

## CAPÍTULO 4

# **Las finanzas internacionales y la autonomía de la política pública en América Latina: algunas reflexiones para la pospandemia**

Florencia Médici

## **Introducción**

El problema del (sub)desarrollo ha sido extensamente estudiado. Particularmente enfocado en el crecimiento de América Latina, los aportes teóricos del estructuralismo latinoamericano de mediados del siglo XIX aún siguen siendo relevantes para comprender los dilemas del desarrollo de la región.

El subdesarrollo de las fuerzas productivas resulta del rezago tecnológico con relación a las economías desarrolladas. Solo algunos sectores relacionados a los bienes primarios de exportación pueden adquirir técnicas modernas, configurando una estructura económica heterogénea al coexistir con amplios sectores tecnológicamente atrasados y con una baja productividad. Estos últimos sectores (los manufactureros), orientados al mercado interno, crecieron especialmente en momentos de fuerte reducción del comercio internacional (como en los períodos de guerras o crisis económica) y sostenidos con medidas de protección.

Esta configuración productiva resulta fuertemente dependiente de los bienes importados, no solo de consumo sino también de insumos y bienes de capital. Por consiguiente, los objetivos de lograr un crecimiento del empleo (ocupado principalmente en el sector industrial y de servicios) y de reducir la brecha tecnológica de los sectores rezagados, que permita sustituir importaciones o diversificar e impulsar nuevos sectores exportadores, producen un mayor desequilibrio externo.

Para los autores estructuralistas, el subdesarrollo no era simplemente el resultado de la falta de crecimiento, sino del patrón de

relaciones internacionales que reproduce y se alimenta del sistema centro-periferia (Rodríguez, 1977).

A partir de los setenta, con la llegada de importantes montos de financiamiento externo a América Latina, los problemas de la balanza de pagos –acentuados con la Gran Depresión y en la etapa de industrialización de posguerra– fueron aliviados temporalmente, pero culminaron en la llamada “crisis de la deuda latinoamericana” cuando México declaró la moratoria de pagos en 1982, tras el aumento de la tasa de interés de Estados Unidos.

Una característica de la década del ochenta fue la elevada demanda de dólares para la remisión de utilidades de la inversión extranjera y servicios de la deuda, que llegaron a representar más del 30% –con picos de hasta 50%– **de las exportaciones –International Featured Standards (IFS), Fondo Monetario Internacional (FMI)–**. Luego del estallido de la crisis, la fuente principal de generación de nuevas divisas para afrontar los compromisos externos fue la caída de las importaciones resultado de la reducción de la actividad económica. Este período se conoce como la “década perdida” de América Latina, que culminó con una nueva corrida cambiaria que produjo pérdida de reservas, recrudecimiento hiperinflacionario y una delicada situación no solo económica, sino también política y social.

En oposición a la visión fiscalista ortodoxa, no fue el “ordenamiento” de las cuentas fiscales y externas lo que puso fin a la falta de financiamiento, sino el cambio en la situación global de finales de los ochenta. En particular, con relación al elevado endeudamiento externo de la región, el Plan Brady alivió la situación financiera a través de la reestructuración de la deuda con los bancos y con la apertura de financiamiento en el mercado internacional de capitales.

Por el contrario, los déficits fiscales de la región, agravados por los incrementos de los servicios de la deuda pública en moneda extranjera, los aumentos de la tasa de interés doméstica y la caída de la actividad económica, en un contexto inflacionario (que generaba que los ingresos tributarios cayeran en términos reales mientras que los gastos estaban fuertemente indexados), fueron una característica de la época.

A comienzo de los años noventa, con un nuevo escenario mundial y ante una nueva ola de flujo de capitales hacia los países emergentes, la reducción del rol del Estado, el ordenamiento de las cuentas públicas y la liberalización comercial y financiera fueron presentados como garantía de optimización de la asignación de recursos, modernización y estabilidad económica. Como es conocido, más tarde o más

temprano, este período de liberalización culminó en sucesivas crisis financieras, siendo la última la del 2001 en Argentina.

En los primeros años del nuevo milenio, la mejora notable de la situación internacional y el incremento de los precios de los principales productos de exportación de la región aliviaron la situación externa. La acumulación de reservas en divisas permitió a los gobiernos, aunque con distintos grados, tener mayor autonomía para mejorar su situación económica y social a través de políticas públicas dirigidas a sostener la demanda agregada y mejorar la distribución del ingreso. Como resultado, en el período 2003-2012, América Latina registró la tasa de crecimiento más alta de los últimos cuarenta años. Luego, la región entró en un nuevo período de estancamiento. La crisis europea, la ralentización de la economía China y la salida de capitales de los mercados emergentes—debido a la búsqueda de refugio en activos seguros—pusieron en jaque tanto el crecimiento como la estabilidad económica (Ocampo, 2009).

La acumulación de reservas internacionales y la reducción de la deuda pública en moneda extranjera permitieron suavizar el impacto de la salida de capitales, sin que se produjeran —a excepción del caso de la Argentina— crisis financieras de la magnitud de las décadas anteriores, aunque perduran patrones de vulnerabilidad macroeconómica vinculados con los flujos de capitales externos.

Tras la crisis global desatada por la pandemia de COVID-19, se abre el interrogante sobre cuáles son las perspectivas. Según la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL, 2021), América Latina se consolida como la región con mayor deuda externa sobre PIB (56,3%) y mayor pago de servicios de deuda con relación a las exportaciones (59%). La situación de vulnerabilidad externa se presenta, nuevamente, como uno de los principales obstáculos para sostener políticas expansivas que busquen mejorar la grave situación socioeconómica.

Retomando las ideas del estructuralismo latinoamericano, en las cuales el subdesarrollo de la periferia se recrea permanentemente por medio de la dependencia tecnológica, financiera y cultural, el objetivo del capítulo es discutir cómo el comportamiento global de los flujos de capitales se vuelve el eje central del problema del desarrollo al limitar la capacidad de los Estados de controlar el valor de su moneda y al reducir el espacio de la política económica para impulsar el crecimiento. Luego de esta introducción, en la siguiente sección se abordará el concepto de restricción externa como un problema de dependencia financiera. En la terce-

ra sección se discutirá la autonomía de la política económica a la luz de la necesidad de reconstrucción socioeconómica que necesita la región en la pospandemia. Finalmente, algunas reflexiones sobre las perspectivas de América Latina.

## **La restricción externa como un problema financiero**

*Si no crecen las exportaciones ni se obtienen recursos financieros del exterior, el país en cuestión no podrá dar mayor impulso a su crecimiento, pues no es posible crecer en desequilibrio crónico.*

Hacia una estrategia global del desarrollo

Raúl Prebisch

Es valioso remarcar que para el estructuralismo latinoamericano la especificidad de la noción de subdesarrollo no radica simplemente en un problema de lento crecimiento (de la demanda) debido al limitante de divisas, pues todos los países –excepto el emisor de la moneda internacional– tienen una restricción de esta índole. La perpetuación del subdesarrollo se origina en la evolución histórica de la periferia en el marco de las relaciones comerciales centro-periferia y se reproduce en las relaciones de poder nacionales e internacionales.

Los problemas de la balanza de pagos son la expresión del sistema centro-periferia que manifiesta los obstáculos estructurales para alcanzar el desarrollo, perpetuando el estancamiento y las desigualdades en la economía mundial, y genera sociedades políticamente conflictivas debido a niveles crecientes de desempleo y desigual distribución del ingreso y de la riqueza.

En la década del cincuenta, los teóricos del desarrollo enfatizaron que el crecimiento basado en las exportaciones primarias difícilmente podía ser sostenido con una demanda mundial inelástica. Así, el cambio estructural era una condición necesaria para superar los ciclos generados en los recurrentes déficits externos. Dado que la industrialización de los países periféricos surge fundamentalmente orientada al mercado interno a partir del cierre del comercio mundial y de las medidas de protección, el desarrollo de la industria básica y de bienes de capital era un requisito crucial para avanzar a una etapa superior de industrialización, constituyendo uno de los ejes centrales de la dependencia tecnológica.

