

Sevares, Julio. **Volatilidad financiera y vulnerabilidad latinoamericana. Causas, costos y alternativas.** *En publicación: Repensar la teoría del desarrollo en un contexto de globalización. Homenaje a Celso Furtado.* Vidal, Gregorio; Guillén R., Arturo.(comp). Enero 2007. ISBN: 978-987-1183-65-4

Disponible en: [http://bibliotecavirtual.clacso.org.ar/ar/libros/edicion/vidal\\_guillen/13Sevares.pdf](http://bibliotecavirtual.clacso.org.ar/ar/libros/edicion/vidal_guillen/13Sevares.pdf)

Red de Bibliotecas Virtuales de Ciencias Sociales de América Latina y el Caribe de la Red CLACSO  
<http://www.clacso.org.ar/biblioteca>  
[biblioteca@clacso.edu.ar](mailto:biblioteca@clacso.edu.ar)

JULIO SEVARES\*

VOLATILIDAD FINANCIERA Y  
VULNERABILIDAD LATINOAMERICANA  
CAUSAS, COSTOS Y ALTERNATIVAS  
EL EJEMPLO ARGENTINO

PRESENTACIÓN

Los países latinoamericanos vivieron muchas décadas en una trampa comercial que los condenaba a una escasez estructural de divisas. Cuando el mercado financiero puso a su disposición financiamiento abundante, cayeron en una trampa financiera. ¿A qué se debió este tránsito desafortunado?

La trampa comercial, que aún sigue funcionando, se debe a la especialización en la producción y exportación de productos cuyos precios tienden a deteriorarse –o cuando menos a experimentar fuertes fluctuaciones– ante los precios de los bienes que los países necesitan importar para crecer. Como consecuencia de esta estructura, los países latinoamericanos experimentaron reiterados estrangulamientos en su balanza de pagos que los obligaron a ajustes recesivos y/o a devaluaciones inflacionarias. Las restricciones financieras durante el período de sustitución de importaciones afectaron las posibilidades de desarrollo

\* Economista. Investigador del CENES, FCE-UBA. Profesor de la Maestría en Historia Económica de la FCE-UBA y de la Licenciatura en Relaciones Internacionales de la Facultad de Ciencias Humanas de la Universidad Nacional del Centro de la Provincia de Buenos Aires. Editoralista del diario *Clarín*, Buenos Aires.

latinoamericano. No obstante, es notorio que en ese momento la región creció más que durante el imperio de la trampa financiera: en las décadas del cincuenta y sesenta, el crecimiento del PBI de América Latina fue superior al 5% promedio. En los setenta ese porcentaje se mantuvo, pero en los ochenta cayó al 1% y en la década del noventa apenas superó el 3% promedio.

La trampa financiera tiene diversos orígenes. Uno de ellos es externo. En los años setenta, el mercado financiero internacional sufrió modificaciones que generaron una importante oferta de crédito disponible para la periferia. Paralelamente, los agentes financieros adoptaron conductas agresivas para la colocación de los fondos, que no tuvieron en cuenta los riesgos de insolvencia y permitieron el endeudamiento insustentable de países y empresas.

Internamente, en varios países latinoamericanos los grupos dominantes aprovecharon esa nueva realidad para obtener rentas financieras, generando burbujas de consumo o especulación basadas en endeudamientos público o privado, que terminaron en crisis.

Por otra parte, los países que entraron en crisis fueron víctimas de políticas de “salvataje” de los organismos financieros internacionales, orientadas a preservar los intereses de los grupos endeudados y de los prestamistas externos a costa de las sociedades.

La delimitación de las responsabilidades en la génesis de la trampa financiera es decisiva por razones teóricas y prácticas. En primer lugar, la experiencia latinoamericana cuestiona la teoría ortodoxa según la cual la liberalización financiera tiende a la distribución óptima de los recursos financieros y productivos. La experiencia ha demostrado, por el contrario, que el mercado financiero tiene una lógica de funcionamiento que provoca la volatilidad en los flujos de capitales y la vulnerabilidad financiera, económica y social de los países periféricos. Esta realidad está siendo admitida, en mayor o menor medida, como se verá más adelante, por economistas de la academia estadounidense vinculados a la ortodoxia y por funcionarios de los organismos financieros.

