



Subdesarrollo y crisis en América Latina: impacto de la brecha externa y recomendaciones para una adecuada inserción internacional

Alejandro Vanoli (UBA)

Introducción

En los últimos años los países de América Latina han revertido los desequilibrios de cuenta corriente financiados con endeudamiento, propios de los años 90, que produjeron severas crisis financieras en la mayoría de los países de la región.

Las crisis recientes han sido más intensas, duraderas y frecuentes dada la creciente globalización financiera y la profunda liberalización comercial y financiera en el marco de problemas estructurales históricos pendientes de resolución y agravados por la apertura.

En ese contexto repasaremos en una primera parte las características salientes de la globalización financiera distinguiendo si los movimientos de capital dependen de razones exógenas o endógenas a la región y sus efectos en América latina, tanto en la fase de auge como en la crisis, diferenciando los resultados según el grado de apertura y las políticas de manejo de la cuenta capital para luego discutir elementos salientes de una adecuada política macro externa y una razonable inserción internacional que permitan retomar una senda de desarrollo con equidad.

I. Factores que promovieron la globalización financiera y el ingreso de capitales a América Latina en los años 90

Las causas que favorecieron la creciente integración en los mercados de capitales son de origen múltiple pero pueden destacarse los cambios en las legislaciones nacionales, que permiten la libre entrada y salida de capitales, homogeneización y desgravaciones impositivas, la creciente importancia del ahorro institucionalizado canalizado por los fondos de pensión, compañías de seguro, fondos mutuales y fondos de cobertura (hedge funds), el desarrollo tecnológico y de comunicaciones que permitieron integrar sofisticados mercados extrabursátiles y crear sistemas de liquidación y compensación de valores internacionales multiplicando la velocidad de transmisión de la información y por ende las transacciones y el desarrollo de nuevos productos fundamentalmente la "titulización".

Con el desarrollo de las presiones inflacionarias en los años 60, los límites en las tasas de interés y a pesar de las regulaciones vigentes, se verificó un déficit creciente de balance de pagos en los países desarrollados por la acción de la salida de capitales hacia el euromercado y los centros off shore. De tal forma, se produjo un profundo clamor no solo de los bancos de los países desarrollados sino de vastos sectores de poder económico y político para eliminar las restricciones financieras e impositivas que habían favorecido la operatoria a través de dichos centros.



Razones de empuje pull o atracción push

Resulta conveniente, a efectos de determinar en que medida los países importadores de capital pueden influir sobre la cuantía de los ingresos y ver la sustentabilidad futura de dichos ingresos (porque sean producto de factores coyunturales o permanentes) ver las causas del cambio en la dirección de la circulación de los capitales distinguiendo los factores potenciales de expulsión de capitales de los centros (push) de los factores de atracción de la periferia (pull).

Factores de empuje (push)

Los factores exógenos o externos son aquellos que no dependen y están mas allá de las decisiones político-económicas de los Estados de los países emergentes. Si bien la cantidad de los factores posibles es muy amplia, vamos a citar algunos de los más importantes que se han dado en estos años.

a) descenso en la tasa de interés de los países desarrollados por la recesión (efectos sustitución e ingreso)

La tasa LIBOR a 6 meses de plazo (tasa de referencia para los préstamos y los bonos en el euromercado) que en promedio estuvo entre el 9% y el 12% entre 1979 y 1988 se contrajo a la mitad en la década del 90 y alcanzó niveles inferiores por debajo del 4% entre 1992 y 1993, llegando a valores mínimos a fines de los años 90 hasta 2.004. Dichos valores, y en presencia de elevados diferenciales de rendimientos de los activos emergentes respecto a los bonos del Tesoro de los Estados Unidos fueron un factor fundamental de redireccionamiento de los flujos de capital. Cabría remarcar que los cambios en las tasas de interés provocaron un doble efecto sobre los flujos de capital, un desplazamiento de la inversión por efecto sustitución y un efecto ingreso positivo por la mejora en la capacidad de pago de los deudores.

Asimismo se fue exigiendo menores requisitos de calificación crediticia, favoreciendo la emisión y venta de activos de deuda calificada como especulativa (non investment grade) en Suiza, Alemania Italia y Japón.

b) Cambio tecnológico

Los cambios tecnológicos que permitieron el desarrollo de las telecomunicaciones produjeron profundos cambios que permitieron incrementar los volúmenes de transacción entre operadores lejanos. Los avances en el campo de la informática permitieron la creación de mercados electrónicos a escala global disponiendo los inversores de información en forma instantánea sobre la situación de los mercados y pudiendo estimar automáticamente indicadores financieros para captar las oportunidades financieras y operar en los mercados en forma interactiva en tiempos real. Asimismo se generaron sistemas complejos de compensación, transferencia y pago de valores a nivel mundial. De esta forma operadores de distintos países tuvieron herramientas de bajo costo y alta seguridad para efectuar un seguimiento de los mercados mundiales, pactar operaciones y efectuar su liquidación.

c) Diversificación de cartera de Inversores institucionales

Una profunda transformación en la canalización del ahorro se verificó en los países desarrollados a partir de la creciente importancia del ahorro administrado en forma profesional en detrimento del ahorro individual invertido en forma de depósitos o acciones a partir de la creciente importancia de los fondos mutuales, de los fondos de cobertura, de las compañías de seguro para distintos fines y el incremento de los



fondos de pensión. En 1980 los activos de estas instituciones en cinco de los países del Grupo de los 7 alcanzaban a algo más de 2 billones de dólares. En 1993 dicho valor superó los US\$ 12 billones. Cabe señalar que en 1993 el valor de capitalización de las acciones en el mundo fue de US\$ 14 billones y el valor de los bonos públicos de los países del G7 US\$ 9 billones. Ya en la década del 90, en el Reino Unido y los Estados Unidos el total de dichos activos supera significativamente su producto interno. Por el volumen de activos, se destacan los fondos de pensión de los Estados Unidos, los fondos mutuales y las compañías de seguros de dicho país y las compañías de seguros del Japón.

Con la desregulación a las salidas de capital en los países desarrollados se fue autorizando la internacionalización de las actividades de dichas instituciones. Especialmente por las normas ERISA de 1974 se autorizó la adquisición de activos extranjeros por parte de los fondos de pensión de los Estados Unidos sujeto a la inversión "prudencial". La legislación de las compañías de seguro en los Estados Unidos es de carácter más restrictivo y varía en los distintos estados. El más representativo por tamaño de activos de sus compañías -el estado de Nueva York- autoriza la inversión en activos extranjeros hasta el 6% del total de activos.

Como ya se expuso precedentemente, también influyó la diversificación internacional de cartera de los inversores institucionales en busca de maximizar los rendimientos y diversificar los riesgos de mercados invirtiendo en mercados de baja correlación con los mercados desarrollados. Se estima que ya en 1993 los inversores institucionales de los Estados Unidos tenían en sus portafolios de inversión el 30% del stock emitido de bonos Brady de países latinoamericanos, en el marco de un proceso donde los bancos pasan a intermediar colocaciones y reducir su exposición lo que se profundiza a partir de 1998 por las normas de Basilea.

d) Aprobación de legislaciones que permitieron el endeudamiento en el exterior de las empresas

Fundamentalmente influyeron la aprobación de la Regla 144 A y la Regulación S (1990) en los Estados Unidos que permitieron la oferta pública de títulos valores a inversores calificados (bancos, fondos mutuales, etc.). En dicho país, las normas vigentes para efectuar ofertas públicas de activos eran muy estrictas en virtud de la Ley de Títulos de 1933 aprobada luego de la crisis de 1930. Asimismo, la Comisión de Valores exigía requisitos de información contable muy restrictivos difíciles de cumplir por la inmensa mayoría de las empresas de los países emergentes. Además se eliminaron requisitos que facilitaron la oferta pública, en términos de requisitos de provisión de información contable tanto en los Estados Unidos como en Japón. En este último país se autorizó la realización de ofertas públicas en el mercado japonés si se colocaban bonos hasta un máximo de 49 inversores calificados (Bonos 49).

Como factores mixtos pueden citarse:

a) Progresiva regularización de la deuda bancaria. (Plan Brady)

Implicó la renegociación de los atrasos de la deuda bancaria reestructurada desde 1982 y la conversión de los préstamos bancarios en bonos a 30 años de plazo con garantías en bonos de cupón cero del Tesoro de los Estados Unidos, y reducción o de capital (30 a 35% según los países) o de tasa de interés mediante emisiones a tasa fija inferior a las tasas vigentes por parte de un gran número de países entre 1989 y el presente (Argentina, Brasil, Costa Rica, Filipinas, México Marruecos, Nigeria, Perú y Venezuela entre otros) lo que posibilitó la reinaguración del crédito voluntario del exterior.



b) Aumento en la credibilidad y solvencia

La capacidad de repago de la deuda depende de las políticas internas pero también de factores exógenos como la evolución de las tasas internacionales (efecto ingreso) (F Arias Montiel 1995).

Factores de atracción (pull)

a) Reforma estructural

La privatización de empresas públicas a precios bajos con mercados cautivos implicó crear importantes oportunidades de negocios con expectativas de alta rentabilidad. Incluso la aceptación de títulos de la deuda permitió deshacer elevadas posiciones de los bancos y capitalizar sus acreencias.

Casi un tercio de la inversión directa externa ingresada entre 1988 y 1992 (US\$ 16,7 mil millones de 47.000 millones) correspondió a mecanismos de privatizaciones o capitalizaciones. La inversión directa en los años 90 tiende a concentrarse en las esferas de influencia de los países desarrollados; EE.UU. aumenta la inversión hacia Latinoamérica. Europa que había invertido importantes fondos en Latinoamérica durante la crisis de la deuda se reconcentra en la Unión Europea y Europa Oriental, salvo España que aumenta significativamente su exposición a América Latina. Japón por efecto de la depresión inmobiliaria y de la fuerte caída en la bolsa de valores luego de 1990 reduce su nivel de inversión extranjera en el exterior concentrándose más en Asia.

b) Liberalización de la cuenta capital

La progresiva liberalización de la cuenta capital en el marco de procesos de privatización y generación de reformas “orientadas al mercado” significó la posibilidad de acceder a financiamiento internacional bajo diversas formas, inversión directa, inversiones de cartera, préstamos bancarios, etc.

Asimismo cabe señalar otros factores de atracción:

Eliminación de restricciones a las transferencias de utilidades y dividendos

Desarrollo y/o creación de mercados abiertos de títulos

Altas tasas de interés en moneda local en un contexto de estabilización económica lo que brindó un virtual seguro de cambio en moneda dura.

La distinción respecto a la prevalencia de los factores de “push” o “pull” son relevantes para administrar los flujos de capital. Si los factores externos (“push factors”) son las razones fundamentales para determinar los flujos de capital entonces los países emergentes deben considerar en el diseño de sus políticas este patrón de comportamiento, evitando el sobreendeudamiento y generando políticas anticíclicas como las empleadas por Chile, Colombia y otros países asiáticos en los años 90.

