

Año XIX N° 68
Mayo - Agosto 2009

Director

Rinaldo A. Colomé

Director Asociado

Alberto José Figueras

Comité Editorial

Ramón O. Frediani

Alejandro A. Gay

Hada G. Juarez de Perona

Jorge Motta

Secretario de Redacción

Iván Iturralde

Diseño y Diagramación

www.imaginarea-ic.com.ar

Actualidad Económica es una publicación del Instituto de Economía y Finanzas (IEF) con sede en la Facultad de Ciencias Económicas, Av. Valparaíso s/n, Agencia Postal 4, Ciudad Universitaria (5000), Córdoba, República Argentina.

Teléfonos: 54-351-433-4089/90/91

Fax: 54-351-433-4436

E- mail: instecon@eco.unc.edu.ar

Website: <http://www.eco.unc.edu.ar/ief>

Los artículos firmados no reflejan necesariamente la opinión del IEF sino exclusivamente la de sus autores. Se autoriza la reproducción total o parcial citando la fuente.

ISSN N° 0327-585X

Dirección Nacional de Derecho de Autor Ley 11723 N° 268521

Índice

| | |
|---|----|
| LA CRISIS FINANCIERA DE LOS ESTADOS UNIDOS..... | 9 |
| por Héctor J. Rubini | |
| EL MERCADO REGIONAL DE CAPITALS COMO GENERADOR DE RIQUEZA: EL FIDEICOMISO PÚBLICO INVERSIÓN DIRECTA AGRÍCOLA..... | 27 |
| por Fernando Martín Schvartz | |
| SOCIOECONOMÍA, ECONOMÍA Y TERRITORIO | 35 |
| por Alberto José Figueras | |

• Los Artículos Publicados han pasado por el arbitraje correspondiente, según las normas para la recepción y aceptación de trabajos.

• Esta publicación se encuentra en los Directorios de Latindex (Sistema Regional de Información en Línea para Revistas Científicas de América Latina, el Caribe, España y Portugal) y de CLASE (Citas Latinoamericanas en Ciencias Sociales y Humanidades).

Las opiniones vertidas en los artículos son responsabilidad exclusiva de sus autores, y no implican compromiso institucional alguno de este Instituto de Economía ni de la Universidad Nacional de Córdoba, así como tampoco de los Árbitros participantes.



ief

UNIVERSIDAD NACIONAL DE CÓRDOBA
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS
Instituto de Economía y Finanzas

**INSTITUTO DE ECONOMIA Y FINANZAS
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS
UNIVERSIDAD NACIONAL DE CÓRDOBA**

Director: Ernesto Rezk

Sub-Director: Alberto José Figueras

| Profesor Investigador | Especialidad y/o Líneas de Investigación |
|--------------------------------|--|
| Arrufat, José Luis | Econometría Métodos Cuantitativos Economía Regional |
| Asís, Inés del Valle | Economía Ambiental y de los Recursos Evaluación de Proyectos de Inversión |
| Colomé, Rinaldo Antonio | Economía Agraria Economía de la Regulación |
| De Santis, Mariana | Economía de la Educación Economía de la Salud |
| Díaz Cafferata, Alberto | Economía Internacional y Crecimiento |
| Faas, Horacio | Lógicas, Lógicas no clásicas, Visualización |
| Figueras, Alberto José | Economías Regionales Historia del Pensamiento Económico |
| Frediani, Ramón Osvaldo | Sector Financiero Economía Regional |
| Gay, Alejandro | Macroeconomía en Economía Abierta Política Macroeconómica en Argentina |
| Gertel, Héctor | Economía de la Educación Mercados Laborales – Microemprendimientos |
| Jacobo, Alejandro Damián | Macroeconomía y Políticas Públicas Economía Monetaria Internacional |
| Juárez de Perona, Hada G. | Sectores Industriales: competitividad y exportación. Evaluación de Proyectos Educativos. |
| Motta, Jorge José | Economía Industrial Pequeñas y Medianas Empresas |
| Nigro, Roberto Eduardo | Sector Público Sistema Tributario |
| Recalde, María Luisa | Economía del Sector Agropecuario Integración Económica |
| Rezk, Ernesto | Economía Pública y Federalismo Fiscal |
| Sonnet, Fernando H. | Economía Agraria y Agronegocios Microeconomía Aplicada |
| Válquez, Carlos S. | Economía de la Regulación Organización Industrial |
| Zavaleta Pineda, María Leticia | Competitividad Industrial Economía Laboral |

| Investigadores Asistentes | | | |
|---------------------------------------|----------------------|-----------------------|--------------------------|
| Coser, Marcelo | Florensa, Marcelo | Oviedo, Mauricio | Moncarz, Pedro |
| Cristina, Daniela | Gáname, María C. | Herrero, Verónica | |
| Auxiliares de Investigación Graduados | | | |
| Barraud, Ariel | Jalile, Ileana | Pereyra, Liliana | Suarez Archilla, Natalia |
| Fresoli, Diego (*) | Navarrete, José | Silvestro, Marco | |
| Iturralde, Iván | Ochoa, Nicolás | Siravegna, Mariel (*) | |
| Auxiliares de Investigación Alumnos | | | |
| Bastos, Guadalupe | Escudero, Matías | Luque, Ana Lucía | Ricca, Vanina |
| Constanzo, Carolina | Lafit, Ginette | Mattheus, María V. | Sattler, Silvana |
| Becarios | | | |
| Barnard, Leandra | Fusta, Germán | Martinelli, Virginia | |
| Constanzo, Sonia | Huerta, María Teresa | Meiners, Eugenia | |
| Freitag, Jorge | Loste Luisina | Priotti, Federico | |

(*) En uso de licencia por estudios de postgrado.

Programa radiofónico del Instituto de Economía y Finanzas



PRISMA ECONÓMICO FM UTN 94.3 Mhz

Esta propuesta conducida por Marcelo Coser tiene como objetivo abrir un espacio de difusión, divulgación y reflexión sobre temáticas económicas, sociales, educativas y científicas a partir de los diferentes enfoques que aportan las personalidades académicamente reconocidas.

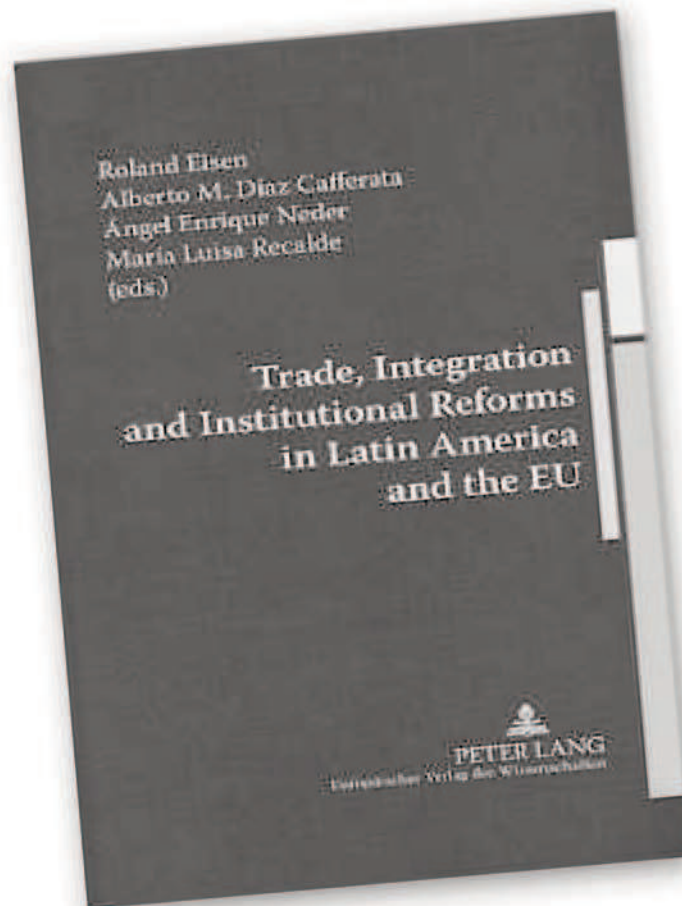
Prisma Económico es un espacio abierto al debate y a la libre difusión de las ideas. Es por eso que todos aquellos que estén interesados a participar lo pueden efectuar de la siguiente manera:

Correo Electrónico: prismaeconomico@eco.unc.edu.ar

Teléfono del IEF: 4437300, interno 253 Teléfono de FM UTN 94.3: 468-0259

Trade, Integration and Institutional Reforms in Latin America and the EU

Roland, Eisen; Alberto M., Díaz Cafferata; Ángel E., Nader; María L., Recalde. (eds.)
-2007-



Sinopsis

Los procesos en curso en la Unión Europea y el Mercosur de América del Sur imponen reformas políticas e institucionales. Economistas y políticos deben poder entender estos procesos para formular escenarios estratégicos, para diseñar e implementar intervenciones que contribuyan favorablemente al futuro. La discusión se organiza bajo cuatro tópicos: integración económica regional respecto a los mercados financieros (y las consecuencias para Basel II), política comercial y competitiva, y el rol de la inversión directa externa. Comercio internacional y crecimiento relacionado con productos agrícolas, gas natural y empleo. Comparación institucional y problemas metodológicos respecto a las políticas de precios farmacéuticos, salarios docentes, distribución del ingreso y realismo crítico. Cambios fundamentales del ICT afectan la estructura de gobierno, la cadena de valor, y el aprendizaje y educación académica.

CARTA AL LECTOR

Estimado Lector:

Tal como venimos operando, aún cuando la impresión de **este número 68** de nuestra revista, correspondiente al segundo cuatrimestre del año 2009 no se ha concretado, **a fin de que los artículos que en ella se publicarán no estén desactualizados al momento de su difusión, procedemos a adelantar a nuestros lectores su versión digital.**

El presente número de Actualidad Económica cuenta con tres trabajos. En primer lugar, nos encontramos con la pluma del profesor **Héctor J. Rubini** (de la Universidad del Salvador, USAL, candidato al doctorado en la Universidad de San Andrés, UDESA), quien nos brinda sus interesantes reflexiones sobre *“La crisis financiera de los Estados Unidos”*. El artículo nos permite obtener una muy interesante visión sobre la crisis económica de los Estados Unidos, así como de los determinantes y factores de riesgo que se encuentran en el sistema financiero de ese país. Además del análisis propio, presente en el núcleo del artículo, el Profesor Rubini cierra sus reflexiones con aspectos que hacen al escenario mundial y, lo más destacable en ese cierre, nos señala cinco lecciones “preliminares” de la crisis.

A continuación, nos encontramos con un trabajo de **Fernando Martín Schwartz**, abogado, Master en Finanzas (con orientación Mercado de Capitales) por la UCEMA de Buenos Aires y miembro de la Comisión de Títulos de la Bolsa de Comercio de Córdoba. En su artículo, titulado *“El mercado regional de capitales como generador de riqueza: el fideicomiso público municipal y el fondo de inversión directa agrícola”*, Schwartz, a partir de la importancia del financiamiento en el crecimiento de los países, plantea el papel que juegan hoy los Fondos de Inversión Directa Agrícolas y los Fideicomisos Públicos. Ambos instrumentos son valores negociables en las Bolsas de Comercio regionales, constituyéndose así en importantes vías de financiamiento, y desarrollando el Mercado de Capitales del Interior del país. Sobre el análisis de este aspecto, tan interesante como novedoso en nuestro país, discurre el artículo de Fernando.

Finalmente, se presenta un trabajo de nuestra autoría, *“Socioeconomía, economía y territorio”*. En este artículo se debate la característica, tan habitual de nuestra disciplina, de considerarse una ciencia “imperial”. Es decir, reinar, prevaleciendo sobre las disciplinas contiguas. Tal forma monocular de ver la realidad es inadecuada, particularmente en los estudios de economía regional o territorial; y a esta circunstancia singular dedicamos parte de nuestro análisis. La desviación metodológica que señalamos es algo que se debería corregir, y que por cierto no fuera en su momento la óptica inicial de los pensadores en el área. En esa dirección superadora se rescata el intento de una disciplina en conformación: la socioeconomía.

Esperando que estas páginas sean de su mayor interés y utilidad, nos despedimos de Ustedes hasta el próximo número.

Alberto José Figueras
Director Asociado
(Agosto 2009)

La crisis financiera de los Estados Unidos.

Héctor J. Rubini*
hrubini@sinectis.com.ar

I. Introducción

Este trabajo ofrece una visión comprensiva de la presente crisis económica de los Estados Unidos, con énfasis en los determinantes y factores de riesgo que se encuentran en el sistema financiero de ese país. Las hipótesis que aquí se mantienen son las siguientes:

1. La crisis actual no es un caso novedoso, "raro", ni infrecuente.
2. Los determinantes macroeconómicos fundamentales han sido una desregulación financiera casi irrestricta y una política fiscal expansiva.
3. La supervisión prudencial poco rigurosa de los bancos comerciales, e inexistente en el caso de los bancos de inversión,
4. No es una crisis absolutamente sorpresiva ni creada por un "shock" exógeno a la macroeconomía estadounidense: por el contrario, venía siendo anticipada por una mínima (si bien inicialmente, desacreditada minoría) de economistas.
5. Su desarrollo, gradual y progresivo, progresó gracias a la inacción consciente de funcionarios y propagandistas de todo tipo que menospreciaron todo tipo de advertencias anticipatorias.

La dirigencia política y empresaria de EEUU y de la mayoría de los demás países afectados, sólo parecen optar por inyectar liquidez para salvar entidades financieras, lo cual estaría reflejando peligrosos errores de diagnóstico, y

hasta de enfoque teórico para comprender la naturaleza y riesgos de la presente crisis. No es nada claro que sólo con reformas regulatorias se pueda revolver, o evitar su repetición.

II. Contexto

El escenario económico y política de EE.UU. y del mundo cambió notablemente a partir de los atentados terroristas del 11 de septiembre de 2001. Las políticas macroeconómicas y sectoriales de los países del G-7 y de Medio Oriente fueron subordinadas a variantes resuscitadas de las doctrinas de seguridad interior del siglo pasado, y desde entonces se instrumentaron trabas al comercio internacional y a la libre movilidad de personas en casi todo el mundo, a la par de una exacerbación de rivalidades y recelos por cuestiones étnicas y religiosas que parecían haberse apaciguado durante los años '90. A los nuevos riesgos que pasaron a enfrentar las empresas a cargo del transporte de petróleo e hidrocarburos se sumaba la irrupción de China y de India a la demanda mundial de bienes, servicios y recursos naturales, y a la oferta mundial de mano de obra. La consecuencia directa fue una inflación por empuje de costos en todo el mundo. El gobierno de los Estados Unidos bajo la gestión de George W. Bush mantuvo la dinámica de crecimiento y bienestar heredada de la década anterior vía expansión del gasto público (fundamentalmente militar), y del crédito

* Instituto de Investigaciones Económicas. Universidad del Salvador (USAL). Cand. al Doctorado en Economía, Universidad de San Andrés (UDESAR).

público y privado a tasas de interés más bajas. Esto se vio favorecido por la desregulación del sistema financiero votada por el Congreso en 1999 (bajo la presidencia de Bill Clinton), incentivando una expansión del crédito hasta magnitudes superiores a cualquier límite recomendable según los principios de "prudencia" que funcionarios de Washington han propugnado en América Latina y Europa del Este desde hace casi 20 años atrás.

La debilidad de esta dinámica se evidenció con la insolvencia de algunos bancos en el año 2007, pero ya desde inicios de 2006 se disponía de información pública que mostraba a varios grandes bancos de inversión y holdings financieros con una alta exposición a operaciones que ponían en riesgo tanto su liquidez, como su solvencia intertemporal. El riesgo sistémico no se percibió sino hacia 2007-2008 en que era ya inocultable la llamativa velocidad de las subas de los precios de los commodities en el mundo y de los bienes raíces en Estados Unidos y en algunos países europeos, como Irlanda o España. El financiamiento, vía endeudamiento, se vio favorecido por la política de la Reserva Federal (Fed) de preservar tasas de interés más bien bajas. A su vez, los bancos comerciales alentaron la captación de potenciales deudores de dudosa capacidad de repago, y la operatoria se multiplicó hasta niveles todavía no totalmente cuantificados. Los mayores tomadores de fondos en los mercados de capitales fueron bancos de inversión y fondos de cobertura ("hedge funds"), que a su vez, procedieron a su colocación en productos derivados altamente riesgosos, atrayendo a más apostadores a la suba o baja de esos contratos y de sus activos subyacentes. Una consecuencia (si bien no es la única causa explicativa) fue la suba de los precios internacionales de las materias primas gracias a las transacciones especulativas de fondos de inversión privados y los nuevos fondos soberanos que financiaron sus inversiones tomando deuda en Estados Unidos a bajas tasas de interés.

Luego del verano boreal de 2007, la acumulación de casos de insolvencia de familias y del cierre de algunos bancos comerciales sugería para los observadores más desconfiados que la posición financiera neta de grandes bancos estadounidenses y europeos no era nada sólida. La rápida acumulación de quebrantos por el otorgamiento de préstamos hipotecarios de deudores con baja capacidad de repago ("subprime") a tasa variable, afectó a la confianza en las inversiones en títulos garantizados por esas garantías (calificados vulgarmente como "tóxicos"). Esto precipitó una huida en los mercados de capitales que se agudizó en septiembre pasado, acelerando un proceso de ventas, con baja en la cotización de mercado de los títulos garantizados por préstamos hipotecarios, debilitándose así la posición financiera neta de los mayores bancos de inversión. Al mismo tiempo la creciente cantidad de deudores incobrables de los bancos comerciales enfrentaron el embargo y desalojo de sus viviendas por falta de capacidad de pago, lo que ha debilitado fuertemente la solvencia y viabilidad de gran parte de la banca comercial.

El riesgo de una caída de entidades no ha desaparecido desde entonces, y al igual que en otras experiencias históricas, la banca comercial no está exenta de una "corrida" de depositantes, análoga a la "corrida" registrada en los mercados de capitales en septiembre de 2008. En ese mes, se asistió a un verdadero pánico luego de que el Tesoro dejara caer al banco Lehman Brothers y luego se viera obligado a rescatar de una segura quiebra a la mayor aseguradora del mundo, American Investments Group (AIG). La contracción del crédito aceleró la contracción de liquidez, cortándose gran parte del financiamiento para sostener el capital de giro de contrapartes en el comercio internacional. La subsiguiente contracción económica en gran parte del mundo ha tornado inevitable la asociación de esta crisis a la lamentable experiencia japonesa reciente (1990-2004) y a la Gran Depresión del siglo pasado (1929-33).