A pesar de que los flujos financieros globales de posguerra no tuvieron la magnitud y centralidad que adquieren a partir de finales de los años setenta, los pensadores del desarrollo también indaga-

ron anticipadamente sobre los limitantes del financiamiento externo, reconociendo la paradoja de que esos flujos de capitales pueden generar una dinámica empobrecedora debido a los pagos de intereses y remisión de utilidades asociados a ellos (Prebisch, 1954).

Por un lado, no existe un mecanismo automático que garantice que esos flujos se renueven para financiar tanto la cuenta comercial como los saldos asociados a esta. Por otro lado, la baja productividad de los sectores industriales y la estrechez del mercado doméstico de los países periféricos no brindan los incentivos para ser receptores de la inversión extranjera, que se dirige, como es de esperar, a los sectores basados en los recursos naturales, profundizando las características de dependencia.

Para el viejo estructuralismo latinoamericano, la estrategia para alcanzar el desarrollo sostenido debía considerar no solo la deficiente demanda mundial de productos primarios, sino también las necesidades concretas de los países de diversificar la matriz productiva. El capital extranjero debía encauzarse a ese objetivo. Justamente, la inversión extranjera era concebida, mayormente, como una forma de proveer, en el corto plazo, la tecnología que la economía carecía, siendo, a su vez, fuente de financiamiento de las importaciones. En cambio, en el mediano y largo plazo, la estrategia de la política económica debía generar los superávits comerciales que permitieran solventar las rentas generadas.

Las características del financiamiento externo son importantes cuando se busca implementar una política de sustitución de importaciones y promoción de exportaciones (que requieren tecnología y capital importado) tendiente a mejorar la disponibilidad de divisas. El dilema es que, por definición, las economías de la periferia latinoamericana que quieren tener un programa de cambio estructural generan, en el corto y mediano plazo, déficits comerciales.

Además de las asimetrías tecnológicas y de desarrollo productivo entre los países periféricos y los centrales, el fin de los Acuerdos de Bretton Woods y la desregulación de los mercados financieros internacionales consolidaron el papel hegemónico de Estados Unidos como el emisor de la moneda global y el rector de las finanzas internacionales, promoviendo “activamente la homogeneización de políticas económicas de los países más frágiles” (Da Costa Fiori, 2018: 11). Estados Unidos se erige con, además de su poder militar, el poder financiero de arbitrar los flujos de capitales globales fijando el valor de su moneda a través de su tasa de interés (Da Conceição Tavares, 1997).

En esta nueva era, se produce un cambio de calidad y cantidad de los flujos financieros. El mayor volumen de capitales adquiere una lógica financiera sumamente productiva, cada vez más autónoma de las condiciones domésticas y altamente volátiles.

La dependencia comercial y financiera de los países periféricos son la base de los característicos procesos de endeudamiento externo, inestabilidad y crisis cambiarias, afectando el desempeño macroeconómico de largo plazo e incrementando la desigualdad de la distribución del ingreso (Da Conceição Tavares, 1985; 2000; Vernengo, 2006). A finales del siglo XIX, la dependencia financiera se vuelve la piedra angular de los límites del crecimiento y de la generación de empleo.

El primer ingreso masivo de flujos financieros internacionales en América Latina, luego de la caída del patrón oro, se produjo en un contexto de apertura comercial y financiera, y culminó con la crisis de la deuda de 1982.

La reestructuración de la deuda de los países latinoamericanos con el Plan Brady de 1989 dio lugar a un nuevo ingreso de flujos de capitales en los primeros años de los noventa, en el marco de una nueva oleada de reformas económicas y políticas de ajuste basadas en el Consenso de Washington (Frenkel, 2003; Stiglitz, 2003; Iglesias, 2006). La desregulación económica acentuó la desindustrialización prematura, el bajo dinamismo de las exportaciones, la mayor dependencia de las importaciones de bienes de capital e insumos (Pérez Caldentey y Vernengo, 2021). O, dicho en los términos discutidos previamente: resultó en una mayor dependencia tecnológica y financiera.

Las características particulares en las que se produce el arribo de los flujos especulativos en cada región (y país) –es decir, con relación al grado de desregulación de la economía, la política cambiaria, comercial e industrial– configura la mayor o menor dependencia financiera y vulnerabilidad externa (Aguiar de Medeiros y Serrano, 1999).

Considerando las últimas tres décadas, Australia tuvo déficit de cuenta corriente en casi todos los años de 1990 a 2017; Israel de 1980 a 2013; Portugal en todo el período salvo el año 2013; Reino Unido desde 1987, con excepción de 1997 y 1998, por solo mencionar algunos que, a su vez, crecieron. ¿Podemos referirnos a estas naciones como países con problemas relevantes de restricción externa? Claramente no.

Entonces, la dificultad de financiar los déficits en cuenta corriente de la balanza de pagos se vuelve uno de los problemas centrales de los países periféricos cuando se manifiesta en continuas

crisis cambiarias, afecta tendencialmente la distribución del ingreso, limita el crecimiento y, particularmente, subordina su política económica a los intereses de los acreedores. La debilidad de las monedas nacionales es el reflejo de la dependencia financiera, y causa central de la inestabilidad económica de los países latinoamericanos.

En este contexto, el elevado grado de dolarización de la estructura de los activos de las economías latinoamericanas ha sido un problema persistente. En el caso argentino, este fenómeno presentó una dinámica preocupante, especialmente en los últimos años.

Aquí surgen varias preguntas: ¿la formación de activos externos es una característica propia de los países cuyo crecimiento está limitado por la disponibilidad de divisas? ¿Es un fenómeno específicamente latinoamericano? En caso de ser un suceso global, ¿qué particularidades adopta en países periféricos?

Un primer paso para echar luz a estos interrogantes es calcular los montos totales de los activos y pasivos externos de las estadísticas de la balanza de pagos. Esto es: la sumatoria de los saldos netos de inversión en cartera, inversión directa y otras inversiones de la balanza de residentes (activos) y no residentes (pasivos)<sup>1]</sup>.

En el Gráfico 1 se muestran los datos para nueve países de América Latina: Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, México, Paraguay, Perú y Uruguay. Con el objetivo de evaluar la importancia de esos capitales con relación a la capacidad de las economías de afrontar salidas repentina y/o los pagos en concepto de rentas de la inversión extranjera, se presenta el ratio de los flujos financieros sobre exportaciones.

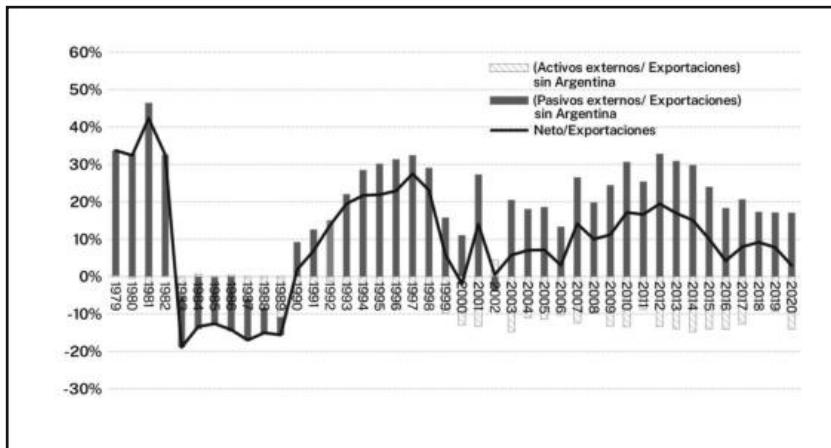
En primer lugar, se observan tres períodos de fuertes ingresos de capitales, pasando de aceleraciones a repentina reversión de los flujos en los momentos de turbulencia en el mercado global, como se ve a finales de la década del noventa y la crisis de 2008. Es notoria la abrupta reducción de los pasivos financieros en 1983, tras la cesación del pago de la deuda mexicana.

