eventuales. Si corresponde cobra sólo uno de los padres**	Fijada por el P.E.
Brasil	4% Aporte Empleador	Asalariado Públicos y Privados con más de 1 hijo.	Por hijo menor de 14 años de edad. Si corresponde cobran los padres.	8% del salario mínimo

*Existen coeficientes diferenciales de aportes

**Entre las habituales se encuentran las asignaciones por hijo (menor de 15 años, hasta los 21 si estudia), por esposa, familia numerosa, hijo discapacitado, escolaridad primaria, media y superior. Entre las eventuales se encuentran nacimiento, adopción, ayuda escolar primaria y media, asignación por vacaciones.

Fuente: Revista Estudios, Año XVII N° 69, Abril-Junio 1994.

Tanto en Argentina como en Brasil la protección a la familia está orientada exclusivamente a asistir a los hijos bajo determinadas condiciones (a diferencia de los países desarrollados que poseen un sistema más integral), que varían según el país. En el caso de Argentina se asiste a

la familia numerosa, considerada a partir del tercer hijo. Mientras que en Brasil la asistencia es por hijo menor de 14 años y depende del ingreso del beneficiario y tiene un objetivo más redistributivo.

7. Sistemas de salud

CUADRO N° 27
CARACTERÍSTICAS DE LOS SISTEMAS DE SALUD

ARGENTINA	BRASIL
Sistema institucionalmente fragmentado y estratificado	Sistema altamente integrado, centralizado en su organización y descentralizado en su gestión.
No hay articulación entre los distintos sectores y es habitual la superposición de funciones.	Existe una total articulación entre los distintos niveles y entre el sector estrictamente público y el sector privado contratado por el público. El sector estrictamente privado es considerado como un sistema "supletorio" del Sistema Único de Salud (SUS).
Existen importantes diferencias geográficas internas en cobertura y calidad de prestaciones	Existen importantes diferencias geográficas internas en cobertura y calidad de prestaciones con un 22% de la población sin acceso a ningún tipo de atención en salud (particularmente en zonas rurales).
Existe sobreoferta de población médica y escasa población de enfermeras y auxiliares de enfermería.	Existe un gran desequilibrio geográfico en la distribución de recursos físicos y humanos.

Fuente: Revista Estudios, Año XVII N° 69, Abril-Junio 1994.

"Los sistemas públicos comparten las siguientes características en ambos países⁶⁵: a) Mala distribu-

⁶⁵ Según un trabajo realizado por Silvia Montoya "Asimetrías sociales en el Mercosur", publicado en la Revista Estudios N° 69, año 1994.

ción de los recursos: el dinero público es gastado en intervenciones de salud de baja relación costo-eficiencia como cirugía de la mayoría de los tipos de cáncer, al mismo tiempo que no se financian intervenciones críticas y con alta relación costo-eficiencia como el tratamiento de tuberculosis y enfermedades

de transmisión sexual. b) Inequidad: los pobres sufren la falta de acceso a servicios básicos de salud y reciben cuidados de baja calidad, a la vez que los gastos del gobierno en salud van desproporcionadamente a la gente de mayores ingresos en forma de cuidados gratuitos o de bajo costo en sofisticados hospitales públicos de atención terciaria y en subsidios a los seguros públicos y privados de salud. c) Ineficiencias: el gasto en salud es muchas veces malgastado o desperdiciado. d) Aumento desproporcionado de costos: en los países de ingresos medios se observa el fenómeno de una tasa mayor de aumento en los costos de salud que en la tasa de incremento en el ingreso per capita.

Por su parte en los sistemas de Seguridad Social se observa una alta estratificación de los servicios dependiendo la capacidad financiera de los aportantes o cotizantes a los respectivos sistemas lo que marca una fuerte fuente de inequidades. Inclusive dentro del mismo sistema de obras sociales subsisten algunas de diferente capacidad financiera.

El subsistema privado depende fuertemente del sector de la seguridad social y es muy difícil delimitar en forma clara una línea divisoria entre los sectores. El sector privado puro a tenido un fuerte avance en los últimos años como consecuencia del deterioro en los servicios de salud pública. Este crecimiento de la importancia del sector privado marca que existe un elevado margen para que los individuos que poseen capacidad financiera para hacerlo tomen como responsabilidad propia la atención de la salud, lo que permitiría al Estado concentrar recursos en la población más necesitada y en sus obligaciones ineludibles de promoción y prevención.”

8. Sistemas educativos

El desarrollo económico, los cambios tecnológicos y el carácter esencialmente innovador del crecimiento económico requieren de niveles crecientes de calificación y conocimientos especializados lo cual, a su vez, ejerce fuertes presiones en favor de una mayor escolarización. Desde el punto de vista del individuo la consecución de mayores niveles educativos les permite conseguir mejores trabajos, mejor remunerados y, posiblemente, ascender en la escala social.

En la inversión de capital humano se yuxtaponen positivamente los objetivos de eficiencia económica y equidad social. Por lo que una correcta administración de los recursos permite mejorar el desempeño económico y la mejora en la equidad.

CUADRO N° 28
DESARROLLO EDUCATIVO

	ARGENTINA	BRASIL	PAISES DESARROLLADOS
Tasas de Analfabetismo			
1970	7,4	33,8	s/d
1990	4,7	18,9	s/s
Promedio de años de Escolarización*			
1990	8,7	3,9	10,0
Matricula por nivel de enseñanza**			
Primer nivel***			
1970-1975	113,6	78,7	100,9
1988-1990	111,6	103,4	102,4
Segundo Nivel			
1970-1975	44,6	15,7	84,0
1987-1990	68,8	37,2	92,5
Tercer nivel			
1970-1975	14,9	5,1	28,4
1987-1990	40,8	10,7	38,8
Alum./Maestros por nivel de enseñanza			
Primer nivel			
1970-1975	19,0	24,0	22,0
1987-1990	19,0	23,0	17,0
Segundo Nivel			
1970-1975	7,0	9,0	15,0
1987-1990	8,0	14,0	13,0

*Promedio de años de escolaridad recibidos por personas de 24 años o más.

**Total de matriculados sobre la población del grupo de edades correspondientes, multiplicado por 100.

***Las edades correspondientes al primer nivel de enseñanza son Argentina:6-12 años, Brasil:7-14 años. Las correspondientes al segundo nivel son: Argentina: 13-17 años y Brasil: 15-17 años. Para el nivel terciario es el total de matriculados de 20 a 24 años de edad sobre la población de la misma edad, multiplicada por 100.

Fuente: Revista Estudios, Año XVII N° 69, Abril-Junio 1994.

9. DISTRIBUCION DEL INGRESO

Para medir la distribución del ingreso nos basamos en la curva de Lorenz⁶⁶ para cada país. Si consideramos la distribución del ingreso por quintiles tenemos el siguiente Cuadro:

⁶⁶ La curva de Lorenz relaciona el porcentaje acumulado de población con la proporción de ingresos que recibe dicho porcentaje. En el eje de las ordenadas medimos el porcentaje de ingresos mientras que en el eje de las abscisas se mide el porcentaje acumulado de la población.

CUADRO N° 29
DISTRIBUCION DEL INGRESO EN ARGENTINA Y BRASIL

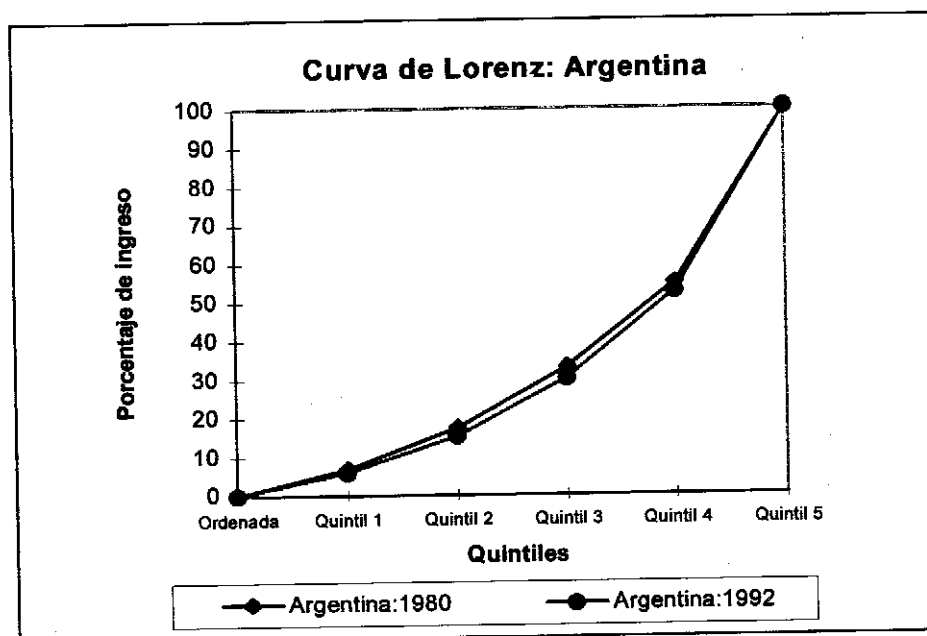
ARGENTINA					
DISTRIBUCION DEL INGRESO POR QUINTILES					
AÑOS	QUINTIL 1	QUINTIL 2	QUINTIL 3	QUINTIL 4	QUINTIL 5
1980	6,8	10,6	15,7	21,7	45,2
1986	6,4	9,8	15,2	19,9	48,7
1990	6,2	8,7	14,2	20,9	50,0
1992	5,9	9,3	15,1	22,3	47,4

BRASIL					
DISTRIBUCION DEL INGRESO POR QUINTILES					
AÑOS	QUINTIL 1	QUINTIL 2	QUINTIL 3	QUINTIL 4	QUINTIL 5
1979	3,9	7,9	12,2	20,0	56,0
1987	3,0	6,8	10,9	18,6	60,7
1990	3,1	6,6	11,1	19,7	59,5

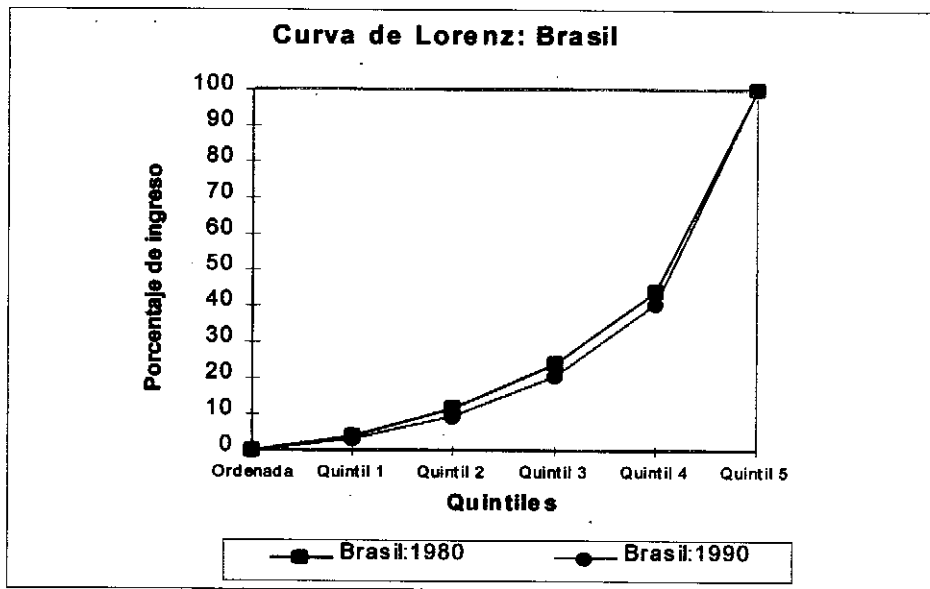
Fuente: CEPAL, Anuario estadístico 1995.

Como se aprecia en el Cuadro N° 29, la distribución del ingreso empeoró desde 1980 hasta la actualidad, si bien, para el caso de Argentina mejoró desde

1990 hasta 1992. Por su lado Brasil mejoró la distribución del ingreso levemente desde 1987 hasta 1990. Gráficamente:

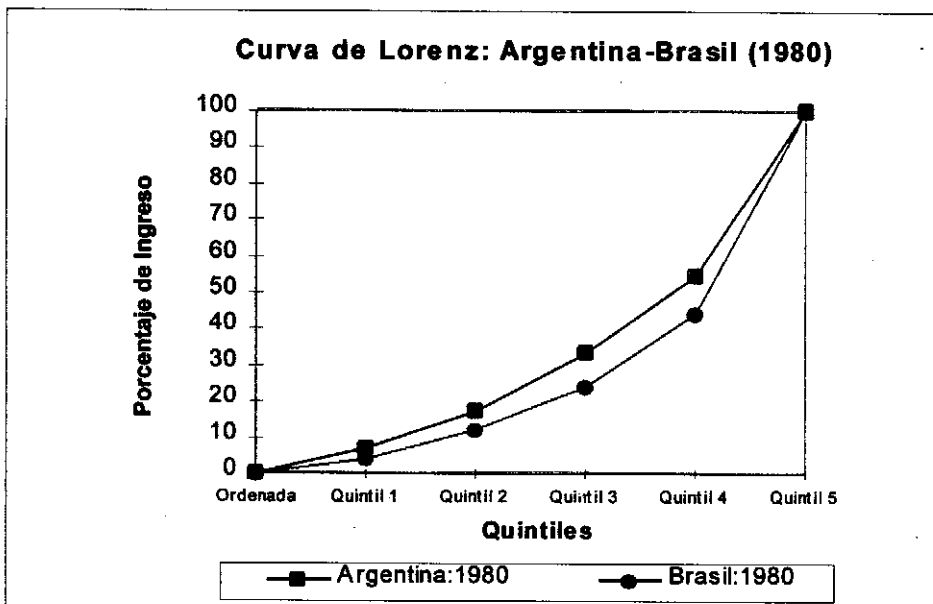


Fuente: Elaboración propia en base a datos de la CEPAL (1995).

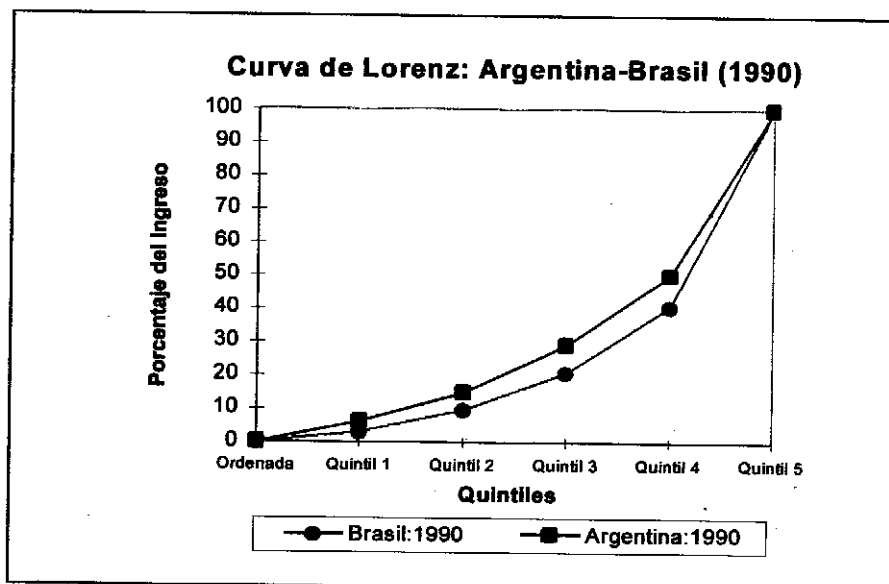


Fuente: Elaboración propia en base a datos de la CEPAL (1995).