III. Antecedente Reciente: La Crisis de Las Saving & Loans

La presente crisis no es nueva. Dos décadas atrás, en un contexto de desregulación financiera y política monetaria restrictiva entre 1979 y 1981, y luego expansiva, se favoreció la expansión de todo tipo de ingenierías financieras y del crédito hipotecario a través de las deficientemente reguladas (y supervisadas) Saving and Loan Associations. (S&Ls) La ideología predominante ya desde los '70 en el sistema financiero estadounidense era la de promover un sistema financiero "abierto" y "competitivo". En la práctica se apuntó a favorecer el acceso, al menor costo posible, a las innovaciones tecnológicas y de ingeniería financiera, y a expandir la variedad de productos financieros. La progresiva desregulación financiera previsiblemente fomentó una creciente intermediación, pero con altas y volátiles tasas de interés (especialmente en los primeros años de la década de los '80). Esto se vio favorecido por las falencias de las agencias públicas de contralor: deficiencias operativas, síntomas de captura regulatoria, y poco interés de las autoridades por exigir niveles altos de capitalización de las entidades. El abuso de derivados y alta exposición al riesgo crédito de contraparte de los "merchant banks" en los mercados de capitales se reflejaba en el exacerbado endeudamiento para la especulación con derivados, "bonos basura" y el abuso de estrategias del tipo "seguro de cartera" (como se reflejó en el crack de 1987). Simultáneamente, el exceso de endeudamiento fue la práctica prevaleciente en el mercado de crédito convencional, como lo demostraron los balances de las S&Ls que quebraron o terminaron absorbidas por otras entidades. Las entidades comerciales también se sobreexpusieron al llamado riesgo de contraparte, en casi todas sus líneas de créditos: préstamos a gobiernos de países extranjeros, préstamos a deudores de sectores vulnerables a shocks

negativos de efecto persistente, como el agro y la energía, y créditos hipotecarios¹. Aun bajo el impulso desregulatorio de sus políticas, el gobierno de Reagan volvió a crear un seguro de depósitos estatal. Desde entonces, los bancos no mostraron mejoras en la calidad de la administración de las entidades, total los depósitos no tenían ninguna razón para retirar los depósitos. Esto significaba una desregulación que incentivaba cierta imprudencia en la evaluación de riesgos.

La más relevante de estas medidas fue la legislación que el Congreso aprobó en 1982, permitiendo a las S&Ls otorgar préstamos hipotecarios a tasas variables (Adjustable Rate Mortgages, o ARMs), y que con ciertos "techos" porcentuales a las S&Ls otorgasen préstamos tomando como colateral otros activos que no sean viviendas. A esto se sumó la desacertada normativa del órgano de supervisión, la Federal Home Loan Bank Board (FHLBB) que siguiendo a lo dispuesto por el Congreso redujo las exigencias de capitales mínimos de las S&Ls, aumentando así la fragilidad del sistema. Esto incentivó la asunción de riesgos de manera temeraria en un contexto de altas tasas de interés, frente a la fuerte competencia por captar fondos de los ahorristas frente a los bancos y los money market funds. A esto contribuyó una puerta abierta a todo tipo de falseamiento de estados contables: se puso en vigencia un régimen de registración contable que permitió computar las inversiones tomando valores históricos, más bien que valores de mercado. Adicionalmente, la FHLBB redujo su plantel de inspectores en tres años, y obviamente también la frecuencia y cantidad de las inspecciones.

Esto mantuvo en el tiempo actividades financieras fuertemente apalancadas con deudas, a todas luces inviables, si bien ya el Comité de Basilea recomendaba una exigencia de 8% de capital mínimo (propio) sobre activos de riesgo de la entidad a precios de mercado². El siguiente cuadro muestra el comportamiento del leverage y de los capitales mínimos por actividad. Cierta-

1- Otros antecedentes históricos han sido explorados por Bordo (2008).

2- Aritméticamente esto significa un leverage (pasivo / patrimonio neto) máximo admisible igual a 11,5 veces.

mente la crisis "subprime" de estos momentos, probablemente guarde peligrosas similitudes con este caso histórico (ver Cuadro 1 en el Anexo). El resultado final: a) destrucción de la "red de seguridad" del sistema, y b) un drástico corte del crédito, que explica la recesión de 1990-91. El error fue la demora en reconocer los problemas de solvencia de una parte de las S&Ls, y la renuencia a instrumentar normas que forzaran a sus accionistas a recapitalizarlas. En la década actual la historia se ha repetido en gran medida, pues se trata del mismo problema: deficiencias repetidas en el diseño de las regulaciones financieras y en su aplicación. Ciertamente, no pierde vigencia este diagnóstico de Lawrence J. White, 17 años atrás³:

"La caída de las S&Ls es una historia que seguramente será contada y re-contada en las historias financieras por las futuras décadas, tanto como el derrumbe estrepitoso del mercado accionario en 1929, la burbuja de la Compañía de los Mares del Sur, y la Manía de los Tulipanes de varios siglos atrás. Muchos de los relatos populares han enfatizado anécdotas y personalidades. Una implicancia de las mismas es que el remedio primario es el de encerrar a los villanos en la cárcel. Desafortunadamente, ese enfoque desvía la atención del hecho de que las reformas fundamentales en las regulaciones son vitales".

IV. La Crisis "Subprime": Aspectos Fundamentales de un Complejo Rompecabezas

IV.a. El fracaso desregulatorio

En 1996 la Securities Exchange Commission (autoridad de aplicación para los mercados de capitales de EEUU), autorizó la emisión de un tipo particular de activos garantizados por hipotecas, o Mortgage Backed Securities (MBSs): los llamados Collateralized Debt Obligations (CDOs), en castellano: obligaciones

garantizadas con otros títulos de deuda. Por esta vía se legalizó o la emisión de CDOs garantizados por paquetes de MBSs de alta calidad crediticia, como por hipotecas de menor probabilidad de repago. Estos últimos CDOs, se pasaron a conocer como Collateral Mortgage Obligations (CMOs) -obligaciones garantizadas por hipotecas-. Al tener menor calificación de riesgo, en línea con la menor calidad de las hipotecas subyacentes o "subprime", también pasaron a conocerse como "títulos subprime". Tres años después, en noviembre de 1999, el Congreso de los EE.UU aprobó la Ley de Modernización de Servicios Financieros impulsada por los legisladores Phil Gramm, Jim Leach y Thomas Bliley⁴. Esta ley derogó los artículos de la Ley Glass-Steagall, de 1933, que impedían a los bancos comerciales fusionarse, ser absorbidos por bancos de inversión, o adquirir bancos de inversión. Además abrió la posibilidad de constituir holdings para ofrecer servicios de banca comercial, banca de inversión y seguros⁵.

De esta manera, empezaron a fusionarse unidades de negocios rígidamente reguladas por la FED según los criterios de Basilea (banca comercial), con compañías de seguros (que ofrecían entre otros productos, seguros de crédito), y bancos de inversión regulados por la Stock & Exchange Commission (SEC). También se le permitió a la banca comercial incurrir en inversiones riesgosas, no informándolas debidamente a la Reserva Federal como parte del patrimonio de la unidad de negocio, y sin constituir capitales mínimos. El atajo legal previsto ha sido el de registrarlas en cuentas "fuera de balance": las llamadas "off-balance sheet accounts". La práctica habitual en muchos países es computar allí las posiciones sobre pasivos contingentes emergentes de cartas de crédito, compromisos a préstamos, futuros, forwards, derivados, depósitos de clientes en un fondo mutuo perteneciente al mismo banco.

3- Ver White (1992).

4- Phil Gramm es senador republicano por Texas, fuertemente alineado con la familia Bush y John McCain. Jim Leach es republicano, miembro de la Cámara de Representantes del estado de Iowa. Thomas Bliley, republicano, integró la Cámara de Representantes por el estado de Virginia.

5- Consecuencias inmediatas: permitió legalizar la fusión de Citibank con la aseguradora Travelers Group bajo el nombre comercial de Citigroup habilitado a ofrecer servicios de banca comercial, de inversiones, underwriting de títulos y emisión de pólizas de seguros. El Travelers Group a su vez, provenía de la fusión de Smith-Baney, Shearson, Primerica y Travelers Insurance Corporation.

Sobre el saldo de estas cuentas no existen exigencias de capitales mínimos, de modo que su legalidad incentiva a registrar allí toda colocación de fondos en posiciones riesgosas. También se sumó, en la práctica, el decreciente rigor de las autoridades de supervisión respecto del cómputo de parte de los préstamos hipotecarios como "off-balance sheet accounts". Adicionalmente, en el año 2000 legisladores de ambos partidos agregaron a la ley omnibus de Ampliación de Gasto una cláusula (bastante ignorada casi hasta el presente) que desreguló totalmente el mercado de los Credit Default Swaps⁶, permitiendo expandir el mercado de estos contratos. Esta reforma (que como la anterior, contó con el apoyo de Alan Greenspan, titular de la Reserva Federal) permitió a los bancos de inversión y los hedge funds contar con un seguro casi irrestricto contra default para los instrumentos de deuda sintética (bonos con derivados). Peor aún: permitió a los municipios emitir títulos exentos de impuestos, de manera que las calificadoras de riesgo les asignaron siempre la nota AAA, por el hecho de ser emitidos con Credit Default Swap. De esta manera se incentivó otra burbuja de endeudamiento: la de los municipios estadounidenses.

Tanto los CDOs, como los CMOs y los bonos municipales pasaron repentinamente a recibir calificaciones "investment grade" aun cuando sus emisores no contaban con activos líquidos para responder ante los bonistas, pues se tomaba como "buena" e "irrestricta" la cobertura se garantiza con los Credit Default Swaps (CDS). De ese modo se permitió la libre compra-venta de estos contratos, sin supervisión alguna sobre los bancos de inversión y aseguradoras que venden estos seguros de crédito (que son pólizas de seguro contra eventos de default). Más aún se permitió su otorgamiento a entidades sin exigencias de un capital líquido para responder

por las pólizas otorgadas. De esta manera, los bonos estructurados emitidos con CDS, aun sin estar 100% respaldados por fondos líquidos recibieron calificación "investment grade" de las calificadoras de riesgo. Esta señal informativa favoreció la colocación de estos activos entre inversores de relativamente bajo apetito por riesgo: fondos de pensión, compañías de seguros de vida y de seguros de vida con capitalización.

IV.b. La fragilidad financiera fue aumentando de manera gradual, y no sorpresiva.

A partir de 2001 la Reserva Federal aplicó una política monetaria expansiva, haciendo caer la tasa de Fondos Federales del 6,5% casi uniformemente hasta el 1,52%⁷. Esto incrementó el stock de préstamos hipotecarios a individuos de ingresos y patrimonio incierto con una baja tasa (2% a 4% anual) en los primeros 2-5 años, y tasa variable a posteriori (en general ajustada por rendimientos de índices financieros que han subido más que la inflación). De este modo el incentivo a los bancos a conseguir clientes pidiendo tasas activas inicialmente bajas atrajo numerosos clientes para préstamos hipotecarios y prendarios, y descubiertos con tarjetas de crédito. Otros factores que coadyuvaron a crear esa atmósfera de entusiasmo fueron los siguientes:

a) el predicamento del titular de la Fed, Alan Greenspan, a favor del endeudamiento hipotecario a tasas variables (a sabiendas de la tendencia ascendente de la inflación),

b) la "persuasión moral" del Congreso de Estados Unidos y de la Casa Blanca a los bancos comerciales para prestar a deudores de bajos ingresos,

c) incentivos al endeudamiento privado por parte de los emisores de tarjetas de crédito (según estimaciones de la Fed, en 2007 el pasivo por descubiertos de tarjetas de crédito superaba los US\$ 880.000 millones),

6- Credit Default Swaps son contratos de seguros contra el incumplimiento de emisores de títulos de deuda. Opera como una póliza de cobro contingente ante la ocurrencia del evento de no pago al tenedor asegurado por este seguro contra riesgo crédito.

7- Transitoriamente, los días 18 y 19 de septiembre, la Fed Funds efectiva cayó a 1,25% y 1,19%, respectivamente.

d) la creación (con el visto bueno de las autoridades) de emisión de títulos hipotecarios a ser reempaquetados y vendidos en EE.UU. y en el exterior, con calificación de riesgo calificada como "investment grade",

e) el desarrollo de hipotecas a tasa variable ("Adjustable Rate Mortgages", o ARMs) y contratos de diverso tipo atados a esas hipotecas: Option ARMs, no-doc loans, negative amortization loans, 100% Financing loans, y teaser loans.

El "efecto riqueza" fue inmediato: desde 2003 hasta el presente se expandió fuertemente la demanda de crédito para compra de bienes durables, lo que alentó la demanda de consumo suntuario, y de servicios, llevando a cierta sobreexpansión en varias actividades, como la automotriz, cadenas de comercio masivo, restaurantes, casinos, hoteles, empresas de comidas rápidas. General Motors, Ford y Chrysler, a su vez, se lanzaron a ofrecer unidades 0 km. en cuotas otorgando créditos a tasa de interés del 0%, y los bancos de inversión desarrollaron todo tipo de derivados y bonos con derivados (por ejemplo, los llamados Synthetic CDOs) que se vendían a plazo, ofreciendo créditos a bajas tasas de interés. Es ahí cuando comenzaron a proliferar aseguradoras especializadas en vender pólizas de seguros de crédito para los participantes en estos mercados: las llamadas "monoline".

Así como los bancos comerciales trataban de captar individuos para que tomen créditos a tasas bajas, pero variables, los bancos de inversión desarrollaron un nuevo instrumento a tasa variable para atraer a municipios, universidades y empresas de servicios: los Auction Rate Securities (ARSs). Estos son obligaciones a 20-30 años a tasa de interés variable o acciones preferidas que pagan dividendos en efectivo. La renta se determinaba en subastas que según el tipo de título, se realizaban cada 7, 14, 28 o 35 días⁸. En este mercado, las principales empresas de ser-

vicios públicos y privados, y gobiernos municipales de EEUU captaron fondos provenientes de grandes empresas y fondos de inversión. Originariamente surgió para permitir el acceso a liquidez a empresas que financiaban proyectos de municipios, pero los emisores de esta deuda han sido en su mayoría municipalidades o algunos de sus organismos y empresas, museos, universidades, y fondos que conceden préstamos a estudiantes. La colocación requiere la existencia de suficientes ofertas para una tasa igual o inferior a un máximo previsto en el prospecto del título. Cuando no hay ofertas ni a la mínima tasa propuesta en la subasta, la misma "fracasa": el colocador solo lo puede hacer a la máxima tasa prevista en el prospecto que puede ser un nivel fijo (generalmente entre 10% y 15%), o pagando una tasa variable por ejemplo LIBOR a 30 días, pero multiplicada por un factor de 1,5). Para los inversores le ha dejado, en promedio un rendimiento siempre superior al de los certificados de depósito y al de cuota partes en fondos de money market. Estimaciones privadas del año pasado coinciden en señalar que el total de títulos emitidos en dicho mercado ascendía al primer trimestre de 2008 a US\$ 325.000 millones.

Los principales compradores de ARSs se financiaban con crédito bancario. Además, si un banco colocador no lograba vender el título en una subasta podía esperar a la siguiente, y en el ínterin, prestar fondos otros inversores. A partir de 2005 las principales firmas contables y de auditoría reclasificaron el registro contable de estas inversiones: en lugar de ser computadas como activos equivalentes a caja, pasaron a registrarse como inversiones de corto plazo. Esto desincentivó el uso de este instrumento, especialmente después de que en 2006 la SEC multó a 15 intermediarios por supuesta manipulación de los procesos de subastas de estos activos. Para evitar la caída de este mercado, los bancos de inversión comenzaron a intentar vender estos títulos a

8- Para más detalles sobre este mercado, ver Ackerman (2008).

clientes individuales. La contracción del volumen de crédito desde febrero de 2008 aceleró la retirada de los bancos de este mercado, desapareciendo la liquidez necesaria para los habituales deudores en este mercado. A principios de febrero de 2008, grandes entidades como UBS y Merrill Lynch se negaron a seguir participando. En la subasta del 12 de febrero de 2008 la Autoridad del Puerto de Nueva York tuvo que pagar una tasa del 20% (en la licitación inmediata anterior había pagado el 4,3%) por una deuda no refinanciada de US\$ 100 millones. Adicionalmente, el banco Goldman Sachs se negó a asumir el pago de compromisos no escritos, y esto exacerbó la aversión al riesgo de los demás participantes. En la tercera semana de febrero todos los grandes bancos (Merrill Lynch, UBS, Citigroup) se negaron a seguir operando en este mercado. Esto paralizó las subastas de ARS de bonos municipales, de acciones preferentes, de títulos securitizados con préstamos para estudiantes, y de obligaciones garantizadas por grandes bancos. A octubre de 2008 quedaban circulando bonos municipales de este mercado por US\$ 81.000 millones, y ante el fracaso de estas subastas, de acuerdo a las condiciones de emisión de estos títulos muchos emisores han debido pagar tasas de interés de hasta el 175% anual para refinanciar sus pasivos.

El colapso del mercado de ARS impactó directamente sobre las principales aseguradoras de inversiones de bonos conocidas como "monoline" (AMBAC, MBIA y ACA Capital) que debieron responder por los pagos de bonos privados y de municipios en default (alrededor de US\$ 2,4 billones en febrero del año pasado). Los holding bancarios por su parte, fueron acumulando tenencias de estos activos riesgosos y registrándolas en cuentas "fuera de balance" ("off-balance sheet accounts"). De ahí que no constituyeran capitales mínimos, ni se reflejara esto en la cotización de sus acciones. Sin embargo el mercado asegurador reflejó esta crisis en sus estados de resultados. Ya en el último trimestre de 2007 AMBAC había tenido pérdidas por US\$ 3.300

millones y ACA Capital US\$ 5.000 millones por responder ante el default de títulos garantizados por deuda hipotecaria subprime. Cuando la calificadora Fitch anunció la baja en la nota para AMBAC, que se negaba a buscar aportes de capital para afrontar sus compromisos, Goldman Sachs, Merrill Lynch, JPMorgan, Citigroup y Wachovia coordinaron en febrero de 2008 un rápido salvataje de US\$ 1.500 millones para las "monoline", a efectos de evitar una masiva venta de títulos que hubiera precipitado un pánico en el mercado de capitales, el cual ocurrió finalmente siete meses después.

