

Globalización y la vulnerabilidad externa

Julio Sevares *

Las economías atrasadas o periféricas son estructuralmente vulnerables debido a las características de su especialización productiva y comercial, que las someten al deterioro de sus ingresos de exportación y/o a variaciones bruscas de esos ingresos. Debido a esto tienen insuficiencia de ahorro interno, y dependen para crecer del financiamiento externo en la forma de préstamos o inversión externa.

Así, resultan vulnerables tanto a los movimientos de precios en el mercado internacional como a las condiciones del mercado financiero externo en lo que se refiere a tasas de interés y oferta de capitales.

La evolución del mercado financiero de las últimas décadas ha potenciado la vulnerabilidad externa de tales economías, especialmente aquellas más abiertas o dominadas por gobiernos o empresarios más proclives al endeudamiento irresponsable o la especulación.

Ello se debe a una combinación de aumento de liquidez con volatilidad de flujos de capital, capaces de desestabilizar incluso economías con cierto grado de desarrollo.

En este contexto, aún economías con una relativa solidez, que no deberían ser vulnerables de acuerdo a su situación macroeconómica, se encuentran bajo amenaza¹.

Vulnerabilidad externa

Uno de los indicadores más utilizados de vulnerabilidad externa es la relación entre el déficit de cuenta corriente y el PBI.

La cuenta corriente incluye el balance de la cuenta de mercancías (exportaciones menos importaciones) y el de la cuenta de servicios (que computa los pagos e ingresos por servicios financieros, royalties, dividendos, etc.). Si la cuenta corriente tiene déficit, se cubre con ingreso de capitales en concepto de préstamos de corto y largo plazo e inversiones externas.

Se supone que cuanto mayor es el déficit en cuenta corriente en relación con el PBI, menor es la capacidad de pago de la economía y mayor su dependencia del ingreso de capitales, y por lo tanto mayor es su vulnerabilidad ante variaciones en la oferta de crédito internacional o las tasas de intereses.

Esto es correcto en un sentido estático, pero desde un punto de vista dinámico el verdadero estado de la economía depende del origen del déficit de cuenta corriente y de la forma en que se están aplicando las divisas que ingresan para cubrirlo.

En el largo plazo, no tiene la misma consecuencia un déficit en el balance de mercancías debido al ingreso de insumos y bienes de capital en un proceso de industrialización, que uno debido a una explosión de consumo improductivo. Por lo tanto, más allá de los problemas coyunturales, lo que importa es la posibilidad de la economía de generar capacidad de pago futura de sus importaciones de bienes y servicios y de sus obligaciones financieras.

Vulnerabilidad comercial

Las economías periféricas sufren una vulnerabilidad externa derivada de su especialización productiva y comercial. El caso típico es el de una economía que exporta bienes cuya participación en el comercio mundial tiende a decrecer, como los bienes primarios o de baja elaboración. Los precios de estos productos suelen experimentar largos períodos de caída en los precios, que deterioran los ingresos de los exportadores, o tienen grandes fluctuaciones que dan lugar a una fuerte incertidumbre sobre el futuro de los ingresos.

El deterioro de la participación en el comercio mundial o en los precios de estos productos se debe a que el avance de la industrialización aumenta la participación relativa de los bienes industriales y de mayor componente tecnológico, así como de los servicios financieros y reales sofisticados. Por otra parte, el progreso técnico tiende a mejorar la utilización de los insumos basados en recursos naturales, y a sustituirlos por bienes sintéticos de origen industrial (Hopenhayn y Rojo, 1990, pág. 44).

Como consecuencia de estas transformaciones, entre 1980 y 1995 la participación de maquinaria de transporte en las exportaciones mundiales pasó del 25% al 38%, el rubro 'otras manufacturas' aumentó su participación del 30% al 38%, la participación de combustibles y minerales cayó del 30% al 10%, y la de los alimentos y productos agrícolas se redujo levemente, llegando a un 15% en 1995 (World Trade Organisation, citado por The Economist, 15-11-97).

En el grado de vulnerabilidad influye también el nivel de concentración de las exportaciones en un grupo de productos o en determinados mercados, ya que cuanto mayor es ese tipo de concentración mayor es la exposición de la economía a las variaciones de precios o demanda de los productos que vende, o a la situación de los mercados a los que exporta.

Además de las debilidades que surgen del sector exportador, los países periféricos experimentan un alto grado de rigidez en su estructura de importaciones porque dependen de la importación de bienes industriales que resultan difíciles de sustituir, especialmente en procesos de industrialización.

La combinación del deterioro en la capacidad de obtener ingresos de exportación con la rigidez de sus necesidades de importación, da lugar a una restricción externa de carácter estructural que deriva en crisis de balanza de pagos y/o en la necesidad de compensar la debilidad comercial con ingreso de capitales.

La observación de las restricciones creadas por la especialización primaria ha fundamentado la recomendación de la industrialización por sustitución de importaciones. La experiencia de la sustitución ha dado lugar, a su vez, a análisis que ponen de manifiesto las debilidades de esta estrategia y las formas de vulnerabilidad que ella genera: la tendencia al estrangulamiento externo generado por las importaciones de bienes de capital o insumos asociadas a la sustitución de importaciones, y dependencia tecnológica y política derivada de la presencia de corporaciones extranjeras.

