

VULNERABILIDAD FINANCIERA Y TIPO DE CAMBIO: EL CASO ARGENTINO

*Aldo Ferrer**

El análisis de la política cambiaria en la Argentina debe ubicarse en el contexto de la vulnerabilidad financiera del país.

1 - El sistema de hegemonía financiera y el ciclo financiero de empuje-recesión

Desde la reforma financiera de 1977, las fluctuaciones de la producción y el empleo y el ajuste del balance de pagos responden a los movimientos de capitales de corto plazo. Estos movilizan un ciclo de empuje-recesión (*stop-go*) que reflejan la entrada o salida de fondos externos especulativos. El ciclo es inherente a un sistema, que definimos de hegemonía financiera, fuertemente endeudado en el exterior.

El servicio de la deuda es el eje sobre el cual gira toda la política económica. Los objetivos de la política económica referidos a la economía real quedan subordinados al reciclaje de fondos externos necesarios para complementar los recursos propios destinados al pago de los compromisos externos.

El sistema y su ciclo tienen casi veinte años de existencia y sus dos condiciones fundacionales son la globalización de las plazas financieras inter-

* Profesor Titular Consulto. Universidad Nacional de Buenos Aires.

nacionales y la desregulación del régimen cambiario y del sistema financiero en la Argentina. Sobre estas bases, el régimen monetario argentino quedó integrado en el sistema financiero internacional y plenamente abierto a los movimientos de capitales de corto plazo.

Los cambios en la disponibilidad de crédito privado y en las tasas de interés internacionales repercuten intensamente en una plaza marginal como la de Argentina, que ha subordinado su política económica a los movimientos internacionales de capitales. Aún cuando las principales plazas financieras destinen proporciones menores de sus colocaciones (Estados Unidos 3%, Japón y Alemania 10%) en papeles extranjeros, los capitales especulativos, si no se los regula, modifican radicalmente el comportamiento financiero de los *mercados emergentes*.

Una situación de abundancia de crédito y bajas tasas de interés en las plazas financieras centrales aumenta la oferta de capitales especulativos a mercados marginales riesgosos pero mucho más rentables. Esta fué la situación prevaleciente en la segunda mitad de la década de 1970 y en los primeros años de la década de 1990. En ambos casos, aumentó fuertemente la entrada de fondos especulativos en la Argentina.

En la fase de entrada de fondos externos la secuencia de acontecimientos fué la siguiente: el peso se revaluó, aumentaron las reservas del Banco Central, se expandió el crédito interno, creció el nivel de actividad, se modificaron los precios relativos en contra de los bienes transables internacionalmente y apareció un déficit creciente en el balance comercial y la cuenta corriente del balance de pagos. Cuando dejan de ingresar fondos externos, por el cambio de situación en las plazas centrales o el aumento intolerable del *riesgo argentino*, el ajuste desencadena la recesión.

Después de la crisis, el saneamiento financiero por la refinanciación de las deudas, la mejora fiscal y, en las plazas internacionales, una nueva situación de abundancia de crédito y bajas tasas de interés, reinicia la etapa de empuje. Esta desemboca en otro desequilibrio del balance de pagos, fuga de capitales y crisis. Las expectativas profundizan, anticipan o retardan las fases del ciclo, pero éste tiene un comportamiento sistémico asentado en el comportamiento de los pagos internacionales del país.

Estas turbulencias revelan la decisiva hegemonía de la esfera financiera sobre el plano real de la producción, la inversión, el empleo y el salario. Este

es un fenómeno de alcances planetarios pero que tiene sus manifestaciones más negativas en las economías periféricas excesivamente dependientes del financiamiento externo de corto plazo.

El ciclo financiero de *stop-go* tiene varios rasgos principales, a saber:

I. Es irregular. Sus fases y duración dependen de la situación de las plazas internacionales y de la profundidad del ajuste en la Argentina durante la fase recesiva del ciclo.