En segundo lugar, si se acepta que las causas de las crisis financieras son externas e internas, el abordaje del problema debe considerar tanto programas de reforma de la arquitectura financiera internacional en busca de un sistema menos volátil y más adverso al riesgo, como reformas destinadas a desarmar o cuando menos desalentar las lógicas económicas orientadas a la obtención de rentas y contrapuestas a las de la acumulación productiva.

## CAMBIOS EN EL MERCADO INTERNACIONAL

Desde mediados de los setenta el mercado financiero internacional experimentó cambios que modificaron el origen y la estabilidad de las fuentes

de financiamiento, la conducta de los agentes financieros y los niveles de riesgo de los mercados.

El aumento de la liquidez, la liberalización y la desregulación contribuyeron a incrementar la participación del financiamiento privado en el mercado internacional. Según el Institute of International Finance (IIF, 2003), el flujo neto de capitales privados hacia la periferia partió de casi cero en 1978 para llegar a 70 mil millones en 1982, en los momentos previos a la crisis mexicana.

En el año 2001, el 92% de los fondos recibidos por los países emergentes provino del sector privado, y el resto de fuentes oficiales. En los años siguientes, hasta 2004, las fuentes oficiales tuvieron un saldo negativo (IIF, 2004).

Los cambios en el mercado influyeron también en la conducta de los bancos. Hasta los años setenta, los bancos, siguiendo una conducta conservadora, casi no prestaban a países periféricos. Cuando la liquidez internacional aumentó cambiaron su estrategia; comenzaron a admitir más riesgos e, incluso, a presionar para que los países tomaran créditos. De este modo crearon las condiciones para el endeudamiento insustentable de muchos países y contribuyeron a generar las causas de las posteriores crisis financieras.

En los años ochenta se expandieron nuevas instituciones e instrumentos financieros –bancos, fondos de inversión y bonos emitidos por gobiernos y empresas– que ganaron participación en el financiamiento internacional.

Teóricamente, el nivel de riesgo de los mercados de bonos está controlado por las evaluaciones de los inversores institucionales, de los bancos de inversión y de las agencias de calificación de riesgo. Pero estos controles no funcionaron y el mercado de bonos también financió deudas insustentables y burbujas especulativas<sup>1</sup>.

Estos elementos se conjugaron para aumentar la volatilidad de los flujos de capital en el mercado internacional y, por consiguiente, la vulnerabilidad de los países que participan en el juego.

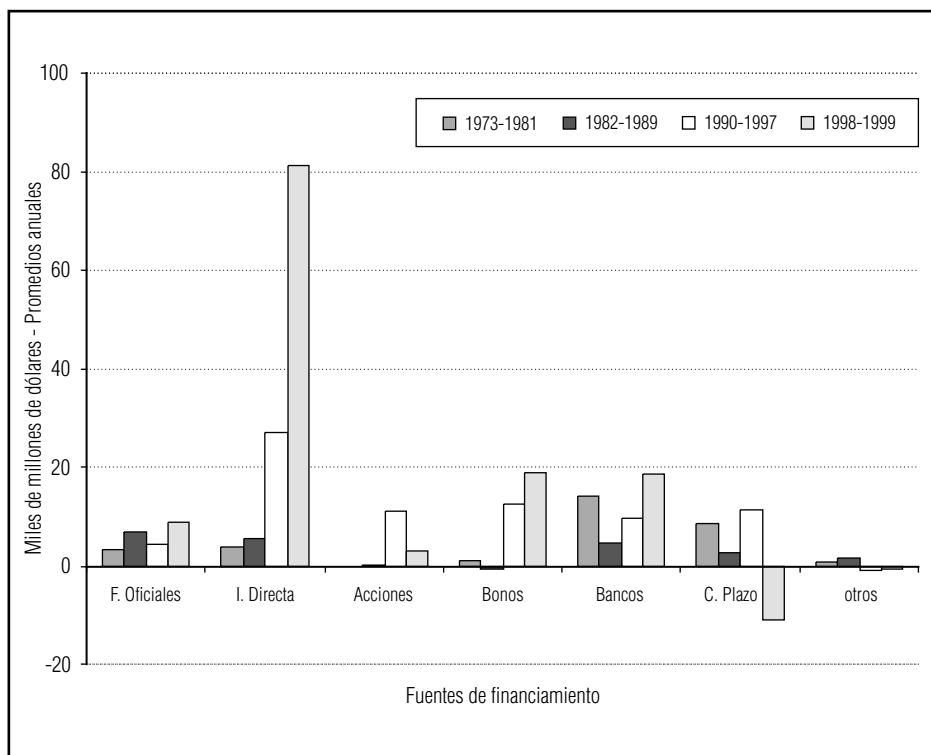
Luego de una década de aumento explosivo, el financiamiento privado a la periferia se redujo a prácticamente cero luego de la crisis mexicana. Pero a partir de 1986 la oferta de fondos volvió a aumentar hasta 1996, cuando llegó a casi 340 mil millones de dólares. Luego de la crisis asiática los flujos privados hacia la periferia volvieron a desplomarse, llegando a 100 mil millones en 2002.