En segundo lugar, si bien el monto de los activos internacionales adquiere una mayor importancia en el total de transacciones financieras, los pasivos son los dominantes, generando ingresos netos de capitales externos en la sumatoria de los países seleccionados.

---

[1] Un valor positivo (negativo) de pasivos externos implica un ingreso (egreso) neto de divisas por ese concepto. Un valor **positivo** (**negativo**) de activos externos implica egreso (ingreso) neto de divisas.

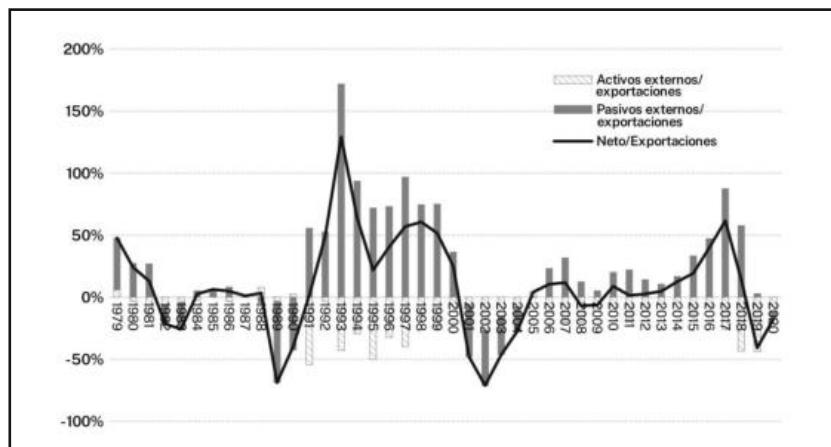
**Gráfico 1. América Latina (países seleccionados). Flujos de activos y pasivos externos de países sobre exportaciones, 1979-2020**



Fuente: Elaboración propia basado en las estadísticas del FMI.

Nota: Se calcula el promedio anual de la relación entre activos y pasivos externos sobre exportaciones de los países seleccionados.

**Gráfico 2. Argentina. Activos y pasivos externos de países sobre exportaciones, 1979-2020**



Fuente: Elaboración propia con base en las estadísticas del FMI.

El ratio de pasivos externos/exportaciones tiene picos de más de 30% en cada oleada de ingresos masivos de capitales (llegando a más del 50% en 1981).

La Argentina llama la atención por la magnitud de los flujos financieros. Mientras que los picos de la sumatoria de activos y pasivos so-

bre exportaciones en los países de América Latina llegan a 50% en 1981, 37% en 1997 y 46% en 2012 (42%, 27% y 19% en términos netos), en la Argentina los valores máximos de cada oleada llegaron a 41% en 1981, 215% en 1993 y 113% en 2017 (13%, 129% y 62% netos).

Este es un rasgo a considerar para explicar la elevada volatilidad de la economía argentina, pues no se presenta en ninguno de los otros países considerados (ver Anexo).

Algunos trabajos en el ámbito nacional consideran la formación de activos domésticos (denominado en algunas ocasiones como “fuga de capitales”)<sup>2</sup> como un rasgo propio de los países periféricos debido a la estructura productiva, la concentración y extranjerización de los sectores empresarios (Manzanelli, 2015; Rua, 2019) y determinantes culturales o extraeconómicos<sup>3</sup>.

La transformación de activos domésticos en moneda extranjera por parte de residentes (es decir, activos por inversión en cartera, inversión directa y otros activos) no es un fenómeno exclusivamente de América Latina. El Gráfico 3 muestra los cálculos para once países avanzados.

En principio, el Gráfico 3 muestra que la formación de activos externos no es un rasgo característico de América Latina sino, incluso, si lo comparamos con las exportaciones, llegó a montos muy elevados en los años previos a la crisis internacional de 2008 en los países seleccionados. Asimismo, se observa que los períodos de mayores ingresos de capitales antecedieron a interrupciones abruptas, como son los casos de la crisis de 2008 en los países desarrollados y finales de los noventa para Latinoamérica.

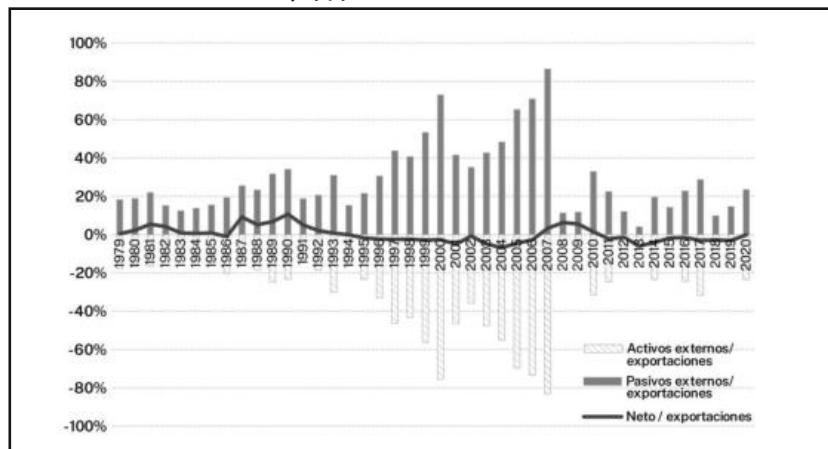
De la comparación de los flujos de capitales entre países de América Latina y un grupo de países desarrollados surge la segunda señal de relevancia: cuando nos referimos a los problemas de escasez de dólares, la importancia de los activos externos debe ser comparada con los pasivos. Naturalmente, son los flujos netos de capitales los que nos indican la capacidad o necesidad de financiamiento que tiene una economía.

---

2] Para una discusión de las distintas definiciones de “fuga de capitales”, sus métodos de cálculo y causas, ver Rua (2019).

3] Indudablemente, los comportamientos y costumbres se modifican ante constantes pérdidas del valor de la moneda doméstica originadas en las crisis externas. Aquí pretendemos establecer la causalidad de esas relaciones sin negar que son dinámicas y se retroalimentan.

**Gráfico 3. Pasivos y activos externos sobre exportaciones de economías avanzadas seleccionadas, 1979-2020**



Fuente: Fondo Financiero Internacional.

Nota: Países seleccionados: Alemania, España, Finlandia, Francia, Italia, Reino Unido, Suiza, Portugal, Suecia, Noruega, Singapur, Dinamarca, Holanda.

Por consiguiente, de una simple observación de los flujos financieros (activos y pasivos externos) vemos que los países de América Latina son receptores netos de financiamiento externo, pero estos tienen un comportamiento cíclico e independiente de los activos. Los momentos de mayor ratio entre flujos y exportaciones fueron sucedidos por fuertes crisis financieras (la de la deuda de 1982 y aquellas sucedidas a finales de los años noventa), que no se compensan por la reducción o reversión de los activos externos.

Volviendo a las preguntas planteadas anteriormente, la formación de activos domésticos no es una característica propia de los países cuyo crecimiento está limitado por la disponibilidad de divisas, ni tampoco específicamente latinoamericano. La dolarización de los activos domésticos es un fenómeno presente tanto en países desarrollados como subdesarrollados, acentuado por el crecimiento del mercado de bonos y derivados financieros. El rasgo distintivo en América Latina es que parte de esa dolarización se agrava por las características del sistema centro-periferia, la volatilidad y el mal desempeño económico, reduciendo la prima de liquidez de los activos domésticos. En un marco de escasez de divisas, la formación de activos retroalimenta el problema externo, pero es importante trasladar el foco de los activos a los pasivos externos, siendo los primeros fuertemente influenciados por los segundos.