Por el contrario, si los ingresos de capital se deben a las necesidades de financiamiento de los países receptores y su mayor disponibilidad es el resultado de mejores políticas económicas internas, ellos no requieren ser objeto de una preocupación especial. Por supuesto que el conseguir mejores y más estables condiciones de financiamiento será función de la capacidad de los países para desarrollar políticas apropiadas que favorezcan la estabilidad macroeconómica y el crecimiento.



Entre los que le dan preeminencia a los factores de atracción está Schadler (1993) que señala que los inversores distinguen las diferencias macroeconómicas existentes entre las distintas regiones y las diferencias intrarregionales.

Chuhan (1993) encuentra que la varianza de las inversiones de portafolio desde Estados Unidos hacia países emergentes se explica en la misma proporción por los factores de push y por los factores de pull. Hernández y Rudolph (1995), arriban a conclusiones parecidas.

En general la mayoría de los autores dan predominancia a los factores de “push” para explicar el fenómeno de reversión de los flujos de capital, como es el caso de Calvo Leiderman Reinhart (1992). Otros como Chuhan Claessens Mamingi (1993) otorgan igual peso tanto a los factores de atracción como a los de empuje. Fernández Arias (1994) le otorga un 60% a los factores de “push” pero efectúa una ponderación de los factores exógenos de la credibilidad de los países endeudados asignándole finalmente un 86% a los factores de push. En línea con esta evidencia los flujos de capital también ingresaron a principios de los años 90 a países en momentos de inestabilidad, e incluso con la deuda bancaria aún no reestructurada como Brasil y Perú y resulta difícil pensar que los inversores ya “descontaban” las futuras reformas.

Tomado en cuenta esto y los distintos estudios entre los cuales está el de Le Fort, Sanhueza (1997) puede señalarse que:

La volatilidad cíclica del PIB esta asociada con un conjunto de variables externas, un conjunto de variables de políticas de demanda doméstica y un conjunto de variables asociadas a la restricción externa.

Los flujos de capitales ejercen un efecto pro cíclico significativo y robusto sobre el ciclo del PIB. El tipo de cambio real es una variable que determina la magnitud y dirección de dichos flujos.

La volatilidad del saldo de la cuenta de capitales de los países latinoamericanos está asociada de forma estadísticamente significativa con un conjunto de variables domésticas fundamentales asociadas al arbitraje, un conjunto de variables estructurales asociadas a los niveles del EMBI y al rezago de los flujos de capitales.

Entre las variables domésticas fundamentales la que ejerce el efecto más importante significativo y robusto es el tipo de cambio real. El resultado obtenido indica un comportamiento contra cíclico y desestabilizador en la relación entre el TCR y los flujos de capitales. El ciclo de la cuenta de capitales responde negativamente al ciclo del tipo de cambio real, por lo que una sobre apreciación atrae más capitales, y una sobre depreciación los repele de forma que la reacción del tipo de cambio real es desestabilizadora.

El ciclo de la cuenta de capitales responde significativamente a niveles bajos del riesgo país. En condiciones de economías “emergidas”, con un Embi bajo 100 puntos base, los flujos de incrementan por encima de los explicados por los otros factores.

Mellado y Valdés (2000), en línea con el trabajo citado de Calvo encuentran que las tasas de interés de Estados Unidos afectan en forma significativa y contra cíclica a los flujos de capital hacia países latinoamericanos.

Se encuentra que el ciclo de la economía de los Estados Unidos genera efectos procíclicos en las economías latinoamericanas, lo que también se encuentra en Calvo et. al. (2001). Sin embargo, a diferencia de este último estudio, encontramos que el ciclo de los Estados Unidos tiene efectos de amplificación en el ciclo de las economías latinoamericanas.



Argumentos teóricos del beneficio del ingreso de capitales

Según las teorías convencionales, el ingreso de capitales produce un aumento del bienestar sujeto a determinados supuestos de optimalidad de uso, ausencia de shocks y supuestos de fijación de un horizonte de largo plazo de los prestamistas para esperar la maduración de los proyectos de inversión.

La liberalización de los movimientos de capitales -en la visión convencional originada en el trabajo de Mc. Kinnon y Shaw que promueve la liberalización como forma de eliminar la represión financiera y aumentar la inversión- permite una asignación óptima del ahorro mundial ya que posibilita el flujo de capitales para la inversión en proyectos de otros países con mayores tasas de retorno en países con una insuficiente tasa de ahorro, mejorando de esa forma la asignación mundial de los recursos (Mathieson -Rojas Suárez 1993).

Para que el ahorro externo no genere problemas de balance de pagos, el mismo debe ser empleado en la financiación de proyectos de inversión que permitan directa o indirectamente aumentar la tasa de crecimiento de las exportaciones, cuya productividad sea mayor que la tasa de interés de la deuda contraída; para que posteriormente el excedente en divisas por exportaciones permita reducir nivel de endeudamiento. De esta forma como la maduración de los proyectos generalmente insume un cierto período de tiempo, los acreedores deben ser racionales y esperar que el flujo de fondos neto tenga signo positivo.

Cabe destacar que a diferencia del flujo de bienes físicos, el intercambio de bienes financieros está signado por la incertidumbre de la realización futura del mismo debido a que el mismo no es total e inmediato como el de intercambio de los bienes físicos.

Asimismo, la expectativa de la tasa de retorno de la inversión depende de factores muy afectados por la volatilidad, pudiendo cambiar en forma rápida las expectativas y en circunstancias de temores ante cambios macroeconómicos desfavorables, se produce un aumento de la preferencia por la liquidez, se reduce el horizonte de planeamiento y esto afecta a las inversiones de largo plazo.

Existen otros factores que impiden la generación de un circuito virtuoso del endeudamiento. Para Tobin (1984) y Stiglitz (1993) los precios no siempre valoran adecuadamente la matriz de rendimientos/riesgos en el largo plazo generando shocks por problemas de información. Asimismo la percepción de que existan garantías de algún prestamista de última instancia, sea Autoridad Monetaria, Estado Nacional, Organismo Internacional o Estado de algún país desarrollado pueden crear señales erróneas en la percepción de los riesgos (Calvo 1992). Esto puede generar crisis por sobrevaloración de los activos generando burbujas que después provocan crisis. Precisamente la falta de claridad sobre la existencia de un prestamista de última instancia internacional es un elemento clave para entender el proceso que condujo a la crisis de Argentina en 2001.

Como se observa, si se producen choques exógenos (elevación de las tasas de interés internacionales o fuertes caídas en los términos de intercambio) como en los años 80, en 1994, existe miopía en el horizonte de planeamiento de los acreedores o existen rigideces en la economía que desalientan la inversión de largo plazo, aumentos en el nivel de endeudamiento provocan futuras crisis de sector externo como es el caso de algunas economías emergentes en 2006 (Turquía, Hungría, etc.).

Además existen dificultades de intermediación de los sistemas financieros de los países subdesarrollados, ante el ingreso masivo de capitales, por la inmadurez de su mercado de capitales que impiden la valuación de los riesgos y la canalización de los fondos a proyectos eficientes.



Efectos producidos por el ingreso de capitales en Latinoamérica

Luego de la fuga de capitales de los años 80, el ingreso de capitales creció con fuerza en los años 90, ya en 1992 representó en América Latina el 5,6% del PBI en 1992.

Esto permitió la recuperación del nivel de crecimiento del PBI y el incremento en el nivel de reservas internacionales. Pero también produjo una caída del ahorro interno que ante la recuperación del nivel de la tasa de inversión provocó un importante déficit en cuenta corriente que pasó del 0,8% entre 1983 y 1989 al 3,3% en 1992. Asimismo el valor de las importaciones se incrementó de 9% a 14% del producto en dicho lapso mientras que el valor de las exportaciones solo aumentó del 15,7% al 18,5% del producto.

Resulta ilustrativo comparar el destino de los ingresos de capital de países seleccionados de América Latina y Asia hasta 1993 y su situación relativa. Si bien no se verifican diferencias apreciables entre el agregado de ambas regiones en cuanto a la proporción de la acumulación de reservas, los pagos a los factores y la financiación del déficit de cuenta corriente del ingreso de capitales, puede observarse que la proporción del consumo y la inversión en la absorción total presenta importantes diferencias.

En el caso de la Argentina y de México en la primera mitad de los años 90, alrededor del 70% de la absorción corresponde a gastos de consumo mientras que en los países de Asia, salvo el caso de Filipinas la proporción se invierte a favor de la inversión; incluso en Corea, Indonesia y Tailandia la tasa de crecimiento de la inversión superó la tasa de crecimiento del ahorro externo. En Latinoamérica se distinguió el caso de Chile donde la inversión representó el 80% de la absorción. En general en los países donde el ahorro externo fue menos sesgado hacia el financiamiento del consumo, el tipo de cambio se apreció en menor proporción independientemente del monto del ingreso de capitales.

Como puede observarse, el ingreso de capitales provocó efectos diferenciados en distintos países en virtud del grado de intensidad de dicho ingreso y de las políticas internas ante el mismo. Estas diferencias explican porque algunos países sufrieron la crisis del tequila, la crisis rusa de 1998, Brasil en 1999 o Argentina en 2001. La crisis asiática en cambio muestra como niveles elevados de ahorro interno no inmunizan ante desequilibrios de la cuenta corriente propios de apreciaciones cambiarias en el marco de procesos de liberalización cambiaria aún en ausencia de endeudamiento público externo.

Con posterioridad a la crisis rusa, los flujos de capital se redujeron retomando un sendero creciente a partir de 2003. Como se observa en el cuadro 1 del Anexo, en 2005 los flujos de capital privado superaron significativamente los niveles pre-crisis de 1998, en un marco de bajas tasas de interés internacional y un sector externo superavitario favorable en la mayoría de los países en desarrollo. La distribución regional de esos flujos (cuadro 2) marca que los flujos financieros se dirigieron a todas las regiones emergentes, con fuerte crecimiento desde 2002 no solo en América Latina donde ese año tocaron un mínimo sino en Asia y Europa Central y Oriental.

Efecto del Ingreso de capitales y crisis

Luego de haber analizado que los factores de "push" son una fuente primordial para determinar el ingreso de capitales y que no existe una diferenciación razonable de los países emergentes en los momentos tanto de auge de la liquidez internacional como también a veces en los de crisis, vale la pena señalar las razones y los efectos de



determinados shocks exógenos que determinan crisis financieras en los países receptores.