Si comparamos ambos países vemos que la distribución del ingreso, tanto en 1980, como en 1990 fue peor en Brasil que en Argentina.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la CEPAL (1995).



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la CEPAL (1995).

CUADRO N° 30

DISTRIBUCION DEL INGRESO: COEFICIENTE DE ATKINSON Y GINI

Alfa	-0,5	1980	1990	1992	Alfa	-0,5	1980	1990
Ingreso Igualmente distribuido		3.022,00	2.180,00	2.562,00	Ingreso Igualmente distribuido		1.107,00	921,00
Indice de desigualdad de Atkinson		0,27	0,33	0,32	Indice de desigualdad de Atkinson		0,45	0,52
Indice de desigualdad de Gini		0,35	0,40	0,38	Indice de desigualdad de Gini		0,47	0,50
Alfa	-1	1980	1990	1992	Alfa	-1	1980	1990
Ingreso Igualmente distribuido		2763,00	1.964,00	2.295,00	Ingreso Igualmente distribuido		942,00	758,00
Indice de desigualdad de Atkinson		0,33	0,40	0,39	Indice de desigualdad de Atkinson		0,53	0,61
Indice de desigualdad de Gini		0,35	0,40	0,38	Indice de desigualdad de Gini		0,47	0,50
Alfa	-5	1980	1990	1992	Alfa	-5	1980	1990
Ingreso Igualmente distribuido		1890,00	1342,00	1.497,00	Ingreso Igualmente distribuido		537,00	408
Indice de desigualdad de Atkinson		0,54	0,59	0,60	Indice de desigualdad de Atkinson		0,73	0,79
Indice de desigualdad de Gini		0,35	0,40	0,38	Indice de desigualdad de Gini		0,47	0,50

Fuente: Elaboración propia en base a datos Anuario Estadístico CEPAL 1995.

En base a estos datos calculamos los coeficientes de desigualdad de Gini y Atkinson⁶⁷ para Argentina y Brasil. El coeficiente de Gini está suponiendo un tipo específico de función de bienestar que no se altera,

⁶⁷ Acerca de la manera de calcular el coeficiente de Atkinson y sus fundamentos teóricos ver, Porto A., Economía del Bienestar: Teoría y política económica. Económica, La Plata, 1-2, 1989.

mientras que en el caso del coeficiente de Atkinson se construye una función de bienestar que depende del peso que se asigne a cada individuo de la sociedad. Llamaremos a este parámetro alpha (α), que puede tomar valores desde 1 hasta menos infinito, excluyendo el cero.

Si α es igual a 1 tenemos una función de bienestar tipo Bentham donde el bienestar es simplemente la suma de ingresos, por lo que ninguna redistribución aumenta el

bienestar. A medida que el coeficiente disminuye estamos dando más peso a los quintiles más pobres, y en el límite, cuando alfa tiende a infinito la función de bienestar se aproxima a una función de coeficientes fijos donde el bienestar sólo aumenta si se incrementa el ingreso de los más pobres. En el Cuadro N° 30 se muestran los coeficientes de desigualdad de Gini y Atkinson, para distintos valores de α para Brasil y Argentina, como así también el valor del P.B.I. per cápita idénticamente distribuido.

Como se observa en este Cuadro el coeficiente de desigualdad de Gini es mayor en Brasil que en Argentina en ambos años, lo que implica una distribución del ingreso peor en Brasil. Por otra parte, si consideramos el coeficiente de Atkinson obtenemos las mismas conclusiones en la comparación entre ambos países, sólo que a medida que otorgamos mayor preponderancia a los que tienen menos, observamos que la redistribución del ingreso es cada vez peor en Brasil. Este coeficiente de desigualdad refleja cuanto estaría dispuesta a perder una sociedad en términos de ingreso (eficiencia) para lograr un nivel de bienestar similar al actual pero en el cual el ingreso esté distribuido igualitariamente. Vemos como en Brasil la pérdida de ingreso por lograr una redistribución equitativa lleva a una pérdida de ingreso mayor, en todos los casos, que en Argentina. En el extremo, cuando consideramos preferentemente a los más pobres ($\alpha=-5$) vemos que Brasil tendría que perder cerca del 79% del ingreso para lograr una distribución equitativa.

En el caso de Argentina es importante señalar los cambios que se observan desde 1990 a 1992. Si consideramos el índice de Gini vemos que la distribución del ingreso mejoró desde 1990 hasta 1992. Los mismos resultados se obtienen con el índice de Atkinson para valores de $\alpha=0,5, -0,5$ y -1 , pero en el caso de que $\alpha=-5$, en que se considera principalmente al quintil más bajo de la distribución, vemos que el coeficiente de desigualdad aumentó desde 1990 hasta 1992. Esto señala que la redistribución de ingresos desde 1990 hasta 1992 fue desde los extremos hacia el centro de los grupos de ingresos. Es decir que empeoró la participación de los más pobres y los más ricos en beneficio de los quintiles intermedios.

10. PLAN DE CONVERTIBILIDAD

Durante la administración económica del gobierno del presidente Menem, que comenzó en Julio de 1989, empieza a efectivizarse el nuevo paradigma económico en la Argentina: estabilidad económica y reforma fiscal, como requisitos previos al crecimiento, reforma estructu-

ral del Estado (reducción de subsidios, independencia monetaria del Banco Central, privatizaciones), apertura económica (desmantelamiento gradual de las políticas proteccionistas y tipo de cambio real estable) y negociación consensuada de la deuda externa.

Dicha administración económica puede dividirse en 4 periodos, cada uno correspondiente. Como el objetivo es la exposición del actual programa económico, solo se considerarán las medidas que fueron tomadas en las primeras etapas y aún siguen en vigencia o fueron claves, además por supuesto de las más recientes.

1. LAS ETAPAS DE LA REFORMA ECONOMICA

La primera etapa corresponde al período que comienza en Julio de 1989 y termina en diciembre de ese mismo año. La gestión estuvo a cargo de un equipo económico proveniente de Bunge y Born (BB), uno de los grupos empresarios más importantes del país.

Las medidas más importantes durante esta etapa fueron la formulación y aprobación, con acuerdo de la oposición, de las Leyes de Emergencia Económica y de Reforma del Estado, que generaron más adelante, al ser aplicadas, un gran alivio a las finanzas del Estado Nacional y de esta forma posibilitaron las posteriores reformas económicas y el establecimiento de la solvencia fiscal.

Estas Leyes consistieron fundamentalmente en establecer el marco normativo para la suspensión de ciertas transferencias del sector público al sector privado (fundamentalmente los regímenes de promoción industrial, los subsidios regionales, los subsidios a la exportación, los juicios al Estado) y para el traspaso de activos y empresas del Estado a este último.

Con la corrida cambiaria y estallido inflacionario a fines de 1989, como consecuencia de la insostenibilidad del tipo de cambio fijo que forzó a las autoridades a realizar una devaluación del 50%, terminó la gestión de este equipo económico, que se caracterizó por establecer el marco legal que posibilitó en la segunda etapa efectivizar medidas fundamentales para los grandes cambios que requería Argentina.

La segunda etapa se extendió desde diciembre de 1989 a enero de 1991 y correspondió a la administración que estuvo a cargo del Mtro. Erman Gonzáles.

Como primeras medidas se eliminaron los controles de precios y se liberó totalmente el mercado cambiario.

El nuevo equipo económico decidió hacer frente al grave déficit cuasi-fiscal generado por la deuda interna, aunque para ello apeló a un mecanismo que generó una gran desconfianza, el Plan Bonex. Este mecanismo consistió en la toma compulsiva por parte del Tesoro Nacional de los depósitos a plazo de los bancos, a cambio de Bonos de deuda con vencimiento a 10 años, es decir una refinanciación forzosa a pasivos de largo plazo. Esto, sumado a una fuerte emisión monetaria generó una nueva hiperinflación a principios de 1990.

Durante el transcurso del año 1990 se avanzó fuertemente en tres sentidos:

1- Se empezaron a aplicar las mencionadas Leyes de Emergencia Económica y de Reforma del Estado, lo que permitió una mejora de las cuentas públicas del Estado Nacional y consecuentemente una disminución en las presiones para la emisión monetaria.

2- Al aumentar la demanda de base monetaria, se emitió genuinamente y dicha emisión se destinó a la compra de divisas que más tarde serían fundamentales en la implementación del Plan de Convertibilidad.

3- Se empezó y avanzó significativamente con las reformas estructurales. En este sentido cabe mencionar:

En cuanto a apertura se disminuyeron los arances máximos del 30% al 24%, se redujo la dispersión arancelaria y se eliminaron importantes restricciones cuantitativas y derechos específicos.

En materia de privatizaciones, se empezaron a realizar siendo las más importantes las privatizaciones de ENTEL y de Aerolíneas Argentinas.

Por otra parte se desregularon los sectores de petróleo, puerto y transportes.

Respecto de la relación de nuestro país con los acreedores externos, se reanudaron las negociaciones y los pagos parciales.

A pesar de los importantes avances en todos estos temas e inclusive en las cuentas públicas del Estado Nacional, las cuentas del Estado Consolidadas comenzaron a deteriorarse como consecuencia de las finanzas provinciales y del Sistema de Seguridad Social. Nuevamente una crisis de confianza, esta vez trasladada a una suba de la tasa de interés y una estampida sobre el dólar finalizando en un disparo inflacionario.

La tercer etapa comienza en enero de 1991 y finaliza en agosto de 1996. El nuevo equipo económico, presidido por el Ministro Domingo Cavallo, se propone, como objetivo inmediato, reestablecer la

estabilidad a través de la confianza. Para ello se fija, por ley, un tipo de cambio convertible al dólar. De esta manera, se induciría a una baja en la tasa de interés local y el riesgo país, lo que promovería un mayor dinamismo de la economía y de la base de recaudación, que traducida en equilibrio fiscal generaría, a su vez, confianza en los mercados financieros y monetarios y se evitaría un nuevo estallido inflacionario.

Además de la estabilidad, se proponen efectivizar y profundizar cuestiones iniciadas en las gestiones de los anteriores equipos económicos, como son el orden y equilibrio de las cuentas fiscales y las reformas estructurales.

La Ley de Convertibilidad es aprobada en marzo de 1991 por el Congreso, en ella se establece la obligación por parte del gobierno de convertir 10000 australes en un dólar, y más adelante 10000 australes pasan a ser un peso y queda establecida la paridad por convertibilidad de 1 a 1, esto significa que los activos financieros externos (oro, dólares u otras divisas de origen externo con similar solvencia, títulos externos y títulos locales en moneda extranjera a precios de mercado) deben al menos respaldar la base monetaria. Además se prohibieron los ajustes inflacionarios y se aprobó la utilización del dólar como moneda de cuenta y transacción en la economía local.

Paralelamente, se acordó con empresas importantes el apoyo a través de políticas de precios no inflacionarias. Se bajaron las alícuotas de ciertos impuestos internos con el objetivo de reducir los precios. Ante esta disminución y una alta elasticidad precio de la demanda (lo cual implica ubicarse en la parte creciente de la curva de ingreso total) se logró una mejora en la recaudación como consecuencia del incremento de la base imponible. Se hizo especial hincapié en la lucha contra la evasión.

Se lograron importantes avances en las reformas estructurales, tanto en privatizaciones como en desregulación, apertura y reforma laboral.

La cuarta y etapa actual si inició en agosto de 1996 con la llegada al palacio de hacienda de Roque Fernández (Presidente del Banco Central en la gestión de Cavallo), como un continuador del programa económico y dentro del marco de la Convertibilidad.

La situación coyuntural impuso al nuevo ministro priorizar el tema de las cuentas públicas, dado que lo arrojado como déficit fiscal para el año 1996 superó lo acordado con el FMI.

De esta manera las primeras medidas de esta ges-

tión y aprobadas por el Congreso, están orientadas a lograr una mayor recaudación. La concepción de la necesidad de la presión fiscal en una economía que apenas está saliendo de una fuerte recesión proviene de la idea de que no existe nada más recesivo y desestabilizante que un elevado déficit del sector público.

Dichas medidas consistieron en :

- aumento de alícuotas y bases impositivas a los combustibles,
- eliminación y reducción de reintegros a las exportaciones,
- aumento de aranceles a la importación de bienes de capital y suspensión de reembolsos a la producción de éstos,
- suspensión del programa de incentivo a la especialización y exportación industrial (REI),
- techo a los montos coparticipables a las provincias.

2. PRINCIPALES RESULTADOS DEL PLAN DE CONVERTIBILIDAD

Los resultados del programa de convertibilidad han sido en general positivos en términos de estabilización y reordenamiento de la economía. También se le puede atribuir un fuerte impacto positivo sobre el nivel de actividad y las cuentas fiscales, pero sólo en los primeros años de su implementación hasta fines de 1994.

1. Inflación

La inflación acumulada durante el primer trimestre de 1991 alcanzó el 236,3%, por lo que si la tendencia hubiese continuado a este ritmo durante todo el año hubiese llegado a 1385,3%. Sin embargo, la implementación del Plan de Convertibilidad produjo un brusco descenso en los índices inflacionarios que permitió que la inflación acumulada para el segundo trimestre llegase a 38,9%, y para el año completo a 335,6%. La inflación fue bajando ostensiblemente en los años siguientes, obteniéndose en los primeros cinco meses de 1996 un crecimiento de -0,5%. Esto demuestra que el mayor logro del Plan de Convertibilidad fue detener la inflación y estabilizar los precios.

La mayor estabilidad jugó un rol preponderante en la recuperación económica y en el aumento de las inversiones, ya que permitió contar con un "ambiente

económico" mucho más predecible. A su vez, permitió un mayor control, por parte del gobierno, de los instrumentos de política que permitiesen un mejor desenvolvimiento macroeconómico. Por tanto, el control inflacionario se convirtió en la meta principal del Plan de Convertibilidad como intento de estabilizar la economía.

CUADRO N° 31

INDICES DE PRECIOS MAYORISTA Y MINORISTA

ARGENTINA			
INDICE CONSUMIDOR (VARIACION ANUAL)		INDICE MAYORISTA (VARIACION ANUAL)	
1990	2.314,0	1990	1.616,7
1991	171,7	1991	110,5
1992	24,9	1992	6,0
1993	10,6	1993	1,6
1994	4,2	1994	0,7
1995	3,4	1995	8,0

Fuente: CARTECO.