II. La deuda externa crece permanentemente. Entre 1976 y 1994, la deuda externa desembolsada privada y pública aumentó de U\$S 6.600 millones a U\$S 75.000 millones. Hace veinte años la deuda externa desembolsada equivalía al 100% de las exportaciones y 3% del PIB. Actualmente, las proporciones son 500% y 30%, respectivamente. Los servicios de la deuda representan elevadas proporciones de las exportaciones. Estos hechos contribuyen a amarrar más firmemente el sistema a las decisiones de los acreedores.

III. El ciclo se desenvuelve en un contexto de estancamiento de largo plazo, con aumento del desempleo y la marginalidad y mayor concentración del ingreso. El aumento del producto *per capita* en el período 1990-1994 apenas alcanzó para recuperar el nivel alcanzado veinte años antes y ya se inicia una nueva fase de contracción.

2 - El Plan de Convertibilidad

El comportamiento de la economía argentina desde la puesta en marcha del Plan de Convertibilidad, a principios de 1991, presenta importantes diferencias con la experiencia registrada hasta entonces por el sistema de hegemonía financiera. Las más importantes se refieren a la estabilidad de precios y a la fuerte recuperación de la actividad económica. En efecto, la tasa de inflación se ubica actualmente por debajo del 5% anual, niveles no observables desde hace varias décadas. A su vez, el aumento acumulado del producto per capita en el cuatrienio 1991-94, alcanza al 25% y constituye uno de los de más intenso crecimiento del en la historia económica del país.

El interrogante es, pues, si la convertibilidad y el tipo de cambio fijo han permitido a la economía argentina liberarse del sistema de hegemonía financiera y su ciclo e inaugurado un nuevo período, en el cual, el crecimiento y las fluctuaciones responden a factores distintos que los observables desde mediados de la década de 1970.

Para responder al interrogante conviene observar dos cuestiones principales. En primer lugar, la solidez de los logros alcanzados en el control de la inflación y el aumento de la actividad económica. En segundo término, las respuestas del sistema a la crisis de confianza insinuada durante el año pasado y agravada con los recientes acontecimientos mexicanos.

Sobre la primer cuestión debe señalarse que la fijación del tipo de cambio y el ajuste fiscal, han contado a su favor con factores favorables pero transitorios. En el frente externo, hasta tiempos recientes, la amplitud del financiamiento disponible y la baja tasa de interés proporcionaron los recursos adicionales necesarios para financiar el creciente déficit de balance comercial y de la cuenta corriente y, además, para expandir las reservas internacionales del Banco Central y la base monetaria. En el cuatrienio 1991-94, la entrada neta de capitales alcanzó a cerca de U\$S 40.000 millones. Dadas las reglas del juego del Plan de Convertibilidad, rigurosamente respetadas por el Gobierno, los recursos externos fueron vitales en la expansión del crédito y la demanda interna de consumo e inversión.

En el frente interno, el Plan de Convertibilidad contó a su favor con un alto nivel inicial de evasión tributaria susceptible de ser rápidamente reducida, como efectivamente ocurrió, mediante una firme política de eliminación del incumplimiento de las obligaciones tributarias. Fue así posible un drástico aumento de la recaudación tributaria favorecida, además, por la expansión del ingreso interno estimulado por la entrada de fondos del exterior. Al mismo tiempo, las ventas de activos públicos, dentro del programa de privatizaciones, contribuyeron con recursos adicionales para el fortalecimiento de las finanzas públicas y el logro del equilibrio fiscal.

Todos estos factores favorables están ahora agotados. Las condiciones financieras internacionales han cambiado. El aumento de la tasa de interés y el aumento de la percepción del riesgo en los llamados *mercados emergentes*, agudizados con la crisis mexicana, ha reducido radicalmente y encarecido el acceso al crédito externo. En el frente interno, a su vez, una vez alcanzada una

sustancial reducción de la evasión fiscal, el aumento de la recaudación depende de las reformas de la estructura tributaria y del aumento del nivel de actividad y la capacidad contributiva de la población. Este es un desafío mayor y más complejo que el de montar un eficaz sistema de represión a la evasión. Respecto de los ingresos por ventas de activos públicos, la mayor parte de las privatizaciones ha sido ya realizada. En el futuro no habrá ingresos de esta fuente comparables a los del pasado reciente.

