

Turbulencias financieras internacionales: causas y azares. Los resguardos de la economía argentina (Primera parte)

Por **Leonardo Perichinsky**

La ampliación de la mundialización financiera a China renovó las posibilidades de reproducción del capital financiero, con eje en Estados Unidos.

Entender este esquema de dependencia mutua, resulta central para analizar el contagio que generó la caída de la bolsa de Shangai hacia el resto del mundo.

La fuerte caída en la bolsa de valores china del 27 de febrero, y el contagio hacia todas las bolsas del mundo, nos recordó (por enésima vez) la fragilidad extrema del sistema financiero internacional y los dilemas no resueltos del actual régimen monetario mundial.

Al momento de escribir esta nota el índice Shangai Composite se encontraba en torno a los 3400 puntos; un 11% arriba de su valor previo a la caída. Es decir, creció un 25% desde el menos-diez-por-ciento del 27 de febrero.

Ahora que pasó la tormenta, y que todo sigue como si nada hubiese pasado, se guimos interesados en discutir las posibles causas que explican los cimbronazos a los que nos tiene cada vez más acostumbrado el sistema financiero internacional. Se habló y se escribió mucho durante los días posteriores acerca de las posibles causas del cimbronazo financiero. Se asoció, en primer lugar, a los intentos explícitos (sin éxito, hasta ahora) de las autoridades chinas por desinflar la burbuja de precios de los activos financieros que cotizan en la bolsa de Shangai¹ y por reducir el ritmo de crecimiento de su economía y, en segundo lugar, a los temores sobre una posible recesión de la economía norteamericana.

Siempre surgen explicaciones que suelen esconder los problemas estructurales del sistema monetario y financiero internacional. Para evitar que la gente piense en posibles problemas sistémicos por detrás de un suceso determinado, generalmente, tales explicaciones apuntan a una única causa (declaraciones de algún funcionario, o ex, o la publicación de algún indicador), como un intento por transmitir la idea que el problema es de fácil resolución, o que se lo puede aislar.

Para ello, analizamos la situación en dos planos. En primer lugar, intentaremos resumir las cuestiones más relevantes del actual contexto, haciendo hincapié en la importancia de la economía china como generadora de nuevas oportunidades de reciclaje para el capital rentístico, cuyo centro se encuentra en los Estados Unidos. En otras palabras, como complementaria y oxigenadora del es -

1) Entre junio de 2006 y febrero 2007 el índice de la bolsa de valores de Shangai Duplicó su valor. Con lo cual, incluso, tal caída pudo haberse tomado como una corrección lógica luego de este incremento. A su vez, la economía china crece a tasas iguales o superiores al 8% anual desde el Año 1991, y por encima del 10% desde el 2002.

quema actual de mundialización financiera, más que como competidora de la hegemonía norteamericana, en términos de los indicadores tradicionales que se utilizan para tal evaluación: ranking de pbi, etc. En la segunda parte, discutimos cuestiones estructurales, con una perspectiva de largo plazo, a propósito de la evolución del sistema monetario y financiero a nivel internacional.

Una vez concluido este análisis, en la próxima edición de la revista entrelíneas, plantearemos las posibles repercusiones de este contexto internacional sobre la economía argentina, haciendo hincapié en el manejo de la política monetaria y la administración de las reservas internacionales.

En este sentido, planteamos que la acumulación de reservas debiera considerarse como una consecuencia de la política de sostenimiento del tipo de cambio elevado, y no un objetivo en sí mismo.

Desde esta óptica, exponemos algunas hipótesis que guiarán la discusión. En primer lugar, consideramos que las principales perturbaciones para la economía argentina vendrán por el lado de los precios de las commodities más que por shocks financieros. Los intentos por tener resguardos o reaseguros para la argentina debieran apuntar a diversificar la estructura productiva y las exportaciones más que a incrementar reservas colocadas en el sistema financiero internacional.