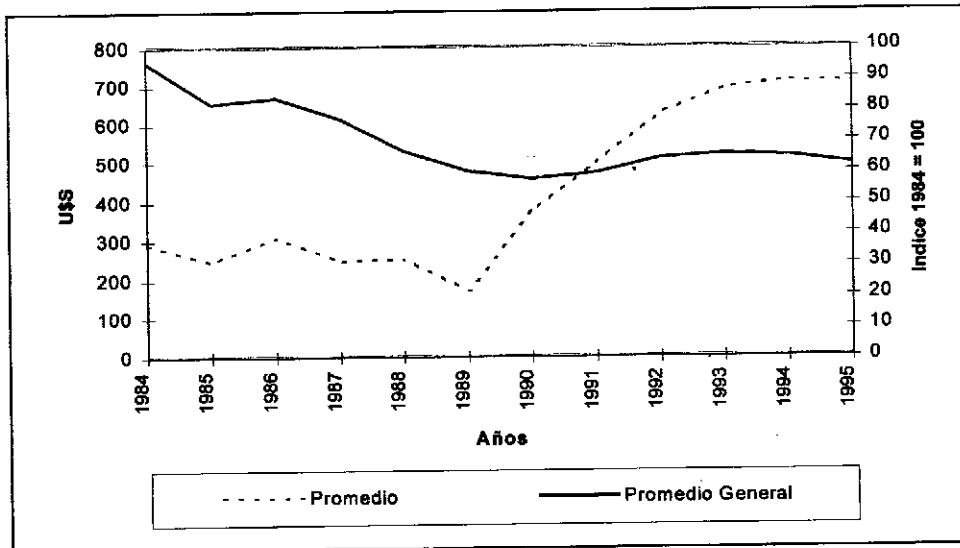
2. Salarios y empleo

Por el lado de los salarios, el Plan de Convertibilidad exhibió una fase de crecimiento de los mismos, propiciado por el auge económico, desde el año 1991 hasta fines de 1994, lo que permitió una mejora en el poder adquisitivos de los salarios, debido a la caída de la inflación, y el crecimiento de los salarios medidos en dólares. Este incremento en los salarios en dólares, y la imposibilidad de ajustes cambiarios nominales, provocó un deterioro de la competitividad de la economía en términos de costos laborales.

En 1995, como consecuencia de la recesión, comienzan a caer los salarios nominales por lo que se observa una pérdida en el poder adquisitivos de los mismos.

Durante los dos primeros años de implementación del plan la economía generó empleos, por lo que, a pesar de los ajustes en las empresas recién privatizadas y en el Estado, y en el incremento en la Población Económicamente Activa (PEA), el nivel de empleo se mantuvo sin modificaciones significativas. Pero, a partir de 1993, el incremento en la PEA no pudo ser absorbido por la generación de empleo en la economía, por lo que se registraron importantes aumentos en la tasa de desempleo.

SALARIO EN DOLARES Y PODER ADQUISITIVO: PROMEDIO GENERAL ARGENTINA



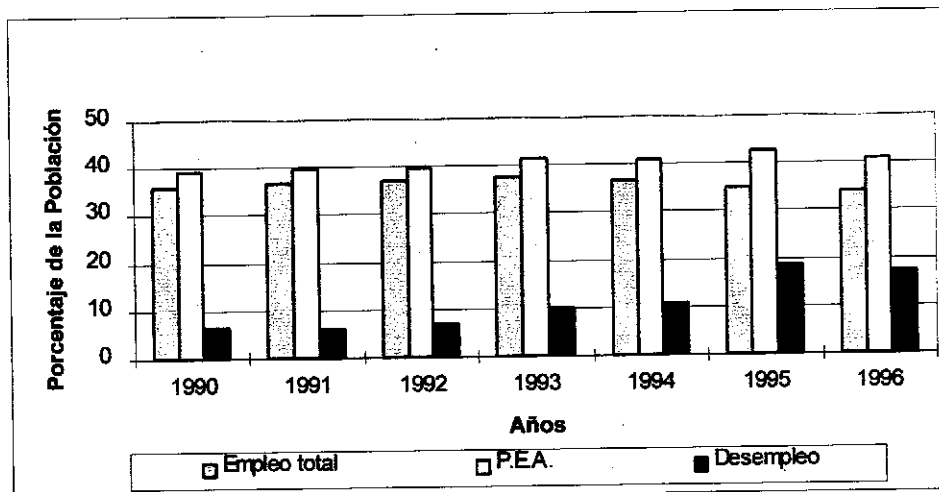
Fuente: CARTECO (1996), varios números.

Este fenómeno se agrava particularmente en el año 1995, y se mantiene durante 1996. Las explicaciones para este fenómeno son variadas, una reconversión del aparato productivo más intensivo en capital, el costo elevado de la contratación y despido de mano de obra, los elevados salarios en dólares, etc.

En cuanto al funcionamiento del mercado laboral, se observa una mayor inflexibilidad respecto a lo que

se experimentaba en la década anterior, es decir, que ante un incremento en el desempleo el salario real no disminuye lo suficiente para restaurar el nivel de empleo. Una de las posibles explicaciones es que la inflación actuaba como mecanismo flexibilizador del salario real, lo que no puede ocurrir bajo el esquema de la convertibilidad.

RELACION ENTRE PEA, EMPLEO Y DESEMPLEO ARGENTINA



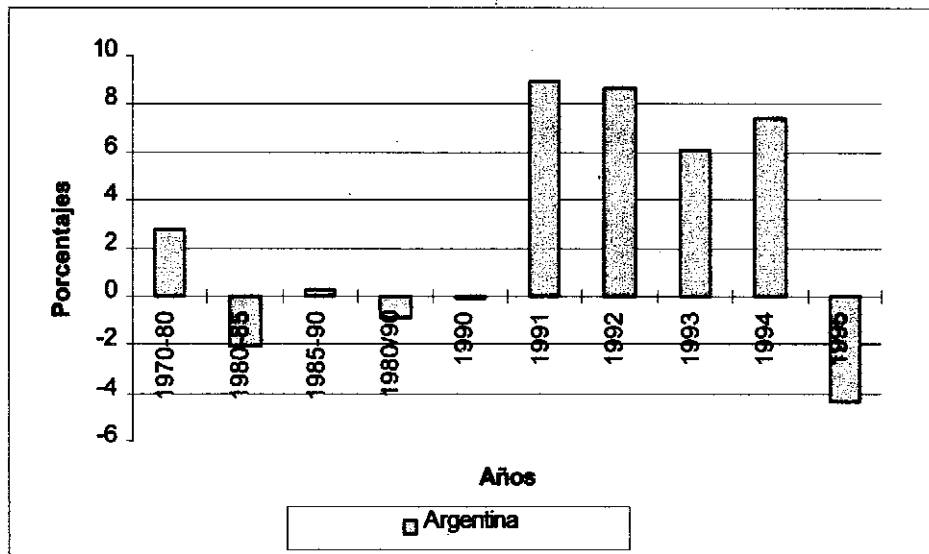
Fuente: CARTECO (1996), varios números.

3. Crecimiento económico

La estabilización de la economía a partir del Plan de Convertibilidad generó una expansión económica que llegó hasta finales de 1994. La reconversión de la economía, las nuevas inversiones, el flujo de capita-

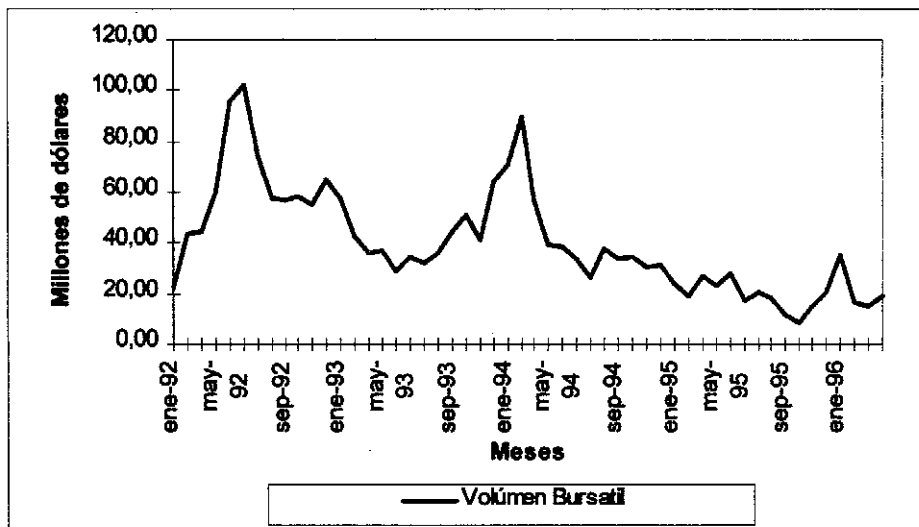
les extranjeros, la privatización y modernización de empresas públicas, etc., generaron tasas de crecimiento que, en términos reales, alcanzó el 31,1% entre los años 1991 y 1994. Si computamos la fase recesiva vivida durante el año 1995, el crecimiento acumulado llega al 26,7%.

TASAS DE CRECIMIENTO DEL PBI (a valores constantes) ARGENTINA



Fuente: Anuario CEPAL 1995.

VOLUMEN MENSUAL PROMEDIO BOLSA DE BUENOS AIRES



Fuente: CARTECO (1996), varios números.

En cuanto a los sectores en los que se verificó el crecimiento, tenemos que el sector industrial computa un crecimiento para el período 91-94 de 27,9%, mientras que la agricultura y sector primario se expandió en un 6,8%. Esto destaca el importante desarrollo industrial, aunque la tasa de crecimiento es menor a la experimentada por el PBI en general. El sector que lideró el crecimiento fue el sector de Servicios.

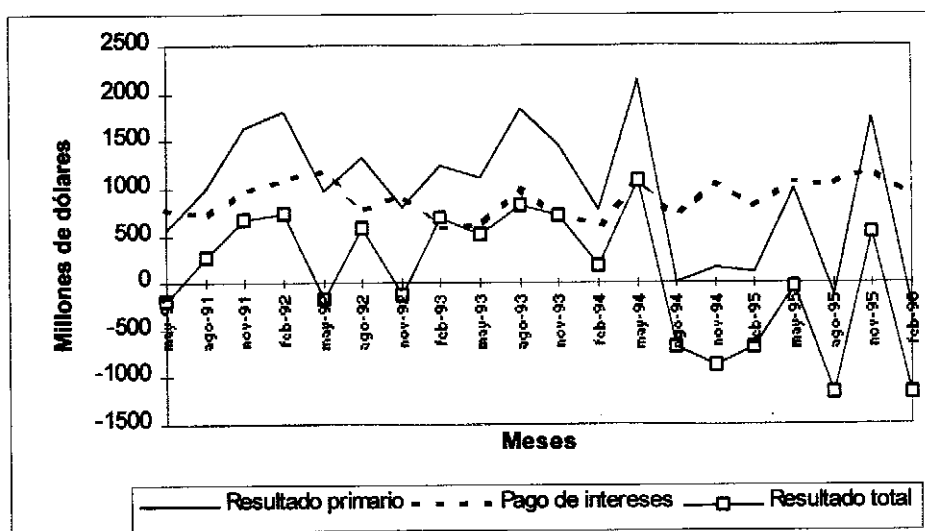
Esta experiencia de crecimiento está signada por la dependencia del financiamiento externo, ya que si miramos el desarrollo del mercado de capitales interno, vemos que el volumen transado durante el año 1995 llegó solamente al 1% del PBI. Este hecho

señala un desarrollo incipiente del mercado de capitales. También es digno de señalar el aporte que puede significar en un futuro el financiamiento proveniente de los fondos previsionales, que puede mejorar la performance en estos mercados de capitales.

4. Cuentas públicas

La rigidez que impuso el Plan de Convertibilidad sobre la política monetaria del Banco Central generó a su vez la necesidad de que el sector público pudiese recurrir únicamente al endeudamiento o el incremento en los impuestos para la financiación de sus déficits.

RESULTADO FISCAL ARGENTINA



Fuente: CARTECO (1996), varios números.

Así, se terminó con la emisión monetaria destinada a solventar los desequilibrios fiscales. Durante la fase expansiva del plan, las metas fiscales fueron cumplidas sin problemas serios, registrándose aumentos tanto en los gastos como en la recaudación, debido a los esfuerzos por controlar la evasión que se ejerció desde el ente recaudador. Pero, en 1995, la crisis económica presionó sobre las cuentas fiscales, principalmente por el lado de los recursos que provienen en su mayoría de impuestos al consumo. De esta manera se incurrió en un déficit que no estaba previsto dentro de las metas acordadas con el F.M.I. lo que provocó una renegociación e incrementos

impositivos tendientes a mejorar la performance fiscal. Este déficit, además, alteró las relaciones impositivas con las provincias ya que postergó las discusiones sobre la Ley de Coparticipación de Impuestos.

5. Política monetaria

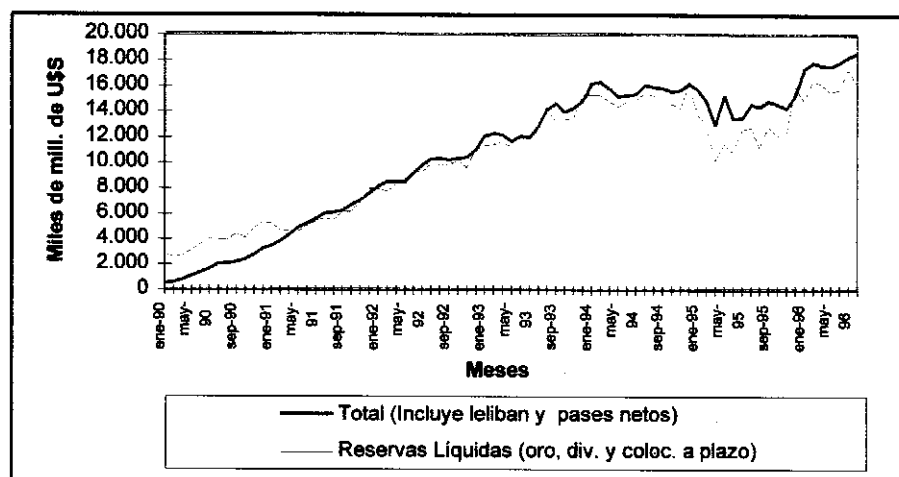
Durante la gestión del ministro Erman González se empezaron a aplicar las Leyes de Emergencia Económica y Reforma del Estado que permitieron eliminar muchas de las causas de la emisión monetaria, además se refinanciaron compulsivamente (a

través de emisión de deuda a largo plazo) los depósitos a plazo de los bancos que a su vez estaban depositados en el Banco Central, todo esto posibilitó la compra de divisas con recursos propios por parte del BCRA, lo que permitió sentar las bases para la posterior implementación del Plan de Convertibilidad y explica la brecha positiva entre las reservas líquidas y los pasivos monetarios del BCRA durante todo el año 1990 y principios de 1991.

Hasta fines de 1994 principios del 95 puede observarse una correspondencia importante entre las reservas líquidas y los pasivos del BCRA (incluye pasivos netos y leíban), lo que permite asegurar el

“real” cumplimiento de la convertibilidad, sin embargo a partir de la crisis por el Efecto Tequila dicha correspondencia se vio fuertemente afectada por las caídas en las reservas líquidas del BCRA. Cabe agregar que el efecto Tequila en nuestro país se reflejó en una “corrida” financiera (caída en los depósitos) y no cambiaria. La necesidad de financiamiento de los bancos fue lo que generó la caída en las reservas del BCRA y no la presión por mantener el tipo de cambio. A fines de 1995 principios de 1996 esta situación se ve aliviada por la recomposición en el nivel de reservas así como por el paulatino retorno de los depósitos al sistema financiero.

RESERVAS Y PASIVOS TOTALES ARGENTINA



Fuente: CARTECO (1996), varios números.

También el Banco Central ha dispuesto modificaciones al tratamiento de las carteras de crédito y la creación de reservas contingentes para solventar problemas de liquidez.

