

17

Argentina en la globalización financiera

Exposición de Roberto Frenkel en la reunión “El consenso de Buenos Aires”, 23 de agosto de 2005

Es prácticamente imposible resumir en un tiempo breve todas las lecciones que pueden extraerse de la experiencia argentina. En esta exposición prefiero concentrarme en ciertas líneas de argumentación que conducen a cuestiones de importancia que se discuten actualmente.

Durante el último tercio del siglo XX se desarrolló en el mundo el proceso conocido como segunda globalización financiera. Para los países en desarrollo este adquirió particular intensidad en los años setenta, luego de que el reciclaje de los petrodólares alimentara los mercados financieros internacionales con una ingente masa de recursos prestables. Se intensificó nuevamente en los años noventa, cuando los flujos de fondos desde las economías desarrolladas hacia los mercados emergentes adquirieron un renovado impulso.

La historia de Argentina en los últimos treinta años puede contarse como la historia de la inserción del país en ese proceso de globalización financiera. Argentina se incorporó al mismo desde sus primeros pasos y lo hizo del modo más extremo, procurando la integración completa a través de la desregulación y apertura del sistema financiero y de la total liberalización de los flujos de capital. Esto se hizo en forma simultánea con otras reformas estructurales, entre las que cabe destacar la apertura comercial. Argentina fue en los años setenta uno de los “experimentos de liberalización y apertura del Cono Sur”. Martínez de Hoz y los “Chicago boys” argentinos podrían reclamar derechos de autor sobre buena parte de lo que bastante más adelante se denominó el consenso de Washington.

Esos treinta años se dividen en dos etapas de inserción activa mediadas por un interregno. La primera etapa va de 1977 hasta la crisis de la deuda externa en 1982. Le siguen ocho años en que el país batalló sin éxito con la posibilidad de estabilizar la economía y renegociar la deuda que dejó la etapa de inserción inicial. La segunda fase de inserción activa se inició en 1991 y reventó en 2001, dejando el mayor default de la historia y la mayor crisis que experimentó la economía argentina

La nuestra ha sido seguramente una de las peores experiencias de inserción en este sistema financiero globalizado, probablemente la peor. A pesar de las posibilidades abiertas por un acceso considerablemente mayor al crédito internacional de fuentes privadas esta etapa fue para la Argentina la de desempeño económico más pobre desde que el país iniciara, más de un siglo antes, su integración al mundo como productor de bienes agropecuarios e importador de manufacturas y de capitales. Para resumirlo en un solo dato, en 2001, por ejemplo, el producto por habitante a precios constante era apenas igual al de 1975, aunque su distribución resultaba considerablemente más desigual que en aquel entonces.

En los dos períodos de inserción activa, en los años setenta y en los noventa, ésta se desarrolló en contextos de apreciación del tipo de cambio y generando grandes déficits de cuenta corriente. Se acumularon consecuentemente importantes deudas que después se hicieron insostenibles, de las cuales, en mayor o menor medida, fue partícipe el sector público, sea como receptor directo del financiamiento externo o como resultado de la socialización de deudas privadas en las crisis.

Si bien la historia de Argentina en la globalización financiera es un caso extremo, no es un caso excepcional. Examinemos brevemente este punto ¿Qué podían esperar de la globalización financiera países de mercado emergente como la Argentina?

En el período de aislamiento financiero que rigió entre la crisis de los años treinta y comienzos de los años setenta el financiamiento externo era escaso y el crédito privado de largo plazo prácticamente inexistente. Esta "falla del mercado" podía imponer límites externos al crecimiento por dos vías. Por un lado, por la "escasez de divisas" (o "estrangulamiento externo", como se denominó en América Latina) para financiar importaciones imprescindibles. Por otro lado, porque no se disponía de ahorro externo significativo, de modo que la tasa de inversión quedaba limitada por la tasa de ahorro doméstico.