Otra cuestión importante también ha cambiado. El Gobierno ha revelado una notable capacidad de convertir problemas en oportunidades. El caso más notable es de la hiperinflación desatada en 1989 y reavivada en las vísperas del lanzamiento del Plan de Convertibilidad. El desorden inherente a la hiperinflación genera condiciones para un rápido restablecimiento de la estabilidad y la obtención de un fuerte respaldo de la sociedad. El Plan de Convertibilidad reveló ser un instrumento de extraordinaria eficacia para estabilizar la economía y generar el sustento político, que ha sido ratificado en los comicios del 14 de mayo de 1995. En adelante, el Gobierno deberá demostrar que puede consolidar la estabilidad alcanzada (una vez que se ha modificado el contexto que le fue inicialmente tan favorable) y mantener el respaldo político cuando la sociedad privilegie metas adicionales a las de la estabilidad, tales como el empleo y el bienestar.

3 - La crisis reciente

Veamos, ahora, como respondieron la convertibilidad y el tipo de cambio fijo a los problemas recientes. En el transcurso de 1994, el continuo deterioro del balance de pagos y el encarecimiento del crédito internacional generaron desconfianza sobre la permanencia del Plan de Convertibilidad. Los acontecimientos mexicanos agudizaron la incertidumbre. Planteado el problema, el Gobierno Argentino se refugió inicialmente en la estrategia inaugurada con el Plan de Convertibilidad: la dolarización. Cuando se hizo evidente que este anuncio no cambiaba las expectativas y permanecía el riesgo de una crisis financiera, resolvió profundizar el ajuste.

El Gobierno dió todas las señales de que estaba dispuesto a llevar la dolarización hasta sus últimas consecuencias. La decisión más significativa fue autorizar a las entidades financieras a mantener en dólares las reservas legales en el Banco Central. Al mismo tiempo, enfatizó que la dolarización es la diferencia fundamental entre las situaciones de México y de Argentina y la razón por la cual la crisis mexicana es irreplicable en nuestro país.

Para evaluar la viabilidad de la estrategia fundada en la dolarización es necesario responder dos interrogantes:

I) El primero es: Cuenta el Banco Central con las reservas de divisas necesarias para llevar la dolarización hasta sus últimas consecuencias y evitar la devaluación?

La respuesta es afirmativa siempre y cuando el peso se siga utilizando para pagar ciertas transacciones, por ejemplo, los impuestos. Actualmente, las reservas internacionales del Banco Central respaldan totalmente la circulación monetaria. Sin embargo, el total de los pesos en poder del público duplican las reservas del Banco Central. No todos estos pesos pueden cambiarse por dólares. Recuérdese que, aún en las condiciones de hiperinflación vigentes en tramos de 1989 y 1990, el stock mínimo de pesos para transacciones retenido por el público representaba alrededor del 5% del PIB. Vale decir que, en la actualidad, si el peso conserva ciertas funciones exclusivas de cancelación de transacciones, el Banco Central estaría efectivamente en condiciones de canjear por dólares todos los pesos que el público puede venderle. En tal caso, el Banco Central perdería sus reservas en divisas que pasarían a manos de los particulares y se mantendría la actual paridad peso-dólar.

II) El segundo interrogante es: ¿Cuáles serían las consecuencias de esta dolarización sobre el sistema bancario? La respuesta exige distinguir dos tipos de situaciones.