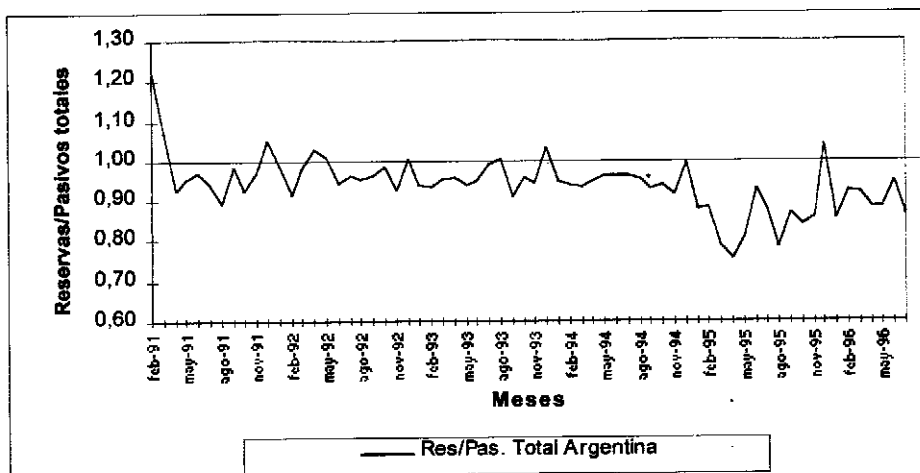
Agregados monetarios: el crecimiento de la cantidad de depósitos ha sido superior al crecimiento de la base monetaria y las reservas

En este sentido puede apreciarse que estas dos últimas crecen de manera similar, lo que es de esperar en un sistema como el de la convertibilidad. Pero ante la caída de los depósitos por el efecto “tequila”, que se observa en el gráfico, la enorme diferencia entre M4 (incluye billetes y monedas y depósitos a plazo tanto en moneda local como en divisas extranjeras) y reservas hace que el sistema financiero corra ciertos riesgos en caso de corridas sobre los depósitos. En este sentido, como las reservas se encuentran

respaldando la base monetaria se resiente seriamente la capacidad del Banco Central para actuar como prestamista de última instancia. Es por esto que en la crisis de 1995 debió recurrirse a mecanismos como la creación de un fondo fiduciario y a la financiación externa para impedir una quiebra generalizada de bancos ante la huida de los depósitos.

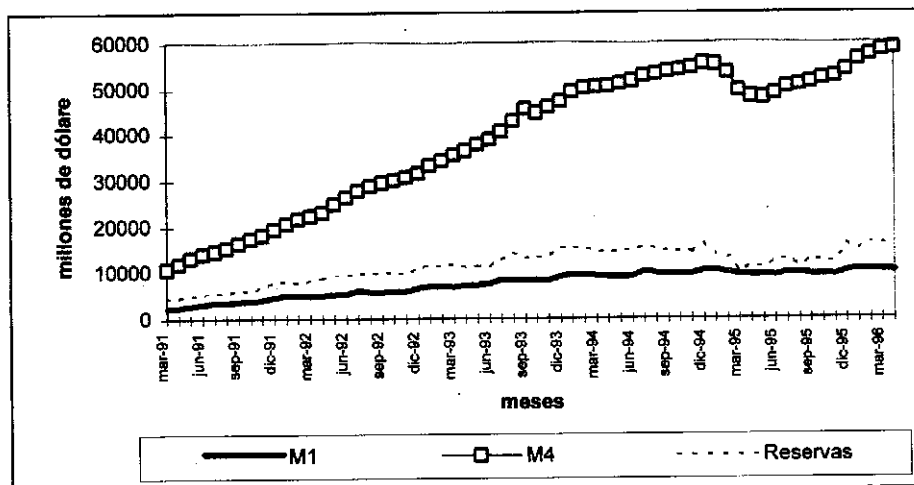
Tasas de interés: la estabilización monetaria conjuntamente con el flujo de capitales externos posibilitó una caída importante en las tasas de interés. Sin embargo los niveles alcanzados por las tasas de interés activas no han estado en consonancia con las tasas de interés internacionales ni con las necesidades del aparato productivo. La crisis de 1995 empeoró aún más esta situación, provocando un retroceso en el crédito y una recuperación muy lenta luego de la crisis.

RESERVAS/PASIVOS TOTAL ARGENTINA



Fuente: CARTECO (1996), varios números.

EVOLUCION DEL M1, M4 Y RESERVAS ARGENTINA



Fuente: CARTECO (1996), varios números.

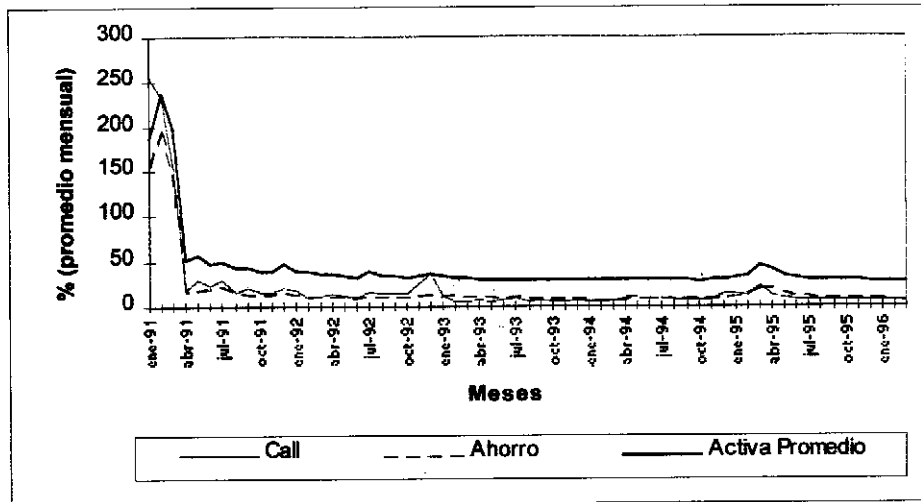
Como producto de esta crisis el sistema financiero se encuentra operando con una elevada relación de cartera en problemas de cobro en relación a la cartera normal. Esto provoca que las tasas de interés permanezcan elevadas y que el crédito no se recupere en la proporción en que lo hacen los depósitos⁶⁸.

También se observa un cambio de comportamiento en los bancos respecto al otorgamiento de préstamos, ya que existe un mayor temor a la falta de cumplimiento que provoca un mayor requerimiento de garantía y una consecuentemente mayor tasa de interés.

⁶⁸ Parte de la explicación de este fenómeno surge del hecho que los bancos cargan sobre la tasa de interés activa los costos provenientes de la mayor morosidad de la Cartera,

por lo que se resiente la demanda de crédito.

TASAS DE INTERES ARGENTINA



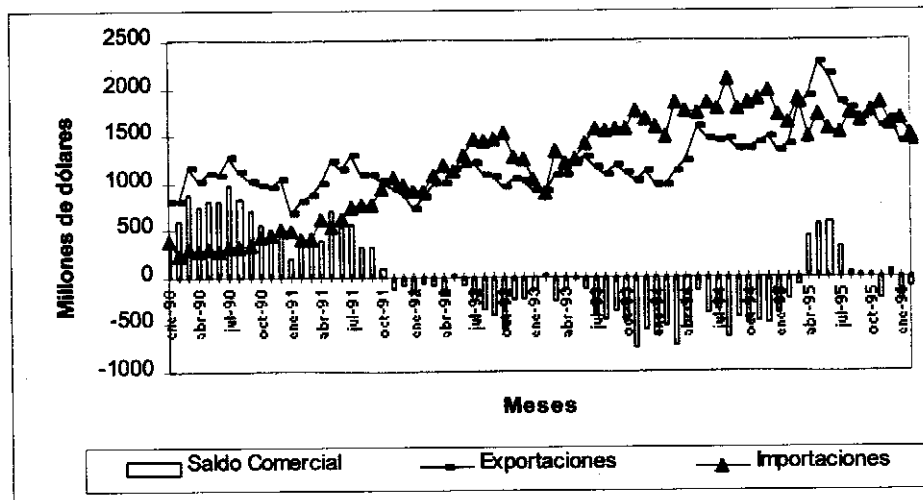
Fuente: CARTECO (1996), varios números.

6. Balanza comercial

Junto con la instauración del Plan de Convertibilidad se aplicó una política de apertura del mercado externo. Se bajaron aranceles, se eliminaron trabas a la importación de bienes, mientras que el tipo de cambio se encontraba nominalmente atado al dólar, lo que provocó una apreciación del tipo de cambio.

Este hecho, sumado al crecimiento en la inversión y la expansión de la economía provocaron un incremento notable en las importaciones principalmente en bienes de capital y consumo durables. Esta situación se vió favorecida por la importante liquidez internacional que permitió mantener en equilibrio el Balance de Pagos.

EXPORTACIONES, IMPORTACIONES Y SALDO COMERCIAL ARGENTINA

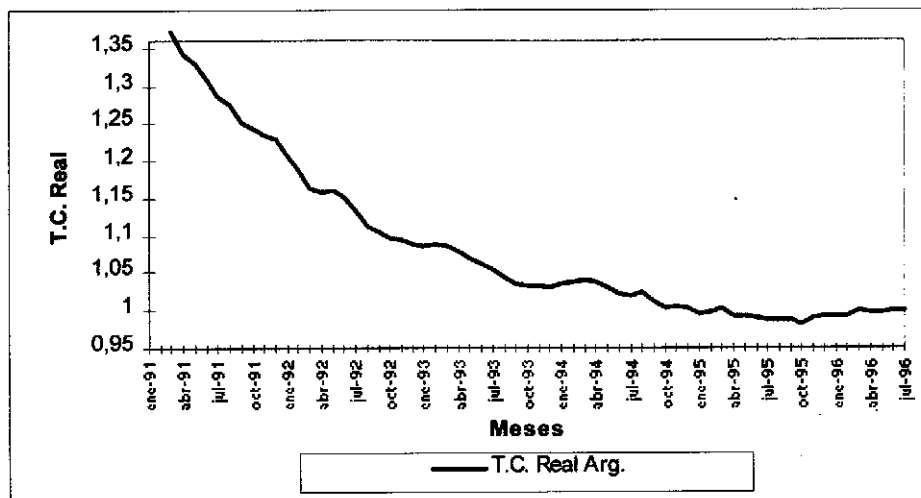


Fuente: CARTECO (1996), varios números.

A su vez, se observa un crecimiento sostenido en las exportaciones, que llegan a una tasa cercana al 100% para el período 1991-1996. Mirando la composición que tuvieron estas exportaciones podemos

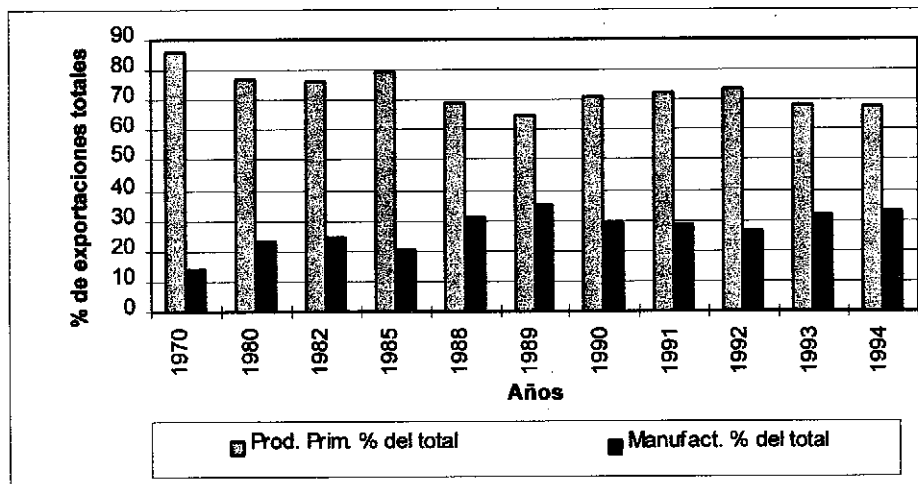
apreciar que la participación de los productos primarios cae durante todo el período, mientras que se incrementa la participación de las manufacturas en el total exportado.

TIPO DE CAMBIO REAL ARGENTINA



Fuente: CARTECO (1996), varios números.

PARTICIPACION DE LAS MANUFACTURAS Y PRODUCTOS PRIMARIOS EN LAS EXPORTACIONES. ARGENTINA



Fuente: Anuario Estadístico CEPAL (1995).

Durante 1995, como consecuencia de la recesión económica, se observa una retracción en las importaciones conjuntamente con un crecimiento en las exportaciones, aunque la posterior recuperación económica

durante 1996 verifica un incremento en las importaciones y exportaciones, esperándose una balanza comercial levemente superavitaria para dicho año.

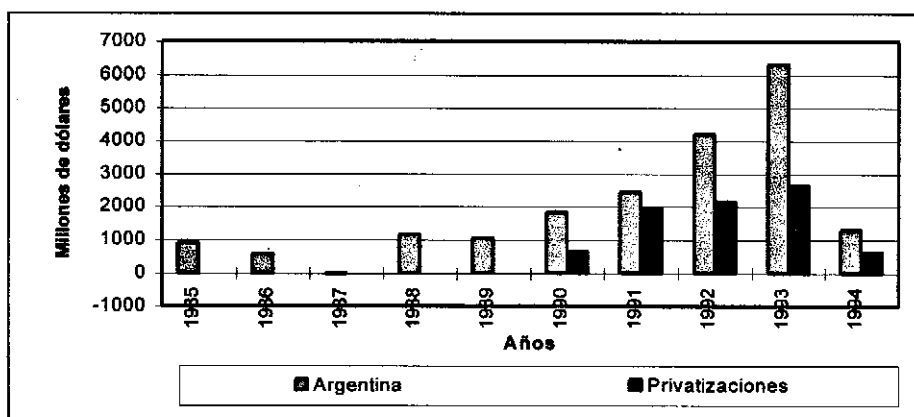
7. Inversión extranjera directa

En este período se registraron importantes flujos de capitales con destino a actividades productivas. Las reformas económicas implementadas conjuntamente con la mayor estabilidad del sistema propició

el incremento registrado en dichas inversiones.

El destino de los capitales comprendió no sólo actividades productivas en general, sino que también se concentraron en las privatizaciones de las empresas públicas, lo que permitió una importante modernización de estas empresas.

INVERSION EXTRANJERA DIRECTA ARGENTINA



Fuente: Argentina-Brasil: Enfrentando el Siglo XXI. 1995, de la Balze (Compilador).

CUADRO N° 32 INVERSION EXTRANJERA DIRECTA: SECTORES

INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA EN ARGENTINA (1994-1995)				
INDUSTRIA	MONTO	PART. %	CANTIDAD DE PROYECTOS	%
Gas y Petróleo	1.182,68	6,79	19	7,60
Minería	340,00	1,95	4	1,60
Alimentos, beb. y Tab.	2.428,60	13,93	54	21,60
Papel y Madera	440,50	2,53	9	3,60
Industria Textil	116,50	0,67	6	2,40
Químicos y Farmac.	1.632,10	9,36	30	12,00
Energía eléctrica	1.405,97	8,07	10	4,00
Vehículos aut.	3.650,40	20,94	26	10,40
Electrodomésticos	105,00	0,60	8	3,20
Construcción	107,00	0,61	9	3,60
Hoteles	125,00	0,72	4	1,60
Telecomunicaciones	4.434,00	25,44	16	6,40
Bancos y Seguros	498,40	2,86	18	7,20
Supermercados y dist.	326,40	1,87	11	4,40
Asistencia médica	59,00	0,34	5	2,00
Otros	578,30	3,32	21	8,40
	17.429,85		250	

Fuente: Fundación Invertir, The Recent Foreign Direct Investment Boom in Argentina. Mayo 1996.