Cambios abruptos en la política monetaria de los países centrales

Estos cambios, que en general reflejan los ciclos de crédito que acompañan a los vaivenes económicos, se manifiestan a través de las tasas de interés y la disponibilidad de créditos. En estos casos la crisis deviene, tanto por el aumento del peso de los servicios financieros como por el racionamiento de créditos, que afecta el balance de pagos y el sistema financiero de los países que entran en crisis. Por ejemplo, mencionamos en la sección anterior la suba de las tasas de interés a principios de los años '80, debida a la adopción de una política monetaria fuertemente restrictiva para combatir las presiones inflacionarias, particularmente en Estados Unidos, Gran Bretaña y luego en el resto de Europa Occidental, que fue un detonante claro de la crisis de la deuda de 1982. Otro ejemplo más reciente fue la duplicación del nivel de las tasas de interés en EE.UU. en 1994, preludio de la crisis mexicana de fines de ese año la crisis del "tequila", que afectó particularmente a la Argentina en 1995.

También movimientos significativos en los tipos de cambio de los países centrales son una fuente de crisis, tal como ocurrió con la fuerte depreciación del yen a partir de 1995, que fue uno de los factores que provocó la crisis que azotó a ciertos países de Asia, un par de años después. En estos casos, la crisis se produce tanto por la reducción abrupta de la disponibilidad de créditos, como por el peso de los intereses de la deuda antes contraída.

Transmisión por "contagio"

Ante una crisis que se produce en un país determinado, países vecinos, o relacionados por factores económicos o financieros, o incluso por presentar algunas características comunes, son percibidos como más riesgosos por los mercados internacionales de capital. Ocurre también que varios países integran fondos comunes de inversión de la misma clase, por ejemplo fondos de países emergentes. Una retracción o retiro de los inversores induce en estos casos una liquidación de activos de otros países que están en el mismo fondo, provocando así una caída en los precios, una suba en las tasas de interés y una mayor prima de riesgo en diversos países emergentes. Este fenómeno puede producirse también por devaluaciones de países vecinos. Este fenómeno fue común en el caso de la crisis asiática y lo vamos a considerar con más detalle mas adelante. Un fenómeno similar se registró más recientemente con los efectos de la devaluación de Brasil sobre la economía argentina, no sólo por la vecindad, sino también por sus fuertes lazos de intercambio con la economía del Brasil.

Fallas en los mercados de capitales

En general, la literatura económica y financiera caracteriza a los mercados de capitales con cualidades de eficiencia en lo que comúnmente se denomina "mercado de competencia perfecta", donde se supone que la información disponible es perfecta y pública, los inversores son muy numerosos e independientes, y ningún grupo pequeño y ninguno de ellos puede influenciar más que otros en los precios de mercado. Además postula que los operadores son "racionales" y su objetivo común es maximizar los beneficios de largo plazo.



Del análisis de las distintas crisis financieras y en particular las diversas ocurridas en la década del '90, se observa que el mercado "real" tiene un comportamiento muy diferente al ideal que surge de la teoría.

Existen múltiples problemas de información, a pesar de que el desarrollo tecnológico haya facilitado su acceso y disseminación. La información relevante suele ser costosa y por tanto de acceso asimétrico entre los distintos inversores. La asimetría de la información, como vimos en Stiglitz y otros ya a comienzos de los años '80, suele ser un factor de gran peso en la distribución o racionamiento del crédito.

La existencia de grandes inversores, que en general influyen con su comportamiento sobre los precios, particularmente en mercados relativamente pequeños como el de los países en desarrollo, genera un típico comportamiento llamado de "manada" o "rebaño", donde los más grandes y prestigiosos influyen sobre el resto.

Asimismo, la conducta de los inversores generalmente privilegia el corto plazo, por razones de información u horizonte de planeamiento, y puede actuar de manera tal que la teoría consideraría "irracional", valorando subjetivamente con distinto criterio, indicadores similares en distintos momentos de tiempo. Esto se presenta tanto en oleadas de euforia donde se minimizan los riesgos a la búsqueda de retornos extraordinarios, o bien en oleadas de pánico cuando se exageran los factores negativos. Esas oleadas se combinan con profecías generando círculos viciosos, "autocumpléndose".

Veamos como los factores internos inciden en las crisis:

En general estos factores, sobre todo en los países más afectados por las crisis recientes, están vinculados con la adopción rápida e imprudente de la liberalización comercial y financiera, recomendada por otra parte por los organismos internacionales y las doctrinas económicas de mayor peso mediático. Para muchos países, entre ellos la Argentina, abrir de ese modo la economía al mundo globalizado fue como inscribirse en carreras de Fórmula 1 sin haber instalado y revisado el motor, el sistema de frenos, y la capacidad del piloto, lo que lógicamente generó problemas al entrar en la primera curva pronunciada.

Deficiencias en políticas macroeconómicas (fiscales, monetarias y externas)

La imprudencia en las políticas públicas suele ser un factor que en el mediano plazo despierta una crisis. La disponibilidad de capitales internacionales abundantes en oleadas de euforia o alta liquidez ha tendido a ser la fuente de esas deficiencias en el plano fiscal, monetario y de pagos externos. Estas deficiencias –o imprudencias- se ponen de manifiesto en forma de crisis en los períodos de restricciones de la liquidez internacional.

La responsabilidad histórica por estos procesos es compartida tanto por los gobiernos y empresarios de los países receptores, como por los acreedores –que también valoraban más sus comisiones presentes que los riesgos (y comisiones) futuros- y por los propios Organismos Internacionales que alabaron las bondades del reciclaje internacional de capitales, sobre todo en la época de exceso de liquidez por abundancia de petrodólares. Unos y otros se comportaron de manera similar en el proceso que llevó a la crisis de la deuda de los '80 como en la primera parte de los años '90. Como si el nuevo "maná" fuera un regalo de Dios que iba a estar disponible siempre, y no préstamos a interés o inversiones a plazo y en busca –temporal- de retornos.

- Fortaleza del sistema financiero y del mercado de capitales.



Este fue otro factor fundamental en varios episodios críticos. Los sistemas financieros nacionales de muchos países receptores no estaban preparados para intermediar eficientemente grandes flujos de capital. Por otra parte, los organismos públicos encargados de la supervisión financiera no tenían ni una legislación ni regulaciones prudenciales eficientes y tampoco cantidad y calidad de recursos para efectuar una adecuada supervisión del mercado local de crédito y de capital.

- Imprudencia en el manejo de la deuda pública y privada.

En muchos casos, cuando los países tuvieron problemas por mayores dificultades de acceso al crédito y mayores costos, optaron por reducir el plazo de las colocaciones, convertir la deuda en monedas fuertes, y/o colocar deuda a tasa variable. Como veremos, en los casos de México en 1994, Brasil en 1998 y Argentina 2001, entre otros, esto generó una concentración de vencimientos, mayor costo fiscal, percepción de un mayor riesgo de renovación de la deuda, pérdida de reservas, aquello que antecede a la devaluación de la moneda y al incumplimiento o *default* de los compromisos, con pésimas consecuencias financieras y económicas. La propia dinámica de apertura comercial conduce a la apertura financiera lo que incrementa el endeudamiento y el costo del mismo endeudamiento (Aizenman 2004)

En general, las crisis responden a algunos de estos factores externos e internos y son la consecuencia de fuertes procesos de ingresos de capital de cartera (inversiones financieras), incorrectamente asignados en los países receptores para mejorar su capacidad productiva y de repago de los capitales recibidos. Por lo demás, no es raro que estos ingresos de capital correspondan a inversiones especulativas que buscan aprovechar el diferencial entre las mayores tasas de interés locales respecto de las tasas internacionales. Pero esta misma abundancia de capital externo lleva a una apreciación de la moneda local, eleva la disponibilidad de crédito y genera un mayor crecimiento ligado a mayores importaciones de bienes de consumo e inversión, más que al crecimiento de las exportaciones, debido al abaratamiento relativo de los productos importados. Pero en algún momento la acumulación de déficits y el nivel de endeudamiento generan a su vez una salida de capitales que se va acelerando y desemboca en un “desbarranque” de la moneda, el crédito y la actividad económica en general. Sucederá esto en varias economías centro europeas y de Oriente Medio e incluso algunos países “desarrollados”?

Estrategias de política para minimizar los efectos indeseados del ingreso de capitales

Ante el ingreso de capitales los países pueden optar por tres estrategias

a) No intervenir, lo que provoca una caída en la tasa de interés, un aumento de la demanda global y un incremento de los precios de los bienes no sujetos a la competencia internacional (no transables) que se encarecen respecto a los transables generando una revaluación cambiaria. Un ejemplo extremo es la Argentina en los años 90.

b) Intervenir en el mercado, para evitar la apreciación cambiaria mediante la compra de las divisas ingresadas.

c) No permitir los efectos reales del ingreso de capitales mediante la esterilización de dichos flujos e incluso establecer restricciones de precio o cantidad a los flujos financieros de corto plazo como ha efectuado Chile en los años 90, diversos países de Asia y Argentina desde 2003.



Cabe señalar que los efectos del ingreso de capitales sobre la balanza comercial se reforzaron en América Latina por las políticas generalizadas de levantamiento a las restricciones comerciales pararancelarias y una reducción generalizada de los aranceles, especialmente por el aumento en las preferencias comerciales con los países vecinos por los acuerdos de integración tendientes a la constitución de zonas de libre comercio y uniones aduaneras.

En el caso de la Argentina, ante la existencia de tipo de cambio fijo y la convertibilidad del peso, la absorción de los fondos ingresados, mediante la entrega de moneda nacional a la paridad de conversión. Esto provocó un aumento en el nivel de monetización, una caída en las tasas de interés, aumento en el crédito interno y un aumento del producto a partir del aumento en el consumo y en menor medida en la inversión. Asimismo se produjo un cambio en los precios relativos en favor de los bienes no comercializables que incrementó el déficit comercial. Financiado con endeudamiento lo que provocó una dinámica explosiva de apreciación real.

Otros países como Chile, Colombia, y los de Asia Oriental decidieron minimizar, en mayor o en menor medida, los efectos reales provocados por el ingreso de capitales, mediante distintos mecanismos tendientes a desincentivar el ingreso de capitales especulativos de corto plazo. En el caso chileno la introducción de controles de capital demostró amplia efectividad para desincentivar los flujos de corto plazo limitando la apreciación real del tipo de cambio y promoviendo inversión de mediano y largo plazo (Le Fort, Sanhueza 1997)

Algunos de estos mecanismos fueron los siguientes:

Colocación de bonos

Imposición o aumento de las reservas bancarias para minimizar el multiplicador del crédito y aumentar los costos del ingreso de capitales.

Prohibición del ingreso de capitales a los mercados de capital doméstico

Imposición de depósitos indisponibles a entidades estatales o paraestatales nacionales.

Favorecer la salida de capitales mediante la eliminación de restricciones sobre los importadores o liberalizando las inversiones de los fondos de pensión, bancos compañías de seguro, etc.

Fijar tipos de cambio sin una pauta preestablecida para crear incertidumbre sobre el tipo de cambio futuro.