Si bien existen determinantes autónomos de los flujos financieros externos (es decir, las condiciones del mercado internacional), los déficits estructurales en cuenta corriente de los países periféricos refuerzan esta fragilidad, afectando la prima de liquidez de su moneda. Esto limita la capacidad de endeudarse en moneda nacional y genera una dependencia sustancial de los capitales de corto plazo. Los flujos de corto plazo pasaron de representar el 37,3% al 52,1% del total de flujos del período 2003-2009 al del 2010-2019 (Pérez Caldentey y Vernengo, 2021), altamente procíclicos a la situación del mercado financiero internacional, se generan fuertes devaluaciones cuando los flujos de capitales se detienen y salen repentinamente.

Por lo tanto, estos países tienen que ofrecer altas tasas de interés sobre montos excesivos de ingresos de corto plazo, que aumentan los requisitos futuros de moneda extranjera mediante el incremento de las rentas de la inversión de la balanza de pagos. Tales flujos financieros agravan la fragilidad de las economías, afectando el desempeño macroeconómico, pues los déficits en cuenta corriente son un indicador central de la capacidad de la economía para cumplir con sus obligaciones y, por ende, para moldear la formación de expectativas de los actores económicos en los mercados financieros de corto plazo (Kaltenbrunner, 2011). De esta manera, se genera un incentivo a acumular activos en la moneda de mayor jerarquía internacional. Por tanto, “la dependencia financiera es simultáneamente causa y consecuencia de la inserción comercial en la economía mundial” (Aguiar de Medeiros, 2008: 85; traducción propia).

Ahora bien, es importante establecer los mecanismos causales: los flujos financieros tienen una dinámica autónoma, marcada por la situación del mercado internacional, pero esa dinámica se modifica por la situación doméstica. En una economía con déficits estructurales de cuenta corriente y un mercado financiero desregulado se generará mayor vulnerabilidad externa, aumentando la necesidad de financiamiento por mayores rentas de la inversión y de formación de activos externos. Si a eso se le agrega una política doméstica que incentiva la desregulación y no busca generar capacidad de repago, el resultado será una mayor volatilidad ante las crisis financieras.

Además, si se toma en comparación la dinámica de los activos y pasivos externos en las diferentes economías de América Latina, podemos encontrar una primera aproximación a la explicación de la mayor volatilidad de la economía argentina y su mal desempeño

macroeconómico. Y es en este punto donde es preciso hacer foco en los determinantes domésticos: políticas monetarias, instituciones y estructura económica y social.

## **Autonomía de la política doméstica para afrontar la era pos-COVID**

*País soberano es aquel que reconoce la realidad mundial, pero no se deja intimidar por ella, eligiendo opciones correctas y negociando con seriedad y responsabilidad en un intento por superar los límites del presente y abrir espacio al futuro.*  
“A retomada da hegemonia norte-americana”  
Maria da Conceição Tavares

El hecho de que la dinámica de los flujos financieros responda a una lógica internacional o, en términos estructuralistas, sean propios de una interacción centro-periferia, no implica que no haya margen para el accionar de la política doméstica. No obstante, la transformación de las relaciones de poder nacionales e internacionales requiere un Estado con la capacidad para articular los conflictos y los obstáculos de todo proceso de transformación económica (Crespo, 2017). No es casual que la nueva era de globalización financiera haya venido acompañada de un programa global de desarticulación del Estado.

Según datos de la CEPAL (2021), durante 2020, unos 78 millones de habitantes de América Latina y el Caribe pasaron a una situación de pobreza (llegando el nivel de pobreza a representar un tercio de la población) y 8 millones a la pobreza extrema (un 12,5% del total). Por consiguiente, hoy más que nunca, se presenta la necesidad imperiosa de llevar adelante políticas expansivas, que impulsen la producción y se ocupen de las consecuencias de la pandemia de COVID-19.

Aquí surge la pregunta sobre el grado de autonomía de cada país para implementar políticas expansivas. El crecimiento y estímulo fiscal que la región necesita es suficientemente grande para no reconocer los límites que impone el sector externo, pues la deuda externa total de América Latina representa el 189% de sus exportaciones y los servicios de esa deuda, el 56,3%<sup>4</sup>.

---

4] Estadísticas de la CEPAL.

Cuando las economías periféricas están inmersas en un proceso sostenido de financiamiento de la cuenta corriente, principalmente basado en flujos de corto plazo, la política económica se dirige a mantener los “estándares macroeconómicos” que los prestamistas requieren. Las “pruebas” que los acreedores reclaman para seguir prestando nada tienen que ver con diversificar la estructura productiva para generar capacidad de repago, sino con liberar dólares mediante recesión económica.

En última instancia y cuando la necesidad de continuar con esos flujos se vuelve apremiante, los requisitos aumentan y se dirigen a reducir las capacidades estatales, mediante más desregulación (leyes de inversión, de desmantelamiento industrial, de flexibilización laboral) y austeridad fiscal. Todas estas medidas facilitan la salida de capitales y profundizan la fragilidad financiera y el subdesarrollo productivo. En este contexto, los gobiernos deben afrontar tasas de interés cada vez mayores para sostener los flujos financieros que se necesitan, ya no solo para financiar la cuenta comercial, sino también las rentas de la inversión.

Esta dinámica atenta contra cualquier objetivo de desarrollo y perpetúa el estancamiento económico. Por un lado, el pago de intereses debilita el clásico ajuste contractivo del sector externo, esto es, la caída de la actividad para liberar los dólares mediante la baja de las importaciones. Por otro lado, cuando la única fuente de divisas es el endeudamiento público en moneda extranjera (como sucedió en los países de América Latina en los noventa con el intento de mantener sus regímenes cambiarios), la política fiscal se subordina a los intereses de los acreedores, pues el pago creciente de intereses no solo limita cualquier intento de incrementar el gasto público, sino que requiere cada vez más ajustes para compensar el déficit financiero de las cuentas públicas.

La dependencia financiera de la periferia latinoamericana resulta, así, en un bajo crecimiento y en una subordinación de la política económica para sostener el delicado equilibrio externo. Cuando la política económica tiene que ver exclusivamente con el convencimiento de los acreedores para continuar con este esquema Ponzi, se corre el riesgo de no lograrlo y desatar una fuerte crisis cambiaria, como es el caso de la Argentina de los últimos años.

Las regulaciones sobre los flujos de capitales son necesarias, por un lado, para amortiguar el deterioro que el financiamiento externo también produce sobre la cuenta corriente y, por otro, para tener cierto grado de libertad a los efectos de influir sobre la cuenta financiera

de la balanza de pagos. Por ejemplo, considerar el componente importado de la inversión de los sectores clave, regular el ingreso de activos altamente especulativos que producen ganancias de corto plazo muy elevadas y tener una política comercial que subsidie las exportaciones y grave las importaciones no esenciales. Por supuesto, además de ofrecer opciones de inversión en capital productivo para reducir el encanto de los activos especulativos u ofrecer bonos con tasas de retornos ajustables a la evolución de algún sector estratégico y volátil, como por ejemplo las ventas o el precio del petróleo en el caso de tener empresas petroleras estatales (Kregel, 2004).

Finalmente, la experiencia histórica nos enseña que los ingresos de flujos financieros en momentos de elevada liquidez internacional han excedido ampliamente, como se observa en los gráficos, las necesidades de financiamiento de la cuenta corriente. Estos ingresos masivos exacerbaban la vulnerabilidad externa de las economías, por lo que debemos evaluar cuántos pasivos externos pueden absorber estas economías sin poner en jaque la estabilidad económica y culminar en fuertes crisis financieras, como sucedió en la Argentina durante el período 2016-2019.

¿Qué opciones quedan? Retomando la cita del comienzo de la sección, el primer punto es reconocer los obstáculos que enfrenta la periferia latinoamericana, enmarcándola, como lo hacía el viejo estructuralismo, en el sistema centro-periferia, esto es, en la compleja interacción de intereses domésticos e internacionales. Luego, buscar superar esos límites con acciones consistentes que requerirán recuperar un Estado con la capacidad de poder suficiente para enfrentar esta tarea.