Consideramos que tal elevado nivel de reservas en activos financieros principalmente denominados en dólares le introduce a la economía un elemento de fragilidad innecesario, en este contexto de extrema volatilidad financiera internacional. Adicionalmente, y dada la tendencia a la depreciación gradual del dólar frente al resto de las monedas clave del mundo, mantener buena parte de la posición denominada en dólares genera un riesgo adicional en términos de Pérdidas de capital.

Nuestras recomendaciones apuntan a mantener sólo una porción de las reservas de manera líquida (actualmente representan un 120% de la base monetaria) y utilizar una parte considerable para el financiamiento de proyectos que apunten a diversificar la estructura productiva y las exportaciones del país.

EL CONTEXTO INTERNACIONAL

La progresiva desregulación de los mercados financieros durante los últimos treinta años resultó en una nueva configuración de la mundialización. A diferencia de la prevaleciente durante la postguerra, la estructura actual ya no está dominada por la inversión extranjera directa y el comercio sino por los capitales de portafolio: papeles que circulan internacionalmente buscando valorizarse.

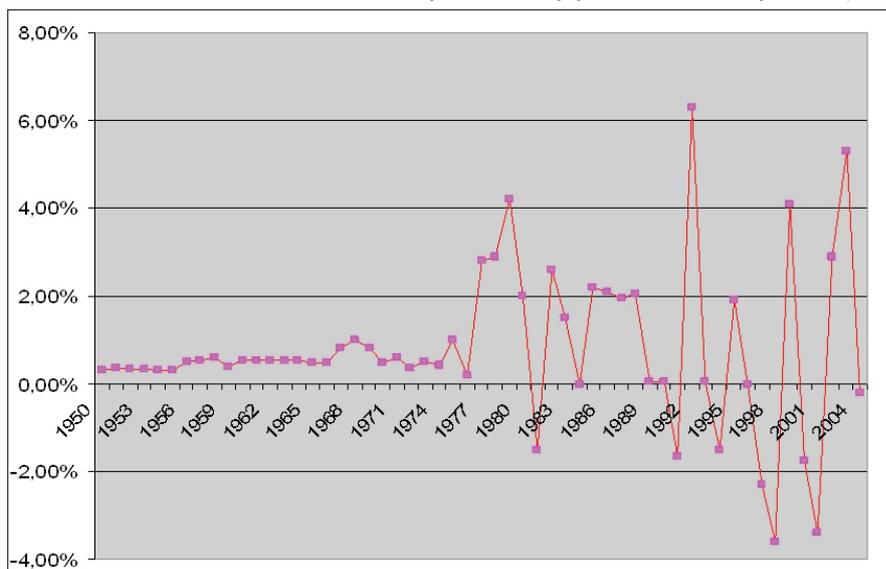
Los datos son más que elocuentes. A principios de la década del 70 las transacciones financieras en el mundo eran 15 veces el PBI mundial; en la actualidad representan 105 veces la producción de bienes y servicios del mundo. Por el lado de las divisas, se realizan transacciones diarias por 200 mil millones de Dólares, de las cuales sólo el 15% corresponden a operaciones de comercio exterior e inversiones de largo plazo.

2) Ver Robert Guttman: *Las mutaciones del capital financiero*, en *La mundialización financiera*; Comp. Chesnais, Editorial Losada.

De la mano de este proceso expansivo del volumen de transacciones especulativas, tanto de divisas como de activos financieros, se produce un incremento extraordinario en la volatilidad de los activos financieros.

Si observamos la evolución de la rentabilidad de los activos financieros norteamericanos en el resto del mundo, desde la segunda mitad del siglo pasado, resulta evidente la volatilidad creciente del capital financiero.