Establecer medidas (impositivas y legales) de fomento al ahorro interno evitando que el ahorro externo sustituya al interno.

La elección y éxito de las distintas estrategias responde de manera fundamental al diagnóstico sobre la sustentabilidad e intensidad de los flujos de capitales.

Si se supone que el fenómeno es de carácter duradero, debido a cambios estructurales que implican una mayor solvencia de los países receptores, por expectativas del mantenimiento de bajas tasas de interés internacionales, la adopción de políticas internas más racionales o por un crecimiento sostenido y no coyuntural de las estrategias de diversificación de los grandes inversores internacionales resultará difícil y poco efectivo que el Estado intervenga en sentido anticíclico.

Si en cambio se supone que la reversión de los flujos corresponde a un fenómeno transitorio, vinculado principalmente al "dinero caliente" de inversores de corto plazo, que en virtud de coyunturales diferenciales de rendimientos, por oportunidades de negocios puntuales, o por un cambio puntual y no sostenido en la diversificación



internacional de las carteras, por una caída transitoria en la tasa de interés de los países centrales que alivie el sector externo de los países subdesarrollados y se tema una reversión de los flujos que rompa la burbuja especulativa ante la menor crisis de confianza y se hayan generado distorsiones estructurales en el sector productivo, afectado el nivel de empleo y las exportaciones de dichos países, se torna razonable minimizar las distorsiones que dichos capitales puedan crear. La experiencia de las crisis recientes y la volatilidad recurrente de los movimientos de capital es clara en el sentido de la conveniencia de tener prudencia mediante la instrumentación de políticas anticíclicas y controles selectivos a los movimientos de capital.

Con este último diagnóstico resulta racional tomar medidas de prevención. No obstante, cabe señalar que las políticas de esterilización de los flujos de capital, tienen costos que se deben sopesar con los beneficios, siendo más costosas proporcionalmente en función del lapso de duración y la intensidad del fenómeno.

Una política óptima de esterilización implica el uso de un "mix" de dichas medidas (controles, emisión de bonos, ahorro fiscal, manejo de la política monetaria) que sean consistentes entre sí, a efectos de minimizar los costos de dichas políticas en un contexto de creciente globalización y sofisticación de los inversores. De manera especial, se debe incentivar el crecimiento del ahorro interno que pueda financiar la inversión en épocas de mayor restricción externa.

Es oportuno recordar que el Art. 6 del Acuerdo Constitutivo del FMI contempla la posibilidad de mantener restricciones a los movimientos de capital, como forma de reducir los riesgos de la recurrente volatilidad financiera que había registrado la historia de las crisis internacionales. Amparados por este Artículo, en la inmediata posguerra un número de países desarrollados liberalizaron rápidamente su comercio internacional pero mantuvieron restricciones tanto al ingreso como al egreso de capital financiero. Estas restricciones se fueron aliviando junto con el desarrollo de mercados de capital local profundos, y también de una adecuada regulación y supervisión financiera.

En cambio, muchos países subdesarrollados - entre ellos la Argentina-, en condiciones totalmente diferentes, abrieron su cuenta de capital a mediados de los años 70, lo cual trajo una oleada de endeudamiento, retraso cambiario, y mayores déficits fiscales y comerciales, desembocando como se sabe en crisis financieras y de pagos externos, de cruentas consecuencias económicas y sociales.

Tras la crítica década de los 80, a lo largo del decenio siguiente algunos países, invadidos por el neoliberalismo y estimulados por el FMI y los "sentimientos (¿!) de los mercados", adoptaron una rápida apertura a los movimientos de capitales externos. Esto tuvo un papel decisivo en la crisis de México en 1994, la de varios países de Oriente en 1997, la de Rusia, Brasil, Argentina y Turquía en los años siguientes. Otros países, como China, Chile y Taiwán, mantuvieron restricciones a los movimientos de capital, con resultados muy superiores en términos de crecimiento y estabilidad macroeconómica (French Davies-Ocampo 2001). Incluso un estudio de K. Rogoff (2004) escrito un año antes, aún revistando como Director de Investigaciones Económicas del FMI -en conjunto con otros autores- concluye que no existe evidencia estadística significativa entre liberalización financiera y crecimiento, una interesante parábola previa a su partida del FMI luego de que la crisis asiática demorara la pretendida obligatoriedad de apertura de la cuenta capital a nivel global impulsada por el FMI, que la crisis asiática demoró, ¿para siempre?.

II. Alternativas de políticas nacionales para la periferia latinoamericana



¿El acceso al financiamiento externo altera la estructura y condiciones económicas de la economía receptora, o simplemente acrecienta la masa de ahorro disponible con la inevitable contrapartida de aumento del endeudamiento o los pasivos externos de esas economías? ¿Los Estados deberían adoptar una posición básicamente pasiva o activa frente a los movimientos de capitales internacionales a través de sus fronteras?

La experiencia de las dos últimas décadas por lo menos, y la situación y perspectivas de la globalización financiera muestran efectos muy considerables y variados sobre la periferia. En primer término, como vimos un gran aumento del volumen de los flujos. Segundo, discontinuidad en los movimientos de capitales entre el centro y la periferia: hay etapas de influjo masivo que se suceden en general en forma abrupta con otras de estancamiento o reflujo. Es asimismo importante la naturaleza de los flujos: bancarios o no bancarios, de inversión directa o de cartera; en fin, de financiamiento que podríamos dividir entre “positivo” (que nutre inversiones reales y aumenta la competitividad internacional) y “especulativo”.

Para el análisis de la naturaleza actual del financiamiento externo y sus perspectivas futuras es muy importante observar que el volumen, la naturaleza y la continuidad de los flujos acusan importantes diferencias entre regiones y entre países.

Aumento del volumen, diversificación de las fuentes, de la asignación de los recursos y la volatilidad son probablemente las características más importantes de las oleadas de capitales hacia la periferia en los últimos lustros. Es probable que estas características sigan dominando el escenario de los movimientos de capital hacia y desde la periferia. El gran desafío para los países de la periferia es optimizar el aprovechamiento de las oportunidades de financiamiento y minimizar los riesgos de la volatilidad.

Una abundante y polémica literatura ha descrito y analizado estas posibilidades y riesgos. La mayor parte de ella se ocupa de las consecuencias y de las políticas macroeconómicas ante los flujos y reflujos de capitales. En general, en lo que a América Latina concierne, pueden distinguirse dos posturas polares, y varias intermedias. Por una parte las que se encuadran en el llamado “Consenso de Washington” y que se identifica con una corriente que se ha dado en llamar neoliberal: apertura comercial y financiera, privatizaciones, desregulación y liberación de mercados en un marco de equilibrios macroeconómicos. Y otras más heterodoxas que se pueden encontrar directamente o entre líneas en muchos autores, posiciones políticas, e inclusive en informes de organismos internacionales, sobre todo en la esfera de las Naciones Unidas, como la UNCTAD y la CEPAL. Por ejemplo, en un estudio publicado por esta última hace pocos años sobre políticas para mejorar la inserción en la economía mundial, se discuten dos temas fundamentales para las políticas nacionales frente a los flujos de capital externo: sus efectos internos y lineamientos de política macroeconómica; y la regulación, supervisión y estabilidad de los mercados de capital.

De todas maneras las políticas nacionales que buscan optimizar el aprovechamiento de los flujos financieros y minimizar sus peligros estarán restringidas, en un marco de gran incertidumbre, por la volatilidad y el poder de los mercados financieros y por la influencia de los ciclos económicos y de crédito de los países centrales. Esos factores de inestabilidad e incertidumbre exigen precisamente fortalecer la capacidad del Estado periférico –y no faltan exitosos ejemplos de esta línea estratégica- para orientar los flujos hacia inversiones que apuntalen el desarrollo interno y la inserción de la economía nacional en la globalización, al tiempo que se adoptan políticas para prevenir o morigerar las inevitables tensiones que los ciclos externos y la volatilidad acarrearán. Por supuesto que no se trata de “sustituir” al mercado, sino de contribuir a su mejor funcionamiento y mayor eficiencia para el bienestar nacional, sobre todo



previniendo sus distorsiones económica y socialmente perversas. En suma, de una articulación de Estado y mercados que sea funcional al desarrollo económico y social de los países.

No podemos discutir este tema central en el límite del presente trabajo. Su propósito principal es intentar comprender la experiencia y perspectivas de la globalización financiera contemporánea, como contexto para el análisis de políticas nacionales desde el punto de vista de una adecuada inserción externa. Desde este último punto de vista, esencial para quienes analizan o deciden políticas en países periféricos - entre ellos la Argentina-, destaquemos algunos de los principales efectos de la expansión de la globalización financiera sobre las economías de la periferia, y en especial sobre América Latina. Esos efectos pueden dividirse en macroeconómicos - sobre los equilibrios monetarios, fiscales, de balance de pagos- y microeconómicos - eficiencia en la asignación y en el uso de los recursos dedicados a la producción-. Las interrelaciones entre ambos tipos de efectos se integran en la dimensión global del desarrollo económico y, por lo tanto, de las políticas tendientes a promoverlo.

La experiencia de la globalización financiera contemporánea muestra su relación con las tendencias y altibajos de las economías latinoamericanas. Esa experiencia señala sobre todo la necesidad de que las políticas estructurales y macroeconómicas de nuestros países permitan seguir con respecto a los flujos financieros externos una estrategia que la CEPAL ha descrito como un ciclo de endeudamiento virtuoso o compensador. Que sería un ciclo donde la captación del ahorro externo y su asignación eficiente permitirían a nuestras economías el aumento de la productividad y del producto en una estrategia apoyada tanto en el mercado interno como en las exportaciones. Se pasaría así a una etapa del ciclo en que el ahorro externo bien invertido generaría, en un proceso de crecimiento económico sostenido, los recursos necesarios para su propio servicio. El mismo círculo compensatorio fortalecería el equilibrio de balance de pagos y el equilibrio fiscal. En efecto, los mayores pasivos externos y fiscales acumulados en el período de ingresos masivos de fondos externos, se verían compensados por los ingresos generados por el aumento de la producción, el ingreso y las exportaciones. Con los ingresos que una política fiscal apropiada derivaría del aumento de la actividad económica se lograría el equilibrio de las cuentas públicas. Con el aumento de las exportaciones se podría hacer frente a los pasivos externos y fortalecer la solvencia internacional del país, reduciendo sus necesidades de ahorro externo.

Uno de los mayores peligros de la volatilidad de los flujos financieros externos es su impacto sobre la oferta y la demanda de dinero y sobre el sector financiero y el crédito interno de los países periféricos. Las variaciones súbitas de los flujos afectan a veces de manera crítica la disponibilidad y costo del crédito y la fortaleza o debilidad del sistema financiero. Así lo prueban las crisis bancarias asociadas a las crisis externas de mercados emergentes en la última década.