Con relación al tema principal del capítulo, la búsqueda del desarrollo se plantea como una difícil encrucijada, en la que el contexto histórico de crecientes flujos financieros internacionales parece haber obstaculizado más que mejorado las opciones de los países periféricos. Sin embargo, renunciar al financiamiento externo implica abandonar el objetivo de crecimiento en una región con graves problemas de generación de empleo, donde 1 de cada 4 personas es pobre.

Entonces, aumentar la producción y, particularmente, diversificar la matriz productiva lleva, en el corto y mediano plazo, al desequilibrio externo. Por consiguiente, en primer lugar, es preciso contemplar las características que adoptan los flujos financieros internacionales en la periferia. En segundo lugar, tener en claro que obtener o disponer de capital financiero no equivale a cons-

truir capital productivo. Tercero, el objetivo de generar solvencia externa implica una política de desarrollo que busque superar los problemas estructurales mediante la expansión de sectores generadores o ahorradores de divisas. Tarea compleja, especialmente porque hacerlo requiere tiempo y capital financiero externo, en un marco de deterioro de la autonomía del Estado.

Considerando el actual escenario internacional, en el que las economías avanzadas han incrementado el peso de su deuda pública tras los paquetes de ayuda económica implementados por la pandemia, existe la posibilidad de que las políticas de austeridad se impongan, perjudicando la actividad económica mundial y, por lo tanto, nuestras exportaciones. Asimismo, cualquier política orientada al desarrollo de sectores exportadores o ahorradores de divisas deberá contemplar la tendencia global de cambio tecnológico, en particular enmarcada en la actual disputa entre Estados Unidos y China, para buscar nuevas oportunidades productivas.

Finalmente, resta enfatizar nuevamente que, en las economías con fuerte dependencia financiera y escasez de divisas, como es el caso argentino, los gobiernos tendrán que lidiar con las demandas de los acreedores para superar los obstáculos del presente y poder afrontar los desafíos del futuro.

## **Reflexiones finales**

Para los teóricos estructuralistas, la dependencia se recrea permanentemente por medio de la dependencia tecnológica, financiera y cultural (Da Conceição Tavares, 2000). La insuficiente demanda mundial de *commodities* provoca no solo una desigual distribución de los frutos del progreso técnico y agravamiento de las desigualdades de la distribución del ingreso, sino también un obstáculo para lograr un desarrollo económico sostenido. Estas características estructurales conforman patrones culturales de consumo y ahorro inducidos por el crecimiento de los países desarrollados.

No menos relevante es mencionar que, aun con entrada de capitales externos –que son un alivio en el corto plazo–, los problemas de largo plazo podrían agravarse. Los flujos de capitales requieren sumas crecientes de divisas para el pago de intereses, utilidades y amortización del capital, que puede llegar a aumentar si esos flujos de capitales menguan o se revierten.

La configuración estructural, tecnológica, comercial y geoeconómica de las economías periféricas resulta en un magro desempeño del sector externo. Dado que las divisas provienen

principalmente del sector primario, se generan crecientes déficits de cuenta corrientes que terminan en devaluaciones, procesos inflacionarios y crisis económicas.

En las últimas décadas, las propias características del mercado financiero global independizaron el comportamiento de la cuenta financiera de la balanza de pagos de la cuenta comercial. Los capitales ingresan en las economías más allá de las necesidades de financiamiento de las transacciones externas. En la periferia latinoamericana, este fenómeno se erige sobre una estructura productiva dependiente y una economía desregulada que retroalimenta la volatilidad inherente de los flujos financieros. Además, los pasivos externos que llegan a América Latina se caracterizan por ser de corto plazo.

Si bien el ingreso de esos flujos se vuelve necesario para financiar los déficits en cuenta corriente, sucede que estos se presentan con una dinámica propia que, cuando irrumpen, generan ciclos financieros altamente especulativos. En este contexto, las economías periféricas importan crisis financieras de los centros, generando salidas traumáticas de divisas.

Por lo tanto, la mejora de la productividad de los sectores económicos y el aumento del nivel de vida de la población de las economías subdesarrolladas implica no solo conducir y planificar el proceso de sustitución de importaciones y de aumento de las exportaciones, tal como los manifestaban los autores estructuralistas latinoamericanos, sino también la planificación del financiamiento (externo) de ese proceso.

## BIBLIOGRAFÍA

- Aguiar de Medeiros, C., 2008. "Financial Dependency and Growth Cycles in Latin American Countries", en *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 31, N° 1.
- Aguiar de Medeiros, C. y Serrano, F., 1999. "Padrões monetários internacionais e crescimento", en Da Costa Fiori, J.L., *Estado e Moedas no Desenvolvimento das Nações*. Petrópolis: Vozes.
- CEPAL-Comisión Económica para América Latina y el Caribe, 2021. *La paradoja de la recuperación en América Latina y el Caribe. Crecimiento con persistentes problemas estructurales: desigualdad, pobreza, poca inversión y baja productividad*. Santiago de Chile: CEPAL.
- Crespo, E., 2017. "La declinación del estructuralismo latinoamericano", en Médici, F. (ed.), *Discusiones sobre el tipo de cambio: el eterno retorno de lo mismo*. Buenos Aires: Universidad Nacional de Moreno.

- Da Conceição Tavares, M., 1985. "A retomada da hegemonia norte-americana", en *Brazilian Journal of Political Economy*, Vol. 5, Nº 2, abril-junio.
- Da Conceição Tavares, M., 1997. "A retomada da hegemonia norte-americana", en Da Conceição Tavares, M. y Da Costa Fiori, J.L. (eds.), *Poder e dinheiro. Uma economia política da globalização*. Petrópolis: Vozes.
- Da Conceição Tavares, M., 2000. "Subdesenvolvimento, Dominação e Luta de Classes", en *Celso Furtado e o Brasil*. San Pablo: Fundação Perseu Abramo.
- Da Costa Fiori, J.L., 2018. "Pós-escrito: Depois da retomada da hegemonia", en *INEEP*, Vol. 1, Nº 4.
- Frenkel, R., 2003. "Globalización y crisis financiera en América Latina", en *Revista de la CEPAL*, Nº 80.
- Iglesias, E., 2006. "El papel del Estado y los paradigmas económicos en América Latina", en *Revista de la CEPAL*, Nº 90.
- Kaltenbrunner, A., 2011. "Currency internationalisation and exchange rate dynamics in emerging markets: A post Keynesian analysis of Brazil". Tesis de doctorado en Economía, School of Oriental and African Studies (SOAS), University of London.
- Kregel, J.A., 2004. *External Financing for Development and International Financial Instability*. G-24 Discussion Paper Series 32. Nueva York/Ginebra: ONU.
- Manzanelli, P., 2015. "Grandes corporaciones y formación de capital en la Argentina, 2002-2012". Tesis de doctorado en Ciencias Sociales, Facultad de Ciencias Sociales, Universidad de Buenos Aires (UBA).
- Médici, F., 2020. "Financial instability in peripheral economies: An approach from the balance-of-payments constraint", en *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 43, Nº 4.
- Ocampo, J.A., 2009. "Latin America and the global financial crisis", en *Cambridge Journal of Economics*, Vol. 33, Nº 4.
- Pérez Caldentey, E. y Vernengo, M., 2021. "Financialization, premature deindustrialization, and instability in Latin America", en *Review of Keynesian Economics*, Vol. 9, Nº 4.
- Prebisch, R., 1954. *La cooperación internacional en la política de desarrollo latinoamericano*. Nueva York: ONU.
- Prebisch, R., 1968. *Hacia una estrategia global del desarrollo. Informe de Prebisch a la II UNCTAD*. Nueva York: ONU.
- Rodríguez, O., 1977. "Sobre la concepción del sistema centro-periferia", en *Revista de la CEPAL*, Nº 3.
- Rua, M., 2019. "La fuga de capitales en Argentina: 2002-2017". Tesis de maestría en Economía Política, Facultad Latinoamericana de Ciencias Sociales (FLACSO), Buenos Aires. Disponible en <<https://repositorio.flacsoandes.edu.ec/bitstream/10469/16029/2/TFLACSO-2019MBR.pdf>>.
- Stiglitz, J.E., 2003. "El rumbo de las reformas. Hacia una nueva agenda para América Latina", en *Revista de la CEPAL*, Nº 80.
- Vernengo, M., 2006. "Technology, Finance, and Dependency: Latin American Radical Political Economy in Retrospect", en *Review of Radical Political Economics*, Vol. 38, Nº 4.