IV.c. El rol de la política monetaria

En mayo de 2000 la Fed procedió reducir la tasa objetivo de política monetaria (Fed Funds Rate) de 6,5% en mayo de 2000 a 1,25% en noviembre de 2002, y a 1% en mayo de 2003. A su vez, la Fed Funds Rate efectiva, de mercado, subió levemente de 6,04% en marzo de 2000, a 7,03% en julio de ese año, y luego fue cayendo hasta llegar a 1,16% a fin de 2002, perforando posteriormente el "piso" de 1% entre julio y diciembre de 2003. Esto refleja una política monetaria expansiva cuyos objetivos eran: a) facilitar la reparación de las pérdidas luego de la "pinchadura" de la burbuja "punto com" y del episodio del 11-S, y b) alentar la expansión de préstamos hipotecarios y el financiamiento de negocios inmobiliarios a bajo costo. Junto a la rebaja impositiva para los sectores de más altos ingresos, la política de Alan Greenspan entre 2002 y 2004 fomentó la expansión del crédito bancario. De esa manera el gobierno de EEUU promovió la expansión de la demanda de viviendas, alimentando en 2006 y 2007 las presiones y expectativas inflacionarias ante el creciente déficit fiscal y la suba de los precios de los combustibles y de la energía. Esto no es una política realmente prudente. A diferencia de muchos otros países, los precios de las viviendas en Estados Unidos son más bien volátiles, y dado que además se tratan de los activos que repre-

sentan la mayor parte de la riqueza real de las familias, las fluctuaciones de sus valores de mercado tienen una repercusión directa y significativa sobre el resto de la economía⁹.

Diversas estimaciones privadas sugieren desde el año 2007 que una creciente cantidad de familias que compró sus viviendas en los ya elevados precios de 2006 y desde los primeros meses de 2007 tienden a incurrir en insolvencia (esto es, patrimonio neto negativo y de manera permanente)¹⁰. En los casos de cesación de pagos, los bancos comenzaron a ejecutar las viviendas y cobrar lo posible vía remate judicial. Este problema se ha venido agravando porque de acuerdo a la Reserva Federal el 40% de los estadounidenses gastan montos superiores a sus ingresos. La agencia Carddata, a su vez, informó en marzo de 2008 que para el primer trimestre de 2008 una familia promedio tenía una deuda por tarjeta de crédito de US\$ 9.840, casi 4 veces la registrada en 1990, pagando una tasa de interés promedio de 19%. Claramente, la contracción en la liquidez que ha desacelerado la economía, implica mayor probabilidad de desempleo y de incumplimiento de las familias endeudadas deudores.

La acumulación de quebrantos en el mercado hipotecario no empezó en el año 2007 sino dos años antes, pero es a partir de agosto de 2007 en que se tornó visible la acumulación de carteras incobrables. Al contraerse el otorgamiento de créditos, los inversores "de aire" (short selling) debieron anticipar decisiones de venta de activos de todo tipo y desarmar posiciones "apalancadas" con deuda para recuperar stocks mínimos de liquidez. En agosto de 2007 los Mortgage Backed Securities comenzaron a recibir reducciones en sus calificaciones de riesgo, y los principales tenedores de los mismos a negarse a refinanciarlos, especialmente los de menores calificaciones por estar garantizados

por préstamos otorgados a deudores hipotecarios con baja probabilidad de recupero (los llamados "subprime")¹¹. A esto también coadyuvó una conducta fraudulenta bastante generalizada. En sólo una muestra de préstamos originados en el año 2006, la agencia Fitch observó la existencia de:

1. información falsa sobre ocupantes de la vivienda a adquirir,
2. información no debidamente corroborada sobre los antecedentes de los deudores en los informes de las agencias de informes comerciales ("credit bureaus"),
3. cálculos incorrectos de la relación cuota de deuda / ingresos,
4. número sustancial de compradores de su primera vivienda con datos de ingresos y de conducta crediticia cuyo grado de veracidad era altamente cuestionable.

A esto se sumó también la laxitud de la normativa de compraventa de viviendas que permite la reventa de viviendas antes de que el sujeto de crédito haya cancelado totalmente su préstamo, o su refinanciamiento antes de la cancelación de la deuda hipotecaria. Esto incentivó una conducta temeraria de las familias, con total complacencia de bancos y de autoridades públicas: la compra viviendas como una inversión de corto plazo, financiada con deuda, de acuerdo a expectativas de una suba sustancial de su valor. De observarse dicha suba, precancelar la deuda previa, pero simultáneamente tomar más deuda y comprar más metros cuadrados. La falta de control de la veracidad de la información de los ingresos quedó en evidencia cuando se revirtió la suba de los precios de las propiedades, y los casos de incumplimiento y fraude de los clientes forzó a los bancos a asumir las pérdidas, y a ejecutar las viviendas de sus deudores. Ha estado en lo cierto la agencia Fitch, en enfatizar que el origen de la crisis subprime se encuentra en la combinación de regulaciones poco riguro-

9- Sobre este punto, ver Allen, F., M.K.F. Chui, y A. Maddaloni (2004).

10- Véase punto e) de sección 5.b. ut supra.

11- Gorton (2008) explica la complejidad de la emisión de bonos subprime conocidos como Residential Mortgage Backed Securities ("RMBS"). Para más detalle, ver también Ashcraft y Shuermann (2008).

sas, y falta de control para prevenir y desalentar el fraude generalizado.¹²

IV.d. La caída

La acumulación de incobrables y pérdidas de los bancos comerciales comenzó a impactar en los bancos de inversión por los múltiples canales de especulación con derivados presentados en las secciones anteriores. La banca comercial justamente era la raíz del problema y ante la inacción de las autoridades, se sucedían quiebras cada vez más frecuentes¹³. Recién en noviembre de 2007 el Congreso aprobó una ley que impone un mínimo de responsabilidad patrimonial a los generadores de préstamos hipotecarios. El mes siguiente George W. Bush anunció un plan de ayuda para deudores hipotecarios sin capacidad de pago de sus cuotas a tasa variable. Esto incluyó el congelamiento de las tasas de interés por 5 años para refinanciar préstamos subprime. A su vez, el 12 de diciembre de 2007 la Reserva Federal creó una Facilidad de Subastas a Plazo (Term Auction Facility -TAF-) para que los bancos obtengan fondos de la FED vía acuerdos de recompra contra cualquier tipo de activo. También aprobó un acuerdo de swaps cambiarios de hasta 6 meses para proveer liquidez por US\$ 20.000 M al Banco Central Europeo y US\$ 4.000 M al Banco Nacional de Suiza.

Las citadas medidas fueron insuficientes y grandes bancos de inversión debieron solicitar fuentes de financiamiento en terceros países. Un ejemplo típico es el caso de Morgan Stanley, que debió recurrir al aporte de US\$ 5.000 millones de un fondo soberano del gobierno chino para aliviar su faltante de fondos líquidos. Recién en febrero de 2008 se reunieron en Holanda funcionarios de la SEC y de la Unión Europea para acordar el inicio de negociaciones para tratar de armonizar las regulaciones de mercados de capitales de Estados Unidos y de Europa. Las

autoridades de Washington tardaron en reaccionar. Recién en marzo de 2008, luego del temblor provocado por el colapso de las ARSs y su impacto en las "monolines", la Reserva Federal inició la emisión de unos US\$ 200.000 millones vía pases contra títulos hipotecarios con garantía AAA y letras a 28 días. Igualmente fue insuficiente: no se pudo evitar la caída de Bear Sterns. Si bien este banco fue rescatado vía una compra por el banco JP Morgan Chase, la operación se hizo a valores extremadamente bajos, y quedó la percepción en los mercados de capitales que el dinero fue puesto en última instancia por la Reserva Federal

Posteriormente, en mayo de 2008, una investigación del diario Financial Times reveló el otorgamiento incorrecto de calificación AAA por parte de la calificadora Moody's a títulos y contratos complejos emitidos por miles de millones de dólares. Aparentemente la razón estuvo en un problema en los sistemas de computación a principios de 2007, pero Moody's recién lo resolvió en enero de 2008, sin informarlo a los mercados. Esta agencia debió entonces reconocer que había otorgado calificaciones equivocadas a títulos estructurados con derivados por hasta US\$ 4.000 M, lo cual exacerbó la desconfianza ya generalizada. Unas semanas después Standard & Poor's hizo lo mismo y la SEC inició una investigación. Mientras tanto, Standard & Poor's bajó la calificación de AAA a AA a las principales aseguradoras "monoline" (MBIA y AMBAC), provocando o una huida de los inversores con posiciones en Credit Default Swaps, lo que se tradujo en pérdidas millonarias para los bancos con alta exposición en esos contratos (Citigroup, UBS y Merrill Lynch).

En junio la Reserva Federal y el Tesoro debieron anunciar la provisión de fondos a las afianzadoras paraestatales del mercado hipo-

12- Ver Fitch (2007). Un síntoma claro de hasta qué punto llegó el "jubileo" que a la clientela típica buscada por el sistema financiero estadounidense se los ha llamado vulgarmente deudores "NINJA" (No Income, No Job, no Assets), o sea personas sin ingresos, trabajo ni activos. Una consecuencia esperable, es la opacidad informativa sobre la real situación de deudores endeudados, y en no pocos casos de la situación de dominio de propiedades. En cierto modo podría explicar la relativamente lenta activación de la demanda por propiedades a precio de liquidación en remates judiciales.

13- Para más detalle, ver Rubini (2009).

tecario Fannie Mae y Freddie Mac. En los mercados de capitales se estimaba en esos días que dicha inyección no podría ser inferior a los US\$ 75.000 M para al menos atenuar un nuevo aumento de deudores hipotecarios incobrables. El temor aumentó cuando se conoció que la Cámara de Representantes aprobó rápidamente un paquete de asistencia del Tesoro a ambas afianzadoras por hasta US\$ 300.000 millones. La Reserva Federal, a su vez, debió anunciar tres nuevas fuentes de liquidez para los "market makers" (bancos de inversión con los que opera la Fed de Nueva York): 1) préstamos a 3 meses, una facilidad (emisión) para adquirir títulos en subastas públicas, y 3) préstamos de dinero y de títulos del Tesoro hasta el 30/09/2009. Sin embargo ya era tarde: la corriente vendedora en los mercados de activos no se detuvo y a fin de agosto se conoció la noticia de que entre julio y agosto el Bank of China había iniciado la reducción de sus tenencias de deuda de Fannie Mae y Freddie Mac (US\$ 4.600 millones). Ambas agencias se declararon insolventes el 7 de septiembre. El Tesoro les inyectó igualmente US\$ 200.000 millones, pero cundió el temor por el default de Credit Default Swaps por una suma superior a los US\$ 500.000 millones.

El pánico en el mercado de activos se exacerbó aún más y llegó a su máximo cuando el 15 de septiembre se conoce el fracaso de las negociaciones de funcionarios de Lehman Brothers para vender la entidad al Bank of America quien optó absorber al banco Merrill Lynch. Lehman Brothers debió pedir entonces la quiebra. A la bancarrota de Lehman siguió la baja de la calificación de riesgo de la aseguradora AIG (la más grande del mundo), a la cual también se pidió la quiebra. Esto fue lo que disparó el pánico en todos los mercados de capitales del mundo. El Tesoro adquirió entonces el 70% de las acciones de AIG, y comenzó una serie de intervenciones de bancos centrales y autoridades fiscales de

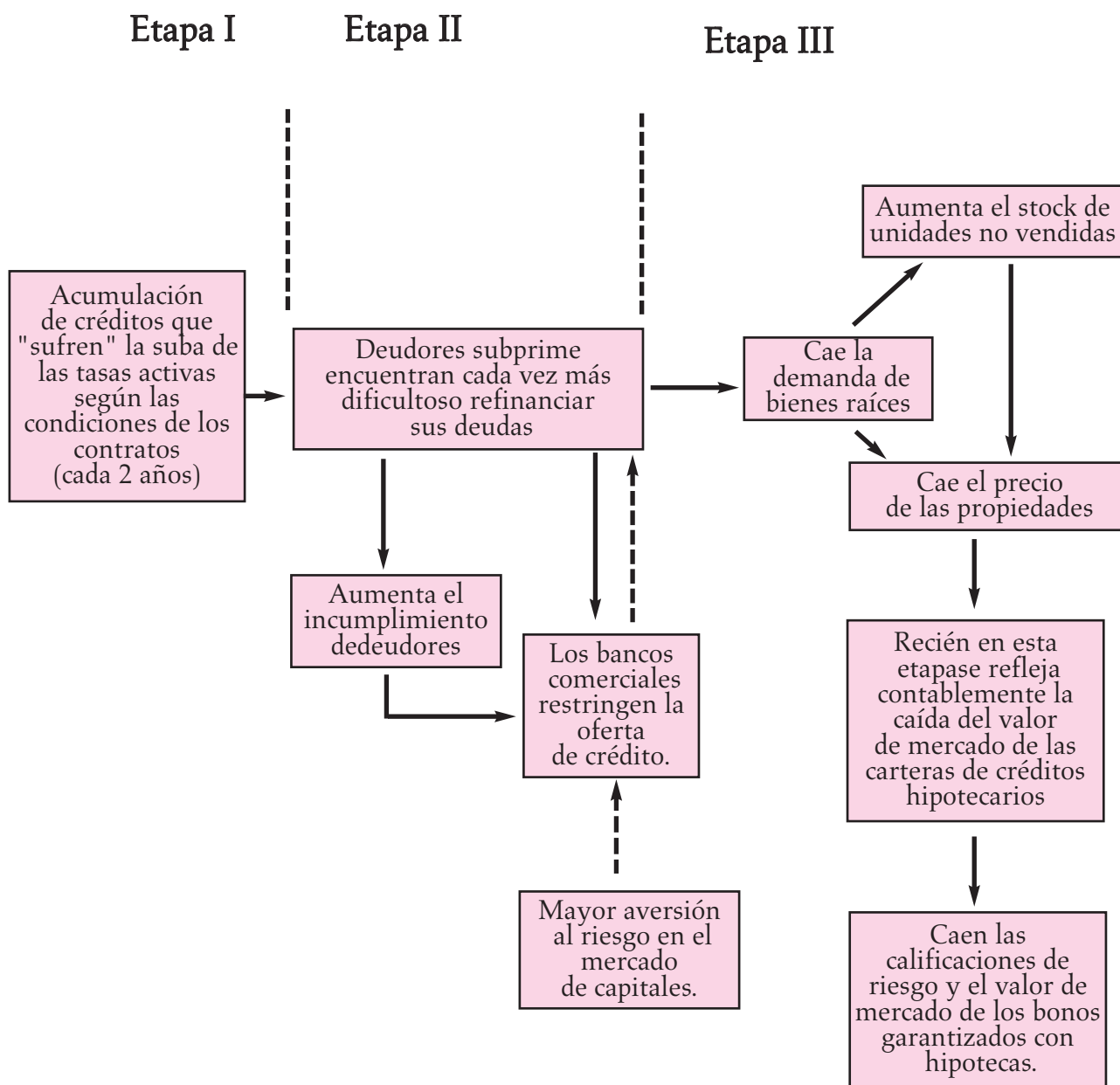
todos los países desarrollados que continúa hasta el presente.

En octubre pasado el Congreso aprobó un plan de auxilio con fondos fiscales ("T.A.R.P.") por US\$ 700.000 M. para compra de activos de entidades financieras en problemas, y elevó el techo para garantía de depósitos de US\$ 100.000 a US\$ 250.000. Sin embargo, en noviembre el Secretario del Tesoro Paulson anunció la no utilización del plan de rescate de US\$ 700.000 M para recompra de créditos incobrables de los bancos. Al exacerbar así más el pesimismo y la escasez de crédito, dos días después la Reserva Federal debió anunciar un inyección de US\$ 600.000 M para compra de bonos garantizados por hipotecas, y otros US\$ 200.000 millones a los bancos, para reactivar el crédito de consumo. En diciembre también la Reserva Federal dejó entrever a la prensa el estudio de la viabilidad de reformas legales que le permitan emitir deuda por primera vez en la historia. Nada cambió y la propia Fed se ha visto obligada a reducir la tasa de Fondos Federales a "un intervalo" entre 0 y 0,25% anual, lo que significó la admisión de la incapacidad al menos en el corto plazo de la política monetaria de influir en las decisiones de cartera del sector privado y en sus expectativas¹⁴.

Estos eventos se han venido deslizando gradualmente (ver Figura 1). Lo que llama la atención fue la permanente subestimación de esta crisis, en línea con la llamada "doctrina Greenspan", de no intervenir ni prevenir "burbujas" especulativas, sino hasta el momento en que se evidencia su "explosión". Eso se tradujo en un creciente descontento hacia la administración de George W. Bush. Ciertamente la victoria de Barack Obama en la interna demócrata y en los comicios de noviembre de 2008 no sorprendieron tanto, pero sí la falta de actitud proactiva o anticipatoria de las autoridades de Washington:

14- Sobre la similitud con el caso extremo de la trampa de la liquidez y la experiencia de Japón (1990-2004), ver Rubini (2008) y Svensson (2009).

Figura 1
Secuencia de la crisis a partir de las hipotecas "subprime"



Nota:

Las flechas de línea llena "→" indican el impulso inicial de la secuencia de eventos.

Las flechas de línea discontinua "- ->" indican el efecto de retroalimentación.

Fuente: elaboración propia en base a Weaver (2008).

V. Obama Presidente: de los Festejos a los Problemas.

En la presente década el sistema financiero acumuló una masa de utilidades casi equivalente al de la suma de las empresas de casi todo el resto de la economía de los Estados Unidos. Sin embargo, en menos de un año y medio esas ganancias se han esfumado. Esto exige, una abierta discusión de algunos temas que causarán escozor en la cultura del bajo (pero no inexistente) intervencionismo de los EEUU:

1. cómo prevenir y anticipar la generación de burbujas financieras.

2. cómo modificar, con instrumentos de política pública, la cultura de endeudamiento ilimitado que prevalece en la mente de los estadounidenses prácticamente desde el inicio de la "Reaganomics".

3. cómo lograr que el sistema financiero dedique la mayor parte de sus recursos para el financiamiento de la actividad real, y no a la especulación cortoplacista de alto riesgo.