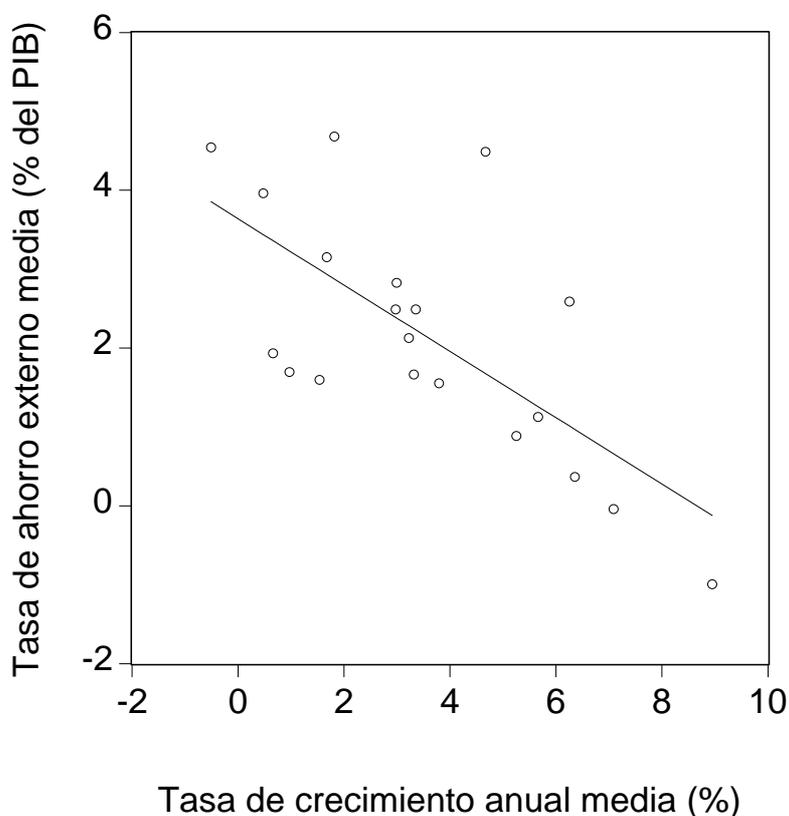
La superación del aislamiento resultante de la globalización financiera implicaba la eliminación de las mencionadas restricciones y consecuentemente, la posibilidad de alcanzar mayores tasas de crecimiento y sufrir menor volatilidad. No ha ocurrido así, como es bien conocido y sobre lo que no voy a abundar aquí. Me interesa más explorar las razones de esta defraudación de las expectativas. ¿Acaso no hubo mayor disponibilidad de divisas, ahorro externo y financiamiento de largo plazo en el período de globalización financiera que en el período de aislamiento? Si la hubo,

al menos para las economías que se integraron al nuevo sistema constituyéndose en “mercados emergentes”.

En la explicación de los decepcionantes resultados en el caso de muchas economías en desarrollo juegan dos tipos de factores. Por un lado, factores propios del sistema internacional, que están fuera del alcance de las políticas de los países. Por otro lado, factores nacionales que sí son alcanzables por esas políticas.

Con relación a esos factores nacionales lo más sintético que puede decirse es que parece haber límites estrictos para la utilización eficiente del ahorro externo y el financiamiento internacional. La globalización levantó la restricción de ahorro externo sobre el crecimiento, pero su dosificación es crucial: solamente funciona como dice la receta si es administrado en pequeñas dosis. Dosis mayores son nocivas.

Ahorro externo y crecimiento
20 economías emergentes entre 1975 y 2002



Fuente: elaboración del autor con datos del World Development Indicators del Banco Mundial.

El gráfico ilustra la asociación negativa entre el grado de utilización del ahorro externo y la tasa de crecimiento media entre 1975 y 2002. En el lado izquierdo del gráfico se encuentran las economías de América Latina, que son las de mayor utilización de ahorro externo y menor crecimiento.