Quizás estos años donde se han conjugado situaciones distintivas respecto a los años 90, como es un escenario internacional favorable en términos de crecimiento global, términos de intercambio favorables (ver cuadro 3) que han permitido revertir temporalmente los déficit de cuenta corriente a partir de 2.003 y reducir la carga de la deuda constituyen una oportunidad para discutir políticas que permitan asegurar un escenario de solvencia intertemporal que aleje el fantasma de la brecha externa si se revierten las condiciones favorables de los últimos años.

En el caso argentino, la severa crisis de 2001 marcó las profundas consecuencias de una elevada exposición a los flujos de capital en el marco de serias inconsistencias macroeconómicas. Vale la pena examinar el caso argentino como paradigma de las pésimas estrategias pre2001 y las alternativas que se abren al conjunto de



los países de la región como forma de administrar sus políticas de sector externo, que debe enfrentarse con políticas macroeconómicas y políticas estructurales adecuadas, imaginativas y realistas a la vez.

Propuestas para una adecuada inserción internacional y políticas macro externas consistentes: La experiencia Argentina

En la Argentina en la década de los noventa el fuerte crecimiento de la deuda pública interna y externa provocada por la aplicación “a rajatablas” del modelo neoliberal- fue inversamente proporcional a la capacidad de pagos externos –asociados a una apertura indiscriminada con gran atraso cambiario y convertibilidad- y al equilibrio fiscal nunca logrado a pesar de la reducción cada vez más recesiva del gasto público. Ello llevó a la destrucción de gran parte de la industria nacional, a niveles desmesurados de desempleo y pobreza, a la creciente limitación de la capacidad financiera del Estado, a sucesivas crisis y ataques especulativos, a una gran depresión, al derrumbe financiero externo e interno, y al colapso de instituciones fundamentales de la sociedad argentina.

El abuso de la ingeniería financiera y del apoyo de los organismos financieros internacionales sólo pudo postergar –agravándolos- los nocivos efectos reales de las políticas neoliberales que privilegiaban el pago del servicio de la deuda a toda consideración racional y social. El Estado y la Nación fueron llevados a una virtual quiebra, que desembocó en el “default” o moratoria parcial de la deuda pública.

En los años noventa, la convertibilidad implicó, además de la fijación del tipo de cambio nominal con creciente apreciación real, la renuncia al empleo de la política monetaria como herramienta de regulación del ciclo económico y se profundizó la extranjerización y dolarización del sistema financiero y del ahorro. Esta situación generó inconsistencias de moneda, plazo, etcétera, entre activos y pasivos, factor que aceleró la crisis cambiaria y financiera de 2001.

Después del cruento período de caos generado por la implosión del modelo en diciembre de 2001, la economía nacional se fue recuperando gradualmente. La eliminación del abismal atraso cambiario después de una década de convertibilidad con subvaluación de la moneda nacional, el control temporal de cambios, la moratoria de la deuda con acreedores privados externos, así como una firmeza mayor en las negociaciones con los Organismos Financieros Internacionales –aunque sin dejar de cumplir los pagos de créditos vigentes- entre otros factores, posibilitaron después de un tiempo una significativa recuperación del ritmo de actividad económica, con estabilidad de precios y con solvencia fiscal y externa.

En ese marco la cancelación total de la deuda con el FMI y la exitosa renegociación con los acreedores privados obteniendo una quita del 75% en términos de valor presente coronaron una estrategia que permitió ampliar los grados de libertad para tener el comando de políticas autónomas y reducir la carga de la deuda en el mediano y largo plazo.

De todos modos persistía, y persiste, una situación social estructuralmente grave cuya atención urgente requiere, como uno de los pilares de un indispensable programa de transformación productiva y distributiva, de una estrategia definida para una nueva inserción internacional financiera de la Nación.

Así en mediados de 2006, en un escenario de vigorosa recuperación económica la Argentina sigue enfrentando múltiples y complejos desafíos para entrar en un programa sostenido de crecimiento con equidad. Entre ellos, la necesidad de



profundizar un cambio sustancial en su inserción financiera internacional, en un mundo de intercambios dominados por la globalización financiera.

En esta sección ensayaremos actualizar nuestras propuestas vinculadas con las negociaciones necesarias para instituir esa nueva inserción internacional financiera de la Argentina. En tal sentido se incluyen propuestas en lo que hace a las relaciones con los organismos financieros multilaterales y otros acreedores, endeudamiento del sector privado, controles selectivos de capital, promoción del ahorro interno y necesidad de desarrollo de un mercado de capitales. Las mismas tienen por objetivo minimizar las brechas externa, fiscal, y social que afectaron a la Argentina en las últimas décadas, transformar la deformada estructura productiva y distributiva heredada, y contribuir, en suma, a crear las condiciones necesarias para la adopción e implementación de un programa nacional de crecimiento con equidad.

Se formalizarán recomendaciones tendientes a asegurar una política cambiaria que, siguiendo la evolución de la inflación, permitan empalmar la presente recuperación con el objetivo primordial de avanzar en la senda de un proceso de desarrollo con equidad. Las mismas si bien de aplicación para Argentina implican enseñanzas que pueden ser útiles para otros países de la región, deberán respetar las distintas realidades políticas, económicas y sociales de la misma a efectos de evitar caer en la trampa del espejo del "pensamiento único"

Necesidad de estimular el ahorro interno

Para hacer efectiva una estrategia de crecimiento con equidad es indispensable alcanzar y mantener tasas de inversión mucho más elevadas de las que caracterizan la economía argentina de los últimos lustros. En un escenario de corto y mediano plazo de escaso o incluso negativo ahorro externo neto, esas tasas de inversión sólo podrán alcanzarse y mantenerse a su vez con tasas de ahorro interno –privado y público- mucho más elevadas. Esa masa de ahorros requerirá también de eficientes mecanismos y canales de absorción y distribución que la orienten, en el caso de los ahorros privados, preferentemente hacia la inversión reproductiva, y en de los ahorros públicos hacia la infraestructura física y social.

La tasa de ahorro interno de la Argentina en relación con el PBI tuvo un marcado descenso desde la crisis de la deuda de los 80, a niveles históricamente bajos. Tales niveles se mantuvieron en los 90 por políticas que compensaban ese bajo ahorro interno con captación de ahorro externo –vía apertura financiera con endeudamiento, privatizaciones, tipo de cambio sobrevaluado con altas tasas reales de interés, etc.¹-, políticas que, como se sabe, no sólo fueron llevando a niveles insostenibles los pasivos externos de la Nación, sino que generaron expectativas y ofrecieron incentivos perversos al ahorro interno. Así, la tasa de ahorro interno no aumentó en los años de alto crecimiento del PBI de los '90, y al comenzar la declinación de la actividad económica bajó aún más su nivel. Debe destacarse, sin embargo, que en el último trienio se invierten las proporciones: crecen significativamente los ahorros internos –públicos y privados-, al tiempo que el ahorro externo muestra signos negativos (desahorro externo). Actualmente el ahorro alcanza a casi el 26% del PBI.

¹ Los textos enseñan que la tasa de interés altera la intertemporalidad del consumo presente y el consumo futuro (ahorro). Según estudios del FMI ("El Ahorro en una economía mundial en crecimiento", en *Perspectivas de la Economía Mundial*, mayo de 1995), cerca de 100 estudios para un conjunto de países muestran que no existe sustento en la correlación entre tasas reales positivas y mayor ahorro.



Históricamente la insuficiencia del ahorro interno se agravó por los sucesivos ajustes económicos que, sin lograr reducir los déficits públicos y manteniendo un tipo de cambio altamente sobrevaluado en condiciones de plena convertibilidad, generaron expectativas y condiciones propicias para el atesoramiento en moneda extranjera (fuga de capitales). De todos modos y aun reconociendo la importante suba de la tasa de ahorro generada por una estrategia de crecimiento y una política fiscal y externa coherentes con tal estrategia, persisten fallas o debilidades de los canales de captación y distribución. En otras palabras, el sistema financiero es ineficiente en su papel de captación de ahorros privados para financiar la inversión, y el mercado de capitales adolece de insuficiente desarrollo y falta de transparencia.

Estas debilidades revelan la falta de estímulos regulatorios, problemas de supervisión, naturaleza del sistema financiero, fallas a nivel de intermediarios, y en general imperfecciones o fallas de información y asignación que derivan en mercados muy incompletos. Se establece así un círculo vicioso que tiende a concentrar el sistema financiero en crédito al consumo y acceso privilegiado a los mercados financieros y de capitales sólo para el Estado Nacional, para el circulante de las grandes empresas, y para financiar el consumo de ciertos sectores, en desmedro de la inversión y de las pequeñas y medianas empresas.

Las políticas y medidas concretas para estimular el ahorro interno es un tema que, a pesar de su importancia y complementariedad con la recuperación de la solvencia externa, excede largamente el marco y alcances de este trabajo. Sin embargo, no debe dejar de insistirse en la necesidad de adecuar el sistema financiero y el mercado de capitales a fin de que generen -dentro de un marco regulatorio y de supervisión adecuados- mecanismos de oferta, demanda e intermediación que incentiven el ahorro para financiar un aumento de la inversión sobre bases sólidas y estables. En ese sentido se presentan las siguientes sugerencias, en el ánimo de contribuir a la reflexión y a la adopción de políticas consistentes con el necesario estímulo y la canalización adecuada del ahorro interno privado.

Existe la necesidad de prever medidas regulatorias, macroeconómicas y estructurales, para evitar la reaparición de déficits externos que no puedan ser financiados, dado el contexto internacional y el elevado nivel de endeudamiento externo.² Es pues indispensable priorizar el ahorro y la inversión nacionales como motores de un proceso de desarrollo endógeno, como ha ocurrido en los casos exitosos de la historia económica contemporánea.

Se deben negociar con las principales empresas trasnacionales establecidas en el país normas de desarrollo de proveedores locales y negociaciones tendientes a evitar en el mediano plazo -subsana la actual coyuntura de presiones a la apreciación del tipo de cambio- un nuevo estrangulamiento externo de la economía nacional. Tales negociaciones tenderían a evitar balance de divisas desfavorables en términos de operaciones de comercio exterior, remisión de utilidades y dividendos e intereses. Con el mismo propósito las políticas productivas, comerciales y tributarias deberán promover la inversión y reinversión de utilidades, y desestimular el endeudamiento externo de las empresas, salvo para actividades que directa o indirectamente generen o ahorren divisas.

Por otra parte se deberá, según el caso, denunciar o renegociar en mejores términos los tratados de protección de inversiones, a efectos de que no privilegien indebidamente a los inversores extranjeros ni limiten la soberanía de los Estados Nacionales de fijar normas prudenciales para la solvencia macroeconómica del país

² Debe tomarse en cuenta el tradicional comportamiento de "pare y siga" condicionado por las cuentas externas en la historia económica argentina previa a la "convertibilidad".



como los controles prudenciales de capitales.