En las últimas décadas se desarrollaron nuevas corrientes: la Nueva Teoría del Comercio Internacional, la Teoría del Crecimiento Endógeno, y las corrientes neoshumpeterianas, que enfatizan la posibilidad de superar el atraso comercial promoviendo el desarrollo de nuevas ventajas comparadas.

Estas corrientes consideran que existen sectores con economías de escala que pueden mejorar su ventaja comparativa si cuentan con políticas de apoyo. También se enfatiza la importancia en el desarrollo de recursos humanos para el mejoramiento de las actividades productivas. Asimismo, dichas corrientes dan cuenta de las diferencias que existen en materia de capacidad tecnológica y conocimientos entre los países, y de la influencia de esta situación en su capacidad competitiva y su participación en las exportaciones mundiales (Bekerman y Sirlin, 1994, Rodrik, 1995).

De estos puntos de vista surge la recomendación de políticas activas para cambiar el patrón de especialización existente hacia otro de mayor diversificación productiva y exportadora y hacia la incorporación de productos con demanda ingreso más elástica en el mercado internacional (Bekerman y Sirlin, 1996).

Vulnerabilidad financiera

La vulnerabilidad financiera depende básicamente del endeudamiento en relación a la capacidad de pago y de la disponibilidad de capitales para sostener el nivel de financiamiento necesario.

Los indicadores habitualmente utilizados para medir este tipo de vulnerabilidad son el monto de la deuda y los intereses a pagar en relación al PBI, o los años de exportaciones y el plazo de vencimiento de la deuda. En el caso de la deuda pública es importante la relación entre los intereses de la deuda y el total del gasto.

En los sistemas de libertad al movimiento de capitales y/ de convertibilidad de la moneda nacional, el grado de vulnerabilidad depende también del nivel de reservas del Banco Central.

Como sucede con el resultado de la cuenta corriente, estos indicadores deben a su vez evaluarse a la luz de cada situación particular, porque la deuda externa puede ser utilizada o no para financiar inversiones reproductivas generadoras de capacidad de pago.

Es así que durante los años sesenta y setenta Corea tuvo déficit de cuenta corriente debido a las importaciones que realizaba en su programa de sustitución de importaciones y desarrollo exportador. En una medida menor, también Brasil utilizó el endeudamiento externo durante los años setenta para financiar su industrialización.

En las antípodas se encuentra la experiencia argentina, en la cual un sistema de liberalización financiera interna, apertura al ingreso de fondos de corto plazo, y fijación del tipo de cambio, estimuló un endeudamiento que financió consumo superfluo, especulación financiera y huida de capitales (Schvarzer, 1983).

En la formación del endeudamiento y la generación de la vulnerabilidad financiera interviene en forma decisiva la situación del mercado financiero internacional en lo que se refiere a la oferta de fondos disponibles y las fuentes de esa liquidez.

La disponibilidad de financiamiento y las fuentes han variado fuertemente en las últimas décadas. Desde la segunda posguerra hasta mediados de los años setenta, la mayor parte del financiamiento de los países periféricos, y en particular de los latinoamericanos, provenía de las inversiones directas, los préstamos gubernamentales, y los préstamos de los organismos financieros internacionales. La participación de los bancos privados en el financiamiento era reducida.

A partir de la crisis del petróleo y la aparición de fuertes superávits en cuenta corriente en los países exportadores del combustible, los excedentes financieros se dirigieron a los grandes bancos del mundo industrial y crearon una capacidad de crédito inédita hasta ese momento. Los bancos, interesados en aprovechar la oferta de fondos disponible, iniciaron una campaña para la colocación de créditos, dando origen a una doble irresponsabilidad: la de los tomadores que se endeudaban más allá de su capacidad real de pago, y la de los

prestadores, que no tomaban en cuenta la capacidad de pago de los prestatarios y el riesgo que asumían. Los grandes bancos estadounidenses llegaron a obtener la tercera parte de sus ingresos de sus préstamos a Latinoamérica (Kuttner, 1992).

Durante la década de los setenta los países periféricos estuvieron también sometidos a las tensiones derivadas de las políticas cambiarias de los países centrales. En esos años, las fluctuaciones de los tipos de cambio de los países industriales provocaron presiones sobre los regímenes cambiarios de la periferia. Paralelamente, la inflación y posterior recesión de los países centrales se convirtió en una fuente de inestabilidad para economías periféricas, en algunos casos poniendo fin a décadas de estabilidad de precios, y en otros frenando procesos de estabilización iniciados (Díaz Alejandro, 1986).

A partir de 1979 la situación se agravó con el aumento de las tasas de interés en los Estados Unidos, que aumentó el costo de las deudas a tasas variable existentes, dificultó el refinanciamiento de las deudas vencidas, y precipitó la crisis de la deuda.

Los países endeudados se encontraron entonces en una situación de vulnerabilidad de origen múltiple: endógena por las razones que dieron lugar a la necesidad de financiamiento y al endeudamiento irresponsable, y exógena por el impacto provocado por el aumento inesperado de los intereses.