4. cómo instrumentar un régimen de intervención estatal políticamente viable, para revertir la notable desigualdad distributiva en los EEUU. Un ejemplo citado recientemente por el ex ministro de Hacienda de Brasil, Rubens Ricupero es bien claro: en los años '70 un alto ejecutivo de empresa, ganaba en promedio un ingreso 40 veces superior al salario de un trabajador promedio de los EEUU. Hoy percibe un ingreso que supera en 367 veces al salario de un trabajador promedio¹⁵.

La caída en el consumo y la suspensión de gastos de capital se refleja en una suba de la tasa de ahorro, y esto significa una fuerte contracción de bienes, con presión deflacionaria. Ciertamente, este escenario debe ser detenido cuanto antes. Si bien la Reserva Federal anunció el 3 de febrero que extenderá hasta el 30 de octubre cinco de sus programas temporarios destinados a asegurar suficiente liquidez y los acuerdos de "swap" con 13 bancos centrales, la

solución para el mediano plazo viene por el lado de la política fiscal y de reformas regulatorias en el sistema financiero, creíbles y sostenibles en el tiempo. A una semana de haber asumido, Barack Obama logró trabajosamente que el Congreso apruebe un paquete de estímulo a la economía vía expansión fiscal (baja de impuestos y aumento del gasto público) por US\$ 789.000 millones y a ser implementado en 24 meses.

El pasado 10 de febrero el Secretario del Tesoro, Timothy Geithner anunció una iniciativa de rescate integral llamado "Plan de Estabilización Financiera". El mismo consistiría en una serie de programas: uno de US\$ 2 billones para el sector bancario, y una amalgama de otros por una suma conjunta de US\$ 2 billones. Sin embargo, no hay indicios sobre cuáles son los bancos que están en quiebra irremediable. Respecto de lo que están en mal estado, qué se va a hacer con ellos, si se les inyectará más capital comprando activos basura, si se garantizarán esos activos o si serán escindidos en una unidad de negocios "buena" y otra "mala", o si se los nacionaliza. De ahí la recepción negativa que han tenido los anuncios de Geithner. En principio se espera la utilización de unos US\$ 50.000 millones de los fondos TARP a través de bancos que participan en un programa orientado a desalentar los embargos y remates de viviendas. Adicionalmente, el Tesoro y la Fed continuarán con las compras a entidades financieras de sus tenencias de bonos garantizados por hipotecas de emisores privados, y de las agencias Fannie Mae y Freddie Mac por hasta US\$ 660.000 millones, siempre y cuando reduzcan sus tasas activas para préstamos hipotecarios al rango de 4% a 4,5% anual. Ahora bien, mientras no se resuelva el problema de insolvencia de las familias no se detendrá el deterioro de las carteras activas de los bancos, ni la incertidumbre general. Estas medidas no implican una asistencia financiera significativa para unos 12 millones de deudores hipotecarios insolventes. No es claro que el

15- Ver Ricupero (2009).

Tesoro constituya una entidad residual estatal o "banco malo" que asuma el costo fiscal de los préstamos incobrables.

La crítica a dicha iniciativa ha sido casi unánime en el sentido de que nadie garantiza que eso es suficiente para que haya inversores dispuestos a asumir el riesgo de inyectar voluntariamente capital en una unidad "saneada". Algunos legisladores demócratas han propuesto hasta la autorización a las autoridades judiciales a alterar los términos de los contratos de crédito, de modo que se le reduzca el capital y las cuotas a pagar a los deudores. Sin embargo, esto no es tan fácil de instrumentar, porque los bancos podrían reclamar parte de los ingresos que las familias perciban por la venta de sus viviendas.

A principios de marzo de este año, el Gobierno de Obama comenzó a negociar en el Congreso un nuevo acuerdo para inyectar fondos a la aseguradora AIG, y evitar su quiebra. La aseguradora recibió US\$ 150.000 millones del Tesoro, que posee el 80% de la empresa, y el Gobierno inyectó US\$ 30.000 millones a través de un Fondo de Ayuda. Las pérdidas que AIG informó para el último trimestre de 2008 han sido superiores a los US\$ 100.000 millones. El Citibank a su vez, debió proceder a la conversión de acciones preferidas de hasta US\$ 27.500 millones en acciones ordinarias para facilitar al Gobierno la inyección de capital fresco y convertirse en el principal accionista de la entidad (36% del paquete accionario). Previamente, el año pasado el Citi recibió dos rescates del gobierno de EE.UU., con inyecciones de fondos por US\$ 45.000 millones en total, por las cuales procedió también a adquirir hasta el 7,8% del paquete accionario del Citi. Por otro lado, el rubro automotriz experimenta su peor momento y General Motors está a la fecha de este informe, a punto de pedir la quiebra.¹⁶

A su vez, el 3 de marzo la Reserva Federal anunció la instrumentación del plan de la Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF) anunciado a fines de noviembre pasado que consiste en la emisión de dinero para prestar a inversores, que deben ofrecer como colateral títulos (con calificación de riesgo AAA) garantizados por cartas de crédito, préstamos para autos y otros bienes durables de consumo, préstamos para estudiantes, cupones de tarjetas de crédito y préstamos a PYMEs garantizados por la Small Business Administration (SBA). Según la Reserva Federal, desde octubre pasado se ha paralizado la emisión de nuevas series de estos papeles, y esto dificultará la recuperación del crédito a consumidores y a PYMEs. Igualmente, fue bien recibido el anuncio del pasado 17 de marzo pasado de la Reserva Federal de emitir US\$ 1,15 billón para financiar la compra de activos tóxicos y rescatar al sistema bancario. A esto siguió la confirmación del Tesoro de la aplicación de una suma adicional (entre US\$ 500.000 millones y US\$ 1 billón) a la compra de activos "tóxicos" de entidades financieras.

VI. Reflexiones Finales

Al menos en el corto plazo, el escenario del mundo presenta estos aspectos:

1. La banca de inversión desregulada de los Estados Unidos ha prácticamente desaparecido. La expectativa predominante es que el actual gobierno de los EEUU introduzca reformas legales para crear un segmento de banca de inversión regulado.
2. No hay estimación certera de las pérdidas provocadas por esta crisis. Todavía es desconocido el verdadero monto de activos y pasivos registrados en las "off-balance sheet accounts".
3. La agudización de la crisis forzó a la adopción de instrumentos de política extremos, como nacionalización total o parcial de entidades

16- El costo fiscal de todas las medidas sigue siendo incierto. Las estimaciones de Congressional Budget Office (2009) llevan a un cierre del año fiscal en septiembre próximo con un déficit superior a US\$ 1,7 billón (11,1% del PBI de EE.UU.) y en el ejercicio siguiente sería de US\$ 1,1 billón (7,9% del PBI de los EE.UU.), los dos mayores déficit en términos de PBI desde el año 1945. Sin embargo, de mantenerse los supuestos del pedido preliminar del presidente Obama de ampliación presupuestaria, el déficit de ambos años aumentaría 13,1% y 9,6% del PBI, respectivamente.

bancarias (Inglaterra, Holanda, Bélgica, Francia, EEUU), financiamiento directo del Estado, o garantías estatales para la emisión de deuda de bancos (España), rescate de aseguradoras (EEUU), uso de fondos propios del Estado para rescatar a entidades privadas (Alemania), o provistos por el FMI (Islandia).

4. El pánico de los inversores se observó en el mercado de capitales. A las caídas fuertes de las bolsas reanudadas en enero de este año, siguió una huida en los mercados de obligaciones privadas). La percepción de pánico fue tan grande que la huida a títulos de corto plazo del Tesoro de los Estados Unidos llevó la tasa interna de retorno de Letras del Tesoro de hasta 90 días prácticamente a cero, (son los niveles más bajos desde 1954), lo que torna inviable la "sintonía fina" monetaria mediante operaciones de mercado abierto con títulos de corto plazo, situación asimilable al escenario de "trampa de la liquidez" de los libros de texto.

5. Fuerte contracción de la actividad económica en las economías más grandes del mundo, con casos de insolvencia fiscal (más bien que de iliquidez) explícita (Hungría, Ucrania, Lituania), o potencial (Irlanda, España, Argentina).

6. Cierta lentitud para resolver los problemas centrales de los sistemas financieros de gran parte del mundo: estándares contables poco rigurosos, los controles estatales laxos o proclives a sobornos, las regulaciones de dudosa coherencia con incentivar comportamientos no temerarios, y uso de modelos de "control de riesgo" cuyos atributos y debilidades no parecen ser totalmente conocidos ni por los reguladores ni por los usuarios de los mismos.

7. El economista Nouriel Roubini de New York University, por ejemplo, ha sido tajante: "el

modelo anglosajón de regulación prudencial de bancos ha fracasado" ¹⁷. Los hechos parecen darle la razón, ante la falta de reformas a los criterios de Basilea I y Basilea II y a los mecanismos legales que permiten pagos de exagerados "bonus" (premios salariales) a ejecutivos en gran medida responsables de esta crisis. Además, una reforma en serio debe desalentar el llamado "riesgo moral" y la proclividad de los gerentes bancarios de utilizar información interna de las entidades en contra de los intereses de los accionistas y acreedores de las entidades ^{18, 19}.

En definitiva, si se pueden extraer algunas lecciones preliminares de este proceso (todavía en desarrollo), son las siguientes:

1. Ha sido una crisis de desarrollo gradual, pero no prevista por la mayoría de los economistas, y a no pocos ha sorprendido el impacto recesivo y la diseminación internacional de la recesión observada desde mediados de 2008.

2. Es claro (ex post) que Estados Unidos debe introducir reformas institucionales en su sistema financiero y en sus mercados de capitales, pero sus autoridades no parecen tener claro cuáles.

3. Como se observa en todo este trabajo, se habla de una crisis del sistema financiero, no de las instituciones jurídicas del capitalismo. Aún los gobiernos más "heterodoxos" del G-20 se han manifestado en contra del proteccionismo y del intervencionismo a ultranza. Esto refleja que la opinión generalmente aceptada hasta por los autodenominados "progresistas" es que el hoy criticado capitalismo es la mejor alternativa.

4. En materia macroeconómica, aún bajo el maquillaje de "reglas flexibles", es claro el fracaso de la discrecionalidad en la políticas

17- Entrevista concedida al "Financial Times" (9 de febrero de 2009).

18- En este sentido, cuesta entender que las críticas que desde hace casi cuatro años atrás han formulado figuras de la propia industria financiera como George Soros y Nassim Nicholas Taleb han sido en gran medida ignoradas, cuando no desdeñadas. Sobre este punto, Soros (2004) ha sido, sin dudas, premonitorio. Repetidamente se ha manifestado a favor de la regulación de las transacciones con derivados, y fuertemente crítico hacia las calificadoras de riesgo, mientras que Taleb focaliza sus críticas sobre los modelos de "control" de riesgo utilizados por intermediarios bancarios y no bancarios. Tardíamente, en enero pasado, George Soros ha sido consultado por autoridades del gobierno británico. En relación con esto, igual no es del todo claro que existiera una asociación unívoca, significativa entre la evolución de las tasas activas y los incumplimientos de deudores a tasa variable (ver Foote, Gerardi, Goette y Willen (2008)).

19- Bien cabe preguntarse si la filosofía de las autoridades de aquí en adelante desalentará o no lo que se ha dado en llamar la "doctrina Greenspan" consistente en que los bancos centrales no intervengan durante el desarrollo de "fiestas financieras" financiadas con endeudamiento casi irrestricto. En otras palabras: pareciera ser deseable el debate público sobre si se continuará con prácticas según esta versión empírica de la llamada "autorregulación de los mercados", o si se alentará el dictado de normas preventivas para evitar la aparición de estos fenómenos conocidos en teoría macroeconómica como "juegos de Ponzi". Ver algunas advertencias (en base a la reciente experiencia de Japón) de Hoshi y Kashyap (2008).

monetaria, así como también el del implícito enfoque de la "autorregulación" de los mercados de la llamada "doctrina Greenspan".

5. Mirando hacia el futuro: esta crisis ha evidenciado las notables falencias de la moderna macroeconomía dinámica basada en el paradigma de las expectativas racionales y de los mercados eficientes. Como ha afirmado el profesor Argandoña (2009) "no se trata ya de si volvemos o no a Keynes, sino de la puesta en duda de los supuestos de nuestros modelos".

No es fácil predecir el rumbo futuro de la economía de los Estados Unidos, ni la de la economía mundial. Lo que sí es claro, es que esta crisis es un punto de quiebre, que ha iniciado un proceso de cambio, de duración y final inciertos.

ANEXO

Cuadro 1: Estados Unidos: apalancamiento y capitalización (en cant. de veces). Posición del año 1985

| Rama de actividad | Leverage (Pasivo / Patrimonio Neto) | Capital propio / activos (Patrimonio neto / Activos) |
|---|--|---|
| Agricultura, ganadería, pesca y forestación | 2,12 | 0,32 |
| Minería | 1,21 | 0,45 |
| Construcción | 2,52 | 0,28 |
| Industria manufacturera | 1,20 | 0,45 |
| Transporte y servicios públicos | 1,50 | 0,40 |
| Comercio mayorista y minorista | 2,49 | 0,29 |
| Servicios privados no financieros | 2,25 | 0,31 |
| Finanzas, seguros y venta de propiedades | 2,90 | 0,26 |
| Holdings bancarios | 11,07 | 0,08 |
| Bancos comerciales (excluye holdings) | 11,00 | 0,08 |
| Bancos de ahorro mutuo | 15,75 | 0,06 |
| Asociaciones de ahorro y préstamo (S&Ls) | 31,12 | 0,03 |
| Promedio de toda la economía | 2,11 | 0,32 |

Fuente: U.S. Internal Revenue Service (I.R.S.)

Cuadro 2: Valor de mercado de entidades financieras sobrevivientes (US\$ millones)

| Entidad financiera | A fin del 2° semestre de 2007 financiera (inicio de la crisis de las hipotecas suprime) | Al 20 de enero de 2009 (inicio de la gestión Obama) | Variación | Destrucción de riqueza |
|---------------------------------|---|---|-----------|------------------------|
| | Miles de mill. de US\$ | Miles de mill. de US\$ | % | Miles de mill. de US\$ |
| Royal Bank of Scotland (RBS) | 120,0 | 4,6 | -96,2% | 115,4 |
| Citigroup | 255,0 | 19,0 | -92,5% | 236,0 |
| Barclays | 91,0 | 7,4 | -91,9% | 83,6 |
| Deutsche Bank | 76,0 | 10,3 | -86,4% | 65,7 |
| Credit Agricole | 67,0 | 17,0 | -74,6% | 50,0 |
| Unicredit | 93,0 | 26,0 | -72,0% | 67,0 |
| BNP Paribas | 108,0 | 32,5 | -69,9% | 75,5 |
| Union Bank of Switzerland (UBS) | 116,0 | 35,0 | -69,8% | 81,0 |
| Societe Generale | 80,0 | 26,0 | -67,5% | 54,0 |
| Morgan Stanley | 49,0 | 16,0 | -67,3% | 33,0 |
| Goldman Sachs | 100,0 | 35,0 | -65,0% | 65,0 |
| Credit Suisse | 75,0 | 27,0 | -64,0% | 48,0 |
| HSBC | 215,0 | 97,0 | -54,9% | 118,0 |
| JP Morgan | 165,0 | 85,0 | -48,5% | 80,0 |
| Santander | 116,0 | 64,0 | -44,8% | 52,0 |
| Valor de mercado total | 1.726,0 | 501,8 | 29,1% | 1.224,2 |

Fuente: datos de Bloomberg.

VI. Referencias

- Ackerman, Andrew (2008): "ARS Still Weighing Down Issuers". The Bond Buyer. The Daily Newspaper of Public Finance.

<http://www.bondbuyer.com/article.html?id=20081017YEFBEFW9-> Washington D.C., 20 de octubre de 2008.

- Allen, Franklin, Michael K.F. Chui, y Angela Maddaloni (2004): "Financial Systems in

Europe, the USA, and Asia". *Oxford Review of Economic Policy*, 20 (4), 490-508.

- Argandoña, Antonio (2009): "El Panorama Macroeconómico de la Economía Occidental y la Crisis Financiera". Occasional Paper OP-163. IESE Business School. Universidad de Navarra. Febrero de 2009.

- Ashcraft, Adam B. y Til Schuermann (2008): "Understanding the Securitization of

Subprime Mortgage Credit". Staff Report No. 318. Federal Reserve Bank of New York.

- Bordo, Michael D. (2008): "An Historical Perspective on the Crisis of 2007-2008". NBER Working Paper 14569. National Bureau of Economic Research. Cambridge, MA.

- Congressional Budget Office (2009): "A Preliminary Analysis of the President's Budget and an Update of CBO's Budget and Economic Outlook". Pub. No. 3196. The Congress of the United States. Acceso en Internet en: <http://www.cbo.gov/ftpdocs/100xx/doc10014/03-20-PresidentBudget.pdf>.

- Fitch Ratings (2007): "Fitch: Underwriting and Fraud. Significant Drivers of Subprime Defaults; New Originator Reviews", Business Wire, November 28 2007. Acceso en internet, en <http://www.allbusiness.com/banking-finance/banking-lending-credit-services/5327990-1.html>.

- Foote, Christopher L., Kristopher Gerardi, Lorenze Goette y Paul S. Willen (2008): "Suprime Facts: What (We Think) We Know about the Subprime Crisis and What We Don't". Public Policy Discussion Papers No. 08-2. Federal Reserve Bank of Boston.

- Gorton, Gary (2008): "The Subprime Panic". NBER Working Paper 14398. National Bureau of Economic Research. Cambridge, MA.

- Hoshi, Takeo, y Anil K. Kashyap (2008): "Will the U.S. Bank Recapitalization Succeed? Lessons from Japan", NBER Working Paper 14401. National Bureau of Economic Research. Cambridge, MA.

- Ricupero, Rubens (2009): "Prova dos Nove". Folha de São Paulo. Suplemento Dinheiro. 18/01/2009.

- Rubini, Héctor J. (2008): "EEUU y Algo Más que la Trampa de Liquidez". El Economista, Buenos Aires 10/10/08. Pág. 18.

- Rubini, Héctor J. (2009): "La Economía de los Estados Unidos en Transición: Una Visión desde la Argentina". Estudio Especial N° 1. Instituto de Investigaciones Económicas. Universidad del Salvador. Buenos Aires.