Resulta fundamental también mantener estrictos límites a la inversión en activos del exterior y en divisas, promoviendo los mercados, bancos e intermediarios e inversores institucionales locales. En tal sentido deben mantenerse restricciones prudenciales, resistiendo las presiones liberalizadoras en los Grupos de Negociación de Servicios e Inversores en el marco del ALCA y la Unión Europea que pueden ser contraproducentes para el desarrollo del sistema financiero local y de un mercado de capitales nacional, pues contribuirían a promover una extranjerización cuyas nefastas consecuencias son historia reciente de la Argentina.

Regulaciones a la cuenta de capital

En Argentina, la liberalización financiera de principios de los años 90 provocó, en el marco de la convertibilidad, un masivo ingreso de capital especulativo y una mayor apreciación real del tipo de cambio, lo cual no sólo contribuyó al déficit comercial, sino que también generó un fuerte endeudamiento externo del sector privado. Cuando el déficit de cuenta corriente ya no fue financiable por la dinámica del círculo vicioso de apertura--desindustrialización--pérdida de recaudación--sobrevaluación cambiaria--endeudamiento, el sobreajuste económico aplicado en la agonía del modelo no pudo frenar un fenómeno de sostenida fuga de capitales, agudizada en 2001 al punto de quiebre sistémico.

Advertimos con preocupación que en la presente coyuntura el vigoroso crecimiento de la actividad económica comienza a estimular ingresos de capital no vinculados a la producción y al comercio, sino más bien a la obtención de ganancias puramente financieras.

Se debe mantener políticas prudenciales y pragmáticas que tiendan a minimizar la cíclica volatilidad financiera externa (aluvión de capitales en el auge y fuga de divisas en la declinación).

El mercado financiero argentino aún no tiene la profundidad y transparencia indispensables para absorber estos flujos sin provocar serias distorsiones transmisibles a la economía real, por la vía de la misma volatilidad de los flujos, la apreciación del peso y los elevados diferenciales de las tasas de interés con respecto a los centros financieros internacionales.

Para ello se deben reforzar las medidas preventivas empleadas -tales como la introducción de plazos mínimos de permanencia y el encaje no remunerados del 30% implementados en 2005- que hagan más costosos y riesgosos los ingresos de flujos de capital de corto plazo y las "bicicletas financieras" que compliquen el manejo de la política monetaria y cambiaria, induciendo prociclicidad, burbujas de activos y volatilidad. En tal sentido es clave evitar o al menos acotar el empleo del mercado de capitales para burlar las restricciones prudenciales

El control de capitales implica mantener un nivel de encaje no remunerado que permita neutralizar el diferencial de tasas de interés interno y externo corregido por la variación esperada del tipo de cambio. Este encaje combinado con un plazo mínimo de permanencia debe armonizarse con estrictos controles sobre el sistema financiero y los agentes bursátiles para evitar arbitrajes de ingresos de capitales "golondrina" cubiertos con ventas en el exterior.

Se deberá además controlar y limitar el ingreso de capitales financieros disfrazados de financiamiento comercial.



Si bien la coyuntura de fuerte ingreso de capital en 2005 implicó estimular el acceso al mercado de cambios para evitar una apreciación exagerada del tipo de cambio con menores plazos de pago de importaciones, mayores plazos de cobros de exportaciones y mayores facilidades para la salida de capitales para evitar la apreciación cambiaria, superada esta coyuntura se requerirá limitar las posiciones generales de cambio de las entidades financieras y reintroducir controles prudenciales a la salida de capitales.

Aunque los controles sean imperfectos, o por esa misma razón, se requiere extremar los esfuerzos para monitorear y limitar efectivamente las operaciones externas de bancos, agentes de bolsa y otros intermediarios financieros, entre aquellos que procuran burlar las restricciones al ingreso de capitales especulativos del exterior con medios tales como calzar operaciones de compras de activos en el país con ventas de activos en divisas en el exterior.

La actual coyuntura, en que se procura equilibrar el mercado externo estimulando la demanda de divisas, no debe hacer perder de vista la necesidad de reintroducir – superada la actual coyuntura del mercado cambiario- medidas prudenciales que limiten las posiciones de cambios de las entidades financieras y la salida de capital de residentes y no residentes por operaciones financieras. Es indispensable tomar oportunamente las medidas necesarias para evitar la volatilidad financiera que se viene produciendo en los recurrentes ciclos argentinos de endeudamiento y fuga de capitales, lo cual no sólo depende de políticas económicas consistentes, sino también de normas que limiten la capacidad desestabilizadora de movimientos de capitales de corto plazo. Para la efectividad de esas medidas es prioritario mantener y perfeccionar el registro de operaciones cambiarias en el Banco Central, incluyendo las atribuidas a inversiones extranjeras, pues la falta de control informativo reduce la transparencia del sistema y facilita los fraudes.

Consideramos asimismo que se debería incorporar a los Estatutos del Banco Central la obligación de efectuar una proyección plurianual de balance de pagos, informando periódicamente al Congreso Nacional sobre el comportamiento del sector externo.

Es importante destacar que a lo largo de la década de los 90 coexistió una apertura irrestricta de la cuenta de capital con la supresión anterior de un registro de las operaciones cambiarias del sector privado, lo cual obligó después del estallido de fines de 2001 a rearmar un registro de esa naturaleza sobre la base de información proporcionada por los bancos y empresas, sin que hubiese posibilidad de control efectivo por parte del Banco Central. Como discutimos en la primera parte, a diferencia del caso argentino, los países que introdujeron controles selectivos a movimientos de capitales de corto plazo (en general especulativos o “golondrina”) erigieron con ellos barreras efectivas para evitar distorsiones en los precios relativos, desequilibrios cambiarios, reducción del ahorro, burbujas de activos y déficit combinado con endeudamiento, y registraron niveles de crecimiento mas elevados y estables.

La crisis que implosionó en Argentina en 2001 impuso la necesidad de un nuevo régimen cambiario, con controles selectivos de capital. Con la progresiva normalización del país, se fueron eliminando algunas restricciones cambiarias. Es destacable que la introducción en su momento de controles selectivos y el mantenimiento de una paridad cambiaria realista han sido pilares de la estabilidad macroeconómica y el vigoroso proceso de reactivación de estos últimos tiempos. No obstante, preocupa que los pagos al exterior por rentas financieras han crecido notablemente en 2004, alcanzando los niveles de precrisis. Esta situación, junto al aumento del volumen y valor de las importaciones vinculadas en general a la recuperación del crecimiento, ha generado una significativa tendencia a la declinación del superávit de la cuenta corriente, a pesar del notable aumento de las exportaciones.



Un tipo de cambio estimulador

La política cambiaria es de fundamental importancia para el desarrollo del país. Más aún en un país que ha salido de una severa crisis con un aparato productivo profundamente afectado.

La política cambiaria en el actual contexto no puede ser de tipo de cambio fijo, pero tampoco absolutamente flotante, tiene que combinar las ventajas de la estabilidad pero sin rigideces, tampoco ser fuente de volatilidad ni de distorsión temporaria de precios relativos.

Si el tipo de cambio adoptado es lo suficientemente competitivo, funciona como el mejor subsidio para promover la inversión en productos tanto tradicionales como no tradicionales, con el fin de venderlos en el mercado mundial. En este contexto, las exportaciones se diversifican -escapando de los inestables precios de las *commodities*- y crecen, generando un mayor producto y aumentando los niveles de empleo. Sin embargo un tipo de cambio competitivo es una condición necesaria pero no suficiente para obtener el crecimiento.

La competitividad sistémica incluye cuestiones que van desde acceso al crédito, políticas sectoriales y un entorno macro que implique un mercado interno que sea una plataforma para poder producir en escala y calidad adecuadas.

En esta línea un tipo de cambio competitivo es un buen punto de partida ("*igniting growth*" según describe Dani Rodrick en sus últimos trabajos) para lograr el crecimiento en el corto plazo, pero no asegura un sendero sostenido de crecimiento genuino en el largo plazo. Para alcanzar dicho objetivo, además de una inserción estable en el mercado mundial, se requiere algo más que un tipo de cambio real multilateral beneficioso y una tímida diversificación de los productos y destinos a exportar.

La administración de un tipo de cambio competitivo debería estar acompañada de una política activa de estímulo al desarrollo industrial, a la creación de mercados y al desarrollo de tramas productivas entre las grandes empresas y PYMES. Lo anterior debería complementarse con políticas que busquen superar los factores limitantes sistémicos, como son la falta de créditos a las PYMES, la promoción de exportaciones tradicionales y no tradicionales, el acceso a mercados, la inversión de recursos en investigación y desarrollo (I&D) de productos no tradicionales y la escala de las explotaciones.

Más allá del aprovechamiento de las oportunidades que se presenten en materia de precios internacionales de *commodities* y otros productos que tradicionalmente se exportan, que ciertamente son importantes pero no suficientes, la Argentina debería aprovechar esta oportunidad histórica que brinda la actual coyuntura para cambiar su patrón de especialización productiva e intentar revertir la crónica tendencia hacia la "primarización" de la economía. En este sentido, es esencial superar la falsa antinomia entre campo e industria y generar eslabonamientos entre el agro, la industria y los servicios que sirvan como estrategias de desarrollo inclusivas y sustentables.

Estos eslabonamientos tendrían que estar enfocados en el mercado interno, no como estrategia de autarquía, sino como una táctica para generar un espacio de aprendizaje tecnológico interno que permita superar la brecha de productividad nacional respecto a la internacional, y así absorber el desempleo y subempleo que afectan a nuestro país. En la medida que se genere ese espacio interno, se podrá romper con la vulnerabilidad del ciclo económico ante las variaciones de los precios internacionales y



abandonar la estrategia de recurrir sistemáticamente al endeudamiento externo como instrumento propulsor de la economía nacional.

De este modo, se configuraría una verdadera integración dinámica regional que facilitaría alcanzar un “crecimiento con equidad”. Además de la falsa dicotomía industria versus agro, se debe también romper con la antinomia mercado interno versus mercado externo. La única estrategia real de desarrollo sustentable pasa por ubicarse en un punto equidistante y superador entre los polos de ambas antinomias.

Objetivos múltiples para el Banco Central

La independencia de los Bancos Centrales y/o la adopción del inflation targeting como objetivo exclusivo independientemente de un tipo de cambio que estimule la producción y alivie la brecha externa, lo que provoca altas tasas de interés, apreciación cambiaria e ingreso de capitales financieros es una apuesta riesgosa ante las experiencias de la crisis

En el caso argentino debería incorporarse en la carta orgánica del Banco Central un agregado al artículo 3º, complementando al actual objetivo primordial de la política monetaria de preservar el valor de la moneda, con un nuevo “tradicional” objetivo de propender al crecimiento económico y la inclusión social. De esta forma el accionar del Banco Central sería más afín conforme a derecho, con la política de mantener un tipo de cambio alto y podría así equilibrar el nivel de la inflación con las necesidades de crecimiento de la economía y una mayor equidad.