11. EL PLAN REAL

1. ETAPAS DEL PLAN:

i) La primera etapa fue lanzada en diciembre de 1993. Una característica distintiva de este Plan fue el hecho de preanunciar todas las medidas a implementar, así como contar con el apoyo mayoritario de la opinión pública, refractaria a querer seguir sufriendo tasas inflacionarias mensuales de dos dígitos. Sus principales cualidades surgieron del hecho que sus disposiciones no violaron los contratos ni establecieron congelamientos sobre precios y salarios. Entre sus principales componentes iniciales encontramos normas relativas a la indexación de los precios y salarios y la relativa a las anclas nominales, como ser una flotación implícita del tipo de cambio y el control fiscal.

Esta etapa fue esencialmente marcada por el ajuste fiscal, que partió de la premisa que el desequilibrio de las cuentas públicas había sido un factor clave para la persistencia de una inflación crónica y creciente en la economía brasileña. Algunos pequeños paquetes de medidas impositivas también fueron implementados a fin de asegurar un superávit primario del presupuesto público en 1994 y un déficit operacional (primario más intereses) cero.

Asimismo fue creado el Fondo Social de Emergencia (FSE) (aprobado por el Congreso el 23-2-94 y de U\$S 15000 millones), integrado con el aumento ad-hoc de alícuotas impositivas y la retención de una parte de la recaudación de los impuestos federales que obligatoriamente el Tesoro transfería por Ley a los Estados de la Unión. El FSE está destinado a solucionar el problema de la baja disponibilidad de fondos no comprometidos en la Constitución de 1988. Con esta medida se buscó balancear el presupuesto de 1994, el superávit primario igual a los pagos por la deuda interna y externa. También se hicieron ingentes esfuerzos para que el sistema bancario oficial y las empresas estatales deficitarias mejoraran su situación financiera. Fueron además fijadas fuertes penalizaciones contra el otorgamiento de financiación a los gobiernos estatales, cuando ellas no fueran previamente autorizadas.

ii) La segunda etapa se inició el 28 de febrero de 1994. La principal novedad fue la introducción de un super indexador para toda la economía bautizado como Unidad Real de Valor (URV). Su valor pasó a equivaler a un dólar de los EE.UU. y resultaría in-

dexado en moneda local, de acuerdo a la evolución de un índice compuesto por la canasta de tres índices nacionales preexistentes. La función de la URV fue proveer una base estable de referencia alrededor de la cual todos los demás índices de precios nacionales debían converger entre sí. Ello favoreció el reacomodamiento de todos los precios relativos desfasados por las altas tasas inflacionarias. Una vez que el uso de la URV se generalizó en la población y todos los contratos privados y públicos se comenzaron a regir por la misma vara, la economía estuvo preparada para asumir la tercer etapa.

iii) La tercer etapa pudo ser lanzada el 1° de julio de 1994, dando origen también a la acuñación de una nueva moneda denominada Real, equivalente a 1 URV y a 1 U\$S o a 2750 Cruzeiros Reales, la vieja moneda. Todos los precios y los contratos expresados en URV fueron convertidos en Reales. El tipo de cambio fijo en términos reales fue reemplazado por un sistema fluctuante de bandas cambiarias implícitas. El fracaso de la Revisión Constitucional en 1994, postergó la realización de una serie de importantes reformas estructurales que complementaban los objetivos fijados para esa etapa y asegurarían el equilibrio a largo plazo de las cuentas públicas y la remoción de los obstáculos burocráticos, que traban la modernización de la infraestructura económica brasileña y dificultan la reducción del costo en Brasil.

2. PRINCIPALES RESULTADOS DEL PLAN REAL

El desempeño de la economía brasileña a partir del Plan económico de Estabilización fue, bajo diversos aspectos, muy bueno. El comportamiento de los principales indicadores económicos, antes y luego de la puesta en marcha del Plan Real, es expuesto a continuación.

1. Inflación:

En los primeros años de la década del '90 Brasil experimentó niveles inflacionarios compatibles con la hiperinflación, lo que provocó numerosos problemas en la economía. El Plan Real es el intento más serio de quiebre de la tendencia inflacionaria. El éxito en la implementación del plan se destaca en el logro de inflación para el segundo semestre de 1994, donde la inflación alcanzó el 22%, ante un 759% para el primer semestre (se esperaba una inflación anual de

7272% de no instaurarse el Plan Real). Esta tendencia se mantuvo durante el año 1995 y 1996, donde la inflación alcanzó un 23,2% de incremento en el primer caso y 6,8% en los primeros seis meses del segundo.

Este éxito en la contención de las presiones inflacionarias permitió un mejoramiento en los mecanismos de asignación de recursos, lo que posibilitó mejoras en las tasas de crecimiento del producto y en la inversión, tanto interna como externa. Este logro mejora las posibilidades de convergencia y coordinación de políticas con Argentina, principal socio en el MERCOSUR.

Sin embargo, los problemas de déficit, que exponemos más adelante, generan cierta incertidumbre acerca de la sostenibilidad de las bajas tasas inflacionarias.

CUADRO N° 33 INDICES DE PRECIOS MAYORISTA Y MINORISTA

BRASIL			
INDICE CONSUMIDOR		INDICE MAYORISTA	
(VARIACION ANUAL)		(VARIACION ANUAL)	
1990	1.639,1	1990	1.425,3
1991	458,6	1991	471,9
1992	1.129,5	1992	1.143,8
1993	2.491,0	1993	2.711,0
1994	941,3	1994	914,1
1995	23,2	1995	6,4

Fuente: CARTECO, 1996.

2. Salarios y empleo:

1. Salarios: El salario medio en Brasil fue indexado durante la etapa inflacionaria, de forma tal que desde 1992 el salario medio real se fue incrementando aunque a una tasa decreciente hasta 1994. Con la implementación del Plan Real y la efectiva estabilización de precios que logró, se observa un aumento en la tasa de crecimiento del salario medio real a partir de 1995. Todo esto se tradujo en un fuerte incremento del poder adquisitivo que generó un boom de consumo.

2. Ocupación: Entre Junio 94 y Abril 95 la tasa de ocupación en áreas metropolitanas se incrementó el 3,3%. La tasa de desempleo abierto, que era de 5,9% en junio de 1994, en abril de 1995 bajó al 4,7%, en diciembre de 1995 fue del 5% y fue aumentando hasta llegar a un pico en marzo de 1996 donde alcanzó el 7,6%, a partir de esta última cifra empezó a disminuir, siendo en mayo de este año el 6,3% (Carta Económica. julio del 96).

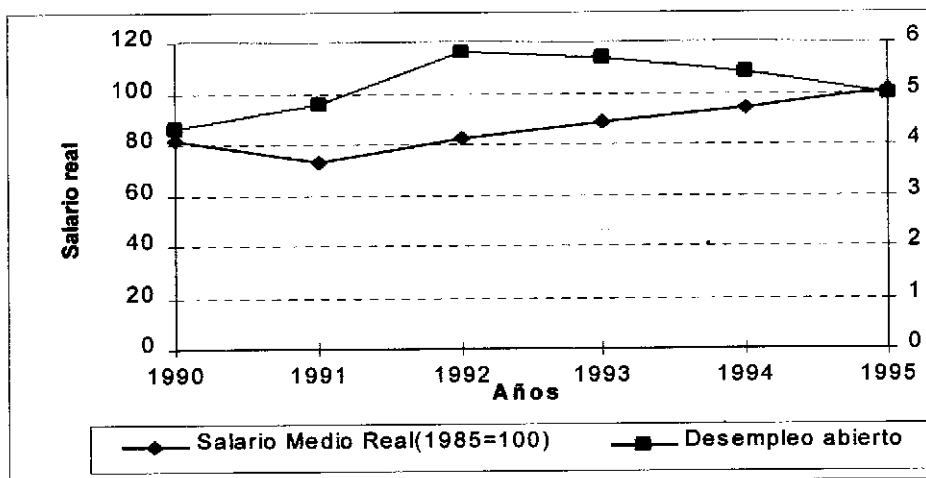
Si tomamos datos anuales de la tasa de desempleo abierto, vemos una evolución más lineal. En 1993 se produce un corte a la tendencia creciente del desempleo abierto, cayendo en poco menos de un punto desde 1992 hasta 1995. Entonces podemos decir que por lo menos en la etapa inicial del Plan Real el impacto sobre el desempleo fue levemente positivo, sin embargo la evolución del indicador durante 1996 no permite estimar cuál será el efecto neto a mediano y largo plazo.

CUADRO N° 34 SALARIO REAL Y DESEMPLEO BRASIL

AÑOS	INDICE DE SALARIO MEDIO REAL (1985=100) (I)	TASA DE DESEMPLEO ABIERTO (II)	VARIACION SALARIO (III)	VARIACION DESEMPLEO (IV)	FLEXIBILIDAD SALARIO REAL (V) = (III)/(IV)
1990	81,6	4,3			
1991	73,2	4,8	-10,29%	12%	-0,89
1992	82,2	5,8	12,30%	21%	0,59
1993	88,6	5,7	7,79%	-2%	-4,52
1994	93,9	5,4	5,98%	-5%	-1,14
1995	101,0	5,0	7,56%	-7%	-1,02

Fuente: Elaboración propia en base a datos de CARTECO, 1996.

RELACION DESEMPLEO SALARIO REAL BRASIL



Fuente: CARTECO (1996), varios números.

Por otra parte es importante destacar que en Brasil existen graves problemas de medición que se evidencian por las enormes diferencias existentes con las estimaciones provenientes de distintas fuentes. Estos problemas obedecen fundamentalmente a la gran heterogeneidad social del país que provoca que la utilización de muestras no sea representativa de la realidad en su conjunto.

Relacionando ambos datos, variación del salario real y variación del desempleo, podemos ver el grado de flexibilidad del mercado de trabajo para ajustar en caso de desbalances. Observando la evolución de dicha relación en los últimos seis años (hasta 1995) podemos ver que, en general, el mercado se comporta favorablemente. Es decir que ante caídas en el desempleo el salario real aumenta y viceversa⁶⁹:

⁶⁹ Esta medición de la flexibilidad del salario real ante variaciones en el desempleo es sólo una aproximación debido a que para poder llegar a una medición real de la flexibilidad del salario real deberían utilizarse estimaciones econométricas controlando la variación de salarios reales por otros factores que puedan explicarla, por ejemplo productividad, baja de costos, etc. En todo caso podría intentarse un estudio posterior sobre este fenómeno para ambos países. Para un estudio sobre Brasil ver "Regulations and flexibility of the labor market in Brazil", Edward Amadeo y José Marcio Camargo en Conferencia sobre mercados de trabajo en América Latina. Instituto Di Tella. Bfr4s. As. 6 y 7 de julio de 1995. Para referencias acerca de cómo realizar un estudio de esta índole, con abundantes ejemplos a nivel internacional ver "The Wage

Según un estudio reciente la pendiente de la curva salarial que explica las variaciones en el salario real ante variaciones en el desempleo llegaría a ser de -4,5, mientras que estimaciones para otros países indican como promedio una pendiente de -2. Esto significa un ajuste muy bueno del salario real ante variaciones del desempleo, lo que implica bajas tasas de desempleo.

3. Crecimiento económico:

El proceso de estabilización, iniciado en 1994, permitió la reversión de las magras tasas de crecimiento del producto registradas en los años anteriores. En 1994 el PBI creció el 5,67%. Los sectores que lideraron esta expansión fueron la industria y el agropecuario. El sector industrial se expandió el 7% y las actividades agropecuarias crecieron el 7,6% por una cosecha récord. El sector servicios creció solo el 4% debido básicamente a la desaparición de las ganancias inflacionarias del sistema financiero.

Durante 1995 el sector industrial se expandió sólo el 1,9%, mientras que para los primeros 4 meses del 96 respecto del mismo período del año anterior dicho crecimiento fue del 7,9%. La baja tasa de crecimiento experimentada en 1995 puede explicarse, principalmente, por la repercusión del efecto Tequila, aunque, en general, no fueron tan nocivos como en Argentina.

Un dato relevante que permite estimar la posibili-

Curve", Blanchflower and Oswald, 1994.

dad de sustentación del modelo a largo plazo es el nivel de inversión. Esta variable registró niveles muy bajos antes de 1994 llegando a registrar un escaso 13,2% del PBI en el año 1992.

A partir del año 1994 se verifica una importante recuperación de la tasa de inversión, que del 14,6% en 1994, ascendió estimativamente a casi el 20% en lo que va de 1995. Esto señala la importancia de los efectos que la estabilización implica sobre las decisiones de inversión.

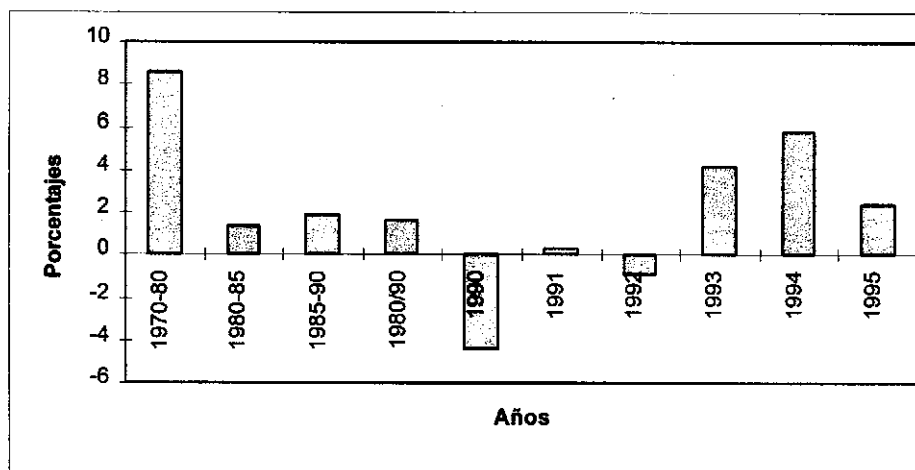
El incremento en la inversión, que se observa a partir de 1994 deberá afianzarse para consolidar el crecimiento en la economía. Es por esto que es importante el aporte de los inversionistas extranjeros en la recuperación de la inversión productiva. En este sentido, el gobierno Brasileiro ha estado intentando privatizar la mayoría de las empresas estatales, buscando el aporte de capitales externos, como lo hiciera en su momento Argentina. Esta reforma permitiría incrementar sustancialmente las inversiones en grandes sectores de la economía. El impedimento legal se encuentra en que para poder realizar estas privatizaciones es necesario reformar la Constitución de 1988, que prohíbe tales privatizaciones.

**CUADRO N° 35
INVERSION BRUTA INTERNA
BRASIL**

COEFICIENTES DE LA INVERSION BRUTA INTERNA	
PORCENTAJES DEL PBI A PRECIOS DE 1980	
AÑOS	BRASIL
1970	20,7
1980	23,3
1982	19,2
1985	17,9
1990	15,1
1991	14,2
1992	13,2
1993	13,7
1994	14,6

Fuente: Anuario Estadístico CEPAL. 1995.

**CRECIMIENTO DEL PBI A PRECIOS CONSTANTES DE MERCADO
BRASIL**



Fuente: Anuario estadístico CEPAL. 1995.