- Soros, George (2004): *La Burbuja de la Supremacía Norteamericana. Cómo Corregir el Abuso de Poder de Estados Unidos*. Editorial Sudamericana, Buenos Aires.

- Svensson, Lars E. O. (2009): "Monetary Policy with a Zero Interest Rate". Speech at the Sveriges Riksbank (Banco Central de Suecia). Estocolmo. Suecia, 17/02/2009.

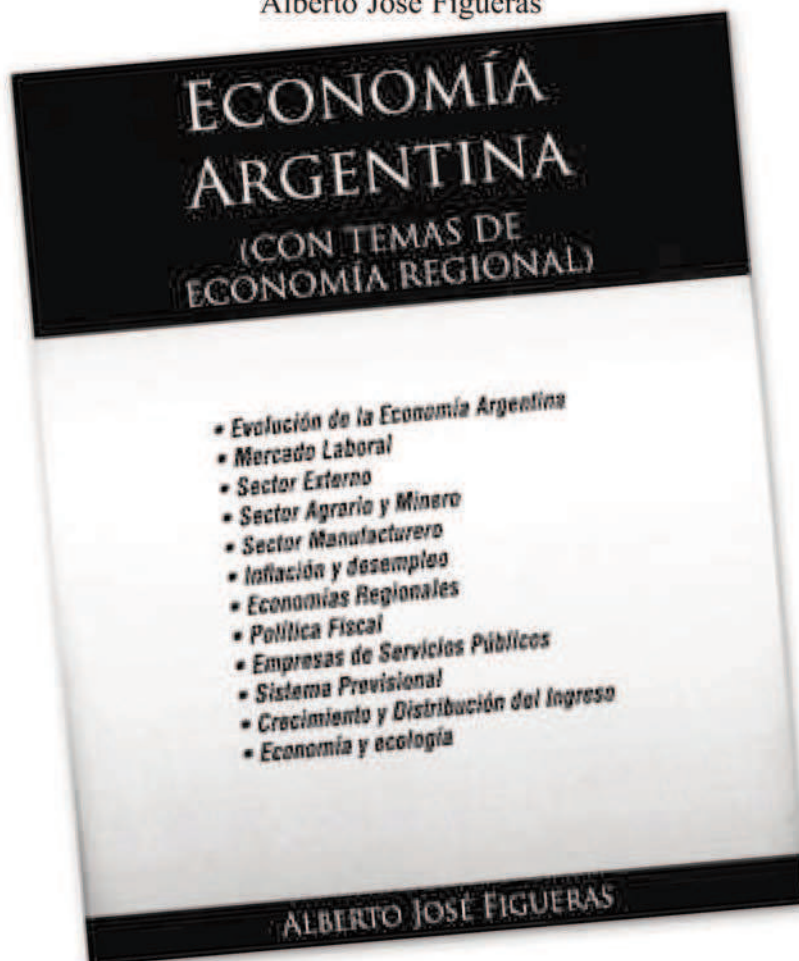
- Weaver, Karen (2008): "The Sub-Prime Mortgage Crisis: A Synopsis", en *Global Securitisation and Structured Finance* (ed. por Deutsche Bank). Cap. 4.

- White, Lawrence J. (1992): "The United States Savings and Loan Debacle: Some Lessons for the Regulation of Financial Institutions", en *Financial Regulation. Changing The Rules of The Game* (ed. por Dimitri Vittas). EDI Development Studies. The International Bank for Reconstruction and Development / The World Bank. Washington D.C., pp. 263-282.

ECONOMÍA ARGENTINA

Con Temas de Economía Regional

Alberto José Figueras



Ed. EUDECOR,
Córdoba - 2008 - 612 pág.

Sinopsis

Hay quienes se inclinan por una presentación histórica de los problemas económicos. Es decir, una lectura analítica del conjunto de los sucesos período a período. Otros, en cambio, prefieren detenerse sólo en el presente, trabajando sobre áreas temáticas. Este texto, por su parte, conciliando ambas posiciones, sigue la línea de tratar aspectos parciales de la economía (p.ej. mercado laboral, sector manufacturero, mercados financieros, etc.), analizándolos separadamente para mayor claridad; pero, a la vez, señalando los antecedentes de ese aspecto o problema. Algo así como recorrer su "sendero". De allí que la obra presente los artículos por grupos temáticos, intentando integrar las dos preferencias, la diacrónica y la sincrónica. Es decir, que la presentación sigue la línea de discutir los problemas por conjuntos de temas y no por períodos históricos, debatiendo las soluciones intentadas y las polémicas a que han dado lugar (desde la estrategia de la Generación del Ochenta hasta la reciente "cuestión rural"). Su contenido específico es un conjunto ordenado de ensayos técnicos (más de 70), la mayoría publicados en diferentes medios por el autor. Para hacer sencilla la lectura, se han suprimido las formalizaciones matemáticas y se ha simplificado el instrumental gráfico. Asimismo, se incluyen artículos de otros especialistas en distintas áreas del pensamiento económico y social como los Profesores J.L. Arrufat, M. Capello, A. Díaz Cafferata, C. Ponce y M. Salto.

EL MERCADO REGIONAL DE CAPITALES COMO GENERADOR DE RIQUEZA: EL FIDEICOMISO PÚBLICO MUNICIPAL Y EL FONDO DE INVERSIÓN DIRECTA AGRÍCOLA

Fernando Martín Schwartz
fernandoschwartz@arnet.com.ar

Abogado (UNC) – Maestría en Finanzas -Orientación Mercado de Capitales & Law-Finance- (UCEMA) – Miembro de la Comisión de Títulos de la Bolsa de Comercio de Córdoba (BCC) - Delegado de la Cámara Argentina de Fideicomisos y Fondos de Inversión Directa en Actividades Productivas (CAFIDAP)

I. Introducción

Como es sabido, el Sistema Financiero de nuestro país, históricamente, funcionó apoyado en el Mercado de Dinero o Bancario, dejándose de lado casi por completo el Mercado de Capitales, inhibiéndose cualquier tipo de desarrollo y fortalecimiento del mismo, rezagando la evolución de este en todos sus aspectos, desaliñándonos del contexto mundial, y privándonos de la globalización de los mercados.

En la década de los noventas, con una nueva conducción política, se pretendió insertar a nuestro país, en forma atropellada, pero inevitable, en el contexto económico, comercial y financiero del primer mundo.

Obviamente, que dicho comportamiento individual, aislado y cortoplacista, típico de nuestras políticas de estado, terminó colapsando en los años 2001/2002, con otro de los tantos fracasos políticos, sociales y económicos.

Como siempre, quedaron en el borrador cosas malas y buenas; de las primeras, en este artículo, no vamos a hablar, mientras que de las buenas tenemos para decir que, en lo que concierne al Mercado de Capitales y a las alternativas de financiamiento no ortodoxas, la intención de desarrollarlas fue notoria, con muchos desaciertos, es verdad, pero se plantó la semilla del crecimiento.

Los Poderes Ejecutivo y Legislativo empezaron a dictar decretos y leyes al respecto; la

Comisión Nacional de Valores comenzó a dictar normas y resoluciones generales; las empresas empezaron a financiarse en el Mercado de Capitales; comenzaron a surgir inversores y especuladores, argentinos y extranjeros, individuales e institucionales; los técnicos empezaron a diseñar nueva y creativas alternativas de financiamiento con oferta pública o con colocación privada; autores de formación económica, financiera y legal comenzaron lentamente a desarrollar nuestra propia doctrina; al igual que los jueces lo hicieron con la jurisprudencia en nuestros tribunales.

II. Mercado de Capitales

El Mercado de Capitales es el canal natural que tienen el sector público, y las pequeñas, medianas y grandes empresas para financiarse, mediante (i) emisión de deuda, conocida como renta fija, por ser la misma determinable o fácilmente determinable, con independencia de la marcha de la emisora; o (ii) emisión de acciones, abriendo el capital de la firma y confiriendo participación societaria, conocida como renta variable, por estar condicionada a los dividendos que genere o no la actividad social durante el curso de su ejercicio anual, tipo de emisión, esta última, de privativo acceso para el Estado.

En nuestro país el Sistema Bancario y el Mercado de Capitales, se encuentran estructurados bajo instituciones organizativas, económicas y legalmente sólidas, desarrolladas y reguladas por una enorme estructura jurídica y reglamentaria,

controlados el primero por el Banco Central, y el segundo por la Comisión Nacional de Valores (CNV), no obstante ello, históricamente, aquél a transmitido una sensación de invulnerabilidad sistémica en los participantes del Sistema Financiero Argentino, que no se condice con la historia de la banca en nuestro país, dejándose casi totalmente de lado la utilización del Mercado de Capitales como la otra fuente de financiación de las empresas.

Como dijimos anteriormente, desde hace algunos años, se le viene dando un gran impulso al Mercado de Capitales Argentino, trabajando sobre la transparencia y mejores prácticas de sus participantes, la incorporación de nuevos instrumentos financieros e incentivación del sector mediante exenciones impositivas, entre otras. Además, muchas de estas regulaciones, con el fin de integrarlas al Mercado de Capitales, están apuntadas directamente a medios de financiamiento para la pequeña y mediana empresa (PyMEs), otorgándosele los beneficios generales, pero flexibilizando y simplificando la normativa para el ingreso y permanencia en el Mercado de Capitales de este tipo de compañías de un giro comercial y una envergadura económica mas reducida que las grandes corporaciones.

El Mercado de Capitales tiene la función de asignar el ahorro de la economía a la inversión productiva de la forma más eficiente y con el menor costo, y para cumplir con dicho cometido depende de la interacción de la triada inversores/ahorristas - intermediarios - emisores demandantes de créditos, como participantes fundamentales del sistema

Los inversores/ahorristas, están dispuestos a invertir o ahorrar en las sociedades cotizadas o abiertas, y/o en entidades públicas de nivel municipal, provincial o nacional, por una relación costo/oportunidad entre rendimiento/riesgo conveniente para ellos.

Las empresas privadas o el Estado, están dispuestos a hacer oferta pública de sus valores

negociables, atento su necesidad de acceder a un financiamiento externo de mediano y largo plazo, para poder llevar a cabo sus proyectos de inversión en forma rentable.

Y por último, los intermediarios financieros, que son quienes cumplen la función de enlace y relación entre aquellos dos participantes del Mercado de Capitales.

En este contexto, dentro del Mercado de Capitales, principalmente, luego del año 2002, comenzó a proliferar en nuestro país de manera importante, el llamado Mercado de Deuda el cual, en estos últimos años, ha venido manteniendo un crecimiento paulatino y constante.

III. Mercado de Capitales Regional

El crecimiento de los países viene de la mano, entre otras cosas, por su vocación productiva, desarrollada por el sector privado e incentivado por el público, como es el caso de los Fondos de Inversión Directa Agrícolas en el interior del país, y/o a la inversa, desarrollada por el sector público y apoyada por el privado, como sucede con los Fideicomisos Públicos para obra de infraestructura municipal, lo que habría que agregar es que si esto se produce de forma descentralizada, nos permitirá generar riqueza localmente y elevar el nivel de vida de sus pobladores.

Por ello, la sinergia generada entre el sector público y privado, conducida mediante estructuras de financiamiento y organización de negocios idóneas, sustentada por un buen Plan de Negocios, genera un modelo de negocio productivo, sólido y equilibrado, pero pensado desde lo regional hacia lo central, con el impacto que ello implica de forma directa e indirecta en la faz económica, política y social de cualquier país, haciendo cotizar los valores negociables emitidos en cuestión, en cada una de las Bolsas de Comercio cabecera de región, procurando generar un mercado secundario regional, con la transferencia y la circulación de los valores negociables en cuestión.

Lamentablemente, cuando hablamos de Mercado de Capitales, todos los índices de medición nos llevan directamente a la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, quedando, totalmente relegadas, las Bolsas de Comercio de Rosario, Córdoba, Mendoza, Santa Fe y sus respectivos Mercados de Valores adheridos.

Por ello, es importante procurar cerrar este círculo virtuoso, obteniendo la oferta pública de sus valores negociables que se emitan, y su consiguiente cotización en las Bolsas de Comercio de la región en cuestión, pudiendo hacerlos cotizar en simultáneo con la Bolsa de Comercio de Buenos Aires.

IV. Estructuras de Financiamiento

La Ley 24.441², en sus escasos veintiséis artículos del Título 1, regula el Fideicomiso, convirtiéndolo en una figura extremadamente flexible, lo que genera la gran ventaja de poder estructurar negocios de la más variada gama y complejidad, incluido los Fideicomisos Públicos y los Fondos de Inversión Directa, pero por otro lado, y dada su escueta redacción, con la desventaja de no tener claramente determinado los límites jurídicos a los cuales puede llegar aquél, recayendo dicha responsabilidad en cabeza del estructurador de los mismos, suponiendo que mientras más avezado y experimentado sea el mismo, menos problemas se deberían suscitar durante la vida del negocio que regula dicho contrato, y ante el acaecimiento de los mismos, haber pensado en las puertas de escape para resolverlos, ya que no hay que perder de vista que este tipo de contrato que organizan los Fideicomisos Públicos y Fondos de Inversión Directa, está regulando un proyecto pensado para el futuro, con todos los imponderables que ello implica, teniendo por sustento los usos y costumbres comerciales, y la influencia subsidiaria del derecho como una integralidad.

V. Fondo de Inversión Directa Agrícola

Estos últimos años, el sector agrícola viene siendo uno de los motores de crecimiento de algunas de las Provincias del interior de nuestro país, y es en dicho sector en donde a mayor escala se vienen estructurando y desarrollando los Fondos de Inversión Directa, bajo la instrumentación de los Fideicomisos Agrícolas con oferta pública o privada de sus títulos.

Los Fondos de Inversión Directa (FID) son una alternativa invalorable de la cual podemos tomar mano para llevar a cabo dicho crecimiento, ya que los FID tiene por objeto el desarrollo de una actividad productiva específica, en beneficio de sus inversores, para lo cual se conforma un patrimonio separado de estos, todo ello organizado mediante la celebración de un Contrato de Fideicomiso.

Para entender como funcionan estos Fideicomisos Agrícolas bajo la estructura de un Fondo de Inversión Directa, hay que remitirse a su antecesor, el pool de siembra, el que con aquella herramienta jurídico financiera logró una evolución sustancial.

V.a. Pool de Siembra.

El Pool de Siembra, es decir, la agrupación rural que tiene por objeto lograr un resultado económico a partir de la unión de los aportes y esfuerzos de los distintos actores que lo componen, el cual tienen una larga tradición, y se basa fundamentalmente en la relación personal y de confianza entre las partes, es la figura embrionaria del Fideicomiso Agrícola.

Por lo tanto, este tipo de contrato moderno, es un Pool de Siembra evolucionado o mejorado, pero es importante valorar que lo que ha sido mejorado es la elevación en el nivel de seguridad que obtiene el inversor que participa

2- Ley N° 24.441 - Financiamiento de la vivienda y la construcción. Publicada en el Boletín Oficial con fecha 16/01/95.

del mismo, y no el negocio en sí, es decir, su funcionamiento operativo, atento seguir contando con la esquema básico de los tres participantes del mismo: inversor/es - administrador/es - operador/es, y la dinámica comercial del negocio, sustentada en el aporte de dinero que hacen los primeros a los segundos para que lo administren, y en forma directa o mediante un operador, lo apliquen a la siembra, cosecha y comercialización de granos, distribuyendo la ganancia entre los inversores, previo cobro de los gastos de gerenciamiento, administración y operación del negocio.

Por lo tanto, la precariedad jurídica que signa el modelo de organización del Pool de Siembra, impide el crecimiento del negocio, por la falta de confianza que genera la informalidad del mismo hacia nuevos inversores, carentes del nivel de garantías al que aspiran para cederles su dinero a los desarrolladores del negocio, es decir, el administrador y el operador, los cuales pueden coincidir en la misma persona física o jurídica

V. b. Fideicomiso Ordinario Agrícola.

El salto de calidad que le aporta la estructura jurídica del Fideicomiso a este tipo asociativo de negocio rural, es la elevación en el nivel de seguridad que obtiene el inversor que participa del mismo, ya que dicho contrato jurídico regula todo el negocio, de principio a

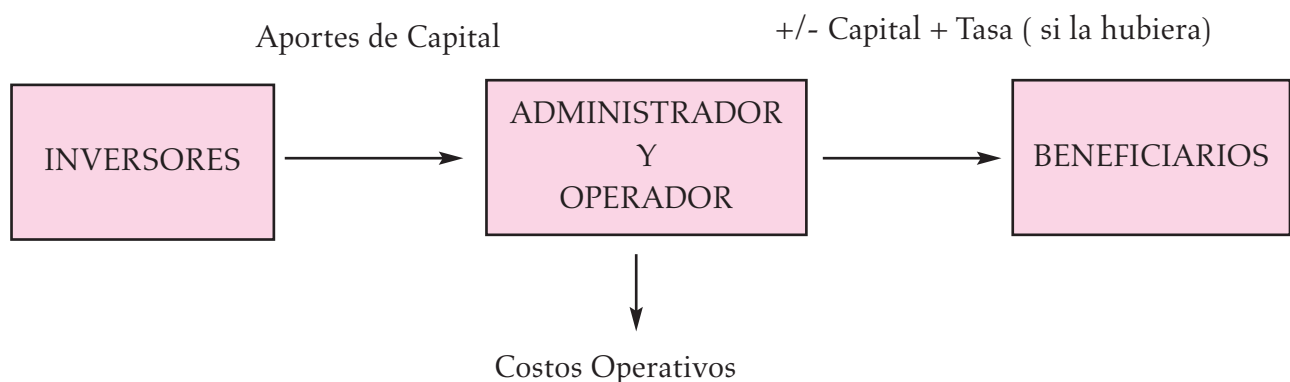
fin, a la medida de los interesados, es decir, las partes del contrato, regulando la relación de los inversores, ahora fiduciantes/beneficiarios, con el administrador/es, ahora fiduciario, determinando los derechos y obligaciones que pesan sobre este, las causales de remoción del mismo, la forma y plazo en la rendición de cuentas, la asamblea de beneficiarios, entre muchas otras cosas, y por último, la obligación de firmar el correspondiente contrato de operación con el operador agrícola, si lo hubiere, regulando en forma exhaustiva, la relación del fiduciario con aquel, todo ello, con el consiguiente encapsulamiento de los bienes o activos aportados por los participantes al negocio, aislándolos del riesgo que cada uno de los integrantes del negocio puede llegar a generar en forma individual, según los términos de la Ley 24.441

Por todo ello, este tipo de Fideicomisos suelen ser de una envergadura mayor a los Pools de Siembra, atento mejorarle a los inversores la asimetría de riesgo que genera la falta de conocimiento entre los nuevos inversores y los otros participantes del negocio, el fiduciario e el operador

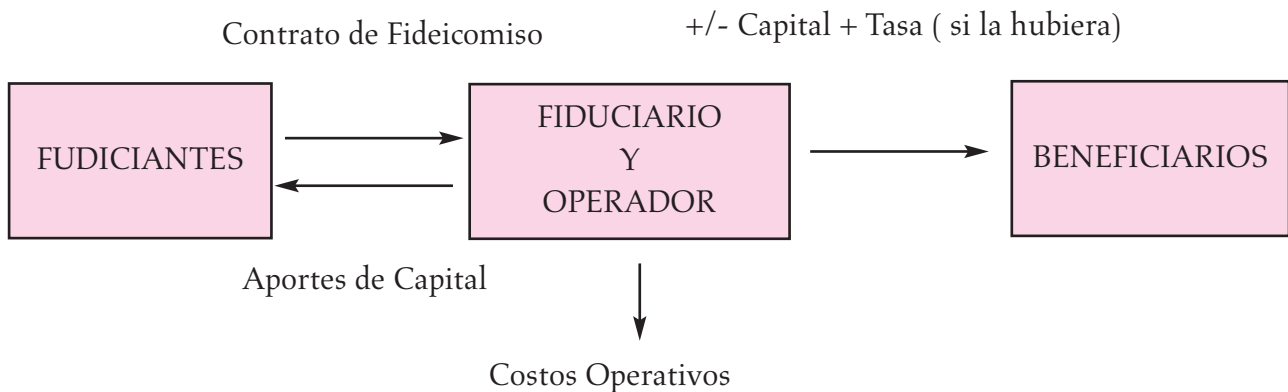
V. c. Fideicomiso Financiero Agrícola.