En las últimas décadas tuvieron un gran crecimiento nuevas fuentes de financiamiento, como los inversores de fondos de pensión o fondos de inversión, que colocan dinero en las bolsas de los mercados emergentes y compran bonos públicos y privados de esos países (Griffith-Jones, 1998). Las emisiones de obligaciones internacionales de países emergentes ascendieron de 7.000 millones de dólares en 1991 a 90.000 millones en 1997. (BIS, 1998) 2.

De este modo, los gobiernos y las empresas privadas de muchos países tuvieron la posibilidad de obtener crédito sin depender de los bancos o los organismos financieros internacionales.

La composición de las fuentes de financiamiento influye en la posición de los países ante sus acreedores. Cuando el financiamiento proviene de bancos u organismos internacionales, el sector público o privado del país tiene la posibilidad de negociar su situación proporcionando información a los prestamistas y aceptando condicionalidades requeridas por estos últimos.

Pero cuando las fuentes de financiamiento son bonos colocados en el mercado internacional no existen acreedores visibles, y el deudor o aspirante a financiamiento sólo puede emitir señales de solvencia, a la espera de que los inversores las acepten y actúen en consonancia. La inexistencia de una instancia clara de negociación y la irracionalidad que pueden asumir las conductas de los inversores aumentan sustancialmente la incertidumbre sobre la disponibilidad de financiamiento.

Esta fue la situación que atravesó México durante la crisis del tequila, cuando la huida de inversores le impidió continuar la renovación de su deuda pública escriturada en bonos.

Un buen indicador de la volatilidad del financiamiento es el flujo de capitales hacia economías emergentes, que pasó de 200.000 millones de dólares en 1994 a 300.000 en 1996 y se redujo abruptamente a 170.000 en 1998 (The Economist, citado por FIDE, Coyuntura y Desarrollo, setiembre 1998).

Concluyendo, como sostiene Yilmaz Akyuz (1993), "Los beneficios proclamados de la apertura financiera están basados generalmente en la presunción de que la internacionalización de las finanzas permite reunir y distribuir los ahorros globalmente a través de movimientos de capital en los diferentes países y en respuesta a las oportunidades de inversiones reales. Pero la evidencia no demuestra esto. No ha habido reducción de las diferencias entre tasas de retorno en inversiones de capital, y tampoco se han debilitado la relación existente entre las tasas de ahorro locales y los niveles de inversión de cada país. La principal razón es que la mayor parte de los movimientos de capital está motivada principalmente por las perspectivas de ganancias especulativas de corto plazo. La exposición a esos flujos es mayor en los países en desarrollo que en los desarrollados porque su inestabilidad proporciona grandes oportunidades de golpes de suerte, mientras que su capacidad para

influir los flujos de capital mediante políticas monetarias es más limitada. Como la reciente experiencia demuestra, el elemento especulativo es capaz de generar giros en las tasas de cambio. Esto genera considerable incertidumbre con relación a los rendimientos de las inversiones, especialmente en las industrias de bienes comerciables, y por lo tanto deprime el nivel de inversiones. La influencia del tipo de cambio en las decisiones de inversión aumentan con la proporción del comercio en la economía. Es, por lo tanto, irónico, que el tipo de cambio es crecientemente determinado por fuerzas puramente financieras desligadas del comercio y la inversión en el momento que los países en desarrollo ponen más énfasis en el comercio como un motor de crecimiento”.

Un ex - presidente del FMI considera, a su vez, que “la creciente importancia de los flujos privados de capital hacia los países en desarrollo crea un serio riesgo de disturbios cíclicos en el proceso de desarrollo. Estos flujos de capital y especialmente las inversiones de cartera, pueden ser altamente volátiles. En un período de expansión, cuando las perspectivas parecen favorables, los ingresos de capital pueden acelerarse más allá de la capacidad de absorción de algunos países. Esto puede tentar a los gobiernos y firmas privados a tomar crédito en el mercado internacional, a veces a corto plazo y en divisas. De este modo pueden desarrollarse serias situaciones de sobreinversión con grandes déficits en la cuenta corriente” (Witteveen, 1998, pág. 21).

El poder de los flujos financieros ha vulnerado no sólo la capacidad de regulación económica, sino también la soberanía política. El propio Paul Volker, ex presidente de la Reserva Federal de los EE.UU. sostuvo que la creciente integración financiera provoca “una creciente ausencia de autonomía en la administración económica, que se percibe fácilmente como afrenta a la soberanía” (Clarín Económico, 17-5-98).

Vulnerabilidad y sistemas bancarios

La vulnerabilidad financiera de los países periféricos se refuerza cuando la apertura financiera encuentra sistemas bancarios débiles, mal regulados y con posibilidades de incurrir impunemente en negocios especulativos como una elevada acumulación de préstamos de alto riesgo.

Sobre este aspecto, Larraín (1998) señala que los déficits de supervisión en los países subdesarrollados derivan en:

- instituciones públicas precarias;
- falta de tradición en operaciones de mercado y un peso excesivo de instituciones financieras públicas;
- contabilidad y calificación de cartera inadecuadas;
- alta concentración de propiedad en mercados de bienes y financieros;
- falta de diversificación internacional de las carteras bancarias y, por lo tanto, escasa diversificación de riesgos.