El desarrollo del mercado de capitales resulta de vital importancia para el crecimiento y financiamiento de los distintos emprendimientos productivos. En este sentido, utilizamos el índice de la bolsa de San

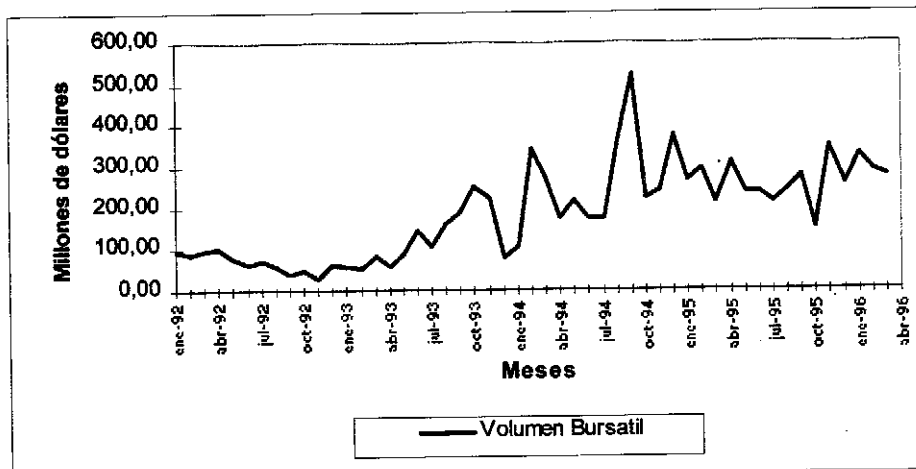
Pablo como un indicador que capta el tamaño del mercado de capitales Brasileiro. De esta manera consideramos el volumen promedio diario de las operaciones de la bolsa de San Pablo.

Hasta fines de 1993 el volúmen operado creció sin demasiadas oscilaciones, a partir de allí crece el volúmen a una tasa mayor pero también con bruscos cambios, alcanzando el pico más alto en septiembre del '94. Estos mayores volúmenes pueden ser explicados por un mayor grado de apertura financiera y de la estabilización a partir del Plan Real. En el año '95

cae la tasa de crecimiento de los volúmenes transados continuando las fuertes oscilaciones.

A pesar del crecimiento observado, el volúmen transado es escaso, al igual que en Argentina, lo que destaca la fragilidad del mercado de capitales en la economía.

VOLUMEN DIARIO PROMEDIO: BOLSA DE SAN PABLO



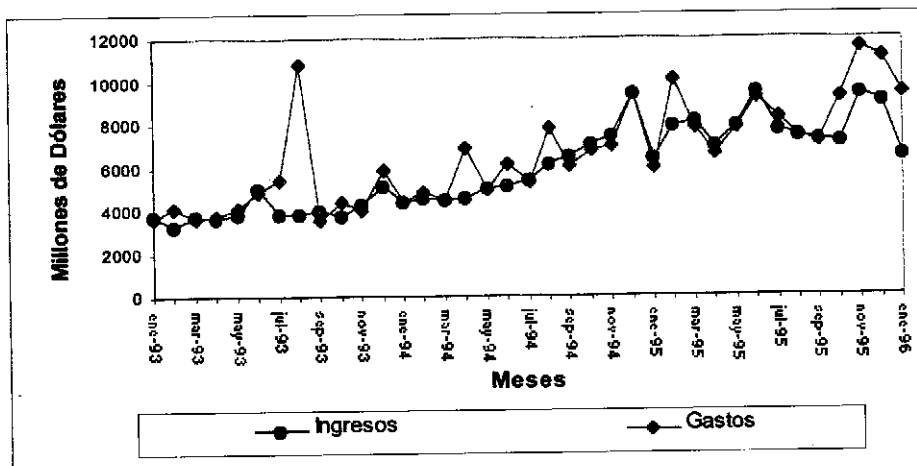
Fuente: CARTECO (1996), varios números.

4. Cuentas públicas

A partir de la implementación del Plan Real hubo una mejora importante en la recaudación impositiva.

Tres factores favorecieron ese buen desempeño: recuperación económica, ampliación de la base de recaudación y mayor eficiencia del sistema.

**INGRESOS Y GASTOS
BRASIL**



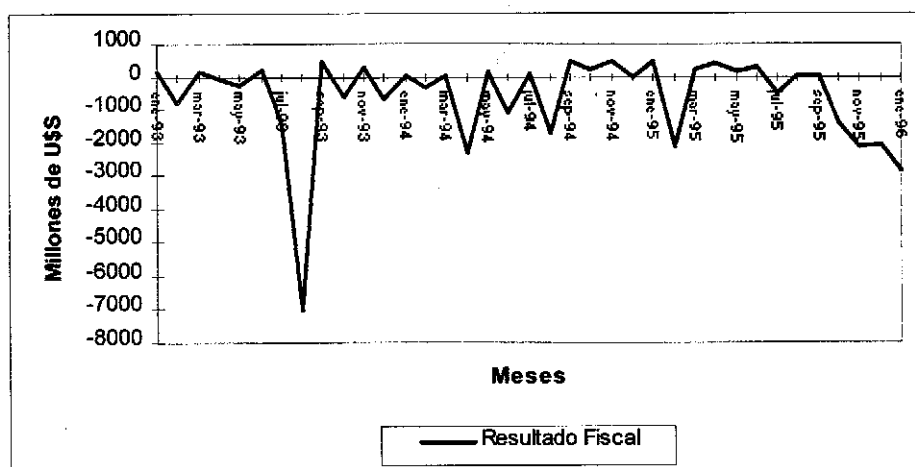
Fuente: CARTECO (1996), varios números.

Por otra parte los gastos aumentaron significativamente comprometiendo la situación fiscal brasileña. Los ingresos totales pasaron de julio, mes de implementación del Plan, a diciembre del 94 de U\$S 5084 millones a U\$S 9403 millones. El resultado fiscal acumulado durante los primeros 6 meses del 94 fue de U\$S -3542 millones, mientras que para los

últimos 6 meses dicha cifra fue de U\$S -553 millones. Para el año 1994 el resultado fiscal fue de U\$S -4065 millones mientras que para el 95 de U\$S -6671 millones.

Sin embargo los déficits se tornan recurrentes a partir de octubre de 1995.

RESULTADO FISCAL BRASIL



Fuente: CARTECO (1996), varios números.

El problema de los déficits es que generan un crecimiento de la deuda de corto plazo del gobierno, y no parece haber medidas concretas a mediano plazo que permitan resolver la situación fiscal. Una de las políticas que se estudian para bajar el déficit fiscal es la privatización de empresas públicas, pero, como mencionamos anteriormente, debe transformarse la constitución para poder lograrlo.

5. Política monetaria:

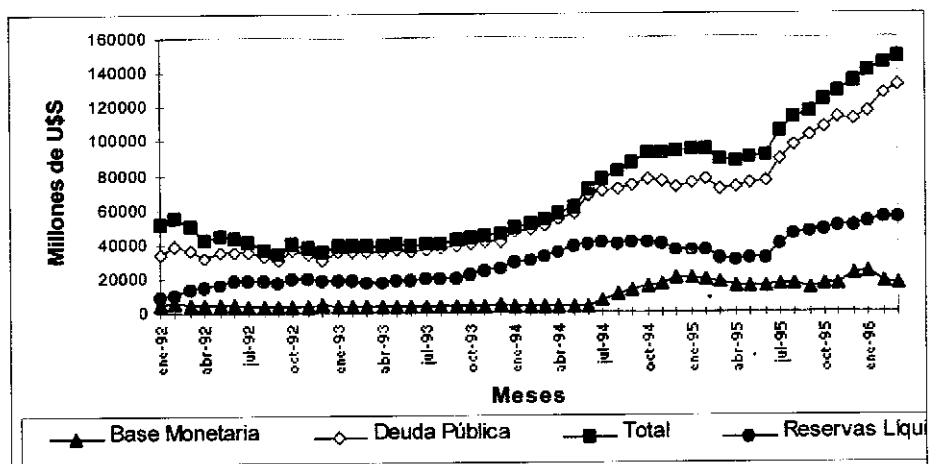
En junio de 1994 la base monetaria era de R\$ 3538 millones dándose a partir de allí un fuerte proceso de remonetización. En diciembre de 1994 el promedio de saldos diarios fue de R\$ 17200 millones. Desde enero de 1995 hubo una tendencia a la contracción: la base monetaria en junio tuvo un saldo promedio diario de R\$ 14662 millones.

Por otra parte, la deuda pública remunerada se incrementó notablemente pasando de U\$S 68071 mi-

llones en Junio de 1994 a U\$S 138005 millones en abril de 1996. La característica más importante de esta deuda es que tiene una duración de tres meses y se encuentra en dólares. El tamaño de esta deuda genera peligros sobre la capacidad de pago del gobierno. La deuda se renueva al término de los tres meses, y el peligro radica en que el gobierno depende de la liquidez del mercado para que se renueve la deuda.

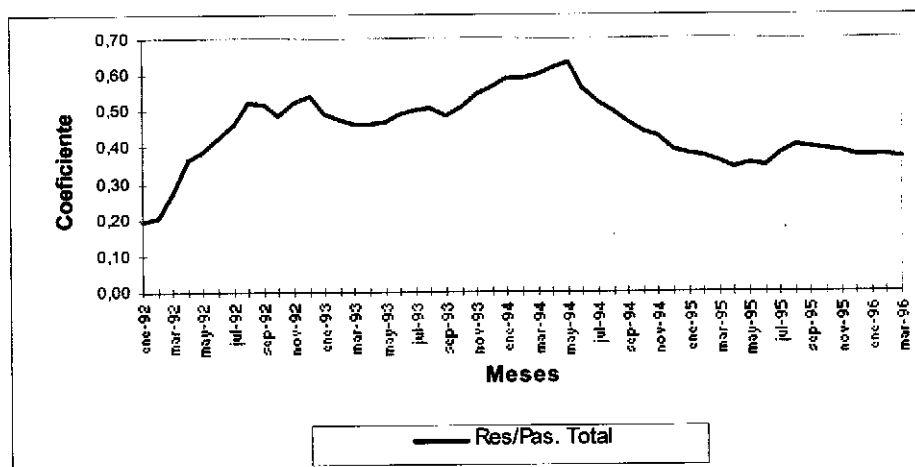
A partir de julio de 1994 se incrementan tanto la deuda como la base monetaria y las reservas, pero desde principios de 1995 la base monetaria y las reservas se estancan, mientras que la deuda experimenta un crecimiento explosivo. Es de señalar que el crecimiento de la deuda viene acompañada de importantes déficits fiscales, como se vio en el apartado anterior. Estos déficits alimentan el crecimiento de la deuda. Para apreciar el respaldo de los pasivos monetarios totales hallamos el coeficiente Reservas/Pasivos Monetarios Totales.

BASE MONETARIA, DEUDA PUBLICA REMUNERADA Y RESERVAS BRASIL



Fuente: CARTECO (1996), varios números.

COEFICIENTE RESERVAS/PASIVOS TOTALES BRASIL



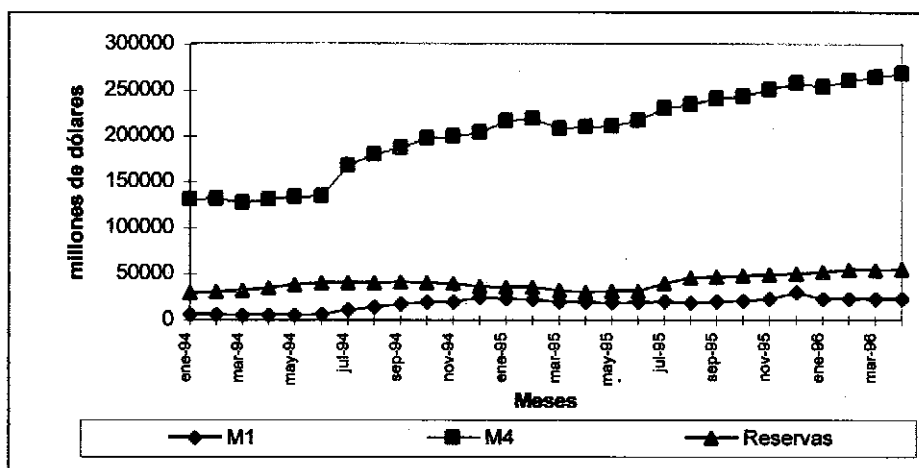
Fuente: CARTECO (1996), varios números.

Como podemos apreciar la relación graficada anteriormente alcanza un pico máximo en Julio de 1994 con la puesta en marcha de la tercera fase del plan Real, pero luego disminuye constantemente, llegando a ser, en abril de 1996 el 36% del total de pasivos. Este indicador señala la fragilidad del respaldo de los pasivos de corto plazo del gobierno brasileño, y la posibilidad de corrida financiera.

Podemos observar que si bien la base monetaria siguió la evolución de las reservas líquidas, hubo un

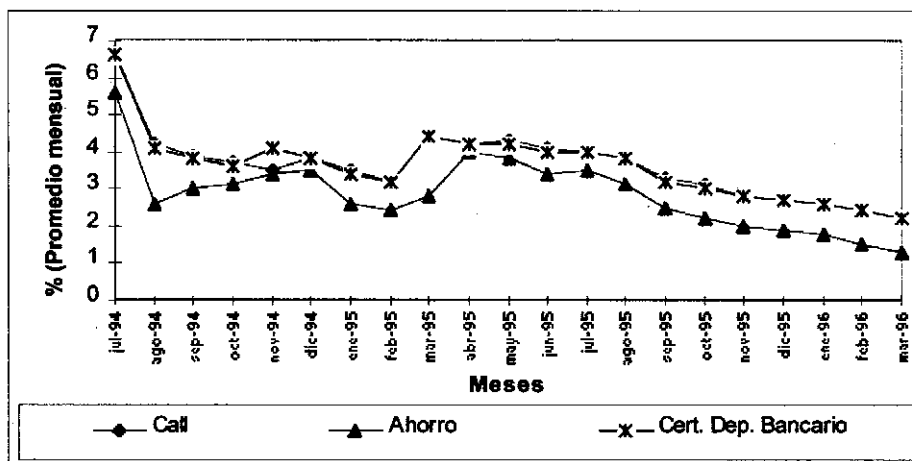
importante incremento en la cantidad de depósitos del sistema. Este indicador parecería indicar la confianza de los agentes en el sistema financiero y en el comportamiento del Estado. Tampoco se observa una caída sustancial en los depósitos como consecuencia de la crisis financiera en México y su repercusión en Latinoamérica. Este hecho contrasta fuertemente con lo acaecido en la Argentina como consecuencia del efecto Tequila, lo que señalaría una menor exposición a los shocks externos.

EVOLUCION DEL M1, M4 Y RESERVAS BRASIL



Fuente: CARTECO (1996), varios números.

TASA DE INTERES BRASIL



Fuente: CARTECO (1996), varios números.

Las tasas de interés han funcionado favorablemente a partir de la estabilización y la caída en los niveles inflacionarios. Esto ha ayudado a la política de deuda a corto plazo que hace Brasil ya que no resulta tan onerosa la colocación de nueva deuda y el continuo roll-over (refinanciamiento) de la deuda vencida. A su vez esta baja constante de tasas alienta el crédito y las inversiones productivas.