## Anexo

### Argentina. Activos y pasivos externos de países sobre exportaciones, 1979-2020

|      | Argentina |       |        | Bolivia |       |        | Brasil |       |        | Chile |       |        | Colombia |       |        | Neto/X |       |        |
|------|-----------|-------|--------|---------|-------|--------|--------|-------|--------|-------|-------|--------|----------|-------|--------|--------|-------|--------|
| Año  | Act/X     | Pas/X | Neto/X | Act/X   | Pas/X | Neto/X | Act/X  | Pas/X | Neto/X | Act/X | Pas/X | Neto/X | Act/X    | Pas/X | Neto/X | Act/X  | Pas/X | Neto/X |
| 1979 | -6 %      | 42 %  | 48 %   | 1 %     | 33 %  | 32 %   | 1 %    | 40 %  | 38 %   | -4 %  | 63 %  | 67 %   | -1 %     | 21 %  | 22 %   | 26 %   | 18 %  | 26 %   |
| 1980 | 3 %       | 27 %  | 24 %   | 2 %     | 1 %   | -1 %   | 4 %    | 48 %  | 45 %   | 0 %   | 48 %  | 47 %   | 8 %      | 21 %  | 22 %   | 26 %   | 18 %  | 26 %   |
| 1981 | 14 %      | 27 %  | 13 %   | 0 %     | 37 %  | 37 %   | 6 %    | 57 %  | 50 %   | -1 %  | 53 %  | 55 %   | 2 %      | 50 %  | 48 %   | 50 %   | 48 %  | 50 %   |
| 1982 | 6 %       | -16 % | -21 %  | 17 %    | 17 %  | -9 %   | 4 %    | 46 %  | 42 %   | 10 %  | 106 % | 96 %   | 2 %      | 52 %  | 50 %   | 50 %   | 52 %  | 50 %   |
| 1983 | 4 %       | -22 % | -26 %  | 12 %    | 53 %  | -55 %  | -1 %   | 17 %  | -16 %  | 16 %  | 34 %  | 18 %   | 12 %     | 50 %  | 50 %   | 50 %   | 50 %  | 50 %   |
| 1984 | 3 %       | 5 %   | 3 %    | -22 %   | -19 % | 3 %    | 12 %   | -7 %  | -19 %  | -5 %  | -75 % | -70 %  | 11 %     | 29 %  | 18 %   | 29 %   | 18 %  | 29 %   |
| 1985 | 0 %       | 6 %   | 6 %    | -2 %    | -43 % | -41 %  | 0 %    | -32 % | -31 %  | -3 %  | -5 %  | -5 %   | 3 %      | 52 %  | 50 %   | 50 %   | 50 %  | 50 %   |
| 1986 | 3 %       | 8 %   | 5 %    | -17 %   | -33 % | -16 %  | -5 %   | -39 % | -34 %  | -10 % | -41 % | -31 %  | 4 %      | 22 %  | 18 %   | 22 %   | 18 %  | 22 %   |
| 1987 | -1 %      | 0 %   | 1 %    | 15 %    | -13 % | -28 %  | 2 %    | -33 % | -35 %  | -11 % | -53 % | -42 %  | 5 %      | 5 %   | 0 %    | 5 %    | 0 %   | 5 %    |
| 1988 | -8 %      | -5 %  | 3 %    | 13 %    | 7 %   | -6 %   | 6 %    | -19 % | -25 %  | -4 %  | -16 % | -12 %  | 5 %      | 19 %  | 14 %   | 19 %   | 14 %  | 19 %   |
| 1989 | 3 %       | -65 % | -69 %  | 19 %    | 18 %  | -1 %   | 4 %    | -27 % | -30 %  | -4 %  | -15 % | -11 %  | 2 %      | 8 %   | 7 %    | 8 %    | 7 %   | 8 %    |
| 1990 | -3 %      | -43 % | -40 %  | 3 %     | 8 %   | 5 %    | 10 %   | -15 % | -15 %  | -2 %  | 11 %  | 13 %   | 1 %      | 1 %   | 0 %    | 1 %    | 0 %   | 1 %    |
| 1991 | 54 %      | 56 %  | 1 %    | 2 %     | 9 %   | 7 %    | 12 %   | -2 %  | -14 %  | -3 %  | 25 %  | 28 %   | 6 %      | -3 %  | -9 %   | -3 %   | -9 %  | -3 %   |
| 1992 | 3 %       | 53 %  | 49 %   | 2 %     | 49 %  | 48 %   | 1 %    | 15 %  | 15 %   | -9 %  | -1 %  | 9 %    | 7 %      | 9 %   | 2 %    | 9 %    | 2 %   | 9 %    |
| 1993 | 43 %      | 172 % | 129 %  | -2 %    | -37 % | 39 %   | 9 %    | 26 %  | 17 %   | 6 %   | 31 %  | 25 %   | 1 %      | 28 %  | 27 %   | 28 %   | 27 %  | 28 %   |
| 1994 | 30 %      | 94 %  | 64 %   | 9 %     | 36 %  | 27 %   | 17 %   | 34 %  | 16 %   | 2 %   | 24 %  | 26 %   | 14 %     | 46 %  | 32 %   | 46 %   | 32 %  | 46 %   |
| 1995 | 50 %      | 72 %  | 22 %   | 3 %     | 44 %  | 41 %   | 8 %    | 63 %  | 56 %   | 10 %  | 46 %  | 37 %   | -1 %     | 36 %  | 37 %   | 36 %   | 37 %  | 36 %   |
| 1996 | 32 %      | 73 %  | 41 %   | -1 %    | 53 %  | 53 %   | 9 %    | 72 %  | 64 %   | 6 %   | 18 %  | 12 %   | 12 %     | 66 %  | 51 %   | 66 %   | 51 %  | 66 %   |
| 1997 | 40 %      | 97 %  | 57 %   | 5 %     | 68 %  | 63 %   | 6 %    | 46 %  | 45 %   | 11 %  | 39 %  | 28 %   | 28 %     | 67 %  | 44 %   | 67 %   | 44 %  | 67 %   |