Ahora, si hablamos de la versión más sofisticada de los Fideicomisos, es decir, el Fideicomiso Financiero, el nivel de seguridad y transparencia automáticamente se eleva a su máxima expresión, atento agregarle a los aportes realizados

Gráfico
Estructura Operativa



**Gráfico
Estructura Operativa**



por el Fideicomiso Ordinario, un incremento ostensible en el nivel de control sobre los instrumentos jurídicos que regulan el negocio, y sobre los participantes que llevan adelante el mismo, mediante un doble control, público y privado, que hace a la dinámica y funcionamiento del Mercado de Capitales, todo ello en beneficio y salvaguarda de los aportantes del dinero al sistema, es decir, los inversores.

Por una lado, tenemos el control público, con todo su andamiaje jurídico, basado en las Leyes y Decretos dictados por los Poderes Legislativo y Ejecutivo, como así también, las Resoluciones General, Reglamentos, Normas y Resoluciones dictadas por la Comisión Nacional de Valores, las Bolsas de Comercio y los Mercados de Valores del país, que legislan, regulan y reglamentan el funcionamiento del Mercado de Capitales.

Por el otro, tenemos el otro de los controles, el privado, realizado por las Calificadoras de Riesgo, las que valoran y asignan una calificación de estándar internacional a los valores fiduciarios emitidos por el Fideicomiso, valoración esta que es monitoreada durante toda la vida del Fideicomiso, el Auditor Contable, cuya función es auditar en forma directa al fiduciario financiero en el desempeño de su tarea, y por último, el Auditor Técnico, cuya función es auditar al Operador en el ejercicio de su trabajo en campo.

V. d. Consideraciones

Después de los ítems desarrollados, es importante considerar que la estructuración de este tipo de negocios, en sus tres versiones, salvando la diferencia que existe entre ellos respecto del nivel de sofisticación de la estructura legal desarrollada y los técnicos intervinientes en los mismos, conviven bajo el formato de un Fondo de Inversión Directa, que no es lo mismo que un Fondo Común de Inversión, muchas veces confundidos, el cual no es el ámbito, ni el momento para desarrollar.

Es decir, que en este tipo de contexto, lo que el inversor está valorando para invertir, no es la propuesta de invertir en el equity o deuda de una empresa, o en un título público de un ente público, los que salen a buscar inversores para desarrollar su propio crecimiento, sus propias actividades, sino, un verdadero Plan de Negocios Productivo³, conformado como una inversión de riesgo previsible y calculada, lo suficientemente acotada para generar la viabilidad y sustentabilidad del negocio, realizado de forma exhaustiva por profesionales idóneos en el tema, y organizado mediante la estructuración de un Fideicomiso, Ordinario o Financiero, ejecutado por distintos participantes, cada uno

3- En las normas de la Comisión Nacional de Valores, Capítulo XV: Fideicomisos, su artículo 23.- determina que los fideicomisos financieros que se constituyan como "fondos de inversión directa", a los fines del artículo 74, inciso l) de la ley n° 24.241, deberán presentar, además de la documentación prevista en los artículos 19 y concordantes, un Plan de Inversión, de Producción y Estratégico (PIPE), que formará parte del contrato de fideicomiso y publicarse en el prospecto, directamente dirigido a la consecución de objetivos económicos, a través de la realización de actividades productivas de bienes o la prestación de servicios en beneficio de los tenedores de los valores negociables emitidos.

en su área, mediante técnicos, especialistas en su materia, altamente capacitados y reconocidos en el medio.

En conclusión, el inversor es un partícipe activo y fundamental en este tipo de proyectos, estructurados bajo el formato de Fondo de Inversión Directa, porque aporta el dinero para que los profesionales, a cargo de la ejecución del proyecto, prestadores de servicios, con el dinero de aquellos, lleven adelante el negocio ofrecido, es decir, que de acuerdo al aporte de cada uno, en mayor o menor medida, los inversores son los dueños de este tipo de emprendimientos, por eso, si las cosas funcionan bien, además de la tasa, se llevan la rentabilidad del proyecto.

VI. Fideicomiso Público Municipal

Es por todos conocida la necesidad de contar con medidas orientadas a promover la inversión productiva, y que para ello se hace imprescindible, como dijéramos oportunamente, procurar la sinergia entre el sector público y el privado, requiriendo indefectiblemente del Mercado de Capitales, como medio para financiar los proyectos de inversión que generen cadenas de valor en las economías regionales del país.

Uno de los puntos infaltables en la agenda de los intendentes, es resolver la postergación que sufren los municipios en la ejecución de obra de infraestructura, ya sea por una mala administración de los fondos públicos, o por un problema financiero, atento el crecimiento de los municipios, causado por ser la pujanza económica de la región mayor que la asignación del presupuesto que se destina para acompañar dicho crecimiento.

Ahora, cuando hablo de financiamiento municipal, hablo de un endeudamiento responsable, es decir, tomando dinero vía Mercado de Capitales para un proyecto determinado con capacidad de repago, realizando una excelente administración y una rendición de cuentas periódica del uso de ese dinero, y con un control

externo adecuado, siendo un elemento muy importante, la condición que el Intendente que tomo el préstamo, lo devuelva, de ser posible, antes de la finalización de su período de gobierno.

Actualmente, hay gran cantidad de Municipios bien manejados políticamente en muchas de las Provincias de nuestro país, y con una pujanza empresarial admirable, que excede el sector agrícola-ganadero de la región, abarcando otros sectores de tipo productiva y comerciales.

Atento el crecimiento que está teniendo este tipo Ciudades, algunos gobiernos tuvieron la inquietud y convicción de dar un paso delante respecto de los sistemas de financiamiento públicos tradicionales, históricamente librados a la buena o mala relación con la administración pública nacional y/o provincial de turno.

Ante la necesidad de realizar obras de infraestructura de forma más agresiva, se organizan y estructuran Fideicomisos Públicos, para tomar dinero y aplicarlo a la ejecución de la misma, integrando nuevos contribuyentes al acervo municipal, generadores de los ingresos necesarios para que el Municipio cancele los compromisos asumidos con los inversores que financiaron la obra municipal, con más una tasa de mercado, la cual debería quedar absorbida por el uso eficiente que haga el Municipio de ese dinero.

Por último, la instrumentación de este modelo jurídico financiera se perfecciona con el propósito de colocar los títulos de deuda entre los mismos empresarios y vecinos del municipio, fidelizados con el crecimiento de su ciudad, quienes apoyan al Municipio y obtienen una rentabilidad garantizada por la buena administración y gestión del Municipio, sumado a las bondades que provee la estructuración del Fideicomiso Público.

En conclusión, este Sistema de Financiamiento Regional Cerrado, estructurado y organi-

zado mediante una variada gama de instrumentos jurídico-financieros, vía Mercado de Capitales, está desarrollado para lograr autosuficiencia municipal. Es decir, el municipio determina la obra de infraestructura con repago. El dinero para la ejecución de la misma lo ponen los ciudadanos del municipio. La obra se licita entre empresas de la ciudad, generando rentabilidad a las mismas y mano de obra real. La compra de los materiales para la construcción de las obras se realiza entre los empresarios de la ciudad. Se ejecuta la obra. Se le cobra a los frentistas. La rentabilidad del préstamo se la llevan los inversores/vecinos. Los vecinos marginados por falta de recursos ingresan dentro del sistema de calles asfaltadas, cloacas, gas, etcétera. Y el municipio crece con obras de infraestructura.

Como se advierte, este tipo proyectos de inversión financiados de forma responsable y bien gerenciados, generan cadenas de valor y riqueza en las economías regionales donde se desarrollan.

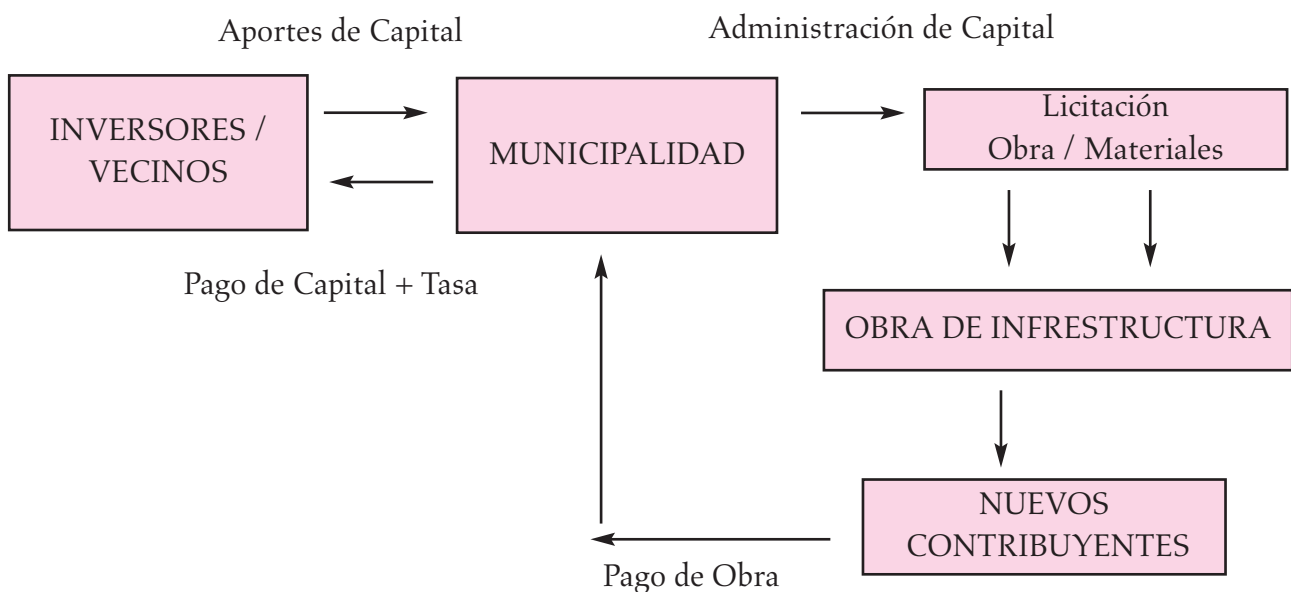
VI. Conclusión

En las economías regionales de nuestro país, al igual que en la de cualquier parte del mundo, encontramos sujetos y sectores con excedentes económicos, y sujetos y sectores carentes del mismo, pero con capacidad de invertirlo y volverlo rentable, generando riqueza para la región.

A diferencia del Sistema Bancario donde existe intermediación financiera y productos estandarizados, el Mercado de Capitales, busca proveer de manera eficiente y directa, la asignación del ahorro o excedente de la economía a la inversión productiva de las empresas o del Estado, estructurando productos a la medida de las necesidades de las emisoras y las exigencias de los inversores.

Este tipo de modelos de desarrollo regional, es sustentable a los fines de generar actividad productiva regional, porque además de proveerle al sistema la formalidad, control y transparencia que otorga el Mercado de Capitales, aborda de forma exitosa uno de los problemas esencial del

Gráfico
Sistema de Financiamiento Regional Cerrado



financiamiento, es decir, la reducción de la asimetría de la información entre las partes, es decir, emisor e inversor, generando un doble efecto, por un lado, que la variable riesgo/rentabilidad se vea altamente beneficiada al momento de ser valorada por el inversor, poco propensa a este tipo de inversiones, producto de tener un conocimiento director y mucho más cercano de la empresa y/o el municipio, y de los que los gobiernan, es decir, directores e intendentes, haciendo una valoración directa y minuciosa del riesgo que asume prestándoles su dinero; y por otro, otorgándole a las empresas de la región y sus municipios, la posibilidad de tomar deuda del sector privado a tasas y plazos que en un mercado foráneo les sería imposible colocar.

Como se observa, conviven tomadores y prestadores en un mismo ámbito territorial, quedando condicionados los deudores, por una probable condena social, ante un potencial incumplimiento, condicionamiento este que provee al sistema de una responsabilidad y transparencia irrefutable, que valores negociables extranjeros, aunque con buena calificación, o hasta de grandes empresas radicadas en otras provincias, jamás lograrían proporcionar.

Por ello, y de esta forma, se fortalece de forma considerable, la decisión de inversión en los tipos de productos estructurados en el Mercado de Capitales de nuestro país, que normalmente se haya fuertemente influenciada por el bajo nivel de protección institucional y legal que el inversor percibe que tiene al financiar de forma directa el sector público y privado argentino.

VII. Bibliografía

- Apreda, R. (2004): "Diseño de Financiación y Gobierno Corporativo", Universidad del CEMA - Departamento Finanzas.

- Apreda, R. (2004): "Governancia del sector público y del sector privado", La Ley.

- Bianchi, R. (1993): "Régimen de Transparencia en la Oferta Pública", Ed. Zavalía, Buenos Aires.

- Brealey, R. y Myers, S. (1998): "Principios de Finanzas Corporativas", V Edición, Ed. McGraw-Hill/Interamericana de España S.A.U, Madrid.

- Coloma, G. (2001): *Análisis Económico del Derecho - Privado y Regulatorio*, Ed. Ciudad Argentina, Buenos Aires.

- Hawley y Williams (1997): "The Emergence of Fiduciary Capitalism", V 5 - N° 4 - Corporate Governance - Internacional Review.

- Schvartz, F. (2008): "Mercado de Capitales: Transparencia y mejores prácticas – El gobierno de las empresas cotizadas" Apéndice: "Mercado de Capitales Regionales", Ed. Buyatti, Buenos Aires.

- Villegas, C. M. y Villegas, C. G. (2001): *Aspectos Legales de las Finanzas Corporativas*, Ed. DYKINSON, Madrid.

SOCIOECONOMÍA, ECONOMÍA Y TERRITORIO (**)

Alberto José Figueras

Instituto de Economía, FCE de la UNC

¿No escucháis ese ronco bramido
que estremece el desierto y la sierra?

José Mármol, "Al Plata" en "Cantos del peregrino" (1847).

I. Introducción: el territorio en el tiempo de la globalización

Si se nos pidiera un perfil del proceso histórico-económico a lo largo de los tiempos, dos aspectos podrían caracterizarlo: la progresiva aceleración de la historia y las sucesivas ampliaciones del espacio económico.

A partir del siglo XVI, Europa bajo la hegemonía primero de España-Portugal, luego de Holanda y posteriormente de Francia y del Reino Unido (e incluso, en el siglo XIX, de Alemania e Italia), extiende su influencia a todo el orbe; esto origina, también, una cada vez mayor coincidencia de los ciclos económicos entre países y regiones. Desde la crisis de los años 70 y 80 del siglo XX, los nuevos protagonistas de esta unificación económica, más acentuada todavía que en siglos pretéritos, son las empresas y los bancos multinacionales. Es precisamente en los '70 cuando las nuevas tecnologías, que emergieron a fines de los sesenta, consolidan su presencia: hablamos de la electrónica y la informática, acompañadas con la biotecnología, los nuevos materiales y novedosas formas de energía. Combinación ésta que genera una explosión de nuevos productos y servicios que modifican el mundo de la producción y del consumo. La necesidad de fondos para financiar estas costosas nuevas tecnologías lleva a la concentración de empresas ¡a nivel internacional, y con una amplitud desconocida! Esta lucha de

supervivencia entre multinacionales revela claramente el proceso de globalización.

En definitiva, dentro de ese contexto, y como resultado de la revolución electrónica y cibernética, se han disparado grandes procesos económicos contemporáneos, como la veloz transformación de la producción, de la organización de las empresas y del propio trabajo. Sin dudas, que el impacto es vasto y a la vez intenso, alcanzando todos los ámbitos de la vida humana y de la sociedad, con fuertes efectos "espaciales" e incremento en los niveles de concentración geográfica de la actividad económica¹.

Estrictamente, y para ser más precisos, se da un doble proceso: por un lado de difusión y por otro de concentración. Difusión de ciertas actividades de carácter productivo (el ejemplo más claro son los procesos de producción de grandes empresas ubicadas hoy en China), al haberse alterado las anteriores pautas de costo. Es el fenómeno llamado deslocalización. Pero al mismo tiempo, se da una concentración de las actividades de control, desarrollo e innovación.