En este sentido, es fundamental el resguardo de la solvencia y rentabilidad de las instituciones.

De todos modos, como señalan Miotti y Abdelli (1998), los conceptos de solvencia y rentabilidad bancaria son útiles pero también ambiguos, porque un aumento en la solvencia (disponibilidad de fondos en relación con sus compromisos) puede considerarse un signo positivo en momentos de aumento de auge, pero puede representar un riesgo mayor en caso de reflujo. Paralelamente, una buena rentabilidad puede significar la tenencia de activos rentables de alto riesgo que pueden depreciarse profundamente en una situación de incertidumbre.

Según esta evaluación, los bancos latinoamericanos son menos eficaces, más rentables, mas solventes, más capitalizados y menos líquidos. Los asiáticos, más eficaces, menos rentables, menos solventes, menos capitalizados y más líquidos.

El problema no se limita a los países subdesarrollados. Como sostiene The Economist (11-4-98), "Los bancos son instituciones vulnerables capaces de hacer estragos si no son supervisados adecuadamente. Incontables crisis bancarias, en países ricos y pobres, muestran que la combinación de libres flujos de capital y bancos mal regulados es desastrosa".

Por eso, desde la crisis de México en 1995 hay esfuerzos para mejorar la transparencia de los sistemas financieros nacionales, pero todavía sólo 39 países publican sus estadísticas en el boletín electrónico del FMI. Pocos países, ricos y pobres, publican detalles sobre sus operaciones con moneda extranjera, y mucha información importante no es recopilada o publicada tarde.

Por otra parte, dada la volatilidad y el tamaño de los flujos financieros, tampoco es posible confiar plenamente en las virtudes de la regulación. Como afirma Paul Volker, aún "países con bancos fuertes, gobiernos honestos y democráticos, sistemas de rendición de cuentas relativamente transparentes y reguladores expertos, no han resultado inmunes a las crisis bancarias. La lista es larga y no excluye, por supuesto a los Estados Unidos" (Clarín Económico, 17-5-98).

La racionalidad cuestionada

La conducta de los inversores, y la dinámica que éstos imprimen al mercado financiero internacional, constituyen un problema en sí mismo.

Si los agentes financieros actuaran de acuerdo a criterios racionales basados en la situación objetiva de las economías, el riesgo de cada operación y las respuestas de los inversores serían lógicas y perfectamente previsibles.

En este cuadro, los inversores ofrecerían financiamiento sólo a los países con capacidad de repago. El déficit en cuenta corriente sería irrelevante, porque sólo indicaría que la economía está consumiendo e invirtiendo más allá de sus recursos propios, pero de acuerdo a la evaluación correcta de los inversores externos, generando capacidad de repago.

Sin embargo, como lo demuestra no sólo la experiencia de estos años sino la historia de las finanzas, las evaluaciones de los inversores no siguen las premisas implícitas en las teorías de los mercados perfectos, debido a la existencia de fallas de mercado como falta de transparencia que impiden una evaluación adecuada en los riesgos existentes y dificultades de acceso y distribución asimétrica de la información. Además, los inversores actúan en base a expectativas infundadas, temores o ilusiones que están lejos de los criterios del comportamiento racional. Para algunos autores como Kindleberger (1993), este tipo de conducta está en la base de muchas de las crisis financieras a lo largo de la historia³.

De allí que los inversores puedan tomar, y efectivamente tomen, decisiones que se revelan inadecuadas, y que sus respuestas tengan un alto grado de imprevisibilidad.

La falta de información o la propensión elevada al riesgo pueden facilitar el financiamiento de economías con capacidad de repago dudosa. En este caso, el mercado financiero está apoyando la acumulación de un desequilibrio y el agravamiento de la incapacidad de pago futura (Calvo 1996).

Por otra parte, puede dar lugar a retiros de fondos motivados por la incertidumbre o que sobrestiman los riesgos de los prestatarios.

Los comportamientos especulativos, que facilitan el endeudamiento irresponsable y las sobrerreacciones de inversores basadas en el temor, son una constante de la historia financiera.

Los fenómenos de sobreendeudamiento y especulación, así como las conductas reñidas con los supuestos de racionalidad, existieron desde siempre, y se encuentran en la raíz de muchas crisis financieras y en las

historias de la vulnerabilidad externa de las economías chicas y aún de las grandes (Kindleberger, 1993). Lo que distingue a la época actual es que la masa de capitales en circulación es muy importante en relación al tamaño de las economías chicas y aún medianas, y a la capacidad de regulación de sus autoridades monetarias y las reservas de los bancos centrales. Por otra parte, las conductas de los inversores están vinculadas a nivel internacional, y tienen reacciones sincronizadas virtualmente instantáneas, lo que reduce los márgenes para la adopción de medidas preventivas.

La vulnerabilidad de la economía argentina

La economía argentina sufrió históricamente los dos tipos señalados de vulnerabilidad así como diversas combinaciones de ambos.