| 1998 | 14 %      | 75 %  | 61 %   | 7 %     | 94 %  | 87 %   | 24 %   | 68 %  | 44 %   | 13 %  | 44 %  | 30 %   | 10 %     | 35 %  | 25 %   | 35 %   | 25 %  | 35 %   |
| 1999 | 24 %      | 75 %  | 52 %   | 7 %     | 73 %  | 66 %   | 9 %    | 34 %  | 25 %   | 33 %  | 43 %  | 10 %   | 16 %     | 11 %  | -5 %   | 11 %   | -5 %  | 11 %   |
| 2000 | 11 %      | 36 %  | 25 %   | 6 %     | 38 %  | 31 %   | 10 %   | 52 %  | 42 %   | 56 %  | 57 %  | 1 %    | 13 %     | 14 %  | 1 %    | 14 %   | 1 %   | 14 %   |
| 2001 | 6 %       | -42 % | -48 %  | 13 %    | 42 %  | 29 %   | 8 %    | 40 %  | 32 %   | 23 %  | 26 %  | 3 %    | 22 %     | 39 %  | 17 %   | 39 %   | 17 %  | 39 %   |
| 2002 | 27 %      | -44 % | -71 %  | 14 %    | 56 %  | 42 %   | 7 %    | 4 %   | -4 %   | 19 %  | 26 %  | 6 %    | -10 %    | 0 %   | 10 %   | 0 %    | 10 %  | 0 %    |
| 2003 | 15 %      | -31 % | -46 %  | 27 %    | 29 %  | 2 %    | 11 %   | 12 %  | 1 %    | 11 %  | 19 %  | 8 %    | 7 %      | 11 %  | 5 %    | 11 %   | 5 %   | 11 %   |
| 2004 | 8 %       | -20 % | -27 %  | -2 %    | -12 % | 14 %   | 11 %   | 9 %   | -2 %   | 24 %  | 28 %  | 4 %    | 7 %      | 24 %  | 17 %   | 24 %   | 17 %  | 24 %   |
| 2005 | 4 %       | 0 %   | 4 %    | 1 %     | 7 %   | 6 %    | 6 %    | 17 %  | 11 %   | 24 %  | 18 %  | 6 %    | 26 %     | 40 %  | 13 %   | 40 %   | 13 %  | 40 %   |
| 2006 | 13 %      | 23 %  | 10 %   | 6 %     | -31 % | -37 %  | 23 %   | 34 %  | 11 %   | 18 %  | 20 %  | 2 %    | 18 %     | 28 %  | 10 %   | 28 %   | 10 %  | 28 %   |
| 2007 | 20 %      | 32 %  | 12 %   | -1 %    | -17 % | -16 %  | 19 %   | 68 %  | 49 %   | 23 %  | 17 %  | -6 %   | 12 %     | 41 %  | 29 %   | 41 %   | 29 %  | 41 %   |
| 2008 | 19 %      | 12 %  | -7 %   | 6 %     | 11 %  | 5 %    | 12 %   | 26 %  | 14 %   | 37 %  | 25 %  | -12 %  | 5 %      | 27 %  | 21 %   | 27 %   | 21 %  | 27 %   |
| 2009 | 11 %      | 5 %   | -6 %   | 11 %    | 12 %  | 1 %    | 1 %    | 28 %  | 69 %   | 41 %  | 22 %  | 39 %   | 17 %     | 20 %  | 37 %   | 37 %   | 37 %  | 37 %   |
| 2010 | 11 %      | 20 %  | 9 %    | -1 %    | 11 %  | 13 %   | 31 %   | 82 %  | 51 %   | 35 %  | 33 %  | -2 %   | 17 %     | 43 %  | 26 %   | 43 %   | 26 %  | 43 %   |
| 2011 | 21 %      | 22 %  | 2 %    | 0 %     | 16 %  | 17 %   | 12 %   | 60 %  | 48 %   | 39 %  | 33 %  | -6 %   | 21 %     | 40 %  | 19 %   | 40 %   | 19 %  | 40 %   |
| 2012 | 12 %      | 14 %  | 3 %    | 22 %    | 4 %   | 4 %    | 12 %   | 48 %  | 37 %   | 20 %  | 44 %  | 24 %   | 5 %      | 29 %  | 24 %   | 29 %   | 24 %  | 29 %   |
| 2013 | 6 %       | 11 %  | 5 %    | 22 %    | 38 %  | 16 %   | 22 %   | 48 %  | 26 %   | 37 %  | 51 %  | 14 %   | 20 %     | 47 %  | 27 %   | 47 %   | 27 %  | 47 %   |
| 2014 | 4 %       | 17 %  | 13 %   | 10 %    | 11 %  | 1 %    | 1 %    | 28 %  | 69 %   | 41 %  | 22 %  | 39 %   | 17 %     | 20 %  | 57 %   | 37 %   | 57 %  | 37 %   |
| 2015 | 14 %      | 33 %  | 19 %   | 1 %     | 13 %  | 12 %   | 11 %   | 39 %  | 28 %   | 30 %  | 39 %  | 10 %   | 9 %      | 53 %  | 44 %   | 53 %   | 44 %  | 53 %   |
| 2016 | 7 %       | 47 %  | 40 %   | 22 %    | 13 %  | -9 %   | 14 %   | 26 %  | 11 %   | 20 %  | 28 %  | 8 %    | 8 %      | 19 %  | 28 %   | 19 %   | 28 %  | 19 %   |
| 2017 | 26 %      | 87 %  | 62 %   | 3 %     | 28 %  | 25 %   | 12 %   | 22 %  | 9 %    | 14 %  | 22 %  | 8 %    | 8 %      | 41 %  | 21 %   | 41 %   | 21 %  | 41 %   |
| 2018 | 43 %      | 58 %  | 14 %   | -5 %    | 10 %  | 15 %   | 4 %    | 25 %  | 21 %   | 23 %  | 25 %  | 3 %    | 13 %     | 38 %  | 25 %   | 38 %   | 25 %  | 38 %   |
| 2019 | 44 %      | 3 %   | -41 %  | 12 %    | 10 %  | -1 %   | 11 %   | 27 %  | 15 %   | 4 %   | 20 %  | 16 %   | 0 %      | 32 %  | 32 %   | 32 %   | 32 %  | 32 %   |
| 2020 | 12 %      | -5 %  | -18 %  | 5 %     | 5 %   | -2 %   | -7 %   | 5 %   | 9 %    | 4 %   | 18 %  | 31 %   | 14 %     | 29 %  | 47 %   | 18 %   | 47 %  | 18 %   |