Remarcamos esto: el impacto de este fenómeno (cuya percusión partió del campo tecnológico y repercutió amplificadoramente en el ámbito económico) alcanza todas las aristas de la vida social, con diversas modalidades, e intensidad, según los distintos territorios (regiones y países). Esto es, el efecto de la globalización es

1- Aunque es necesario apuntar que, a veces, esta concentración geográfica surge de una cuestión de imputación y no del lugar en donde necesariamente se generó el valor agregado. Por ejemplo, si la Casa Central se encuentra en un área metropolitana y la producción en un área periférica, puede que el valor agregado geográfico en el área periférica se imputa al área metropolitana (por ser el lugar de residencia de la Casa Central y de su contabilidad).

espacialmente heterogéneo; y exige un esfuerzo de los economistas, incluso con nuevas herramientas², para analizarlo en su impacto territorial con una visión totalizadora (dada la magnitud del fenómeno). Pese a ello, y equivocadamente, nuestra "ciencia" intenta, cada vez más, afrontar el estudio de la realidad socio-regional "alejada" de sus hermanas disciplinares. Por eso entendemos necesaria una reflexión sobre el papel de nuestra disciplina como una ciencia social en el estudio del territorio, en el actual marco histórico de la globalización.

II. Introducción a la Problemática

La economía emergió, como reflexión, formando parte de ese saber totalizador que era la filosofía. En esta denominación cabían todos los aspectos del saber humano..., pero fundamentalmente los aspectos sociales. Platón, Jenofonte y Aristóteles cavilaron sobre diversas facetas de la actividad económica, pero sabiamente no la divorciaron de las demás aristas sociales, ni tampoco de la reflexión moral (al menos Platón y Aristóteles, ya que Jenofonte tuvo una perspectiva más "eficientista", que lo aleja de la línea principal del pensamiento griego).

Pero esa unicidad, que se manifestó desde los primeros tiempos, se comenzó a fracturar hacia el siglo XVII. Para el caso de la economía puede decirse que el Mercantilismo abrió ese camino particular de "aislamiento", camino que siguió la Escuela Clásica y que se consolidó y profundizó con la Escuela Neoclásica desde la década de 1930.

El distanciamiento entre las Ciencias Sociales es hoy un hecho. Cada una de sus ramas se ve como un campo propio, con lenguajes y tipificaciones irreductibles unos a otros. Son como fragmentos imposibles de amalgamar para el logro de un verdadero paisaje integral de la realidad social. Cada disciplina (sociología, psicología, economía, psicología social, etc.)

promueve elevar su particular visión a la "dignidad" de la única y verdadera perspectiva..., lo cual verdaderamente impide una correcta y acabada interpretación de la realidad social.

Ahora bien, si a alguna de las disciplinas se le puede atribuir un mayor grado de culpabilidad en esa situación inconveniente es a la economía; y en especial a la visión de la llamada "Corriente Principal". Efectivamente, el economista distingue las estructuras económicas, y supone a las estructuras no-económicas (que las enmarcan) como dadas. En otras palabras, los economistas admiten que existen otros aspectos, y que tales aspectos influyen en las conductas económicas, aunque postulan como supuesto simplificadores: (a) que no suelen ser significativos; (b) y que a los efectos del análisis, y cualesquiera que sean los grados de significatividad, tales influencias se mantienen constantes y no modifican los procesos económicos (es decir, como suele enunciarse, los gustos e instituciones se consideran "dados"). Así, limitando el número de variables, y excluyendo aquellas de difícil cuantificación, la economía ha logrado modelos formalizados, muy manejables. Claro que esto se ha logrado a costa de simplificar en exceso las relaciones entre las variables económicas y no económicas, alejándose de esa manera, a mi entender, de una comprensión más "cabal" de la sociedad.

De tal modo la economía ha caminado un sendero de formalización, casi pitagórico, a punto tal que podríamos decir que se multiplican los calculistas y desaparecen los "pensadores". Así, la economía en vez de converger hacia las otras disciplinas sociales, intentando integrar sus aportes, confluye hacia la matemática. Para comprobar esto basta con inspeccionar los diseños de los cursos de postgraduación. ¿Será éste un camino correcto?

Por otro lado, la economía hace tiempo ha invadido otros campos disciplinarios; y aplicando sus proposiciones y "teoremas" intenta llegar a

2- Incluso con nuevas herramientas, como el "modelo centro-periferia" de Krugman, 1991, basado en rendimientos crecientes y mercados imperfectos

predicciones válidas en otras áreas, alejadas estrictamente de los procesos económicos. Un ejemplo claro de esta línea son los estudios de Gary Becker, quien atento a que la teoría neoclásica trabaja con “modelos de elección” (y la vida, en sus distintas facetas, es un constante juego de alternativas), considera que es posible, y en especial útil, llevar los modelos de uso en economía a esos otros campos (la conducta familiar, el delito, etc.). Por eso se ha dicho que la economía es una ciencia imperialista..., pero valga una salvedad, muy importante para el caso, como ya escribiera el creador de la “nouvelle histoire”, F. Braudel (hace medio siglo) “Toda ciencia social es imperialista hasta cuando niega serlo y tiende a presentar sus conclusiones a modo de visión global del hombre” (Braudel, 1960).

En definitiva, hemos dicho hasta aquí que la ciencia económica se ha ido alejando de sus hermanas en las disciplinas sociales para acercarse a la formalización matemática; y para más, se tornó decididamente imperialista... e invasora. Dado el nivel de especialización actual, esto permite una profundización del análisis de aspectos particulares, pero impide la adecuada visión de conjunto. Alguna vez Pascal escribió que: “Es mucho mas hermoso saber algo de todo, que saber todo de una cosa. Esa universalidad es lo más bello”.

No obstante esta realidad contemporánea descripta, no fue esa la tradición de nuestra disciplina en su etapa científica inicial y en sus tiempos de consolidación, a fines del siglo XIX y principios del XX. Tanto Marshall como Pareto entendieron que la comprensión de la sociedad exigía una visión más allá de lo meramente económico. Pareto en los capítulos I y II del “Manual de Economía Política” (de 1906) y luego en el “Tratado de Sociología” (de 1916) discurrió sobre aspectos no económicos ni racionales de la conducta social en un esfuerzo por alcanzar la comprensión de la realidad. Marshall,

por su parte, se negó a distanciar a la economía de las otras ciencias sociales, de allí que su definición de economía sea absolutamente vaga, indistinguible de la definición de sociología, ciencia política o psicología..., como si la economía no tuviera un objeto propio. Así nos dice: “La economía política o economía es el estudio de la humanidad en las ocupaciones ordinarias de la vida”. Incluso, en uno de los Apéndices de sus “Principios de Economía” consideró la posibilidad de una ciencia social omnicomprendiva. Algo así como una “teoría del campo unificado” para la realidad social. Ambición que ya había mantenido Comte (pero en este caso con la sociología como disciplina reinante).

III. El Estudio Regional y La Política Económica

Pese a toda esta especialización (que parece inevitable dada la tasa de crecimiento actual de los conocimientos) la comprensión del mundo social exige una visión integradora. Los ejemplos, además de evidentes, se cuentan por millares; aquí haré alusión a mi área habitual de investigación, la “economía regional”.

En el análisis regional-espacial, los llamados modelos de equilibrio general “generan” la estructura espacial “de la nada”, suponiendo como partida una llanura homogénea en todos sus aspectos. Es decir, que en la situación inicial de partida no existen puntos nodales previos. Sin embargo, es obvio que la distribución actual de las ciudades, en cualquier área del mundo, dista sustancialmente de las predicciones de aquellos modelos “generativos”. A poco de reflexionar, tal situación se explica obviamente por la presencia de factores no económicos (ausentes en los modelos)³, sobre los cuales el propio August Lösch (el creador de estos modelos espaciales hacia 1940) llamó la atención. Entre estos factores no económicos podemos citar dos grandes grupos: las constantes de localización y las preferencias de localización.

3- Maticemos, sin embargo, la severidad de nuestro juicio al método aplicado. Como atenuante a la actitud predominante en los economistas está el hecho de que el bienestar “social” incluye aspectos que no son mensurables (en el estado actual de la disciplina) y esto ha llevado a remitir el análisis solamente a una fracción de ese bienestar: el bienestar económico. Como afirmara A.C. Pigou, en su *The Economics of Welfare* (de 1920) con bienestar nos referimos exclusivamente “(a aquella) parte del bienestar que puede ponerse, directa o indirectamente, en relación con el patrón de medida del dinero”.

Las primeras pueden conectarse con la historia previa, con el "sendero recorrido" ("path-dependence", lo denomina la literatura sajona). Tal historia puede desencadenarse de un hecho circunstancial (la "suerte" o azar, la llama Krugman); por ejemplo, si hablamos de América, una "fundación" en un lugar determinado en los lejanos tiempos coloniales. Tal hecho eventual luego se ve potenciado por factores económicos, como las economías de aglomeración. La existencia de estas "constantes de localización" (cuya ubicación geográfica la economía no puede "pronosticar") alejan de la llanura homogénea supuesta y condicionan la realidad fáctica de los procesos espaciales.

Las preferencias de localización⁴, por su lado, representan otro factor social que la economía no consigue aprehender..., y entonces olvida. Sin embargo, constituyen un factor de primer orden en la explicación de por qué los modelos de localización industrial, (basados en la maximización de beneficios por las empresas) y los modelos de elección de las familias (fundados en la maximización de los ingresos) no proporcionan predicciones satisfactorias. Precisamente la presencia de "preferencias de localización" (no económicas) deja claro que un modelo de crecimiento regional no debe sostenerse solamente en un concepto de eficiencia económica, ya que variables no económicas pueden inhibir la migración de capital y mano de obra, e influir en la actitud de individuos y comunidades, afectando la distribución espacial de actividades.

Muchos de los conceptos de la sociología y la psicología social son importantes para el análisis del crecimiento regional, y para la evaluación de los impactos que dicho crecimiento causa en el "bienestar social". La estructura de clases, la estratificación social, los modos de vida y las expectativas de los grupos sociales tienen un papel nada desdeñable en la capacidad de crecimiento de las regiones.

Las ciudades, por ejemplo, en especial las principales, hacen las veces de embudos a través de los cuales se canalizan y potencian las innovaciones (tanto en regiones desarrolladas como en regiones atrasadas, en donde a veces resultan enclaves). Esta perspectiva dinámica, a partir de factores sociales no económicos, fue remarcada hace medio siglo por Kolb (1954-1955), luego por Myrdal (1957), Hangerstrand (de la escuela geográfica sueca) (1966); y recientemente por Camagni (1988).

En esta línea, un crítico importante del criterio de convergencia ha sido hace medio siglo el citado Gunnar Myrdal (*Economic theory and underdeveloped regions*, 1957, con traducción de 1959), quien señala que los defectos predictivos de los modelos neoclásicos de convergencia parten de la omisión de las variables "no económicas", que "no sólo son importantes para explicar las diferencias en los crecimientos regionales sino que tienden a actuar de forma desequilibradora". Ciertamente es que la medición de estas variables es elusiva pero al menos podrían ser consideradas en la faz conceptual del análisis. Por otra parte, también la medición de las propias variables económicas incorporadas es muy imprecisa..., por decir lo menos.

Los tres grandes principios teóricos de organización económica, el que puede denominarse principio marshalliano o de eficiencia estática (asignación de recursos), el principio schumpeteriano o de eficiencia dinámica (ventaja competitiva) y el marxista o del poder y control económico de los recursos, se manifiestan en el espacio en los que podemos llamar los cinco principios genéticos de la organización espacial, y que suelen mencionarse en la literatura temática: el principio de aglomeración, el de competitividad, el de accesibilidad, el de jerarquía y el de interacción. Su simple estudio combinado, para comprender el fenómeno espacial, es ya per se una interacción de la economía con las demás ciencias sociales.

4- Las preferencias de localización de los sujetos y de las personas son la inclinación o gusto para radicarse en un área dada, por ejemplo por razones climáticas.

Bien consciente de tal situación, en 1958, Walter Isard inició un intento institucional para recorrer la vía interdisciplinar en el estudio de los problemas espaciales, creando la Regional Science Association con el objeto de coordinar la labor de sociólogos, geógrafos, economistas, ecólogos, etc. Isard ha sido el progenitor de los estudios regionales, fundando el otrora famoso "Department of Regional Science" en la Universidad de Pennsylvania, centro de peregrinaje para los estudiosos de la materia y que fuese cerrado definitivamente en 1994. Pero los avances realizados fueron bastante menos halagüeños de lo que cabía esperar. Lamentablemente, esta nueva "Ciencia Regional", como señaló en su momento Cuadrado Roura, trascendió escasamente el estudio de las cuestiones económicas propiamente dichas.

Sin embargo, entonces, y como ya dijimos, los fenómenos espaciales presentan una dimensión social que no se limita a una mera relación económico funcional de asignación óptima de recursos territoriales sino que también, y principalmente, abarca una "relación de dominio" (jerarquía o dependencia) de ciertas áreas prósperas sobre otras postergadas (situación que se profundiza, particularmente en virtud de los impactos de la globalización, cada vez más aguzados). Esta dimensión del problema se sitúa en la frontera de otras disciplinas, como la ciencia política y la sociología, potencialmente mejor equipadas para abordarlas. Pero también esas disciplinas, estando aisladas, carecen de la suficiente capacidad de comprensión de los fenómenos y de "predicción" de los hechos. De allí la presencia de algunos ensayos de convergencia analítica como el que trataremos en el siguiente acápite⁵.

Pese a que se aleja de la polémica "metodológica" en sí, aquí planteada, no se puede

omitir unas líneas sobre otro relevante debate en el campo de la Economía Regional..., sobre, sin duda, lo más importante: esto es, la política regional.

El gran problema que está detrás de este debate (además de los otros problemas que comparte con las restantes áreas temáticas de la economía) es la oposición entre la eficiencia agregada (a nivel nacional) y la equidad interregional. El camino adecuado no está muy claro en este punto, pues librada la asignación de recursos al libre mercado, muy posiblemente se "alcance" una asignación eficiente de recursos a nivel agregado..., pero al costo de aumentar las inequidades interregionales (en nivel de ingreso por habitante, en nivel de bienestar) y profundizar la concentración de la actividad, en un todo de acuerdo "con la dependencia del sendero histórico" (esto es, en palabras sencillas, los actores económicos, es decir empresas y personas, seguirán localizándose donde históricamente venían haciéndolo en razón de la presencia de economías de aglomeración, y despreciando las deseconomías, que no se manifiestan de manera definida por vía del mercado, dados los beneficios y costos incidentales que recaen sobre agentes que no son aquellos que realizan las actividades generadoras de los mismos). Los agentes siguen "el sendero" ya trazado, acentuando los desequilibrios.

Sería anhelable la búsqueda de una mayor equidad interregional, pero eso suele tener un costo en términos de sacrificio de la tasa de crecimiento del producto a nivel nacional; y desafortunadamente las preferencias de los habitantes, que mayoritariamente pueblan las áreas prósperas, no van en esa dirección. En una palabra, no están dispuestos a tal sacrificio y prefieren la eficiencia asignativa, que poten-

5- Viene a cuento que los institucionalistas europeos, los evolucionistas, los autores de la escuela Francesa de la Regulación (neomarxistas) recuperan la importancia del territorio utilizando el concepto de Sistema de Innovación (nacional, local, regional, sectorial, etc., según el caso). Para los evolucionistas, muy simplificado el enfoque es como sigue: el potencial competitivo de las empresas depende, en medida muy importante, de la capacidad de innovación de esas empresas, de su capacidad de adecuarse a los cambios en la demanda o en la estructura productiva o de su capacidad para inducir dichos cambios. Pero esta capacidad de innovación a su vez depende en medida muy importante del territorio. No es lo mismo estar radicado en Buenos Aires que en Barcelona, en Córdoba o en Formosa. No solo por una cuestión de distancia y costos de transporte, sino principalmente por los contactos de proximidad generados. Estos aspectos de difusión, en Economía Regional, fueron ya planteados, a nivel pionero, en los años '50 y '60 por T. Hägerstrand (los llamados modelos inductivos) y también por P. Pedersen (con su concepto de la difusión jerárquica).

cia el crecimiento del ingreso, aún con el costo de una mayor inequidad territorial (esta inclinación "desafortunada" se manifiesta todavía de manera más evidente en el caso de los países de desarrollo bajo e intermedio, como el caso de Argentina).

Pero incluso si se acepta como meta la equidad interregional, con "desconcentración" y convergencia (en ingreso y en bienestar), se discute otra dualidad: ¿conviene apuntar a la prosperidad de los individuos o a la prosperidad de los lugares? En los hechos, se suele optar por dirigir las baterías a la prosperidad de las regiones, habitualmente fortaleciendo en la práctica centros urbanos, dentro de zonas postergadas, como dinámicos polos de crecimiento. Pero tal política, supo escribir Harry W. Richardson, conduce a una distribución regresiva del ingreso (y de la riqueza) a favor de los terratenientes, propietarios y desarrollistas urbanos de esas áreas⁶, debido a la capitalización de la demanda emergente de los solares en las zonas promocionadas⁷. Es decir, que se mejora la distribución interregional y a costa de empeorar la intrarregional. No podemos extendernos más sobre el tema, pero como seguramente el lector ya ha apreciado el asunto no es tema de fácil solución.

IV. La Socioeconomía: Un Reciente Intento

Como dijimos líneas más arriba, en el campo de los estudios territoriales (o regionales) han existido esfuerzos previos de aproximación interdisciplinaria, tales como los de Walter Isard. Efectivamente, en sus conocidos textos de 1956 y 1960, propone la búsqueda de una teoría general de la localización, y en especial de una "Ciencia Regional"⁸, en la cual la interdisciplinariedad

sería el rasgo principal (pero este vínculo interdisciplinario, habitualmente más presente en economía espacial que en otras áreas de la economía, además de sus "limitaciones" propias, se ha ido diluyendo con el tiempo, como lo revelan los recientes análisis bibliométricos, por ejemplo de las Reuniones de Estudios Regionales de la Asociación Española de Ciencia Regional).

Pese a todo, hoy, muchos economistas, más pensadores que calculistas (lo cual no es nada habitual), disconformes con la perspectiva eco-céntrica de la corriente principal han expresado su descontento "metodológico". Es en este ambiente de disconformidad académica, una vez más y pese a los anteriores "fracasos" (como la mencionada "Ciencia Regional"), que ha hallado propicio terreno el nacimiento de un nuevo y ambicioso desafío al Programa de Investigación de la Corriente Principal (Escuela Neoclásica y Escuela Neokeynesiana): la socioeconomía, en cuya generación convergen, sincréticamente, a la vez, añejos liberales neoclásicos con keynesianos, antiguos pensadores filomarxistas y socialistas.