6. Balanza comercial

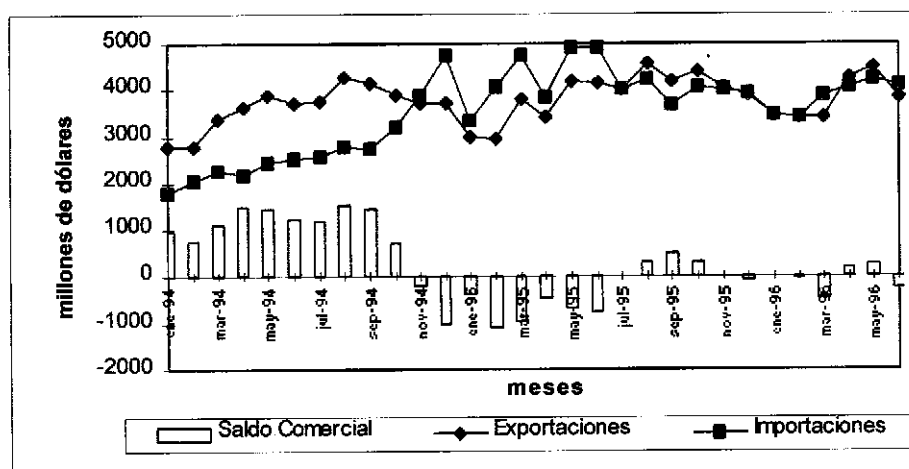
La balanza comercial acusó déficits consecutivos desde noviembre de 1994 como consecuencia de la rápida apertura económica aplicada desde el segundo semestre de 1994 y la concreción de las altas tasas de crecimiento del PBI. Hubo masivas importaciones de bienes de capital y bienes de consumo durables, des-

tacándose entre estos últimos los automóviles.

La recuperación en la balanza comercial observada en 1995 se debe principalmente al efecto tequila que detuvo el rápido crecimiento de la economía y también a la política de tipo de cambio efectuada por el gobierno Brasileiro. En este sentido es de destacar la presencia de fuertes grupos de presión que propugnan por un continuo ajuste en el tipo de cambio no-

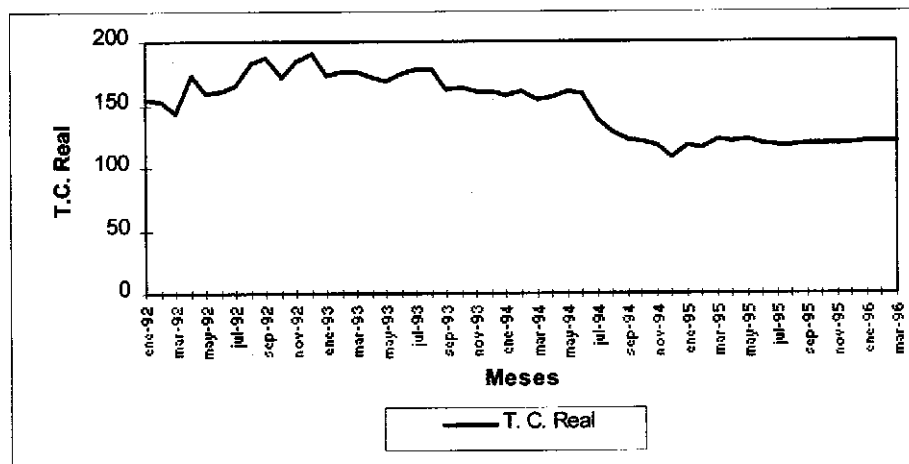
minal. De esta manera, si bien no se realizan grandes devaluaciones por el temor hiperinflacionario, el tipo de cambio no se mantiene inalterado, y es ajustado temporalmente. Estos ajustes generan recurrentes problemas comerciales con la Argentina, debido a que ambos países se hallan inmersos en un proceso de coordinación económica, y ambos países tienen una política de tipo de cambio opuesta.

EXPORTACIONES, IMPORTACIONES Y SALDO COMERCIAL BRASIL



Fuente: CARTECO (1996), varios números.

TIPO DE CAMBIO REAL BRASIL

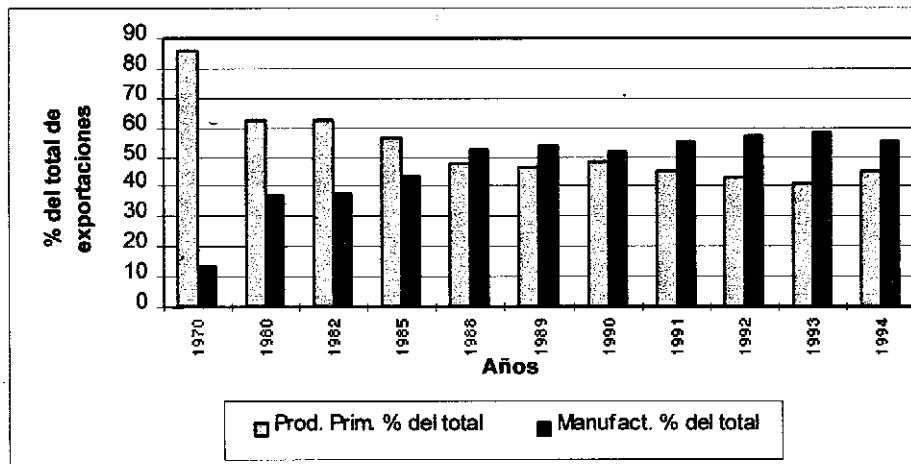


Fuente: CARTECO (1996), varios números.

Vemos como el comienzo del plan real implica una baja constante del tipo de cambio, que explica los déficits comerciales que comienza a experimentar Brasil, hasta que a comienzos de 1995 se recupera el tipo de cambio y se estabiliza. Esto indica una política económica que trata de impedir que el tipo de cambio se aprecie y provoque problemas de déficits comerciales.

Por otra parte, la relación entre la participación de las manufacturas y productos primarios en el total de exportaciones ha evolucionado favorablemente ya desde la década del '70, siendo mayor a la unidad recién a partir de 1988 y continuando esta tendencia creciente hasta 1993, observándose en 1994 un incremento relativo de la producción primaria en las exportaciones.

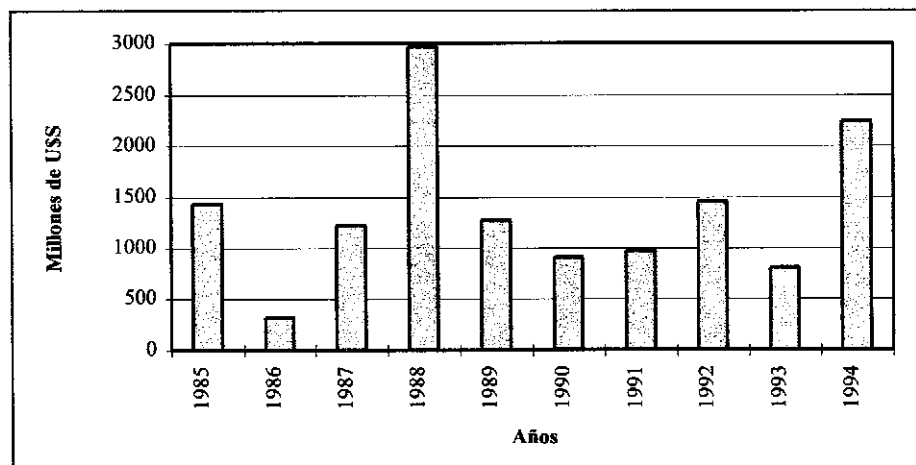
PARTICIPACION DE LA INDUSTRIA Y PRODUCTOS PRIMARIOS EN LAS EXPORTACIONES. BRASIL



Fuente: Anuario Estadístico CEPAL, 1995.

7. Inversión extranjera directa

INVERSION EXTRANJERA DIRECTA BRASIL

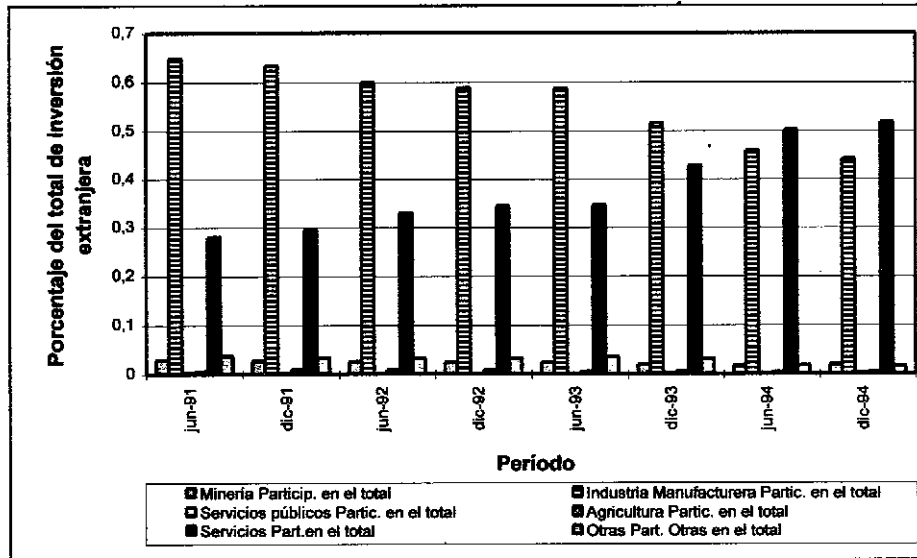


Fuente: "Argentina y Brasil, Enfrentando el siglo XXI." La integración económica e inversión extranjera. Roberto Bouzas.

La mejoría en el desenvolvimiento económico a partir del plan real posibilitó una recuperación en los montos de inversión extranjera directa. Aunque estos montos no son muy importantes en relación con el PBI.

Esta inversión estuvo dirigida principalmente al sector de manufacturas y servicios privados. Es de destacar el hecho de que la no puesta en marcha del proceso de privatizaciones puede servir como explicación a los escasos flujos de inversiones externas.

PARTICIPACION DE LA INVERSION EXTRANJERA EN LOS DISTINTOS SECTORES. BRASIL



Fuente: Boletim do Banco Central do Brasil. Marzo 1996.

ANEXO

En este anexo exponemos los principales datos estadísticos utilizados en el análisis anterior. En esta sección se expone esta información en forma

conjunta para ambos países, lo que permite una rápida comparación de las variables.

CUADRO N° 36

COEFICIENTE DE AHORRO Y PARTICIPACION DEL AHORRO EN EL FINANCIAMIENTO DE LA INVERSION

COEFICIENTE DE AHORRO NACIONAL BRUTO			PARTICIP. DEL AHORRO EN EL FINANCIAMIENTO DE LA INVERSION		
% DEL INGRESO INTERNO BRUTO REAL (1980)			% INVERSION INTERNA BRUTA A PRECIOS DE 1980		
AÑOS	ARGENTINA	BRASIL	AÑOS	ARGENTINA	BRASIL
1970	24,6	19,4	1970	97,6	84,5
1980	22,2	20,9	1980	83,5	77,4
1982	21,7	18,5	1982	88,2	67,4
1985	21,3	22,8	1985	94,3	99,4
1990	20,8	18,0	1990	123,9	92
1991	18,6	17,2	1991	97,4	96,5
1992	17,6	18,3	1992	80,2	116,6
1993	18,4	17,0	1993	80,3	98,5
1994	20,0	16,6	1994	77,7	96,8

Fuente: Anuario estadístico de América Latina y el Caribe. CEPAL. 1995.

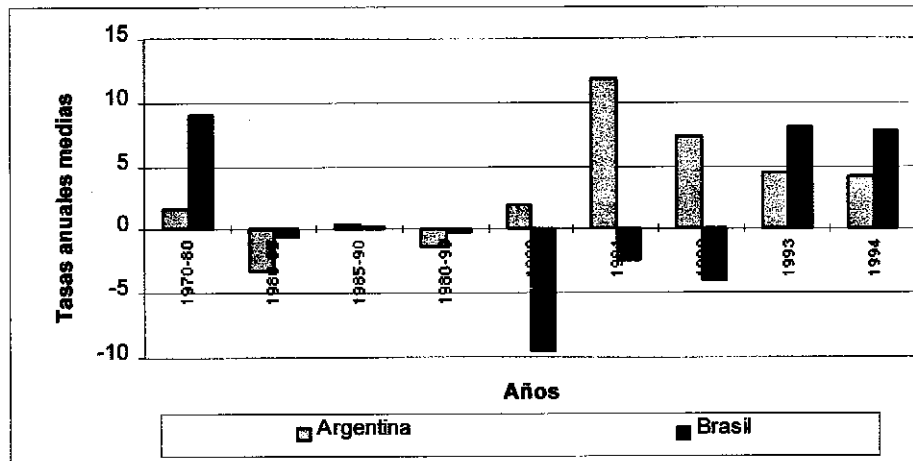
CUADRO N° 37

ESTRUCTURA PRODUCTIVA: PARTICIPACION DE LA MANUFACTURA EN EL PRODUCTO

CRECIMIENTO DE LA INDUSTRIA MANUFACTURERA			PARTICIPACION INDUSTRIAL MANUFACTURERA EN EL PRODUCTO		
TASAS ANUALES MEDIAS			% DEL PBI A PRECIOS DE 1980		
AÑOS	ARGENTINA	BRASIL	AÑOS	ARGENTINA	BRASIL
1970-80	1,6	9	1970	32,8	32,2
1980-85	-3,2	-0,6	1980	29,3	33,2
1985-90	0,4	0,2	1982	27,5	30,7
1980-90	-1,4	-0,2	1985	27,6	30,2
1990	2	-9,5	1990	27,8	27,8
1991	11,9	-2,4	1991	28,6	27
1992	7,3	-4,1	1992	28,3	26,2
1993	4,5	8,1	1993	27,9	27,1
1994	4,2	7,8	1994	27	27,6

Fuente: Anuario estadístico de América Latina y el Caribe. CEPAL. 1995.

CRECIMIENTO DE LA INDUSTRIA MANUFACTURERA



Fuente: Anuario estadístico de América Latina y el Caribe. CEPAL. 1995.

CUADRO N° 38

ESTRUCTURA PRODUCTIVA: PARTICIPACION DE LA AGRICULTURA EN EL PRODUCTO

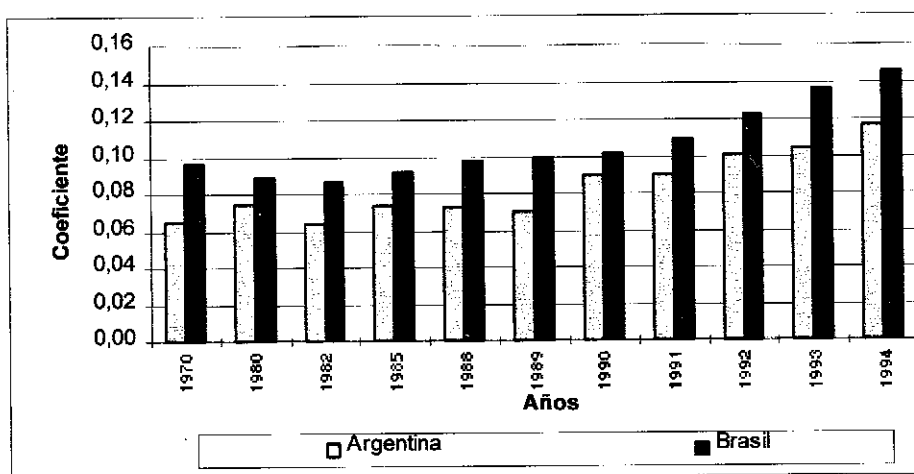
PARTICIPACIÓN DE LA AGRICULTURA EN EL PRODUCTO		
% DEL PBI A PRECIOS DE 1980		
AÑOS	ARGENTINA	BRASIL
1970	6,8	15,2
1980	6,3	10,5
1982	7,5	11,7
1985	7,6	11,9
1990	8,1	11,5
1991	7,7	11,8
1992	7,1	12,5
1993	6,7	11,8
1994	6,4	12,1

Fuente: Anuario estadístico de América Latina y el Caribe. CEPAL. 1995.