Tuvo crisis de origen endógeno durante la sustitución de importaciones, cuando los ingresos de exportación no alcanzaban para cubrir los pagos de importaciones, remisiones de utilidades y pagos de la deuda. Estas situaciones derivaban en ajustes recesivos e inflaciones.

También experimentó crisis de origen mixto, cuando las crisis de los países industriales provocaban caídas en la demanda de productos de exportación domésticos. En estos casos, las consecuencias de la crisis estaban amplificadas por la concentración de las exportaciones en una reducida gama de bienes básicamente primarios. Ejemplos típicos de esta situación son las restricciones sufridas en los años treinta y setenta en el terreno comercial.

La crisis de la deuda de los ochenta fue consecuencia de la política oficial de apertura financiera y estímulo a la especulación y a la expatriación de capitales del sector privado (Schvarzer, 1983).

Pero así como el endeudamiento externo había sido facilitado por la sobreoferta y la falta de evaluación de riesgo de los bancos extranjeros, la restricción financiera se generó a partir de una decisión de la autoridad monetaria estadounidense, es decir, por una causa básicamente exógena.

En el transcurso de la crisis actual juegan varias condiciones de vulnerabilidad. Por una parte las de origen endógeno, debidas al tipo de especialización comercial, que no se ha modificado substancialmente desde el inicio del plan de convertibilidad en 1991. También influyen la situación de la cuenta de servicios del Balance de Pagos determinada por el endeudamiento externo, y el ingreso de inversión extranjera.

Paralelamente operan causas de orden puramente exógeno, porque la economía argentina se vio afectada por retiros de capitales y síntomas de desconfianza que no se originaban en su situación macroeconómica sino en la crisis de Brasil, y más indirectamente en las características de las tomas de decisión de los operadores financieros.

Especialización primaria estancada

Una fuente fundamental de vulnerabilidad endógena es la especialización basada en ventajas comparativas básicamente naturales, que somete al sector externo a deterioros y amplias variaciones de precios de productos primarios y de baja elaboración.

Entre 1991 y 1998 las exportaciones se duplicaron. Sin embargo, su composición sigue muy concentrada en bienes de escasa elaboración. La participación de los productos primarios aumentó del 31,5% en 1991 al 36,7% en 1996 debido al aumento de las exportaciones de petróleo. La participación de las ventas de productos industriales cayó del 68,5% al 63,3%. (Cepeda, 1998).

Las exportaciones de Manufacturas Intensivas en Economías de Escala pasaron del 10% al 12,7%. En este rubro se incluyen las exportaciones automotrices al Brasil.

La participación de las manufacturas industriales de proveedores especializados o intensivas en I&D se mantuvo estancada en una baja participación, y lo mismo sucedió con las semi manufacturas agrícolas intensivas en capital.

Si se excluye del cálculo a las exportaciones de combustibles, la composición porcentual de las exportaciones tuvo escasas variaciones entre 1991 y 1996. El aumento de las exportaciones de petróleo se explica por la privatización de YPF y la desregulación, que permitió la explotación de un recurso antes desaprovechado.

Una evaluación del patrón de especialización comercial entre 1986 y 1994 (Bekerman y Sirlin, 1996) arroja resultados similares a los ya citados. Según éste, la Argentina muestra fuertes ventajas comparativas en bienes primarios y energéticos, y desventajas comparativas en las exportaciones de Manufacturas de Origen Industrial. Más aún, dentro de este grupo, las desventajas principales se encuentran en las industrias nuevas de media y alta tecnología. Este patrón de especialización, contrapuesto al de los países industriales y los asiáticos en proceso de transformación industrial, se profundizó entre 1990 y 1994.

El costo de la fuerte especialización en exportaciones de bienes primarios o bienes industriales estandarizados se hizo presente en el último año como consecuencia de la caída de los precios de los commodities, causada por la recesión de los países asiáticos y sus fuertes devaluaciones.

Los precios de los commodities y materias primas en el mercado mundial aumentaron desde mediados de los setenta hasta 1980, luego cayeron hasta 1993, y volvieron a aumentar hasta 1995, cuando iniciaron un nuevo camino descendente. En el último trimestre de 1998 estaban un 10% por sobre el índice de 1976 y un 20% por debajo del pico de 1995.

Como consecuencia de las variaciones de precios internacionales, los términos del intercambio de la Argentina aumentaron un 22% entre 1989 y 1996, y cayeron un 10% desde ese año hasta el primer trimestre de 1998.

Otro aspecto de la vulnerabilidad externa es la fuerte concentración de exportaciones en un mercado poco estable como el brasileño. Mientras que las exportaciones totales se duplicaron, las ventas a ese país se multiplicaron por 4. Llegaron a representar el 31% del total, y como consecuencias de la crisis de Brasil y de la reducción de sus importaciones ese porcentaje cayó al 27% en la actualidad.

El análisis sectorial de la importancia del mercado brasileño revela una situación aún más dramática. El sector de material de transporte destina el 85% de sus exportaciones a Brasil, lácteos y huevos 74%, productos de molinería 69%, hortalizas y legumbres sin elaborar 65%, textiles y confecciones 63%, y fibra de algodón 56%. (IERAL, Fundación Mediterránea, citado por Cash/Página12, 24-1-99)4.