La primera se refiere a una crisis de confianza solo sobre el peso, sin fuga de capitales, que se resuelve, efectivamente, con su conversión en dólares. En tal caso, bajaría drásticamente la tenencia de moneda y depósitos en pesos y aumentarían los dólares en poder del público y los depósitos denominados en dólares. En la actualidad, estos últimos representan el 50% del total de depósitos del sistema bancario. Después de la dolarización casi plena, esta proporción superaría seguramente el 80%. En tales circunstancias, los bancos transformarían su cartera activa denominada en pesos a préstamos en dólares. En resumen, el estado del conjunto del sistema bancario *post* dolarización sería semejante a la actual.

La segunda situación es que la crisis de confianza no solo se refiera al peso sino, además, al país y el sistema bancario. Vale decir, implique una desconfianza generalizada de que los bancos podrán devolver los depósitos y se genere una fuga de capitales. Si así fuera, el público no retendría sus dólares en el sistema bancario sino que los transferiría al exterior y/o los conservaría en efectivo. En ese caso, se produciría una situación de insolvencia y una crisis financiera que la dolarización no evita. El Banco Central es impotente para resolver una situación de esa naturaleza porque, en una economía dolarizada, carece de recursos para actuar como prestamista de última instancia.

En resumen, la dolarización evita la devaluación y el colapso del sistema bancario si la desconfianza se manifiesta solo en la conversión de pesos en dólares sin fuga de capitales. Pero si esta última se produce y es masiva, la dolarización desemboca en una crisis financiera y el colapso del Plan de Convertibilidad.

El Gobierno reconoció bien pronto que la dolarización era insuficiente para resolver el problema. La pérdida de alrededor de un 20% de los depósitos del sistema y, en algunas entidades, entre el 50% y 70% de los mismos, provocó el lanzamiento de un conjunto de medidas para restablecer la confianza y evitar la crisis financiera. Esas medidas operaron en tres niveles. Primero, aumentar la disponibilidad de divisas en cerca de unos 7.000 millones para fortalecer al sistema bancario y la convertibilidad. Segundo, la generación de un superavit fiscal del orden de \$ 4.500 millones para convencer a los mercados de la firmeza de la política de ajuste. Tercero, corregir el desequilibrio del comercio exterior gravando las importaciones de bienes intermedios y de consumo.

En conclusión, como corresponde esperar dentro del sistema de hegemonía financiera y su ciclo, los movimientos de fondos de corto plazo son vitales para el sostenimiento de Plan de Convertibilidad. Planteada la crisis, los objetivos de crecimiento y empleo de la política económica debieron ser subordinados a la recuperación de la confianza de los operadores financieros y la obtención de fondos que permitan evitar la fuga masiva de depósitos, el colapso del sistema bancario y el derrumbe del Plan de Convertibilidad.

En conclusión, bajo el Plan de Convertibilidad, la economía argentina sigue operando dentro del sistema de hegemonía financiera y su ciclo.

4 - Dos escenarios posibles: optimista y pesimista

Cuales son las perspectivas de corto plazo de la economía argentina en el contexto de la convertibilidad y del ajuste reciente?. La confianza sigue siendo el elemento crítico. Según se recupere o no se abren dos escenarios alternativos. Uno, optimista, en el cual se recobra la confianza en un contexto recesivo. Otro, pesimista, en que la pérdida de confianza desemboca en una crisis financiera. En realidad, si las expectativas no cambian, las medidas adoptadas son insuficientes y no es mucho lo que podría hacerse. Las reservas internacionales del Banco Central más los recursos adicionales previstos, no alcanzan para enfrentar una fuga masiva de capitales.

En las últimas semanas el Gobierno parece haber tenido éxito en frenar la pérdida de depósitos y la fuga de capitales. El triunfo electoral del pasado 14 de mayo, contribuyó a reforzar la confianza en la permanencia del Plan de Convertibilidad. Por ahora, no se verificaría el *escenario pesimista*.