La conclusión es que la integración financiera internacional debe ser administrada, de modo de mantener la utilización del ahorro externo dentro del entorno en el cual su aporte al crecimiento resulta positivo. Las políticas macroeconómicas, esto es, las políticas fiscal, monetaria y cambiaria, constituyen un elemento crucial de esa administración.

Si el ahorro externo debe dosificarse cuidadosamente, la política de tipo de cambio real juega un papel estratégico en el patrón de desarrollo. Una política de tipo de cambio real cumple – entre otras funciones – la de mantener el ahorro externo dentro de los límites sustentables a largo plazo, que son también los límites de su contribución positiva al crecimiento. En algunos trabajos recientes hemos puesto el acento en la política de tipo de cambio real competitivo como instrumento para fomentar el crecimiento y el empleo. Enseguida me referiré a este punto. Aquí quiero enfatizar el papel preventivo de la política cambiaria. La política de tipo de cambio real coordina la inserción comercial con la inserción financiera, de modo de asegurar que el balance de pagos y el endeudamiento externo evolucionen en forma sostenible de acuerdo a los objetivos fijados por la estrategia de desarrollo.

La necesidad de manejar el tipo de cambio mediante la política cambiaria establece un régimen de política macroeconómica alternativo y en conflicto con el régimen promovido actualmente por la visión predominante en Washington. Este consiste en la apertura irrestricta al flujo de capitales, tipo de cambio de flotación pura y política monetaria enfocada exclusivamente en la inflación. En cambio, dada la necesaria consistencia que deben guardar las políticas macroeconómicas, en un régimen de flotación administrada con un objetivo de tipo de cambio real competitivo las políticas fiscal y monetarias deben formularse en coordinación con la política cambiaria y atendiendo objetivos múltiples de tipo de cambio, inflación y nivel de actividad y empleo. Si es necesario a los fines de preservar el régimen de política, la apertura financiera debe graduarse a través de la regulación de los flujos de capital.

Como mencioné, la prevención de tendencias insostenibles no es la única función que cumple este régimen de política macroeconómica. Cumple también otras dos funciones reales de gran importancia.

En primer lugar, un tipo de cambio competitivo (TCC) determina incentivos para la producción de una amplia gama de productos comerciables con el resto de mundo, sea para su colocación en el mercado internacional o en el mercado interno. Incentivo quiere decir rentabilidad. Al ampliar la gama de producciones potencialmente rentables se amplían las posibilidades de crecimiento de la producción y del empleo. Este es el papel protectorio y de promoción del desarrollo del TCC. Es una política de promoción generalizada de las actividades comerciables con respecto a las no comerciables. Por ser general - a diferencia de los aranceles u otros incentivos específicos para sectores o actividades - es completamente amistosa con el mercado y no da lugar a búsqueda de rentas y corrupción. La política cambiaría adquiere singular importancia en un contexto de acuerdos internacionales que restringen la utilización de aranceles y otros incentivos.

En segundo lugar, el TCC cumple también una función de promoción del empleo porque incentiva la utilización más intensiva del trabajo en las actividades comerciables y también en las no comerciables. Por su efecto sobre el precio relativo trabajo/bienes de capital y sobre la elección de tecnologías, el TCC establece un estímulo adicional sobre el empleo, que se suma al que resulta de la expansión rápida de la producción.

La pregunta acerca del nivel más conveniente del TCC no tiene una respuesta precisa. Pero podemos reconocer órdenes de magnitud en función de los efectos observables sobre el sector externo, el crecimiento y el empleo. Por ejemplo, en el caso argentino, estas observaciones permiten asegurar que el tipo de cambio real de la década de los noventa no era competitivo. Con semejante seguridad puede sostenerse que el vigente en la actualidad es un TCC. Mencionemos algunos resultados al respecto.