CUADRO N° 39
COEFICIENTE DE APERTURA
 - a valores constantes de 1980 -

COEFICIENTE DE APERTURA		
AÑOS	ARGENTINA	BRASIL
1970	0,07	0,10
1980	0,08	0,09
1982	0,06	0,09
1985	0,07	0,09
1988	0,07	0,10
1989	0,07	0,10
1990	0,09	0,10
1991	0,09	0,11
1992	0,10	0,12
1993	0,10	0,14
1994	0,12	0,15

Fuente: Anuario estadístico de América Latina y el Caribe. CEPAL. 1995.



CUADRO N° 40
SECTOR EXTERNO: PRINCIPALES PAISES A
LOS QUE ARGENTINA EXPORTA

PRINCIPALES PAISES A LOS QUE ARGENTINA EXPORTA								
(EN % DE LAS EXPORTACIONES TOTALES)								
AÑOS	EE.UU.	BRASIL	ALEMANIA	PAISES BAJOS	ITALIA	CHILE	JAPON	RESTO
1970	8,8	7,8	5,9	10,4	15,3	5,2	6,2	25,2
1980	8,7	9,5	5,1	8,9	6,5	2,7	2,6	30,9
1990	13,5	11,5	5,2	11,1	4,3	3,7	3,2	36,6
1994	10,9	22,8	3,9	7,5	4,1	6,3	2,8	30,7
1995	8,2	27,5	2,9	5,5	3,5	6,1	2,5	34,2

Fuente: Argentina-Brasil, enfrentando el siglo XXI, Autores Varios, ABRA 1995.

CUADRO N° 41
SECTOR EXTERNO: PRINCIPALES PAISES A
LOS QUE BRASIL EXPORTA

PRINCIPALES PAISES A LOS QUE BRASIL EXPORTA							
(% DE LAS EXPORTACIONES TOTALES)							
AÑOS	EE.UU.	ARGENTINA	ALEMANIA	PAISES BAJOS	ITALIA	R. UNIDO	JAPON
1970	24,7	6,8	8,6	5,6	7,2	4,7	5,3
1980	17,4	5,4	6,6	5,7	4,9	2,7	6,1
1990	24,2	2,1	5,7	7,9	3,8	3	7,5
1994	20,2	9,5	4,7	7,1	3,8	2,8	5,9
1995	19,7	9,5	4,7	6,2	3,9	2,8	6,8

Fuente: Argentina-Brasil, enfrentando el siglo XXI, Autores Varios, ABRA, 1995.

CUADRO N° 42
SECTOR EXTERNO: ORIGEN DE LAS IMPORTACIONES
ARGENTINAS, PRINCIPALES PAISES

PRINCIPALES PAISES DE ORIGEN DE LAS IMPORTACIONES ARGENTINAS						
AÑOS	EE.UU.	BRASIL	ALEMANIA	ITALIA	FRANCIA	JAPON
1970	24,9	11	11	7,2	3,8	5,1
1980	19,7	10,2	9,4	6,4	3,6	9,8
1990	21,1	17,6	10	4,9	3,5	3,3
1994	22,9	19,9	6,4	6,6	5	2,9
1995	21,5	20,1	6,4	6,8	5,6	3,6

Fuente: Argentina-Brasil, enfrentando el siglo XXI. Autores Varios. ABRA, 1995.

CUADRO N° 33
SECTOR EXTERNO: ORIGEN DE LAS IMPORTACIONES
BRASILEÑAS, PRINCIPALES PAISES

PARTICIPACION POR PAISES EN LAS IMPORTACIONES BRASILEÑAS					
AÑOS	EE.UU.	ALEMANIA	JAPON	ARGENTINA	FRANCIA
1970	32,9	13	6,4	5,9	3,2
1980	17,98	7	4,6	3,3	2,9
1990	20,1	8,3	7,2	6,8	2,8
1994	23,1	10,3	5,4	10,9	2,6
1995	23,2	9,6	5,6	10,9	3

Fuente: Argentina-Brasil, enfrentando el siglo XXI. Autores Varios. ABRA, 1995.

Bibliografía

- Abel, Andrew B.: "Optimal Investment under Uncertainty". *The American Economic Review*. Vol 73 N°1. March 1983.
- Abel, Andrew B. and Eberly, Janice C.: "A Unified Model of Investment Under Uncertainty" *The American Economic Review*, Vol. 84 N° 5. December 1994.
- Agosin, Manuel y Ricardo Ffrench-Davis: "La Liberalización comercial en América Latina. *Revista de la Cepal* N° 50. Agosto 1993.
- Aitken, Brian and Harrison, Ann: "Do Domestic Firms Benefit from Foreign Direct Investment? Evidence from Panel Data." Policy Research Working Paper, The World Bank, Policy Research Department, Trade Policy Division. February 1994.
- Amadeo, Edward y Camargo, José M.: "Regulations and Flexibility of the Labor Market in Brazil". Conferencia sobre mercados de trabajo en América Latina. Banco Mundial, Instituto Torcuato Di Tella, The Brookings Institution y Universidad Torcuato Di Tella. Buenos Aires, 6-7 Julio, 1995.
- Arriazu, Ricardo y Perez Rovira, Carlos: "Capital Flows and Macroeconomic Performance: The Argentine Case". Preliminary Draft Version. 1994.
- Arthur Andersen: "Doing Business in Argentina". Febrero 1996.
- Arthur Andersen: "Doing Business in Mercosur". Enero 1995.
- Balasubramanyan, V.N., Salisu M. and Sapsford D.: "Foreign Direct Investment and Growth in EP and IS Countries". *The Economic Journal*, Vol. 106, N° 434. January 1996.
- Baltagi, Badi and Griffin, James: "Gasoline demand in the OECD, An application of Pooling and Testing Procedures". *European Economic Review* N° 22, North Holland. 1983.
- Baltagi, Badi H.: "Econometric Analysis of Panel Data", John Wiley & Sons, England. 1995.
- Bernanke, Ben S.: "Irreversibility, Uncertainty, and Cyclical Investment", *The Quarterly Journal of Economics*. February 1983.
- Blanchard and Fischer: "Lectoures on Macroeconomics", M.I.T. Press.
- Boletín Informativo Techint: "Comercio intraindustrial entre Argentina y Brasil", N° 273. Septiembre 1993.
- C.E.I. "Iniciativas inter e intra-industriales Argentina-Brasil", N° 36. Enero 1993.
- CARTA ECONOMICA (CARTECO) Estudio Broda: Año 1996, varios números.
- Casas, Pablo J. Denti: "Economía y Ecología: aportes para una formulación económica-ecológica del ambiente", *Revista de Economía* N° 78. Banco de la provincia de Córdoba. Julio-Septiembre 1995.
- Centro de Estudios Bonaerenses (CEB): "Intercambio Argentina Brasil", N° 49. Octubre 1995.
- CEPAL: "Anuario estadístico de América Latina y el Caribe". Edición 1995.
- CEPAL: "Movimiento de Capitales y financiamiento externo", N° 55. Abril 1995.

CEPAL: "Promoción, Crecimiento y Exportaciones industriales en Brasil", N° 52. Abril 1994.

Comercio Exterior: "Análisis del Plan Real". Noviembre 1995.

Chudnovsky, Daniel, Lopez, Andrés y Porta, Fernando: "Mas allá del flujo de caja. El boom de la inversión extranjera directa en la Argentina". Desarrollo Económico Revista de Ciencias Sociales, N° 137. IDES. Abril-Junio 1995.

de la Balze, Felipe A. M. (compilador): "Argentina y Brasil: Enfrentando el siglo XXI". Asociación de Bancos de la República Argentina. 1995.

de la Balze, Felipe A. M.: "Reforma y crecimiento en la Argentina".

Dixit, Avinash and Pyndick, Robert S.: "Investment under Uncertainty", Princeton University Press, 1994.

Dixit, Avinash: "Investment and Hysteresis". Journal of economic Perspectives. Vol. 6 N° 1 Winter. 1992.

Embajada Argentina en Brasil: "Argentina-Brasil: Comercio, inversiones e integración física". (3° Edición). Agosto 1995.

Ferraz, Joao Carlos, Kupfer, David y Haguener, Lia: "El desafío competitivo para la industria Brasileña", Revista de la CEPAL, N° 58. Abril 1996.

Ferrer, Aldo: "Mercosur: Trayectoria, situación actual y perspectivas", Comercio Exterior, vol, 45, N° 11. Noviembre 1995.

Fondo Monetario Internacional (F.M.I.): "Estadísticas financieras internacionales". Junio 1996.

Frediani, Ramón O.: "Mercosur: Análisis comparativo de costos laborales y de la seguridad social". Revista de Economía N° 69. Banco de la provincia de Córdoba. Abril-Junio 1993.

Fundación Invertir. "The Recent Foreign Direct Investment Boom in Argentina". Fundación Invertir Argentina. Mayo 1996.

Gazeta Mercantil Latinoamericana: Semanario del Mercosur, Año 1 N° 13. Argentina-Brasil.

Greene, William H.: "Econometric Analysis", Second Edition. Macmillan Publishing Company. 1993.

Greene, William H.: "Limdep Version 7.0 User's Manual". Econometric software, Inc. 1995.

IDyC: "Informe Brasil", Año 3, N° 20. Instituto Desarrollo y Comunidad. Buenos Aires, Argentina. Febrero 1996.

IEFE, Instituto de Estudios Fiscales y Económicos. N° 55. La Plata, Argentina. Abril 1996

Informe de Coyuntura: "La especialización en el comercio entre Argentina y Brasil". Año V N° 49.

Kosacoff, Bernardo y Bezchinsky, Gabriel: "Nuevas estrategias de las empresas transnacionales en la Argentina" Revista de la CEPAL N° 52. Abril 1994.

Krugman, Paul R.: "Intraindustry Specialization and the Gains from Trade". Journal of Political Economy vol.89 N° 5. The University of Chicago. 1981.

Lederman, Daniel: "Viejas y nuevas políticas comerciales". Revista de la CEPAL N° 51. Diciembre 1993.

Lehmann, Sergio: "Inversión productiva privada bajo incertidumbre: un modelo teórico y un análisis empírico para Chile". Colección estudios CIEPLAN, N° 39. Junio 1994.

López, Andrés y Porta, Fernando: "Acero, Papel y Petroquímicos en el Mercosur: Reestructuración Industrial e Instrumentos de Política". Documento de Trabajo, CENIT. Enero 1994.

Ministerio de Economía de la Nación: "Foreign Investment Highlights", Internet, Web Page Ministerio de Economía de la Nación.

Ministerio de Obras y Servicios Públicos, Secretaría de Comercio e Inversiones, Subsecretaría de Inversiones: "Compendium para inversores extranjeros". Diciembre 1995.

Moguillansky, Graciela: "El contexto macroeconómico y la inversión: América Latina a partir de 1980". Revista de la CEPAL, N° 58. Abril 1996.

Montoya, Silvia: "Asimetrías sociales en el Mercosur". Estudios Año XVII N° 69. Fundación Mediterránea. Abril-Junio de 1994.

Naciones Unidas: "Monthly Bulletin of Statistics", Vol. L, N° 2. New York. February 1996.

Novara, Juan: "Integración económica, comercio internacional y medio ambiente". Estudios, N° 72. Fundación Mediterránea. Enero-Marzo 1995.

Pindyck, Robert S.: "Irreversibility, Uncertainty and Investment", Journal of Economic Literature, Vol. XXIX. September 1991.

Ramos, Joseph: "Crecimiento, crisis y viraje estratégico". Revista de la CEPAL N° 50. Agosto 1993.

Simone, Dante: "Plan de Estabilización de Brasil", Nota de Clase. 1994.

Simone, Dante: "Macroeconomic Analysis of Sovereign Credit: The Latin American Example". Sovereign Credit Analysis Seminar. Ricardo Arriazu & Assoc. Agosto 1993.

Síntesis Informativa Económica y financiera: "Aspectos relevantes de la inversión extranjera directa en la actualidad", N° 321. Banco Provincia de Buenos Aires. Julio-Agosto 1995.

Sosa, Walter: Notas de Clase, curso de Tópicos en Econometría Aplicada, Instituto Torcuato Di Tella. Agosto 1996.

Wheeler, David and Mody, Ashoka: "International investment location decisions, The case of U.S. firms", Journal of International Economics.

Cuadernos publicados

1. Evolución de las Finanzas Públicas de la Provincia de Buenos Aires 1970-1993.
2. Estimación de la actividad económica de la Provincia de Buenos Aires para el año 1992: Valor Bruto de Producción y Valor Agregado.
3. Propuesta para un Sistema Tributario Federal.
4. Estudio sobre el servicio de recolección de residuos en la Provincia de Buenos Aires.
5. Servicio Alimentario Escolar: diagnóstico y propuesta.
6. Gasto público provincial y municipal por partidos de la Provincia de Buenos Aires.
7. El Programa de Descentralización Administrativa Tributaria en la Provincia de Buenos Aires.
8. Impacto distributivo del gasto público provincial y municipal en la Provincia de Buenos Aires.
9. La educación en la Provincia de Buenos Aires. Aspectos de su desempeño reciente y la asignación de recursos presupuestarios en el sector.
10. Coparticipación a Municipalidades de la Provincia de Buenos Aires.
11. Comercio minorista en el canal de autoselección.
12. Productividad de los insumos públicos y de la infraestructura. Una evaluación de equilibrio general para la economía argentina y para la Provincia de Buenos Aires.
13. Niveles de Desarrollo Económico por Provincias: Indicadores y Evolución Intertemporal.
14. Dos problemas de Finanzas Públicas: El crecimiento del Gasto Público y las potestades del endeudamiento provincial.
15. Estudio sobre Finanzas Provinciales y el Sistema de Coparticipación Federal de Impuestos.
16. Procedimientos de Contrataciones en el Sector Público.

17. Sector Agropecuario Bonaerense: Evolución período 1992-1996.
18. El Sistema de Salud en Argentina.
19. Evolución y perspectivas del Sector Público Municipal Bonaerense.
20. La asistencia a la producción en la Provincia de Buenos Aires. Situación actual y una propuesta de trabajo.
21. Argentina-Brasil: condiciones para la inversión extranjera.

Cuadernos de Economía es una serie que tiene por objeto difundir estudios de utilidad para la gestión de las finanzas públicas provinciales; se invita a quienes deseen contribuir en este sentido, a proponer trabajos para su publicación. A tal fin, deben dirigirse a: Sr. Coordinador de la serie "Cuadernos de Economía" Lic. Francisco Miguel Payo - Calle 8 entre 45 y 46, 3° Piso - Oficina N° 131, La Plata - Teléfono (021) 29-4565 fax (021) 29-4566.