En cambio, está en marcha el *escenario optimista*. La profundidad de la recesión dependerá de dos factores principales. *Primero*, el comportamiento de las exportaciones que, de todos modos, en el corto plazo, no podrían restablecer el equilibrio del balance de pagos en cuenta corriente. *Segundo*, la posibilidad de seguir contando durante el proceso de ajuste con crédito externo lo cual, si se logra, será a mayores tasas de interés con el consecuente aumento de los servicios de la deuda. Si la situación no sale de cauce y se consigue, aunque sea parcialmente, el crédito externo necesario, las reservas del Banco Central permitirían financiar la brecha restante. En cualquier caso, dadas las reglas del juego del Plan de Convertibilidad, cualquier disminución de las reservas del Banco Central reduciría la liquidez interna y aumentaría la tasa de interés, con los consecuentes efectos contractivos del nivel de actividad.

Sea como fuere, será imprescindible disminuir las importaciones. No es factible, con la actual estrategia, lograrlo mediante ajustes de precios relativos via devaluación. De todos modos, el encarecimiento de las importaciones deberá ser complementado con la disminución de la demanda interna. La estrategia oficial de reducir el gasto público contribuiría a restablecer el equilibrio de las finanzas estatales y a deprimir la demanda agregada. La suba

de la tasa de interés concurriría al mismo proceso de reducción del nivel de actividad y las importaciones. El Gobierno parece dispuesto a tolerar el efecto deprimente de la recesión sobre la recaudación tributaria en aras de la mejora del balance comercial.

En resumen y como cabe esperar, dentro del sistema de hegemonía financiera y su ciclo, con el cambio de la corriente de capitales externos de corto plazo, cambia la fase del ciclo.

5 - Las perspectivas

La experiencia de la economía argentina en las últimas dos décadas sugiere que el desarrollo económico y la estabilidad en el largo plazo son inalcanzables dentro de las reglas del juego del sistema de hegemonía financiera.

La recuperación de la gobernabilidad de la economía argentina es, por lo tanto, indispensable. Sin embargo, se plantea el interrogante de si esto posible en el marco de un sistema financiero mundial globalizado. La respuesta amerita dos tipos de consideraciones. La primera vinculada a los límites del sistema financiero internacional. La segunda, a la libertad de maniobra de un país periférico como la Argentina.

Sobre el primer punto debe recordarse que la expansión de los movimientos internacionales de corto plazo y la revolución informática ha sido acompañada por la desregulación generalizada de las transacciones financieras. La liberalización del marco regulatorio viabilizó el vertiginoso crecimiento de los movimientos de capitales especulativos. Pero el marco regulatorio no es permanente ni inmodificable. La crisis de los años treinta revela que el patrón oro y el sistema multilateral del comercio y pagos se derrumbaron cuando entraron en conflicto con los problemas del desempleo y la recesión de la producción y el comercio internacionales. En la actualidad, la volatilidad de los movimientos internacionales de capitales de corto plazo está siendo observada como un factor perturbador del funcionamiento del orden económico mundial y se han insinuado correctivos al respecto.

De todos modos, la reforma del sistema monetario internacional y la eventual regulación de los capitales especulativos de corto plazo, son decisiones reservadas a los principales centros del poder económico mundial. El interrogante es, pues, si un país periférico como la Argentina puede defenderse del impacto negativo de la volatilidad de los capitales especulativos.

La respuesta puede ser afirmativa si se cumplen ciertos requisitos básicos: la expansión de la capacidad de pagos externos via el aumento de las exportaciones, el equilibrio del balance comercial y de la cuenta corriente del balance de pagos, el equilibrio fiscal y políticas monetarias consistentes con la estabilidad de precios. Es preciso, además, reducir el endeudamiento externo y regular los movimientos de capitales especulativos de corto plazo. Este es el tipo de políticas que ha permitido a otros países periféricos, evitar quedar subordinados a sistemas de hegemonía financiera. Pudieron así sostener fuertes ritmos de crecimiento en condiciones de estabilidad de precios. Se trata, pues, de poner la casa en orden. En definitiva, la respuesta al interrogante es esencialmente política y descansa en la disposición de la sociedad de asumir la gobernabilidad de la economía y decidir su propio destino.