Pagos de servicios y remisión de utilidades

La cuenta de servicios es también una fuente de vulnerabilidad, porque mientras el balance comercial tiene un saldo oscilante, el de servicios y rentas de la inversión tienen saldos negativos crecientes. Se trata de un déficit de carácter estructural determinado por el endeudamiento y el ingreso de inversiones externas.

La cuenta de servicios, que registra los pagos de royalties, patentes y otros servicios reales asociados con la incorporación de inversiones externas y la importación de bienes de capital, muestra un egreso de divisas oscilante en los 5.000 millones de dólares entre 1992 y 1996, y de 6.400 en 1997.

La cuenta de rentas de la inversión tiene un déficit creciente. Incluye los intereses pagados con un aumento del 110% entre 1992 y 1997, y las remisiones de utilidades y dividendos con un incremento del 116% en el mismo período.

Crecimiento de la deuda externa

El endeudamiento externo es una de las causas más importantes de vulnerabilidad externa, y una vía de canalización de fuertes presiones económicas y políticas por parte de países y organismos internacionales.

La deuda externa argentina era, a marzo de 1998, de 115.839. Si bien se redujo a causa de las conversiones de deuda realizadas en el marco del Plan Brady, en los últimos años volvió a aumentar. Desde diciembre de 1996 hasta marzo de 1998 aumentó un 17%, muy por encima del aumento del PBI, que aumentó un 9% durante ese período, o de las exportaciones, que crecieron un 10%.

Gran parte del endeudamiento está concentrado en el sector público desde la estatización de la deuda privada en 1981, y por la dificultad que el sector privado tuvo para acceder al financiamiento externo.

La deuda del sector público no financiero y Banco Central es de 75.494 millones.

En el análisis de la vulnerabilidad es necesario considerar, además del volumen, los plazos de vencimiento de la deuda, y si los préstamos provienen del sector bancario o de emisión de bonos.

Esta diferencia es importante porque el mercado de bonos es especialmente volátil en cuando a flujos de oferta y tipos de interés, y la dependencia del financiamiento de estos mercados aumenta la incertidumbre sobre las condiciones de refinanciamiento de las deudas a vencer.

El perfil de vencimientos de la deuda pública no es malo, porque sólo el 3% es de corto plazo y el resto es de mediano y largo plazo. Pero el 44% de la deuda externa es en bonos y títulos públicos, y el resto en préstamos bancarios, de organismos internacionales y otros.

La misma composición se observa en la deuda total del sector público, que suma la deuda externa y la interna. Al 30-6-98, la deuda total era de 105.113 millones de pesos, de los cuales el 75% está nominado en bonos y títulos públicos.

De éstos, el 89% son títulos y bonos nominados en moneda extranjera. Es decir, el 65% de la deuda total del sector público está en bonos y títulos y bonos en moneda extranjera.

El endeudamiento externo privado tuvo un fuerte aumento (50%) entre diciembre de 1996 y marzo de 1998, llegando ese mes a los 15.253 millones de dólares. Por una parte esta tendencia se considera un signo de confianza de los inversores externos en la situación de las empresas argentinas, pero por otra implica la asunción de compromisos en un marco de fuerte volatilidad, que puede afectar tanto al sector privado como al Estado si tiene que asumir los costos de algún eventual rescate, como ha sucedido en el pasado.

El 87% de la deuda externa privada es en bonos y títulos privados, y el 77% en Obligaciones Negociables, cuya colocación se duplicó en el período citado. Dado el origen de su deuda, el sector privado se vio en dificultades para refinanciar los vencimientos de sus obligaciones con el avance de la crisis.(FIDE, 1998).

Conclusiones, prevenciones, recomendaciones

Según la teoría convencional, la conexión con el mercado internacional a través de la apertura de la cuenta capital permite aumentar el financiamiento reduciendo las restricciones de ahorro interno. La apertura contribuye, además, a optimizar el empleo de los recursos productivos y financieros.

Pero la experiencia contradice las hipótesis ortodoxas. Fanelli (1998) presenta varios casos significativos en este sentido:

- en muchos países que lanzaron programas de liberalización financiera, la tasa de ahorro nacional no sólo no creció, sino que de hecho cayó;
- en varios casos hubo una tendencia a que los países generasen excesivos déficit en cuenta corriente luego de la reforma. La apertura generó también un aumento de la volatilidad en el consumo doméstico;

- muchas experiencias de liberalización terminaron en crisis financieras y en desequilibrios macroeconómicos que llevaron a la interrupción de la apertura (también aquí es pertinente el ejemplo de la crisis argentina de 1981);

- los beneficios de la expansión de liquidez internacional se distribuyeron en pocos países, pero los riesgos de la misma se distribuyeron más ampliamente, porque los bonos y las categorizaciones de riesgo de muchos países que no habían recibido capitales o que no presentaban desequilibrios macroeconómicos se vieron afectados por la suerte de países que habían recibido capitales y cayeron en crisis.

En conclusión, la expansión financiera y la liberalización de los mercados no siguieron el ejemplo previsto por la teoría en lo que se refiere a una mejor distribución del ahorro y los recursos productivos, y sí contribuyeron a la generación de desequilibrios inesperados⁵.

