

Los temas de la arquitectura financiera internacional en la Argentina

ROBERTO FRENKEL

No es fácil encontrar un país más comprometido con los temas de la Arquitectura Financiera Internacional (AFI) que la Argentina, donde debería haber un interés natural hacia las medidas que puedan contribuir a la estabilización de los mercados financieros internacionales. Sin embargo, no ha habido discusión interna y solo se encuentran menciones esporádicas de las iniciativas y reuniones de la AFI. Del mismo modo, esta situación paradójica se repite con el plan de Convertibilidad que rige en el país. Este trabajo explora los aspectos del comportamiento económico, las normas de discusión pública y las motivaciones de las posiciones del Gobierno. El trabajo llega a la conclusión de que la participación argentina en las iniciativas de la AFI tiende a ser pasiva y conservadora.

Parece difícil encontrar un país más profundamente comprometido con las motivaciones y temas de la arquitectura financiera internacional (AFI) que la Argentina, donde tendría que haber un interés natural hacia las medidas internacionales que puedan contribuir a la estabilización de los mercados financieros. Sin embargo, no ha habido discusión interna y solo se encuentran menciones esporádicas de las iniciativas y reuniones de la AFI. Por otro lado, de acuerdo con las actuales orientaciones, la participación del anterior gobierno argentino en las iniciativas de la AFI tendió a ser pasiva y conservadora. Del mismo modo, esta situación paradójica se repite con el plan de Convertibilidad que rige en la Argentina.

ROBERTO FRENKEL: investigador principal del Centro de Estudios de Estado y Sociedad-Cedes, Buenos Aires; profesor en las universidades de Buenos Aires y Palermo.

Nota: Este ensayo corresponde a la serie de Estudios sobre Arquitectura Financiera Internacional, desarrollada por la Fundación Friedrich Ebert.

Palabras clave: sistema financiero internacional, plan de Convertibilidad, Argentina.

El plan de Convertibilidad

A lo largo de la primera mitad de los años 90, Argentina sufrió un impresionante proceso de reformas que siguieron las directivas de la economía de mercado. Este proceso implicó la privatización de gran parte de las empresas estatales así como la apertura del comercio y las finanzas. Al mismo tiempo, el país superó un periodo de extrema inestabilidad de precios que había conducido a dos breves episodios hiperinflacionarios en 1989 y 1990. La estabilización de precios coincidió con una importante recuperación del crecimiento económico. Sin embargo, también aparecieron resultados menos deseables; en el mismo periodo, el desempleo creció significativamente y se profundizó la desigualdad. Una de las principales reformas estructurales fue la apertura de la economía a los capitales del comercio internacional. Aunque ya se encuentran incursiones en esta dirección desde 1988, es a principios de los años 90 cuando la anterior apertura, que se estaba haciendo de manera gradual, se abandonó para comenzar con un proceso de gran aceleración.

Varias normas constituyeron los soportes legales del proceso de reforma estructural. El decreto de Reforma del Estado (agosto de 1989) estableció las bases legales para la privatización de las empresas estatales y permitió, por esta razón, el uso de mecanismos de canje de la deuda. En segundo lugar, para mejorar el funcionamiento de las cuentas públicas, el decreto de Emergencia Económica (septiembre de 1989) suspendió numerosos mecanismos de subsidios, como los que correspondían a los regímenes de promoción industrial y regional. Esta norma también estableció la igualdad de tratamiento para el capital extranjero y el nacional invertido en el país en actividades productivas. De este modo, dejó de ser necesaria la aprobación previa de cualquier inversión directa de capital extranjero. Además, en noviembre de 1991, el decreto de Desregulación eliminó completamente un conjunto de reglamentaciones que dificultaban diferentes actividades económicas.

Pero el instrumento legal más importante del proceso de estabilización fue el decreto de Convertibilidad, aprobado por el Congreso en marzo de 1991, que estableció una tasa fija de cambio peso-dólar y autorizó contratos en cualquier moneda extranjera. También estipuló que el Banco Central tuviera un respaldo del 100% de la base monetaria en reservas extranjeras. Asimismo es importante mencionar que los nuevos Estatutos del Banco Central (septiembre de 1992) establecieron su independencia como institución. En la práctica, la Ley de Convertibilidad (reforzada por los mencionados nuevos estatutos) transformó al Banco Central en una caja de conversión y completó la desregulación de las cuentas de capital de la balanza de pagos. Así, desde principios de 1991, tanto el comercio como los flujos de capital quedaron completamente liberados.