| Año  | Méjico |       |        | Paraguay |       |        | Uruguay |        |        | Ecuador |        |        | Perú  |       |        |
|------|--------|-------|--------|----------|-------|--------|---------|--------|--------|---------|--------|--------|-------|-------|--------|
|      | Act/X  | Pas/X | Neto/X | Act/X    | Pas/X | Neto/X | Act/X   | Pas/X  | Neto/X | Act/X   | Pas/X  | Neto/X | Act/X | Pas/X | Neto/X |
| 1979 | 12 %   | 46 %  | 34 %   | -25 %    | 45 %  | 70 %   | 8 %     | 47 %   | 39 %   | 1 %     | 29 %   | 28 %   |       |       |        |
| 1980 | 6 %    | 61 %  | 55 %   | -34 %    | 46 %  | 80 %   | 2 %     | 49 %   | 48 %   | 8 %     | 42 %   | 34 %   |       |       |        |
| 1981 | 16 %   | 119 % | 102 %  | -33 %    | 45 %  | 78 %   | 23 %    | 62 %   | 39 %   | 15 %    | 40 %   | 25 %   |       |       |        |
| 1982 | 3 %    | 14 %  | 11 %   | -34 %    | 31 %  | 65 %   | -3 %    | 68 %   | 70 %   | -19 %   | 10 %   | 28 %   |       |       |        |
| 1983 | 14 %   | 2 %   | -12 %  | -28 %    | 34 %  | 62 %   | -7 %    | 10 %   | 17 %   | 6 %     | 90 %   | -97 %  |       |       |        |
| 1984 | 6 %    | 7 %   | 0 %    | -17 %    | 33 %  | 50 %   | -3 %    | 10 %   | 13 %   | 1 %     | -47 %  | -48 %  |       |       |        |
| 1985 | 5 %    | 3 %   | -2 %   | -11 %    | 5 %   | 6 %    | 11 %    | 5 %    | -6 %   | -2 %    | -36 %  | -34 %  | -3 %  | -8 %  | -5 %   |
| 1986 | -1 %   | 7 %   | 0 %    | 15 %     | 15 %  | 13 %   | 14 %    | 1 %    | 1 %    | -38 %   | -39 %  | 7 %    | -31 % | -38 % | -38 %  |
| 1987 | 17 %   | 6 %   | -11 %  | -9 %     | 1 %   | 10 %   | 15 %    | 34 %   | 18 %   | 0 %     | -9 %   | 12 %   | -34 % | -46 % | -46 %  |
| 1988 | 6 %    | -9 %  | -16 %  | 4 %      | -14 % | -19 %  | 26 %    | 37 %   | 11 %   | -1 %    | -24 %  | 13 %   | -31 % | -44 % | -44 %  |
| 1989 | 4 %    | 7 %   | 3 %    | 4 %      | -7 %  | -11 %  | 38 %    | 37 %   | -1 %   | 2 %     | -16 %  | 15 %   | -27 % | -42 % | -42 %  |
| 1990 | 23 %   | 45 %  | 22 %   | 2 %      | -4 %  | -6 %   | 29 %    | 25 %   | -4 %   | 0 %     | 18 %   | 18 %   | -10 % | -25 % | -14 %  |
| 1991 | 3 %    | 66 %  | 63 %   | 1 %      | 2 %   | 1 %    | 18 %    | -1 %   | -20 %  | 0 %     | 21 %   | 21 %   | 8 %   | 9 %   | 1 %    |
| 1992 | -13 %  | 52 %  | 65 %   | 2 %      | 3 %   | 1 %    | 22 %    | 19 %   | -3 %   | 0 %     | 10 %   | 10 %   | -6 %  | 6 %   | 11 %   |
| 1993 | 8 %    | 83 %  | 75 %   | 2 %      | 2 %   | 0 %    | 1 %     | 9 %    | 8 %    | 4 %     | 3 %    | -1 %   | -8 %  | 14 %  | 22 %   |
| 1994 | 11 %   | 42 %  | 31 %   | 2 %      | 8 %   | 6 %    | 2 %     | 19 %   | 17 %   | 4 %     | 11 %   | 7 %    | 11 %  | 73 %  | 73 %   |
| 1995 | 12 %   | -5 %  | -17 %  | 1 %      | 19 %  | 18 %   | 27 %    | 39 %   | 12 %   | 13 %    | 12 %   | -1 %   | 5 %   | 63 %  | 59 %   |
| 1996 | 8 %    | 26 %  | 18 %   | 0 %      | -5 %  | -5 %   | 32 %    | 38 %   | 6 %    | 5 %     | 7 %    | 2 %    | 8 %   | 62 %  | 53 %   |
| 1997 | -8 %   | 21 %  | 29 %   | -3 %     | 10 %  | 13 %   | 15 %    | 29 %   | 14 %   | 9 %     | 9 %    | 0 %    | -1 %  | 70 %  | 70 %   |
| 1998 | -1 %   | 15 %  | 16 %   | 0 %      | 5 %   | 6 %    | 11 %    | 24 %   | 13 %   | 1 %     | 30 %   | 29 %   | 3 %   | 27 %  | 25 %   |
| 1999 | 3 %    | 15 %  | 12 %   | 2 %      | -2 %  | -5 %   | 5 %     | 9 %    | 4 %    | 14 %    | -12 %  | -25 %  | 3 %   | 10 %  | 7 %    |
| 2000 | -4 %   | 10 %  | 14 %   | 5 %      | 10 %  | 5 %    | 19 %    | 40 %   | 21 %   | 7 %     | -100 % | -106 % | 4 %   | 16 %  | 12 %   |
| 2001 | 1 %    | 19 %  | 18 %   | 1 %      | -1 %  | -2 %   | 63 %    | 78 %   | 15 %   | 3 %     | 17 %   | 13 %   | -3 %  | 15 %  | 19 %   |
| 2002 | -1 %   | 11 %  | 13 %   | 2 %      | -5 %  | -8 %   | -77 %   | -147 % | -70 %  | 10 %    | 30 %   | 21 %   | 4 %   | 26 %  | 22 %   |
| 2003 | 0 %    | 12 %  | 12 %   | -7 %     | 2 %   | 9 %    | 58 %    | 58 %   | 0 %    | 8 %     | 12 %   | 4 %    | 11 %  | 19 %  | 8 %    |
| 2004 | 6 %    | 14 %  | 8 %    | 3 %      | 6 %   | 3 %    | 23 %    | 21 %   | -2 %   | 14 %    | 15 %   | 1 %    | 3 %   | 18 %  | 16 %   |
| 2005 | 9 %    | 16 %  | 7 %    | -6 %     | 5 %   | 11 %   | 11 %    | 29 %   | 18 %   | 10 %    | 8 %    | -2 %   | 10 %  | 10 %  | 0 %    |
| 2006 | 3 %    | 8 %   | 4 %    | 1 %      | 3 %   | -23 %  | 28 %    | 51 %   | 20 %   | 4 %     | -16 %  | 13 %   | 3 %   |       |        |
| 2007 | 10 %   | 18 %  | 8 %    | -8 %     | -2 %  | 5 %    | 28 %    | 50 %   | 22 %   | 13 %    | 9 %    | -4 %   | 3 %   | 32 %  | 30 %   |
| 2008 | 2 %    | 13 %  | 11 %   | 2 %      | 4 %   | 3 %    | 0 %     | 33 %   | 7 %    | 4 %     | -4 %   | -2 %   | 25 %  | 25 %  | 26 %   |
| 2009 | 11 %   | 17 %  | 6 %    | -5 %     | -4 %  | 0 %    | 26 %    | 40 %   | 14 %   | 10 %    | -5 %   | -15 %  | 11 %  | 14 %  | 14 %   |
| 2010 | 11 %   | 27 %  | 16 %   | 1 %      | 5 %   | 4 %    | 8 %     | 18 %   | 10 %   | 2 %     | 4 %    | 2 %    | 9 %   | 42 %  | 33 %   |
| 2011 | 4 %    | 19 %  | 14 %   | -3 %     | 1 %   | 3 %    | -14 %   | 18 %   | 32 %   | 9 %     | 10 %   | 1 %    | 5 %   | 24 %  | 19 %   |
| 2012 | 10 %   | 21 %  | 12 %   | 1 %      | 8 %   | 7 %    | 26 %    | 53 %   | 27 %   | 6 %     | 3 %    | -2 %   | 9 %   | 48 %  | 39 %   |
| 2013 | 10 %   | 26 %  | 15 %   | 1 %      | 2 %   | 1 %    | -1 %    | 25 %   | 26 %   | 8 %     | 18 %   | 10 %   | 8 %   | 26 %  | 19 %   |
| 2014 | 6 %    | 20 %  | 13 %   | -1 %     | 10 %  | 11 %   | 17 %    | 32 %   | 15 %   | 20 %    | 22 %   | 1 %    | 19 %  | 29 %  | 10 %   |
| 2015 | 10 %   | 14 %  | 4 %    | 8 %      | 1 %   | -6 %   | 29 %    | 22 %   | -7 %   | 22 %    | 25 %   | 4 %    | 8 %   | 32 %  | 24 %   |
| 2016 | 9 %    | 16 %  | 8 %    | 2 %      | 1 %   | -1 %   | -4 %    | -19 %  | -15 %  | 40 %    | 43 %   | 4 %    | 5 %   | 18 %  | 13 %   |
| 2017 | 5 %    | 13 %  | 7 %    | 3 %      | 5 %   | 2 %    | 13 %    | 19 %   | 5 %    | 33 %    | 24 %   | -9 %   | 9 %   | 15 %  | 6 %    |
| 2018 | 4 %    | 11 %  | 7 %    | -3 %     | 3 %   | 6 %    | 12 %    | 15 %   | 3 %    | 10 %    | 16 %   | 6 %    | 11 %  | 14 %  | 3 %    |
| 2019 | 5 %    | 9 %   | 4 %    | 0 %      | 5 %   | 5 %    | 24 %    | 14 %   | -10 %  | 23 %    | 21 %   | -3 %   | 0 %   | 19 %  | 19 %   |
| 2020 | 10 %   | 8 %   | -2 %   | 17 %     | 28 %  | 12 %   | 10 %    | 20 %   | 10 %   | 20 %    | -1 %   | -21 %  |       |       |        |