Consolidación de las monedas nacionales como reserva de valor

Es primordial contar con un sistema financiero en moneda local. Esto implica limitar las operaciones pasivas en divisas exclusivamente para el fondeo de operaciones de comercio exterior. Las operaciones activas de préstamo también deberán estar denominadas en pesos, salvo las operaciones con el exterior. Para el mercado de capitales también deben privilegiarse instrumentos en pesos. En una primera fase luego de la crisis de la convertibilidad en Argentina es inevitable –dada la experiencia de países que también han sufrido alta inflación- pasar por una fase que incluya un grado de indexación de los préstamos de mediano y largo plazo, luego de lo cual habría que avanzar hacia la completa nominalidad de operaciones pasivas y activas.

Cómo manejar el trilema: Opciones intermedias

Existe un conjunto de tres instrumentos, la política de control de capitales, el tipo de cambio y la tasa de interés de los cuales los dos últimos son, también, objetivos. Como hemos señalado las políticas monetaria y cambiaria deben permitir mantener el tipo de cambio real evitando alzas en las tasas de interés. El importante superávit coyuntural exige una combinación de monetización y esterilización. En el corto plazo es crucial mantener y reforzar el control de capitales especulativos a efectos de evitar distorsiones de precios, así como también frenar la volatilidad de las tasas de interés y el tipo de cambio.

Flotación administrada y tipo de cambio alto

Las nefastas experiencias de las “tablitas” cambiaria de los años 80, de la convertibilidad en Argentina y otras diversas experiencias de retraso cambiario exigen



mantener un tipo de cambio real que sea compatible con la competitividad de los sectores productivos y la defensa del mercado interno. La estrecha vinculación entre competitividad, nivel de empleo y de salarios exige mantener como un objetivo estratégico el tipo de cambio real en niveles cercanos a los actuales.

En Argentina el tipo de cambio real está un 66% más depreciado que el del promedio 1995-1997 y no muy alejado, por ende, del nivel de retraso cambiario de la convertibilidad, lo que exige defender el nivel actual del tipo de cambio real multilateral a partir de compras de divisas, límites al ingreso de capital especulativo y cierto alivio temporal en la restricción a la salida de divisas.

Lo expuesto no implica de ningún modo la existencia de un tipo de cambio fijo con respecto al dólar sino que se propone una flotación administrada y controlada que permita mantener el tipo de cambio real con una razonable previsibilidad en aras de desestimular la especulación financiera. Si bien es cierto que a corto plazo el tipo de cambio podría mantenerse en una banda implícita más o menos estrecha –en el marco de los objetivos propuestos- esto no implica un compromiso explícito ni implícito de mantener la paridad en sí, como ocurre en el caso de un tipo de cambio fijo o en un caso aun más extremo como fue la convertibilidad.

Mantenimiento de un stock razonable de reservas

La recomposición del nivel de reservas en el marco de la política monetaria y cambiaria otorga un reaseguro de confianza para financiar las necesidades comerciales y financieras del país y el suficiente margen de maniobra para mantener un cierto grado de independencia financiera.

La política de acumulación de reservas ayuda a mantener un tipo de cambio competitivo. Además contribuye a mejorar la solvencia financiera. En ausencia de un prestamista internacional de última instancia, ante los problemas derivados de una deficiente arquitectura del sistema financiero internacional la acumulación de reservas es el mejor seguro prudencial anticrisis ante shocks exógenos.

En el caso argentino la administración de reservas debe mantenerse bajo normas muy prudenciales debido a la posibilidad de embargos. No obstante, en ese marco debería implementarse un programa activo de cobertura de los riesgos cambiarios, que apunte a una diversificación de monedas para cubrir los riesgos cambiarios de la deuda externa de corto plazo.

Evitar la dolarización y los descalces de moneda

En el sector financiero se debe limitar el descalce de monedas entre activos y pasivos, mantener un sistema financiero en pesos, y evitar de todas maneras la reaparición del fantasma de la dolarización que aceleró el colapso financiero.

Consideraciones Finales

En las últimas décadas, en la fase de una creciente globalización financiera que amplificó la liquidez internacional, se ha verificado un significativo aumento de los flujos de capitales internacionales, particularmente flujos financieros que han superado significativamente las magnitudes de la producción y el comercio global.



Los países latinoamericanos se han visto expuestos a una importante volatilidad en las corrientes de capitales, periodos de fuertes influjos particularmente a fines de los años 70 y en los años 90, hasta la crisis rusa de 1.998 y entre 2003 y 2005 y periodos de profunda retracción en los años 80, en el tequila y de 1998 hasta 2001. Desde mayo hasta el momento-julio de 2006- la turbulencia de los mercados globales ha vuelto a reducir los flujos hacia América Latina.

Las razones fundamentales de dichos movimientos se corresponden con factores que dependen fundamentalmente de los países desarrollados, particularmente las políticas monetarias de EE.UU.

Los países latinoamericanos sufren entonces una gran volatilidad financiera, están expuestos a oleadas de ingresos en las fases de auge y luego a “sudden stops” por razones muchas veces exógenas a la región, como por ejemplo, además de cambios en las políticas monetarias en los países desarrollados, variaciones en la aversión al riesgo internacional, contagio, etc. y están expuestos a fuertes distorsiones de sus variables, dada la pequeñez de sus mercados, teniendo pocas herramientas de políticas para contrarrestar esos desequilibrios.

La tradicional vulnerabilidad externa de las economías latinoamericanas fue llevada al límite de la crisis estructural por la insensata estrategia neoliberal de apertura financiera y comercial con sobrevaluación cambiaria, endeudamiento externo y extranjerización de los servicios públicos, la producción y el comercio.

En tal sentido, una apertura financiera en el marco de políticas macro inconsistentes, débiles sistemas financieros y pobre regulación, políticas promovidas por los Organismos Multilaterales y adoptadas en casi toda la región, han generado serias distorsiones generando volatilidad cíclica de crecimiento y una profunda desigualdad que se provoca tanto en los auges de ingreso de capital, debido al crecimiento de importaciones y pérdidas de empleos, como en las crisis bancarias y cambiarias asociadas con la imposibilidad de seguir financiando desequilibrios tanto ante shocks internacionales como ante implosiones del modelo por factores endógenos.

Por lo tanto establecer políticas macro adecuadas que eviten apreciación cambiaria e introduzcan controles selectivos al ingreso de capitales golondrinas, permiten minimizar los riesgos financieros, aumentar la tasa de ahorro nacional y maximizar el crecimiento con mayores niveles de equidad.

La experiencia de las últimas décadas muestra que no sólo se debe seguir una política de endeudamiento público prudencial, sino que en general se debe asumir nuevas deudas prioritariamente en el mercado interno, en moneda nacional. Las crisis de Argentina y de varios países emergentes se explican en gran parte por el abuso del endeudamiento externo, en especial de corto plazo y con inversores especulativos. Los países desarrollados y muchos países en vías de desarrollo se inmunizaron de las crisis no solo por políticas macroeconómicas adecuadas y oportunas, sino también por políticas de endeudamiento prudentes, que privilegiaban los préstamos en moneda nacional para evitar el “original sin”, evitaban convalidar grandes diferencias de tasa de interés, y mediante licitaciones públicas que doten de transparencia el manejo de la deuda.

Por otro lado, y en el marco de una necesaria reforma tributaria, debe gravarse la renta de instrumentos financieros que están sujetos a imposiciones en países



centrales. De esta forma se terminaría con este verdadero e injustificado subsidio a los países centrales, y no se perjudica a los tenedores, salvo que operen desde plazas extraterritoriales (“off shore”).

En el caso argentino un cambio importante en la política económica, relacionada en particular con el mantenimiento de una paridad cambiaria competitiva, la renegociación de la deuda con acreedores privados y la aplicación de retenciones, así como la resistencia a la imposición de condicionalidades por el FMI, han contribuido a la recuperación del nivel de actividad económica después de una depresión histórica, y a equilibrar el marco macroeconómico. No obstante Argentina, como la región se encuentra aún en un difícil período de transición hacia la superación de los obstáculos estructurales –macroeconómicos, productivos, sociales- creados por el neoliberalismo.

Es indudable que subsisten desafíos estructurales –y por ende de largo plazo-, tanto de transformación productiva como de recomposición social y de una inserción ventajosa en el mundo globalizado. Para ello es indispensable una reconstrucción integral del Estado. Lo anterior fundamenta la necesidad de adoptar e implementar un programa de desarrollo que asegure crecimiento sustentable y sostenible con equidad. En ese marco evitar estrangulamientos externos mediante políticas públicas apropiadas es una condición necesaria para recuperar la senda del desarrollo como muestra la experiencia de Asia.

La sustentabilidad de ese programa sigue amenazada por la perspectiva de un horizonte –quizás no tan lejano- de un nuevo estrangulamiento externo regional, como lo muestra la volatilidad de los términos de intercambio que puede afectar el actual superávit del balance comercial y la cuenta corriente del balance de pagos. Superar y con el tiempo revertir la vulnerabilidad de la economía a las deficiencias estructurales de su inserción internacional requiere políticas adecuadas, firmes y sostenidas, tanto de naturaleza financiera como comercial.

La experiencia enseña que no basta confiar en el mercado manteniendo un tipo de cambio alto y estable con equilibrios monetarios y fiscales. También se requiere una estrategia y políticas concretas que promuevan las exportaciones –tradicionales y no tradicionales-, la sustitución selectiva de importaciones y aun el racionamiento de éstas que refleje, no el actual “crecimiento desigual”, sino un desarrollo socialmente equitativo. Desde el punto de vista cambiario mantener un tipo de cambio real competitivo es un desafío primordial para asegurar la recuperación. En el caso argentino es cierto que probablemente sea inevitable aceptar un mínimo de apreciación real cambiaria en el corto plazo. En tal sentido las políticas de compras de divisas y acumulación de reservas constituyen un elemento central que permitirá inmunizarse frente a menores superávits externos futuros, ante mayores importaciones de bienes y servicios y/o eventuales choques en términos de intercambio o tasa de interés.

Con respecto al rubro de rentas financieras (intereses, dividendos, regalías) de la cuenta corriente, además de la renegociación con los organismos internacionales para refinanciar parte de los intereses en un período de transición, proponemos acordar con las grandes corporaciones multinacionales una autolimitación –¿controlada?- en las remesas de divisas de distinta naturaleza, también por un período transicional, para preservar la solvencia financiera internacional de América Latina.