Crece la dolarización

A pesar de la alta credibilidad que tuvo el compromiso de mantener la tasa de cambio, los ahorristas del sector privado han mostrado preferencia por los

depósitos en dólares. Mientras tanto, los bancos defendieron sus balances contra cualquier riesgo cambiario ofreciendo créditos en esa moneda. En consecuencia, desde el comienzo del plan de Convertibilidad hubo una notable tendencia hacia una creciente proporción de activos y pasivos en dólares en el sistema bancario local. Esta proporción creció a cerca de 60% en 1999. La dolarización de los activos del sector privado se percibe como una forma de protección contra el riesgo de devaluación y también ha contribuido a la estabilización de los portafolios locales. Este papel fue particularmente importante después de las crisis asiática y ruso-brasileña. Aunque hubo una dramática corrida de los depósitos locales durante la crisis que siguió a la devaluación mexicana, el total de los depósitos en el sistema bancario no cayó durante 1998 y 1999. Por otro lado, el problema del riesgo cambiario no solo afecta a los inversores extranjeros, a los bancos y las grandes compañías endeudadas en el exterior, sino también a los numerosos deudores de bancos locales con ingresos en pesos. Sin duda, esto contribuyó al agotamiento del reclamo a favor de la continuidad de la paridad cambiaria fija.

La globalización financiera de la economía argentina

El plan de Convertibilidad sucintamente descrito hasta aquí es un marco económico extremadamente rígido. La rigidez no se desprende solo de las normas legales sino también de la conducta actual de los mercados reales. Por ejemplo, la flexibilidad de la tasa de cambio real frente a los negativos *shocks* externos requeriría una significativa flexibilidad descendente de los precios de los bienes nacionales no negociables. Realmente, la gran deflación nominal no ha tenido lugar ni en la gran recesión de 1995 ni en la del 98-99, a pesar de la significativa flexibilidad de los salarios por contratación (la elasticidad del desempleo es aproximadamente -2). El marco del plan de Convertibilidad determina dos rasgos del funcionamiento macroeconómico. Primero, hay un crecimiento de la brecha externa. La combinación de apertura comercial con una tasa de cambio sobrevaluada dio como resultado un déficit crónico en la balanza comercial. La balanza comercial solo alcanza un equilibrio bajo condiciones de recesión profunda (como en 1995 y, más recientemente, a mediados de 1999) o con una demanda externa excepcionalmente fuerte (de Brasil) combinada con altos precios de la producción internacional (como en 1995-1996). El déficit comercial junto con el déficit estructural de crecimiento en el sector servicios generan un déficit creciente del efectivo. Para alcanzar una tasa de crecimiento positiva la economía requiere sustanciales flujos líquidos de capital. Para mantener una tasa positiva de crecimiento, la economía requiere una entrada cada vez mayor de capitales externos.

Fuerte influencia externa en el comportamiento económico

En segundo lugar, la volatilidad de las condiciones financieras internacionales confrontada por el país, se transmite mecánicamente a la actividad interna y a los niveles de empleo. La correlación entre el comportamiento nacional y la

conducta de los mercados de capital internacionales es una característica común de las economías de mercado emergentes, como quedó dramáticamente ilustrado por los acontecimientos recientes. En el caso argentino, la correlación está acentuada por el plan de Convertibilidad, que carece de una significativa flexibilidad monetaria y nominal para compensar los impulsos externos de ambos signos. En la primera mitad de los años 90, las demandas internas se dispararon, lo que fue encauzado por los flujos de capital y consumo. Después de la devaluación mexicana, la economía argentina fue la más significativamente afectada por el efecto Tequila, convirtiéndose en la segunda recesión más profunda de la región (después de México) y con un salto del desempleo de 12% a 18%. Una segunda ola en los flujos de capital indujo una aceleración del crecimiento en 1996-1997 y el desempleo cayó a 12%. El estímulo externo se debilitó después de octubre de 1997, junto con la tasa de crecimiento. El rumbo de la actividad tendió nuevamente hacia la recesión en el tercer trimestre de 1998, después de la crisis ruso-brasileña (pero, en realidad, antes de la devaluación de Brasil en enero de 1999). A mitad de 1999, la economía argentina muestra una de las más profundas recesiones en la región (solamente Ecuador y Venezuela están sobre Argentina en el ranking) mientras que la tasa de desempleo está creciendo por sobre 14,5% registrado en abril de 1999.