EVOLUCIÓN RENDIMIENTO ACTIVOS EXTERNOS NORTEAMERICANOS (1950-2005) (EN % DEL PBI)



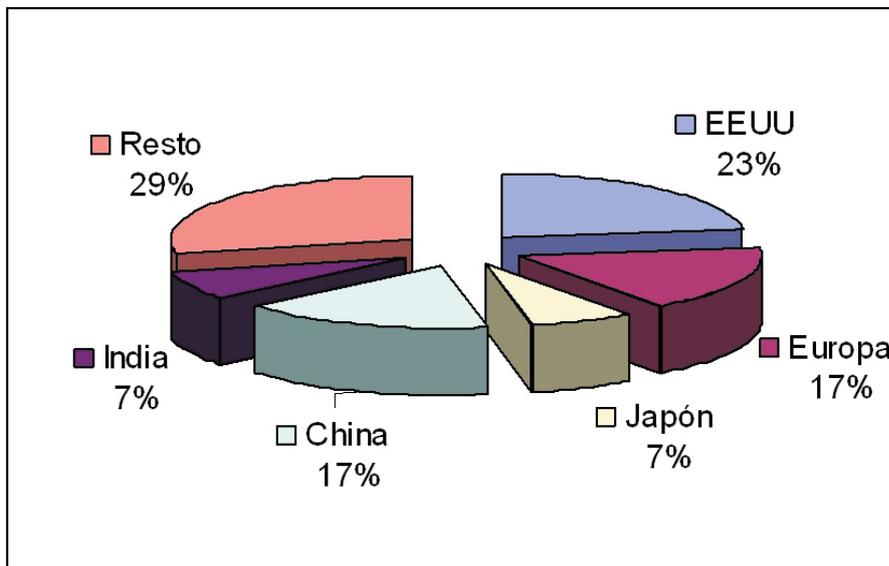
Fuente: CIEPyC en base a U.S. Bureau of Economic Analysis (BEA).

Por su parte, desde mediados de los años 90, con la incorporación de China a la mundialización financiera, se consolida la expansión del capital rentístico a un nuevo y vasto espacio de acumulación productiva.

La pretensión del capital financiero de obtener renta sin necesidad de pasar por la producción puede ser convalidada en la medida que existan nuevas zonas con mano de obra disciplinada y un importante potencial de ampliación de la capacidad de generar excedentes. En este sentido, China se constituye hoy como el principal pulmón de la economía mundial. Dado el peso de la economía china, su significado para la reproducción del capital resulta evidente. Se estima que su contribución al crecimiento del producto mundial es de alrededor de un 17%, similar al peso que posee toda Europa. Estados Unidos aporta el 23%.

Entendemos, entonces, la incorporación de China a la mundialización de manera indisociable de la reproducción del régimen de acumulación mundial de carácter rentista, cuyo centro es Estados Unidos. Desde esta óptica, china y el resto de las principales economías asiáticas son la contra cara del déficit de cuenta corriente de la economía norteamericana (que alcanzó los 800 mil millones de dólares en el 2006).

Gráfico 1: Contribución al crecimiento del PBI mundial 2007



Fuente: CIEPYC en base a DB

Por su parte, la economía china posee una tasa de ahorro del orden del 50% de su PBI. Tal nivel de ahorro, junto con el del resto de las economías asiáticas y el de los principales países exportadores de petróleo, generan una liquidez anual del orden del billón de dólares. Buena parte de ese ahorro se encuentra en activos públicos y privados norteamericanos, denominados en dólares.

La economía china posee un elevado nivel de superávit de cuenta corriente y comercial, y, a grandes rasgos, exporta bienes industriales e importa materias primas. En consecuencia, la ampliación del capitalismo mundial hacia oriente también permite la reinserción de las economías exportadoras de materias primas según la clásica división del trabajo que surge de las ventajas comparativas, además de la reproducción de la acumulación financiera en los países desarrollados.

Esta reinserción, por su parte, se ve reforzada por la asimetría existente entre la importancia de China en la evolución de los precios de los bienes agrícolas y en la marcha del comercio mundial. Según datos de la OCDE, la incidencia conjunta del crecimiento de China e India sobre los precios de las commodities es el doble que su efecto sobre el crecimiento del comercio mundial. En tanto que, el crecimiento de los países del G7 posee un efecto sobre el comercio mundial cuatro veces superior a su incidencia en los precios de las commodities.