La estrategia económica oficial prometía que, al final del proceso de reforma estructural (privatizaciones, desregulación, apertura de la economía, flexibilización laboral), se abría un largo e ininterrumpido sendero de crecimiento de la producción, el empleo y el bienestar. La realidad sugiere, en cambio, que para mantener las actuales reglas del juego es imprescindible deprimir el nivel de actividad y, consecuentemente, el aumento de la desocupación.

Este escenario probable de la economía argentina no es consecuencia de una crisis financiera internacional global, inexistente, ni una peculiaridad específica del Plan de Convertibilidad. Sugiero, en cambio, que la situación actual es la fase recesiva del *ciclo financiero de empuje-recesión*, instalado en la economía nacional desde la Reforma Financiera de 1977. Se trata, pues, de un comportamiento sistémico y no de un fenómeno coyuntural.

6 - El peso y el real: la política cambiaria en el MERCOSUR

En Argentina y Brasil, el ancla cambiaria a través de un tipo de cambio fijo ha demostrado ser un poderoso instrumento de la lucha contra la inflación. Sin embargo, al mismo tiempo, plantea problemas graves en dos terrenos principales. Primero, el movimiento de los precios relativos en contra de los bienes transables y el deterioro de la competitividad externa. Segundo, la vulnerabilidad frente a los movimientos de capitales especulativos. En Argentina, bajo el régimen de convertibilidad, el Banco Central es una simple caja de conversión de pesos y divisas, sin poder de administración de la política monetaria.

La crisis mexicana volvió a demostrar que el déficit del balance de pagos y la dependencia de las entradas de capitales especulativos constituye una combinación explosiva. En la Argentina, hasta tiempos recientes, los recursos de corto plazo financiaron el déficit y permitieron aumentar las reservas del Banco Central y expandir la liquidez y el crédito. La reactivación económica fué, por lo tanto, efímera y sustentada en un endeudamiento insostenible.

La política de cambio fijo no ha modificado la situación y, antes bien, ha agudizado la subordinación de la economía a los movimientos de capitales de corto plazo. En Brasil, las autoridades económicas han flexibilizado la política cambiaria y señalado que no tolerarán un déficit de la cuenta corriente del balance de pagos mayor del 1% al 1.5% del PIB. Prudentemente, pues, la política cambiaria brasileña atenderá a la estabilidad de precios y al indispensable equilibrio de los pagos internacionales. Probablemente, lo mismo sucederá en la Argentina en el futuro cercano.

Existen dos poderosas razones para que los dos países concierten su política cambiaria. Por una parte, la importancia de su comercio recíproco y la necesidad de estabilizar la paridad de poder de compra del peso y del real. Por otra, la imperiosa necesidad de fortalecer las defensas frente a las turbulencias provocadas por la volatilidad de los capitales internacionales especulativos.

La cooperación de Argentina y Brasil en la administración de sus políticas cambiarias es imprescindible y urgente. El acuerdo podría consistir en una flotación conjunta de las dos monedas frente al dólar (o una canasta de las principales divisas) y en un régimen de paridad del poder de compra del peso

y el real que tome en cuenta el comportamiento de los precios internos en los dos países. La cooperación en el manejo de las reservas internacionales de los Bancos Centrales reforzaría el entendimiento y la capacidad de responder a las incertidumbres reactivadas por la crisis mexicana. El acuerdo argentino-brasileño facilitaría, a su vez, la convergencia de las políticas cambiarias de los otros dos socios del MERCOSUR: Paraguay y Uruguay. Sobre estas bases sería también factible establecer bases de cooperación con las autoridades monetarias de Chile.

El éxito de ese acuerdo requiere de una firme política antinflacionaria y de equilibrio presupuestario. Cuanto más sólida sea su situación fiscal, mayor será la capacidad de los gobiernos de Argentina y Brasil de flexibilizar la política cambiaria para reforzar la posición externa y, al mismo tiempo, estabilizar la economía.