El régimen de caja de conversión juega su papel destinado a ser un estabilizador automático de las cuentas externas. Pero en el plan de Convertibilidad, las recesiones más profundas dejan las cuentas corrientes con un déficit sustancial (i.e. 12.000 millones de dólares proyectados para 1999) y una altísima tasa de desempleo. Estos elementos ejercieron presión sobre el lado negativo de las percepciones de los inversores internacionales y tendieron a reducir su costado positivo. La versión argentina de la caja de conversión está lejos de disipar el riesgo de insolvencia.

Los analistas de inversiones internacionales han expresado sus opiniones y tienen confianza frente al riesgo de insolvencia y sobre la continuidad del plan de Convertibilidad. Las situaciones de equilibrio múltiple y las profecías autocumplidas no son usuales en el actual marco de los mercados financieros internacionales. Insolvencia y/o abandono del plan de Convertibilidad es uno de los resultados potenciales en el caso argentino.

Importancia reducida de los factores internos

Una diferencia entre el esquema argentino y otros de mercados emergentes reside en la reducida relevancia relativa de los factores económicos internos. Dados los rasgos ya mencionados del comportamiento macroeconómico, los factores que tienen más peso son los externos. Estos factores comprenden, por ejemplo, las principales circunstancias externas que afectan las expectativas de la balanza comercial: los precios de los productos de exportación y la demanda brasileña de exportaciones argentinas. Pero los fundamentos de este funcionamiento contribuyen solo parcialmente a la formación de suposiciones entre los actores. Dado que el volumen de las necesidades financieras

se origina en una deuda sobregirada y en el déficit del sector servicios, la suposición más importante de cada actor individual se hará sobre la conducta futura del mercado financiero internacional respecto del país, es decir, la conducta de los otros actores. Las señales relativas a las probabilidades de la balanza comercial —y otras señales— son valiosas principalmente por su esperada influencia sobre la conducta futura de los mercados financieros.

¿El dólar como moneda nacional?

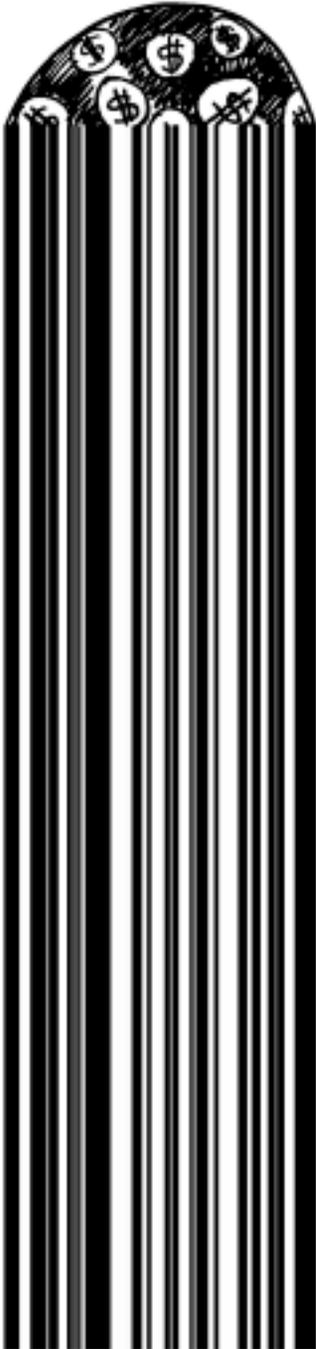
En busca de señales de credibilidad, el Gobierno argentino anunció, a principios de 1999, que estaba considerando adoptar el dólar como la moneda nacional. La principal intención de este anuncio fue señalar la buena voluntad gubernamental para gastar las reservas del Banco Central si se enfrentaba a una corrida. Esta completa dolarización *de facto* de la economía no podía, en ningún caso, implementarse solamente con la venta de todas las reservas del Banco Central sino que también requeriría la masiva intervención sobre los contratos bancarios. Aun en este caso, el proceso involucraría serios riesgos de desorganización financiera. Los analistas de los mercados financieros no se centraron sobre los riesgos y las dificultades de la implementación sino que concentraron sus análisis en los cambios en el comportamiento y expectativas de una economía argentina supuestamente ya dolarizada en su totalidad. El veredicto de la mayoría dice que aun si el riesgo de devaluación se elimina por la sustitución de la moneda, el riesgo de insolvencia se mantiene invariable porque la solvencia externa no depende de la denominación monetaria de las transacciones internas.