Es decir, el ritmo de crecimiento de China (e India) es clave para una evolución favorable de los precios internacionales de los bienes agrícolas. Este punto luego lo retomaremos al analizar los efectos sobre la economía argentina.

También es evidente el contraste entre la importancia de la economía China como espacio de acumulación productiva y su posicionamiento en el proceso de centralización de la valorización financiera; esto es, con la capacidad del capital de apropiarse parte del excedente por el solo hecho de poseer papeles (bonos, acciones, y

sus derivados). La bolsa de valores de Shanghai posee una escasa relevancia: sólo representa en términos de stocks financieros un 20% de su PBI. En tanto que los stocks financieros en Estados Unidos equivalen a diez PBI. Es decir, la bolsa de valores de Nueva York es aproximadamente cien veces superior a la de Shanghai. Esta asimetría es consecuencia de la configuración actual del sistema financiero internacional. El cual es altamente imperfecto y jerarquizado, tiene como centro a la bolsa norteamericana, y es el resultado de la interconexión de las bolsas nacionales tras el proceso de liberalización de los años 80.

Focalizando en la economía norteamericana, vemos que un tercio de los activos de las familias norteamericanas son tenencias financieras. Estos activos financieros se encuentran centralizados en grandes fondos de pensión y de inversión, que son los principales impulsores de una multiplicidad de innovaciones financieras desde principios de los años 90. Tales innovaciones no promueven las capacidades productivas de un país, sino más bien multiplican las posibilidades de apalancarse (timbear sin capital propio) con hipotecas sobre viviendas y tierras para comprar acciones y bienes durables, lo cual genera una fragilidad adicional en contextos de burbujas de precios de inmuebles. Dada la importancia de la bolsa de valores de los Estados Unidos en relación con las finanzas mundiales, y con China en particular, resulta difícil suponer que el contagio pueda ser explicado por algún problema ocurrido en la bolsa de Shanghai. Los desequilibrios financieros mundiales desde fines de los años 90, pasaron de la periferia al centro, en su búsqueda de calidad de los activos vis a vis los papeles de las bolsas emergentes³.

Lo que subyace hoy es el mecanismo de transmisión por el lado del financiamiento del déficit de la cuenta corriente norteamericana. Agrandes rasgos, Estados Unidos es una economía estructuralmente deficitaria por el proceso de desarticulación del aparato productivo asociado a las estrategias de deslocalización de las empresas transnacionales y a la pérdida de competitividad en varias industrias desde los años 80. Frente a esta baja competitividad de su economía norteamericana, las empresas transnacionales venden bienes industriales a los Estados Unidos y sostienen, de alguna manera, su nivel de crecimiento. El superávit de cuenta corriente chino financia a su vez los excesos de importaciones sobre las exportaciones norteamericanas, absorbiendo el endeudamiento y aumentando su posesión de acciones de empresas norteamericanas. Si no lo financiara, se perjudicarían sus exportaciones y caería su ritmo de crecimiento sensiblemente. A su vez, si China crece menos tendrá menor superávit y ahorro y, consecuentemente, menor capacidad para financiar a los Estados Unidos. Estados Unidos, por su parte tendrá mayores dificultades para colocar su deuda y mantener los precios de las acciones, con efectos sobre la tasa de interés y los precios de las empresas.

Durante el 2006 el superávit comercial de China con Estados Unidos ascendió a los 250 mil millones de dólares, más del 30% del déficit de cuenta corriente norteamericano. Eso indica el grado de dependencia mutua entre ambas economías, y la dinámica global del capitalismo.

Es decir, el resto de los países que hoy ocupan roles subordinados en la mundialización financiera e incluidos los países más competitivos que a partir de

3) A este proceso lo denominaron flight to quality los yuppies de la City, tan proclives a fetichizar todo lo que se les pone delante.

sus superávits comerciales financian el consumo y el gasto norteamericano - están irremediablemente atados a esa dinámica. Si los países exportadores de bienes industriales a Estados Unidos no le venden a crédito, por decirlo rápido, no podrían sostener sus niveles de crecimiento.