No puede desconocerse que, como subraya Hopenhayn (1997), ciertamente desde una perspectiva crítica, la globalización financiera presenta, además de riesgos, oportunidades de financiamiento que pueden resultar beneficiosas si se aprovecha el ahorro externo para financiar inversiones que generen crecimiento y solvencia externa.

Sin embargo, en la medida que el funcionamiento libre del mercado no cumple con el supuesto de una mejor asignación de recursos, y por el contrario conduce a crisis recurrentes, se plantea la necesidad de controles y regulaciones para prevenir la generación de crisis y administrarlas en el caso de que sucedan.

Dada la debilidad de los sistemas de prevención, las crisis deben ser atendidas con medidas de auxilio en las que generalmente participan gobiernos, en especial el de los Estados Unidos. Este tipo de intervención es en parte consecuencia de la debilidad relativa de los organismos internacionales ante la masa de dinero circulante y las necesidades de refinanciamiento que exigen las grandes crisis.

Este fenómeno tiene una consecuencia de orden estratégico, ya que refuerza el poder de decisión y arbitraje de los países centrales en la escena internacional.

Una de las recomendaciones de carácter preventivo fundamentales es la de regular el ingreso de los capitales de corto plazo, compartida no sólo por las opiniones más heterodoxas sino también por los economistas del Banco Mundial. A esto se suma la necesidad de supervisión y fortalecimiento de los sistemas financieros locales.

Los países periféricos deben tener presente, además, los cambios en las fuentes de financiamiento y prestar atención al comportamiento de mercados en crecimiento e intrínsecamente volátiles como los de derivados, cuyas alternativas influyen decisivamente en los flujos de capital internacionales.

También es crucial desestimular el empleo de capitales externos en el financiamiento de consumos improductivos, y orientarlos hacia la generación de exportables.

La globalización plantea, además, dos cuestiones vitales en el orden de las relaciones internas y externas. En lo interno, la necesidad de reconstruir la capacidad reguladora de los estados para fortalecer las políticas preventivas frente a las conductas especulativas y predatorias privadas. En lo externo, consolidar los acuerdos regionales y la coordinación de medidas para hacer frente a situaciones de vulnerabilidad y fortalecer la capacidad de negociación ante organismos internacionales, entidades financieras y terceros países.

Finalmente, las perspectivas sobre la evolución de la vulnerabilidad de la periferia seguirán siendo poco alentadoras en tanto los países centrales no establezcan regulaciones destinadas a reducir los movimientos de capital de corto plazo y a desarticular los mecanismos especulativos que dan lugar a la aparición y propagación de las crisis.

En este punto es destacable que, si bien los organismos internacionales han admitido y analizado el riesgo de la especulación global, no han tomado medidas para regular los movimientos de capitales y las operaciones peligrosas (IMF, 1998, 1 y 2). La inacción se explica porque tomar medidas de esa naturaleza significaría regimentar la actividad de los grandes operadores financieros, bancarios y no bancarios.

Bibliografía

- Yilmaz Akyuz "Financial Liberalization: the key issues" UNCTAD Bulletin, Number 20, Ginebra, May-June, 1993, pág. 10.
- Bank for International Settlements. 68th. Annual Report. Basilea, 1998.
- Marta Bekerman y Pablo Sirlin. Nuevos enfoques sobre política comercial y sus implicancias para los países periféricos. Desarrollo Económico N° 134. Julio-setiembre 1994.
- Marta Bekerman y Pablo Sirlin. Efectos del proceso de apertura y de integración sobre el patrón de especialización de la economía argentina. CENES. FCE. UBA. Documento de Trabajo N°4. Buenos Aires 1996.
- Guillermo Calvo. Varieties of capital-market crisis. University of Mariland, May 21, 1996. Internet www.bsos.umd.edu/econ.ciecalvo.htm: Centro de Estudios sobre la Producción (CEP)-1 Síntesis de la Economía Real. Secretaría de Industria, Comercio y Minería. Nro. 17, Agosto de 1998.
- Centro de Estudios sobre la Producción (CEP)-2 Notas de la Economía Real. Secretaría de Industria, Comercio y Minería. Octubre de 1998.
- Horacio Cepeda. Un análisis de la composición de las exportaciones argentinas. Boletín Informativo Techint, Nro. 293. 1998.
- Carlos Díaz Alejandro. Finanzas internacionales: temas de interés especial en países en desarrollo En Hacia un nuevo orden económico internacional. Ricardo French Davis/Ernesto Tironi. Compiladores. FCE. México. 1986.
- Robert Davlin, Ricardo French-Davis yStephany Griffith-Jones. Repunte de las corrientes de capital y el desarrollo: Implicaciones para las políticas económicas. En Las nuevas corrientes financieras hacia América Latina. Ricardo French-Davis y Stephany Griffith-Jones, compiladores. CEPAL-FCE. México, 1995.
- José María Fanelli. Liberalización financiera y cuenta de Capital: observaciones sobre la experiencia de los países en desarrollo. Desarrollo Económico N°149, Abril-junio 1998.
- FIDE, Coyuntura y Desarrollo, números de junio, agosto y setiembre de 1998.
- Stephany Griffith-Jones. Regulatory Challenges for Source Countries of Surges in Capital Flows. En The Policy Challenges of Global Financial Integration. J. J. Teunissen Editor. FONDAD. The Hague, 1998.
- Kindleberger, Charles P. Manías, pánicos y cracs. Ariel. Buenos Aires, 1993.
- Benjamín Hopenhayn y Pablo Rojo, Comercio internacional y ajuste externo. CISEA/Legasa, Buenos Aires, 1990.
- Benjamín Hopenhayn. La globalización financiera. Mimeo. Marzo, 1997.
- International Monetary Fund. 1. Report of the Working Group on International Financial Crisis. October 1998.
- International Monetary Fund. 2. Report of the Working Group on Strengthening Financial Systems. October 1998.
- Robert Kuttner. The end of laissez-faire. University of Pennsylvania Press. Philadelphia 1992.
- Christian Larraín. Banking supervision in developing economies. En Regulatory and Supervisory Challenges in a New Era of Global Finance. J.J: Teunissen Editor. FONDAD. The Hague, 1998.
- Egidio Miotti, Linda Abdelli. Fragilités des systèmes bancaires del économies émergentes. En Zones Émergentes. Caisse des dépôts et consignations. Paris. Février 1998.
- Dani Rodrik. Las reformas a la política comercial e industrial en los países en desarrollo: una revisión de las teorías y datos recientes. Desarrollo Económico N°138 Julio-setiembre 1995.