Los temas de la arquitectura financiera internacional

Una conclusión se desprende de la situación anterior: parece difícil encontrar un país más profundamente comprometido con las motivaciones y temas de la AFI que la Argentina, donde tendría que haber un interés natural hacia las medidas internacionales que puedan contribuir a la estabilización de los mercados financieros. El comportamiento argentino, sin duda, podría beneficiarse con un ambiente financiero más estable y también con el desarrollo e implementación de medidas regulatorias internas que intenten emparejar los flujos de capital privado, mientras mantiene el libre acceso a los mercados financieros. Lo que se esperaría del Gobierno en esta situación es interés, compromiso y posiciones explícitas, y también de los partidos políticos y otras organizaciones de la sociedad civil, así como una activa discusión en los foros económicos y en los medios.

Sin embargo, muy raramente se encuentran menciones a las iniciativas y reuniones de la AFI. Aunque una gran cantidad de opiniones de economistas aparece en los periódicos argentinos, los temas de la AFI casi no reciben atención. No se han generado discusiones y los representantes políticos y sociales no han hecho comentarios. Es legítimo sospechar que la gran mayoría de ellos no tiene noticia de la existencia de la AFI.

© 2000 Mary Carmen Pérez/Nueva Sociedad



El Gobierno participó activamente en la iniciativa del G-22 y tomó posiciones bien definidas en otros foros. Por ejemplo, a través de la declaración del presidente del Banco Central ante la 52ª Reunión del Comité Interino del FMI. Pero el Gobierno no mostró interés en difundir la información sobre la existencia, desarrollo y temas de la AFI. No hay documentos accesibles sobre las posiciones oficiales de Argentina y no se ha hecho pública ninguna información sobre las presentaciones argentinas en el Fondo Monetario Internacional y otros foros multilaterales e internacionales. Los hechos mencionados perfilan una situación aparentemente paradójica sobre la que podemos sugerir algunas hipótesis.

Las organizaciones de la sociedad civil, los partidos políticos y los analistas

Ya hemos mencionado que el pecado original del plan de Convertibilidad es la aguda dependencia que tiene de los flujos externos de capital. Las expectativas de sustentabilidad y crecimiento fluctuaron a lo largo de los años 90 según los arrastres de buenas y malas noticias del exterior. El contagio de la crisis mexicana contradujo las expectativas iniciales de los flujos de capital tendencialmente altos y reveló su volatilidad. Pero, al mismo tiempo, la estampida de los precios de los productos y el plan Real en Brasil significaron muy buenas noticias.

Ayudado por el positivo *shock* real y por un paquete de emergencia de 11.000 millones de dólares, el plan de Convertibilidad sobrevivió al efecto Tequila. La combinación de un favorable ambiente externo real y el mismo éxito de la operación de rescate fortalecieron las expectativas optimistas y la llegada de una nueva oleada de flujos de capital privado. Ambos duraron hasta la crisis asiática. Desde entonces, el optimismo se disipó, los flujos de capital están declinando y se obtuvo el «premio» de ser categorizado como país de riesgo, un riesgo que crece sin pausa con picos relativamente altos marcados por la crisis ruso-brasileña y la devaluación en Brasil.

El futuro del plan de Convertibilidad

En ninguna ocasión, a lo largo de la agitada historia del plan de Convertibilidad, fue abierta a la discusión pública su finalización. Aunque se asomaron algunas críticas de tiempo en tiempo, ningún representante político o social significativo tuvo una posición a favor del cambio de plan. Del mismo modo, pocos economistas manifestaron críticas y nunca centraron sus análisis sobre las dificultades encarnadas por este plan. En la escena pública, se ha tomado al plan de Convertibilidad como un hecho consumado y como un estado de cosas natural e inalterable. Por otro lado, algunos economistas influyentes defendieron el plan con vehemencia. Sus argumentos no desconocen las evidencias negativas, pero encuentran como virtudes del plan la disciplina que impone al Gobierno y a la sociedad. Con el tiempo suficiente, se espera que esas virtudes se conviertan en competitividad, exportaciones y crecimiento sustentable.

Los intereses sectoriales ayudan a explicar esta situación. Bancos, grandes compañías endeudadas en el exterior, compañías de capitales extranjeros e intermediarios financieros, están íntimamente interesados en la continuidad. La dolarización interna del crédito apoya aún más este interés. Los análisis y opiniones no son inmunes a estas influencias.