Entre los primeros trimestres de 2002 y de 2005, la economía ha crecido a un ritmo promedio de 7,7% anual. Cerca de dos tercios del crecimiento se explica por la demanda de consumo, que creció un 7,1% anual. El 42% se explica por el incremento de la inversión. Esta aumentó a un ritmo medio de 22,9% anual: casi se duplicó entre principios de 2002 y principios de 2005.

El balance comercial y el balance en cuenta corriente mostraron saldos positivos que persisten en un contexto de crecimiento rápido. Por otro lado, entre 2001 y 2004 el balance del sector público consolidado mejoró en 9,2 puntos porcentuales del PIB: pasó de un déficit de 5,6 a un superávit de 3,6. Las retenciones a las exportaciones representaron 2,3 puntos (un cuarto de la mejora total de las cuentas públicas y dos tercios del incremento del superávit fiscal primario).

Desde 2003, el crecimiento del empleo a tiempo completo (sin planes sociales) explica completamente la caída en la tasa de desempleo. El crecimiento del producto no fue el único factor: la relación empleo/PIB se elevó con respecto al período de convertibilidad. Aumentaron los salarios reales de los empleos formales e informales. Los salarios bajos aumentaron más que los altos. El análisis de las cifras muestra una clara relación entre las variaciones del salario y el desempleo: los salarios aumentaron más donde más cayó el desempleo.

¿Cabe alguna duda que el tipo de cambio real competitivo jugó un papel crucial en los resultados de crecimiento, sector externo, sector fiscal, empleo y salarios? No me refiero exclusivamente a cada uno de ellos, sino que apunto también sobre los atributos del conjunto: su consistencia y su sostenibilidad. Si quedan dudas, invito a comparar ese conjunto de resultados con el período de tipo de cambio real apreciado.

Para desempeñar las funciones de promoción del crecimiento y el empleo el tipo de cambio real competitivo debe ser percibido estable. Estable no significa indexación automática del tipo de cambio nominal a la evolución de los precios internos. La flexibilidad del tipo de cambio nominal desalienta los movimientos de capitales especulativos de corto plazo y tiende a "suavizar" la cuenta de capital del balance de pagos. Es bueno que haya riesgo cambiario de corto plazo. La estabilidad que mencionamos apunta a plazos más extendidos. Su principal propósito es reducir la incertidumbre acerca del tipo de cambio real en los plazos relevantes para las decisiones de inversión en actividades comerciables existentes o nuevas. El TCC provee actualmente rentabilidad a ciertas actividades, existentes o potenciales. Pero el tipo de cambio relevante para las decisiones de ampliar o instalar capacidad productiva en esas actividades es el que regirá en el futuro, cuando esas inversiones hayan madurado y las empresas se encuentren produciendo y vendiendo.

¿Cuáles son las fuentes de señales que permiten conjeturar el tipo de cambio real que regirá en ese futuro más o menos lejano? Menciono dos: la estrategia

manifiesta de la política económica y la tendencia observada del tipo de cambio real. Consideremos esta última en primer lugar. Si un inversor potencial observa una tendencia a la apreciación del tipo de cambio real, no tiene manera de conjeturar en qué nivel se estabilizará, si es que se estabiliza. Esto es particularmente así en Argentina, el país de América Latina que experimentó la mayor variabilidad del tipo de cambio real en los últimos treinta años. El que se quema con leche, ve una vaca y llora. Entonces, para no desalentar la inversión en comerciables, es imprescindible evitar tendencias a la apreciación que exacerbén la percepción del riesgo de no contar con un TCC cuando la inversión madure. Esta consideración aclara cuál es el nivel de TCC más conveniente: el que rige en la actualidad, el TCC al cual arribamos con inflación controlada a través de nuestra tumultuosa historia previa. La otra fuente de señales con que puede contar un inversor potencial es la estrategia de crecimiento planteada por el gobierno. La

concepción estratégica del gobierno y la exhibición de los instrumentos capacitados para impulsarla contribuyen indudablemente a reducir la incertidumbre y alentar la inversión y el empleo.