- Dani Rodrik. Has globalization gone too far?. Institute for International Economics. Washington, Marzo, 1997.
- Jorge Schvarzer. Argentina 1976-1981: El endeudamiento externo como pivote de la especulación financiera. Cuadernos del Bimestre. Buenos Aires, 1983.
- Johannes Witteveen Economic globalisation in a broader, long-term perspective: some serious concerns. En The Policy Challenges of Global Financial Integration. J. J. Teunissen Editor. FONDAD. The Hague, 1998.

Notas

* Economista. Investigador del CENES. FCE.UBA. Docente de la Maestría en Historia Económica del CIHES.FCE.UBA. Periodista del diario Clarín. Publicó trabajos en los libros Las nuevas relaciones América Latina/URSS. GEL. Buenos Aires, 1991 y El impacto de la globalización. Letra Buena. Buenos Aires, 1994 y en revistas especializadas del país y del exterior entre ellas El Bimestre de CISEA, Nueva Sociedad y Realidad Económica.

1. En este trabajo se tratan los problemas de vulnerabilidad comercial y financiera sin ingresar en cuestiones que es necesario tener presente. Una de ellas la vulnerabilidad social, provocada por las variaciones de ingresos de exportación o las restricciones financieras, que tienden a ampliarse en el contexto de la apertura y la globalización (Rodrik 1997). Otro la vulnerabilidad de los estados nacionales ante las presiones de los poderes económicos, extranjeros y locales, que utilizan las crisis o las situaciones de debilidad para imponer políticas y obtener beneficios particulares.

2. La creación de nuevas formas de financiamiento fue facilitada por la fuerte reducción de las restricciones a los movimientos de corto plazo por los países centrales. Un índice de ese tipo de controles pasó de 7,7 en 1973 a 7,2 en 1978, aumenta a 8.0 en 1985 y 1986 y se reduce a 6,7 en 1994 (Miotti y Abdelli, 1998). Según un índice del FMI el grado de apertura de la cuenta corriente de los países industriales pasó del 30% en 1950, al 60% en 1970 a más del 90% en 1993 (The Economist, 30-1-1998) Como consecuencia de la apertura y el desarrollo del mercado de bonos, las transacciones internacionales de bonos y títulos pasaron de representar el 9% del PBI en los EE.UU. en 1980, al 213% en 1997. En Japón el crecimiento fue del 8% al 96% del PBI y en Alemania del 7% al 253% del PBI. (BIS, 1998)

3. Un indicador reciente de que los inversores no cumplen con las premisas de racionalidad implícitas en los modelos de competencia perfecta es que colocan capitales aún cuando los indicadores emiten señales de peligro. Según el informe del BIS (1998) tanto en México como en los países asiáticos que ingresaron en crisis, el dinero continuó entrando "aún cuando las estadísticas ampliamente disponibles hacían claro que el stock de tesobonos y otros títulos de deuda de corto plazo, había aumentado dramáticamente. Esos datos fueron generalmente ignorados, aunque en el caso de Asia hay también alguna evidencia de que las instituciones financieras no-bancarias retiraron fondos antes de que la crisis golpeará" (pág. 169) Una posible explicación es, según el BIS, que las sumas invertidas fueran pequeñas para cada inversor, pero que en conjunto formaran una masa de dinero de dimensiones peligrosas desde el punto de vista de los receptores.

4. Los estudios oficiales también dan cuenta de los problemas de especialización (CEP, 1998, 1 y 2).

5. Según French-Davis y Griffith-Jones (1995) la apertura financiera puede resultar peligrosa para un país periférico aún cuando se realiza en forma escalonada.