Así, la mayoría de las actitudes, opiniones y silencios públicos están más orientados por el miedo que por la convicción. Las opiniones críticas y los análisis de las desventajas del plan de Convertibilidad corren el riesgo de ser considerados como «devaluacionistas» y se condenan a un aislamiento intelectual y político.

La mayoría de los temas referidos a la AFI encajan en el mismo paradigma. El sistema concibe al plan como una integración completa entre los mercados financieros interno e internacional y muestra distancia y desconfianza frente a cualquier clase de sugerencia sobre las restricciones del flujo de capital. Los políticos y otros actores de la sociedad civil generalmente no se preocupan por temas en los que no son capaces de construir posiciones públicas bien claras. Ni hay analistas especializados atraídos por temas cuyos análisis se refieran peligrosamente a los pros y contras del plan de Convertibilidad.

El Gobierno

Las consideraciones anteriores se aplican a las posiciones públicas del Gobierno. Los funcionarios están presionados por las circunstancias a defender el plan de Convertibilidad de manera más entusiasta que nadie. Esta es la señal *sine qua non* de la credibilidad. El Gobierno no está inclinado a difundir información y promover la discusión sobre temas que llamen la atención sobre la volatilidad del mercado financiero internacional y sobre la debilidad del plan de Convertibilidad. Además, cualquier actitud que pueda ser sospechosa de heterodoxa con respecto al libre flujo de capitales, podría socavar la credibilidad.

Foros internacionales

Las posiciones argentinas en los foros internacionales se pueden deducir de las declaraciones del presidente del Banco Central ante la 52ª Reunión del Comité Interino del FMI. Con respecto al régimen de tasa de cambio, la declaración defiende enfáticamente el régimen de caja de conversión como una alternativa a los regímenes de tasa de cambio flexibles. Los argumentos se basan más en las críticas a las tasas de cambio flexibles que a las virtudes del régimen de caja de conversión. Sobre temas referidos a «comprometer al sector privado» (riesgo compartido y procedimientos para distribuir el peso de la resolución de crisis), el Gobierno argentino fue esencialmente muy cauto en promover innovaciones. Se apoyaron decididamente las iniciativas relativas a los estándares internacionales sobre vigilancia y transparencia fi-

nanciera así como el establecimiento de líneas de crédito de contingencia. El Gobierno está a favor de una enmienda al Artículo del Acuerdo del FMI para liberalizar completamente las cuentas de capital obligatorio para los países miembros. El Gobierno «encuentra de algún mérito» incluir en el nuevo conjunto de normas, medidas de control de precios que permitan restricciones temporarias a las transacciones de capital para mitigar las consecuencias de los movimientos excesivos en los flujos, y está en contra de las restricciones sobre los flujos «a menudo adoptadas para encubrir la debilidad interna».

En conclusión, la participación del Gobierno argentino en las iniciativas de la AFI parece estar orientada por la convicción de que el plan de Argentina representa el mejor arreglo posible para negociar los problemas mostrados por los mercados financieros internacionales. El Gobierno ve las raíces de las crisis recientes en las deficiencias estructurales en muchos países con mercados emergentes y en los desbalances macroeconómicos de otros, mientras que la economía argentina sufre pasivamente por esas fuentes externas de contagio financiero. También apoya hacer una preceptiva de liberalización completa de las cuentas de capital y es muy cauto respecto de las medidas internacionales que podrían entrar en conflicto con las posiciones de los inversores financieros privados. Llevado por estas orientaciones, la participación argentina en las iniciativas de la AFI tiende a ser pasiva y conservadora.

Perspectivas

El triunfo del candidato de la Alianza, Fernando de la Rúa, en las elecciones de octubre de 1999 podría significar un cambio importante después de 10 años de continuidad de la administración Menem. Mientras que las políticas de gobierno seguramente experimentarán significativos cambios en muchos aspectos, no podría esperarse lo mismo con respecto a las principales orientaciones de la política económica. Con la excepción de unos pocos grupos políticos de menor importancia, todos los programas y candidatos están comprometidos con la continuidad del plan de Convertibilidad. Por lo tanto, las poderosas fuerzas contextuales que dirigen las políticas y posiciones gubernamentales —como se señaló anteriormente— hará improbables unos cambios significativos en el escenario local. Sin embargo, teniendo en cuenta la composición ideológica de la Alianza, se puede esperar una participación gubernamental más activa y menos conservadora en las iniciativas de la arquitectura financiera internacional.