La socioeconomía es un intento de incorporar, estructurada y armoniosamente, al análisis económico conceptualizaciones de la sociología, la psicología y las ciencias políticas. Esto es una consecuencia de una tesis central de la nueva disciplina: la visión ortodoxa convencional de la economía es ya estrecha para explicar muchos problemas de la realidad (en especial, sostienen, desde que los primeros efectos de la globalización alcanzaron las áreas más postergadas). Se acumulan, entonces, anomalías.

La propuesta, como punto de partida, es que los derechos individuales de los sujetos

6- Esto se ve acentuado pues, en los hechos, el supuesto de rendimientos de escala constante (presente en el modelo de equilibrio general neoclásico) con toda seguridad no se cumple en "las ciudades importantes", que cuentan en su esencia misma con la presencia de "economías de aglomeración". Un factor éste, el de las economías de aglomeración, que da pie a rentas urbanas de carácter absoluto (y no sólo diferencial, como en los tradicionales modelos de cuño ricardiano), rentas que todos hemos podido apreciar (y muchas veces sufrir) en los últimos años de expansión inmobiliaria en ciudades como Córdoba, en donde en menos de un lustro se han generado increíbles fortunas en el sector inmobiliario, impensadas para otros sectores de la actividad económica, en períodos tan breves (salvo en presencia de cambios tecnológicos de envergadura en el sector).

7- El efecto de regresivo de un "crecimiento", empobrecedor para muchos, es un tema que ya discutiera Henry George (Filadelfia, 1839-N.York, 1897) con su "Our Land and Land Poverty" (1871) y "Progress and Poverty" (1879), y que tuviera eco internacional. En Argentina, por ejemplo, en el Partido Liberal Georgista (1921) o en el Centro Georgista de la Ciudad de Córdoba (circa 1918).

8- W. Miernyk, siguiendo la línea, en un artículo de 1976, "The realism and relevance of Regional Science", *Review of Regional Studies* 6, supo definir la Ciencia Regional como "el estudio de los fenómenos sociales, económicos, políticos y de conducta que tienen una dimensión espacial".

deben ser balanceados con las responsabilidades de éstos hacia la comunidad. Esto concluye en que el enfoque económico debe considerar no sólo a la persona sino a todos los restantes factores que conforman la estructura social. Mirar al hombre como "totalidad". Es decir, que hay, como idea central, un "rechazo" a la teoría predominante. Sus críticas, en especial al Programa Neoclásico, pueden resumirse en dos:

- Sostener una exagerada, por irreal, autonomía de los sujetos, olvidándose el peso que los "grupos" tienen en el "ethos" cultural de los sujetos.
- El modelo de decisión de la teoría, basado en una visión racionalista, con valoraciones económicas, es insostenible, pues los sujetos también son influenciados por emociones y valoraciones; y además son incapaces de procesar el caudal de información recibido con la eficiencia de un ordenador.

En "The Moral Dimension", Amitai Etzioni (promotor de la disciplina y primer presidente de la SASE, Society for the Advancement of Socio-Economics) se muestra preocupado por la influencia que el modelo neoclásico tiene en disciplinas como la antropología, la geografía, el planeamiento urbano, etc. Un gran número de científicos de las ciencias sociales ha coincidido así en la desconfianza de la capacidad de la economía para profundizar en determinadas respuestas así como en las críticas a ciertos aspectos de sus postulados y metodologías. De allí que se dé un considerable consenso sobre el sustento básico de la nueva disciplina, el cual podemos resumir del siguiente modo:

a) En cualquier proposición de la teoría socioeconómica, las variables independientes consideradas deben incluir, al menos una variable no-económica y otra variable económica. De no cumplirse esto estaremos en presencia de teoría económica (si omite variables no-económicas) o de teoría sociológica, antropológica, etc.

(si lo que se omite son las variables económicas).

b) Las preferencias de los sujetos conformadas a la luz de sus valores, de sus emociones y de su nivel de instrucción. Asimismo, sus decisiones no se adoptan en un marco de estricta racionalidad. Se introduce, entonces, lo que los sociólogos han llamado "disonancia cognoscitiva": en presencia de alternativas igualmente atractivas, sin ninguna preferencia clara, la elección se hace por causas distintas a las que postularían los axiomas de elección racional (el impulso, la urgencia, etc.).

c) El poder como factor presente. Mientras el Programa de Investigación Neoclásico supone que la presencia de un poder es una desviación de la situación normal (p. ej. se estudia el "cartel" como una asociación excepcional que tiende a regresar a una situación de habitual competencia), la socioeconomía propone la omnipresencia del poder: entre firmas, entre sujetos privados y el gobierno; y en el plano internacional.

d) Recomendaciones de Política: en tanto los Neoclásicos tienden a mirar con exclusividad los incentivos pecuniarios, los socioeconomistas se preocupan por la dependencia de la economía de incentivos no pecuniarios, los cambios institucionales, etc. que hasta hoy resultan un mero dato en el esquema de análisis.

Si bien hasta el presente la socioeconomía carece de una definición precisa, no posee libros de texto, no se encuentra axiomatizada ni tampoco tiene un cuerpo de teoremas, si resulta, sin dudas, un intento vigorizador a través de la SASE y de la edición del "Journal of Socio-Economics", algunos de cuyos artículos son de interesante temática, p. ej. "Syllabi: elements of socio-economics" de A. Etzioni (JSE, N° 2, 1991) o "The effects of a wife's earning on marital dissolution: the role of a husband's interpersonal competence" (J. L. Starkey, JSE, N° 2, 1991).

Como indicio revelador debe señalarse que en el Comité Ejecutivo de la SASE se han

llegado a observar nombres destacados, Kenneth Boulding (University of Colorado), Janos Kornai (Harvard University), Lester Thurow (M.I.T.) o Sydney Weintraub (University of Texas). Además de los miembros honoríficos que, según palabras de Etzioni, "han practicado la socioeconomía sin saberlo": Albert Hirshchman (Princeton's Institute), Amartya Kumara Sen (Oxford & Harvard), Harvey Leibenstein (Harvard University) y el sociólogo Neil Smelser (University of California). Como se ve una batería de académicos nada desdeñable. Para finalizar digamos que próximo Annual Meeting de la "Society for the Advancement of Socio-Economics" está programado para el 24-26 de junio del 2010, en Filadelfia.

V. Palabras de Cierre

La interesante acumulación de estudios sobre la realidad social (no queremos hablar de "avance" del conocimiento) ha conducido a la especialización, y de allí al divorcio entre las diferentes ciencias sociales (divorcio que tiene diversos niveles, según el grado de "contigüidad" de las disciplinas), y finalmente a una actitud de dominio "imperialista" de cada una sobre las demás.

La disciplina que más comúnmente manifiesta esta visión monoclar es la economía, que en la corriente principal (Escuela Neoclásica y Escuela Keynesiana) prácticamente cierra los ojos a los aportes de sus hermanas y primas. De una ciencia a la contigua se establece un clima de incompreensión. El mejor testimonio de esta especie de irreductibilidad de las ciencias humanas lo constituyen los poco fructíferos diálogos que se han intentado (Braudel, 1960). Finalmente hemos mencionado una relativamente reciente iniciativa de aproximación, la socioeconomía

Es evidente que esta iniciativa que presentamos debe ser recibida con satisfacción por la comunidad académica. Responde a una necesidad: la convergencia de las disciplinas sociales. Cada una en su aislamiento termina tornándose inca-

paz, por ej. el análisis de un monopolio bilateral exige aplicaciones sociológicas, el mero esquema económico condena a la indeterminación cualquier "solución".

Precisamente el área de especialización de la economía que más se ha preocupado por la integración de los conocimientos de la realidad social en una disciplina omnicomprensiva (o, en su defecto, por el diálogo multidisciplinar) ha sido la Economía Regional. Pero las dificultades de transitar esta pretendida senda (de comprensión más acabada de la realidad social) ya se reflejan en el antiguo artículo de Harry Richardson, publicado en 1978 en la "International Regional Science Review" (Vol.3, N° 1), sobre el "Estado de la Economía Regional", donde se afirma "Al escribir este artículo (...) tropecé con el problema de los límites disciplinarios: así si definía a la Economía Regional restrictivamente, ignoraría importantes factores no económicos (...), si definía el campo ampliamente, ingresaría en áreas en la cuales soy ignorante.

De allí que opté por un camino intermedio (...)" . Camino intermedio, dicho sea de paso, que en cierto modo, es una claudicación pues se limita simplemente al mero "punto de vista económico".

VI. Bibliografía:

- Aydalot, Ph. 1985, *Économie regionale et urbaine*, Ed.Economica, París
- Aydalot, Ph. y Keeble, D. (comp.),1988; *High technology industry and innovative environments*, GREMI, Londres.
- Braudel, F. 1960; "Unité et diversité des sciences de l'homme", *Revue de l'Enseignement Supérieure*, #1, 1960, pag.17-22.
- Bunge, M. 1982; *Economía y Filosofía*, Tecnos, Madrid.
- Camagni, R.; 1988; "Functional integration and locational shifts", en Aydalot y Keeble (1988).

- Camagni, R., 1986; "Innovation and the urban life cycle", en Nijkamps, 1986.

- Etzioni, A., 1991; "Syllabi: elements of socio-economics", JSE, N° 2.

- Figueras. A.J., 1993, "Una nueva disciplina: la socioeconomía", *Revista de Economía* 71, Córdoba; y Jornadas de Finanzas Pública, 1992.

- Gray, J., 2000; *Falso amanecer. Los engaños del capitalismo global*. Paidós, Barcelona.

- Kolb, W.L. 1954/1955; "Social structure and function of cities", *Economic Development and Cultural Change*, #3, pag. 30-46.

- König, R., 1971; *Sociología de la comunidad local*, Madrid.

- Krugman, P., 1991; "Increasing returns and economic geography", *Journal of Political Economy* 99, págs. 483-449.

- Nijkamps, P. (comp.), 1986; *Tecnological change, employment and spatial dynamics*, Berlin.

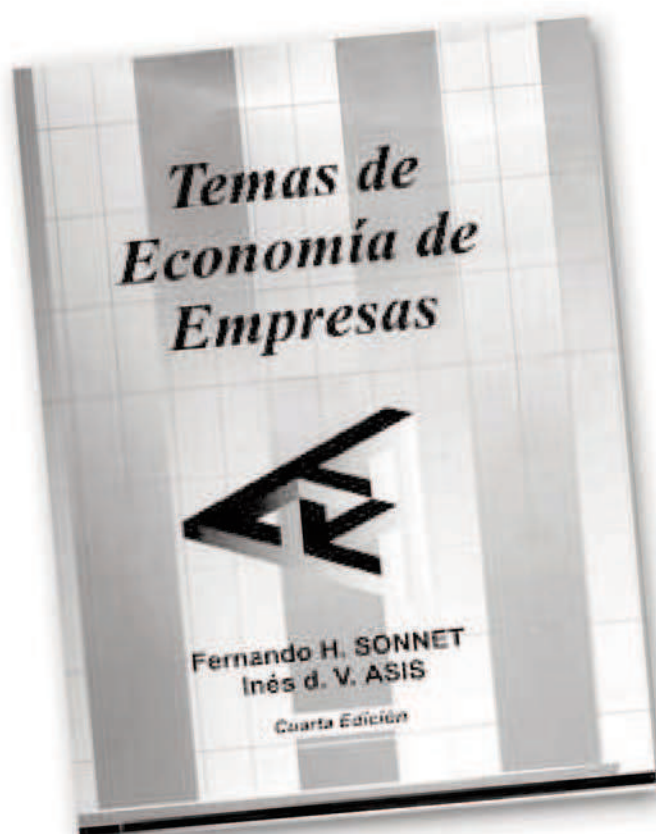
- Richardson, H., 1973; *Economía Regional*, Vicens Vives, Barcelona.

NORMAS PARA EL ENVÍO DE TRABAJOS

- 1- Los trabajos, sean **artículos** (informes de investigación teórica o empírica) o **ensayos** (reflexiones sobre aspectos de la economía), enviados para su publicación se remitirán a la Secretaria de la Revista en una copia en papel junto con un CD con el contenido íntegro del trabajo en formato Microsoft Word; o, en su defecto, a la dirección de correo electrónico instecon@eco.unc.edu.ar
- 2- La presentación de los trabajos será en hoja A4, fuentes Times New Roman 11, con interlineado de 1,5 líneas, y con encabezado y pie de página de 1,25 cm.
- 3- La extensión *total* de los trabajos **no deberán exceder de 6000 a 6200 palabras** aproximadamente (unas 20 páginas, incluidos cuadros y gráficos), aunque es conveniente una extensión máxima menor. A su vez, **la dimensión mínima recomendable será de unas 2000 palabras** (unas 7 páginas). En dicha extensión, nos reiteramos, se incluyen cuadros, figuras, referencias bibliográficas, anexos, etc. (Es de aclarar que cualquier extensión menor puede ser aceptada a criterio de la Dirección y del Comité Editorial.
- 4- Cada trabajo deberá ir precedido de una primera página que contenga el título del trabajo y su resumen en español (150 palabras aproximadamente), con palabras clave (entre dos y cinco).
- 5- Las Referencias bibliográficas irán al final del artículo en el epígrafe Referencias bibliográficas, ordenadas alfabéticamente por autores de acuerdo con el siguiente estilo:
Artículos: (1) Apellidos e inicial de todos los autores (en minúsculas); (2) Año de publicación (entre paréntesis); (3) título completo del artículo (entre comillas); (4) título de la revista (en cursiva); (5) número de la revista; y, en su caso, el volumen;
Ejemplo: Stigler, G.(1961): "The Economics of Information", Journal of Political Economy, Vol.69,N 3.
Libros: (1) Apellidos e inicial de todos los autores (en minúsculas); (2) Año de publicación (entre paréntesis); (3) título completo del libro (en cursiva); (4) edición; (5) editorial; (6) lugar de publicación.
Ejemplo: Graff, J. de V.(1967): *Teoría de la economía del bienestar*, Ed. Amorrortu, Buenos Aires.
- 6- De ser necesario, se utilizarán notas a pie de página que irán numeradas correlativamente y voladas sobre el texto. Su contenido será mecanografiado a espacio sencillo, en fuente Times New Roman 9.
- 7- Los cuadros, figuras, mapas, etc. pueden ir o no intercalados en el texto, a criterio del autor. Luego se realizará su edición al diagramar la publicación. Tendrán una calidad suficiente para su reproducción y han de acompañarse con un título suficientemente explicativo y con sus respectivas fuentes. Los cuadros, figuras, etc. irán numerados correlativamente (cuadro 1, cuadro 2, figura 1...) Los cuadros y figuras deberán incluirse de forma que puedan formatearse (no han de ir pegados como imagen).
- 8- Los recursos matemáticos y formalizaciones *deben reducirse al máximo; y, en lo posible, ser evitados*. Sin embargo, en caso de recurrirse a estos medios técnicos deben colocarse en un Apéndice al final; y de ser muy breve en nota al pie. Todo esto *con el propósito de que el lector pueda acceder al artículo o ensayo sin recurrir a la lectura de las formalizaciones utilizadas*.
- 9- Todos los trabajos recibidos serán leídos por la Secretaría o/y miembros del Comité Editorial con el propósito de eventuales sugerencias; y desde ya, para garantizar un nivel de calidad como es la norma tradicional en estos casos.

Temas de Economía de Empresas

Fernando, H. SONNET; Inés d. V., ASÍS



Cuarta Edición –Tomo I y Tomo II –
Ed. Asociación Cooperadora de la FCE.

Sinopsis

Temas de Economía de Empresas es un Manual pensado para Argentina. Es el resultado de varios años de experiencia en la enseñanza de la teoría y las aplicaciones relativas a la empresa del mundo pos moderno. Su contenido se orienta, fundamentalmente, a ofrecer al lector las herramientas actuales de la Microeconomía, la Estadística-Matemática y las Ciencias de la Administración para resolver los problemas cruciales que a diario se presentan en las decisiones empresariales. Dada la diversidad de los temas tratados, el Manual se ha diseñado en dos volúmenes con un ordenamiento lógico de los tópicos incluidos. Dos caracteres distintos ofrece esta obra: las Lecturas referidas a los fenómenos actuales de los temas conceptuales presentados, y las Ejercitaciones resueltas o por resolver en cada uno de los capítulos. El Tomo I está compuesto por tres partes: La empresa y la Economía de la empresa en la actualidad; El Análisis de la Demanda, sus Extensiones, Métodos y Aplicaciones, y La Producción y Costos en los procesos de las decisiones. En la Primera Parte se aborda una presentación del estudio de la empresa con un enfoque sistémico destacándose el papel que juega con una visión posburocrática frente a un mundo complejo, muy dinámico e inserto en la globalización económica. Aquí se analizan los problemas de la calidad, el medio ambiente y la integración de las Pymes en el mundo posmoderno.

Economía Pública de Argentina y España

Héctor R. Gertel, Ernesto Rezk y Alejandro D. Jacobo. (eds.)
-2007-



Sinopsis

La Economía Pública trata una serie de cuestiones que preocupan a la sociedad civil y que revistan como temas a resolver por los gobiernos y los especialistas: los desafíos de los procesos inacabados de integración regional, las dificultades a vencer para armonizar sistemas tributarios, las normas de responsabilidad fiscal, la influencia del marco político-institucional en el desempeño de los gobiernos, los efectos de las transferencias intergubernamentales, la adecuada provisión de bienes y servicios públicos, y las políticas que promuevan un uso eficiente y sostenible de los recursos naturales, entre otros. Estos interrogantes encuentran tratamiento en los trabajos incluidos en la presente colección, cuyas variadas aportaciones reflejan los avances en las líneas de investigación y, sobre todo, las experiencias propias dentro de los respectivos marcos culturales de la Argentina y España, que se pueden compartir en un intento por encontrar soluciones de política económica adecuadas para enfrentar problemas comunes.

La riqueza que se deriva de la heterogeneidad de estas investigaciones y la actualidad inherente a la propia naturaleza de éstas justifican su publicación con el objeto de facilitar la diseminación de los resultados obtenidos. El propósito de Economía Pública de Argentina y España es, precisamente, colaborar con esa empresa.