Destaquemos en estas consideraciones finales que al haber negociado firmemente Argentina con el FMI y cancelado la deuda con el mismo al igual que Brasil, implica rechazar el condicionamiento de políticas que sabemos son antagónicas al crecimiento y a la equidad. En lo estrictamente financiero se requiere reestructurar las deudas con



los otros organismos internacionales de crédito, así como con el Club de París, de tal modo que esas fuentes de financiamiento internacional público y multilateral contribuyan al desarrollo argentino y a la recuperación de su solvencia financiera externa, lo cual es de interés racional de los mismos organismos y del sistema financiero internacional en general.

Los principales objetivos de tal reestructuración debieran ser la extensión de los plazos y el cambio en los destinos del refinanciamiento (en especial del Banco Mundial y del BID), para que contribuyan al financiamiento de necesidades de provisión de infraestructura física y bienes públicos que hacen a la recomposición económica y social de la región. Es importante aumentar el componente en moneda nacional de los préstamos de estos Organismos que pueden fondearse crecientemente en monedas locales.

Estos requerimientos con respecto a la renegociación de pasivos externos deberán ser articulados con políticas que estimulen el ahorro interno y su canalización preferencial hacia las actividades productivas, de tal modo que el sistema financiero en su conjunto y en sus diversas partes (bancos, seguros, fondos de pensión, mercado de capitales) contribuya a la realización del programa de desarrollo con equidad. Por supuesto que esto deberá ir acompañado de severas medidas regulatorias y de supervisión para minimizar la "fuga de capitales", que ha conocido la región en las distintas crisis y tal vez estudiar estímulos para revertirla.

Se debe avanzar en el desarrollo del sistema financiero y el mercado de capitales de nuestros países a efectos de contribuir al desarrollo de canales financieros que permitan optimizar la política monetaria y cambiaria y adicionalmente aumentar el ahorro para financiar un aumento de la inversión sobre bases sólidas y estables.

Una nueva inserción económica internacional debiera, por supuesto, privilegiar la integración del MERCOSUR, la Unión Sudamericana y en lo posible latinoamericana sobre bases comerciales pero también financieras, productivas, culturales y sociales.

La integración financiera supone profundizar los mecanismos de cooperación regional tendientes a establecer en el mediano plazo un Fondo Monetario Sudamericano que posibilite canalizar parte de la liquidez regional y así otorgar asistencia a países con necesidades financieras. Esto es crítico en ausencia de un prestamista internacional de última instancia y para prevenir condiciones más adversas en los mercados globales.

En este ensayo hemos identificado problemas y hemos formulado propuestas que, sin abarcar el vasto y complejo campo de la inserción financiera internacional, se centran en algunas áreas esenciales.

En suma, si las perspectivas de contar con ahorro externo complementario no son halagüeñas, para "vivir con lo nuestro" y construir las bases económicas de nuestras sociedades será indispensable seguir aumentando el ahorro interno, público y privado, y canalizarlo hacia inversiones consistentes, como en el caso argentino plantea el Grupo Fénix.

Ello es un proceso simultáneo de acumulación de capital y distribución progresiva del ingreso, que implique una ruptura definitiva con el modelo anterior. Ello implica cambiar las matrices productiva –mayor diversificación y valor agregado a la producción- y redistributiva, a efectos de eliminar la indigencia y atenuar la desigualdad a través de la recuperación paulatina de ingresos y la adecuada provisión de los bienes públicos, básicamente salud y educación.



Cada país latinoamericano debe seguir su propia estrategia de desarrollo económico y social en función de las diferentes realidades nacionales, sería un grave error reflejarse en el espejo del "pensamiento único" que asoló la región en estas décadas o pretender que hay una única vía que prescindiera del desarrollo histórico estructural y social de cada país. En ese marco se debe formular una política macro y una inserción internacional funcional a un desarrollo autónomo con equidad.

Si en cambio es menester aprender de las distintas experiencias, aplicar la misma a la propia realidad de manera autónoma y sin prisa pero sin pausa converger en un proceso de integración que permita competir en mejores condiciones con la creciente integración de los Estados y los Mercados.

Referencias Bibliográficas

AIZENMAN, "Financial Opening and Development: Evidence and Policy Controversies NBER, Mayo de 2004

BANCO MUNDIAL: "Global Development Finance", 2006

BOSWORTH, B. y COLILNS S.M., "Capital Flows to Developing Economies: Implications for Saving and Investment", Brookings Papers on Economic Activity 0 (1), 143-169. 1999

CALVO G. LEIDERMAN. REINHART: "Capital inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America" IMF Staff Paper, Washington, marzo de 1993, Págs. 108-151

CALVO, G., , "Capital Flows and Capital-Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops," Journal of Applied Economics, Noviembre, 1998.

CHUAN, P. S. Claessens y N. Mamingi, "Equity and Bond Flows to Latin America and Asia: The Role of Global and Country Factors", Working Paper Series # 1160, the World Bank 1993.

CEPAL: "La estabilidad macroeconómica y los flujos financieros internacionales" en "Políticas para mejorar la inserción en la economía mundial Santiago de Chile 1994 Págs. 195-281

CEPAL: Anuarios Estadísticos 2003 a 2005

FERNANDEZ ARIAS E.- MONTIEL P. "The surge in capital inflows to developing countries: prospects and prospects and policy response" mimeo marzo de 1995 pags 1-47.

FFRENCH DAVIES R. OCAMPO J "Globalización de la volatilidad financiera: Desafíos para las economías emergentes en "French Davies Crisis financieras en los países exitosos"CEPAL Mc Graw Hill, 2001

HOPENHAYN, Benjamín & VANOLI, Alejandro; "La Globalización Financiera: Génesis, Auge, Crisis y Reformas", Fondo de Cultura Económica, Buenos Aires 2002.

IMF " The role of national saving in the world economy: Recent trends and prospects " Washington World Economic Outlook Mayo de 1995.



PRASAD, E., K. ROGOFF y otros (2003): Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional, marzo (www.imf.org).

LE FORT, Guillermo, BUDNEVICH Carlos Entendiendo las Volatilidades Cíclicas de la Cuenta de Capitales y del PIB: Un Estudio de Panel para Países Latinoamericanos en International Monetary and Financial Issues for the 1990s, Vol. VIII, pp. 37-58.

MATHIESON D. ROJAS SUAREZ "Liberalization of the Capital Account" Occasional Paper 103 Washington, marzo de 1993

ANEXO

Cuadro 1 Flujos de capital netos a países en desarrollo

en miles de millones de dólares de EE.UU

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Deficit de cuenta corriente como % del Pbi	-84,5	-89,4	-4	47,1	18,8	69,8	122,3	153,1	248,4
	-1,5	-1,6	-0,1	0,8	0,3	1,2	1,8	2,9	2,6
Flujos financieros	306,58	233,5	212,2	181,9	181,9	176,7	261,2	367,8	418,9
Flujos de acciones netos	199,3	179,3	195,9	182,9	183,3	166,1	186,8	248,8	298,9
IED neta	168,7	172,4	183,3	168,8	176,9	160,3	161,6	211,5	237,5
Flujos de portfolio netos	30,6	6,9	12,6	14,1	6,4	5,8	25,2	37,3	61,4
Flujos de deuda netos	107,28	54,2	16,3	-1	-1,4	10,6	74,4	119	120
Acreedores Oficiales	13,1	34,3	13,9	-5,7	27,4	5,2	-10,8	-28,8	-71,7
Banco Mundial	9,2	8,7	8,8	7,9	7,5	-0,2	-12,3	1,3	0,7
FMI	3,4	14,1	-2,2	-10,7	19,5	14	-0,9	-14,7	-41,4
Otros	0,5	11,5	7,3	-2,9	0,4	-8,6	2,4	-15,4	-31
Acreedores Privados	94,18	19,9	2,4	4,7	-28,8	5,4	85,2	147,8	191,7
Flujos netos med. y largo plazo	85,02	85,7	22	11,5	-6,1	1,2	30,3	77,8	122,4
Bonos	38,4	40,6	30,6	20,5	11	10,8	26,4	43	61,7
Bancos	44	50,3	-7,1	-5,2	-10,8	-2,8	9,8	39,4	67,4
Otros	2,7	-5,2	-1,5	-3,8	-6,3	-6,8	-5,9	-4,6	-6,7
Flujos netos de corto plazo	9,2	-65,8	-19,6	-6,8	-22,7	4,2	54,9	70	69,3
Errores y omisiones	169,68	127,7	175	183,6	119	74,6	91,9	116,1	274,3
Variación de reservas	52,4	16,4	33,2	45,4	81,7	171,9	291,6	404,8	393

Fuente Banco Mundial Global Developmente Finance 2006

Cuadro 2

Flujos de capital netos a países en desarrollo
en miles de millones de dólares

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Este de Asia-Pacífico	6,5	28,8	28	39,2	58,9	81,5	125,4	137,7
Europa y Asia Central	66,7	50,9	51,5	33,1	59,7	101,1	160,2	191,7
América Latina	98,9	95,8	85,2	59,5	28,2	49,9	59,3	94,4
Medio Oriente y NorAfrica	8,1	2,6	3,3	4,8	8,3	7,8	8,3	14,6
Asia del Sud	5,3	3,5	9,7	5,8	10,1	15,8	22,7	23,6
Africa Sub Sahariana	13,7	16,7	9,9	12,1	6,3	15,8	20,7	28,4



Fuente Banco Mundial Ibid, GDS, 2006

Cuadro 3 Indicadores externos de América Latina

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Saldo Cuenta Corriente/PBI %	-2,1	-3,3	-4,5	-3,1	-2,4	-2,7	-0,8	0,5	0,9	1,3
Ind. Términos de intercambio (1)	92,8	95	91,5	94,6	100	96,3	96,6	98,7	103,9	108,9
Ind. Tipo de Cambio real (2)	105,2	99,8	98,6	100	100	99,1	106,8	112,2	113,2	111,4
Intereses/Exportaciones	16	15,5	16,8	16,2	14,2	14,7	12,9	11,8	9,9	6
Deuda Externa/Exportaciones	216	205	224	217	176	185	181	172	141	118

Item de memorandum

Crecimiento del PBI real % 3,8 5,5 2,6 0,4 3,9 0,3 -0,8 2 5,9 4,3

(1) base 100 año 2000

(2) base 100 año 2000. La moneda se deprecia si sube el índice

Alejandro Vanoli

Licenciado en Economía Facultad de Ciencias Económicas UBA

Profesor de Economía Internacional FCE UBA y de Finanzas Internacionales de la Maestría de Relaciones Económicas Internacionales FCE UBA

Ha ocupado diversos cargos técnicos en Áreas Financieras e Internacionales del Banco Central y Ministerio de Economía de Argentina

Experto del Grupo Fénix en temas Financieros Internacionales y Deuda Externa ha publicado diversos libros y artículos en Argentina y en el exterior

E-mail: avanoli04@yahoo.com

Fecha de recepción: 28/ 02/ 2006

Fecha de aceptación definitiva: 30/07/2006