NUEVOS RASGOS

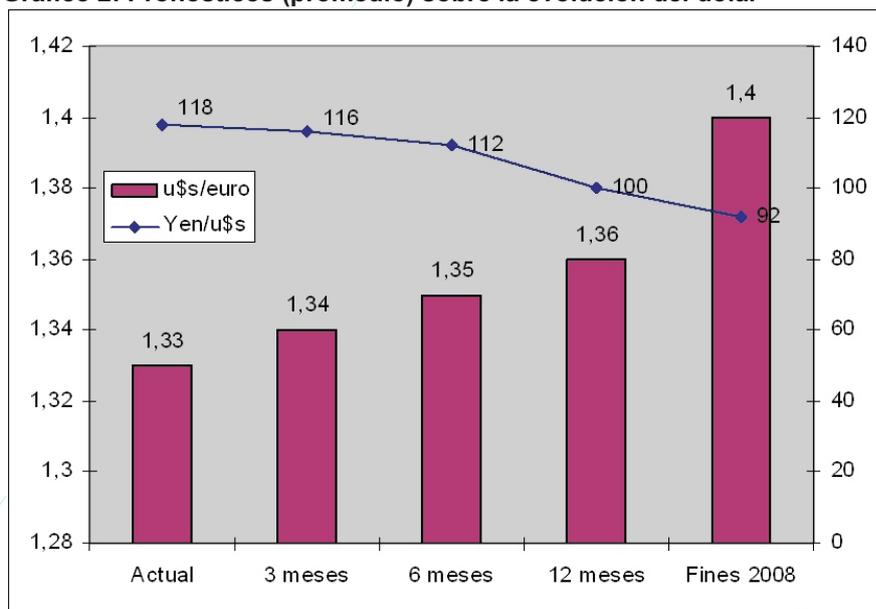
Un fenómeno asociado a la mayor preponderancia de las economías asiáticas, es la pérdida de participación de dólar como moneda de referencia para el conjunto de las transacciones internacionales.

Resulta evidente, por otra parte, la pérdida de peso de la Reserva Federal norteamericana como administradora de la liquidez mundial. En este sentido, durante estos últimos años hemos asistido a subas permanentes de tasas de interés por parte de la FED con sostenidos y espectaculares aumentos de precios de las commodities. Este es un hecho inédito que demuestra la pérdida de preponderancia del dólar como divisa clave del sistema monetario internacional.

En este contexto, signado por una necesidad creciente de financiamiento de la economía norteamericana se verifica una marcada tendencia hacia una depreciación (gradual) del dólar⁴. Los superávits de cuenta corriente de los países orientales funcionan también como sostén de la paridad del dólar, al cubrir con su demanda los excesos de oferta de dólares. China posee reservas internacionales cercanas al billón de dólares.

Tal como mostramos en el gráfico siguiente, los pronósticos de los principales bancos y entidades financieras del mundo plantean un dólar más débil para los próximos tiempos.

Gráfico 2: Pronósticos (promedio) sobre la evolución del dólar



Fuente: CIEPYC en base a DB, JP Morgan, M Stanley, HSBC

4) Para profundizar sobre las causas se puede consultar Leonardo Perichinsky: "Para desconectarse" Su suplemento Cash (Página 12), 4 de junio de 2006.

Más allá de este escenario, Estados Unidos mantiene su posición central dado por su preponderancia militar y por su, no menos importante, lugar central en la mundialización financiera. Como discutimos en esta nota ese rol lejos de estar cuestionado por el ascenso de la economía China, parece reproducido. La expansión de la mundialización hacia China marca una nueva fase del capital rentístico porque amplía la base sobre la cual apropiarse del excedente. Mientras se sostenga este esquema de generación y apropiación de renta a nivel mundial, las necesidades crecientes de financiamiento externo de Estados Unidos podrán resolverse con emisión de papeles.

LAS CUESTIONES ESTRUCTURALES COMO TELÓN DE FONDO

Luego de la caída del sistema de Bretton Woods, entre otros problemas, el mundo se quedó sin una moneda supranacional que cumpla con las funciones básicas del dinero a escala internacional y, a su vez, liberó totalmente a la economía norteamericana de la atadura que implica emitir en función a sus reservas en oro.

Como el dólar cotiza contra el resto de las monedas, no funciona de manera correcta como reserva de valor. Ya su vez, al ser una moneda de referencia variable, encierra un problema de circularidad, debido a que su valor sólo puede ser definido por referencia a sí misma⁵.

Así como pasó bastante desapercibido el default de la economía norteamericana, al no pagar en oro, a la parida fijada sus pasivos con el resto del mundo (los dólares en manos de los no residentes en Estados Unidos), también el mundo de las finanzas disimula los problemas estructurales crecientes del sistema monetario internacional para funcionar como si el dólar pudiera cumplir el rol de moneda de referencia para las transacciones internacionales.

Es decir, Estados Unidos funciona como banquero del mundo en un contexto donde, más allá de las limitaciones estructurales, muestra una marcada pérdida de participación del dólar tanto en las transacciones internacionales como en las reservas.

Estados Unidos cumple esta función a escala mundial, con lo cual la fragilidad de la economía norteamericana es inherente, en parte, a su rol de tomar a corto plazo y prestar a largo.

Sin embargo esta posición posee varios privilegios⁶. El primero y más importante es su capacidad de acuñar moneda (o de señoreaje a nivel mundial). Esto desde otro plano, no tiene el problema de la generación de divisas; puede sostener su déficit de cuenta corriente (y su posición deudora con el resto del mundo) mientras el mundo respeta esta posición (o siga considerando al dólar como moneda de referencia).

Estados Unidos fue exacerbando este rol, luego de la caída de Bretton Woods. En primer lugar a través de un nivel creciente de déficit de cuenta corriente con el resto del mundo fundamentalmente destinado a financiar consumo doméstico.

5) Ver Rober Guttman op. cit.

6) Para un análisis profundo de este tema ver: Pierre-Oliver Gourinchas y Helene Rey: "From World Banker to World Venture Capitalist" CEPREMAP, agosto de 2005.

co. Desde fines de los 80 su cuenta corriente es deficitaria. En el año 93 tuvo un déficit cercano al 2% de su producto, mientras que en el 2005 superó el 6%. Así, en pocos años, pasó de ser el principal país superavitario de capital a ser el primer deudor del mundo.

La economía norteamericana pasó de ser acreedora neta a deudora neta en el año 1988, y de ahí en más tuvo una posición crecientemente deudora en términos netos. Los norteamericanos tienen activos en el resto del mundo por 10 billones de dólares, pero sus pasivos en manos de residentes del resto del mundo suman más de 13 billones de dólares. En términos netos debe más de 3 billones de dólares. Así, exacerbó su posición a través de colocaciones en activos externos cada vez más riesgosos.

Sin embargo, este déficit crónico de cuenta corriente puede continuar, en el límite, hasta que los ahorradores del mundo compren todos los activos de los residentes norteamericanos. En este caso extremo, habría un problema adicional desencadenante: a la fragilidad de su economía se sumaría la ausencia de capital propio.

En suma, en el contexto planteado no resulta curioso que una bolsa como la china, de escasa significatividad, y luego de un proceso de revalorización que llevó casi a duplicar su índice medido en dólares genere un efecto contagio completo en todas las bolsas del mundo.

Sólo la volatilidad del capital financiero, en un contexto de ausencia de regulación prudencial, podría explicar los sucesos del 27 de febrero. Sin embargo, la expansión de la mundialización hacia China, generando una nueva fase del capital rentístico, parece explicar mejor el pánico que produce cualquier indicio de que este esquema pueda estar en peligro.