El mercado se ha caracterizado, en definitiva, por una fuerte volatilidad.

---

<sup>1</sup> Sobre la transformación del mercado financiero internacional ver Eichengreen (1999) y Hopenhayn y Vanoli (2002). Sobre el aumento y descontrol de riesgo en el mercado financiero internacional ver Sevares (2002b).

**Gráfico 1**  
Flujo neto de recursos, 1973-1999



Fuente: CEPAL (2002).

Según la UNCTAD (1999), la volatilidad de las corrientes de capital a corto plazo, medida por las variaciones de un año para otro, parece haber ido en aumento en los últimos años. Una comparación de la desviación típica de los cambios porcentuales anuales en los mercados emergentes del decenio de 1980 con el de 1990 muestra que la volatilidad de las corrientes netas aumentó en nueve países.

El FMI (2003), por su parte, presenta un estudio de volatilidad utilizando un coeficiente de variación de flujos netos de capital privado a mercados emergentes según el cual el coeficiente de variación de la década del ochenta triplica el de la década del setenta, y el de la década del noventa es el doble del registrado en los setenta<sup>2</sup>.

<sup>2</sup> No obstante, esos coeficientes son menores que los estimados para el período 1880-1913, donde el mercado de crédito estaba constituido básicamente por bonos.

¿Cuáles fueron los flujos más inestables? En este sube y baja, el componente más estable se encuentra en las inversiones directas, que por su naturaleza responden a planificaciones de inversión de largo plazo y son menos propensas a seguir los auges o pánicos basados en oportunidades financieras. Incluso en 1998, la inversión directa aumentó –aunque en forma reducida– aun en los cinco países asiáticos más afectados por la crisis (Indonesia, Corea, Malasia, Filipinas y Tailandia).

La mitología financiera tiende a identificar a los bancos como entidades más conservadoras y a los fondos de inversión, especialmente los de cobertura (*hedge funds*), como más aventureros y volátiles.

Sin embargo, los movimientos de los noventa muestran que los bancos privados tuvieron conductas tanto o más arriesgadas que los fondos de inversión durante el auge, y que huyeron de la crisis con más rapidez que los inversores de cartera luego de la crisis.

Una estimación del Bank of International Settlements, publicada por el FMI (2003), muestra que a lo largo de la década del noventa los bancos tuvieron fuertes cambios en su exposición (préstamos) en los países subdesarrollados: aumentaron hasta 1995 y en 1998 comenzó un cuatrienio de reducción de posiciones que dejó un saldo negativo en el financiamiento bancario para el período.

Según el citado estudio del FMI, en la década del setenta los bancos tuvieron coeficiente de variación bajo. Pero en las décadas del ochenta y noventa la volatilidad de los préstamos bancarios fue mayor que la de la inversión directa y los préstamos de cartera, en ese orden.

Analizando el comportamiento de los bancos internacionales, White (2000) encuentra varias formas de inestabilidad financiera, por ejemplo, los flujos excesivos de capital, la volatilidad de corto plazo y la difusión de fenómenos de contagio. Según este autor, las modificaciones del mercado financiero de las últimas décadas parecen haber aumentado la tendencia de las instituciones financieras a exponerse al riesgo (debido a la búsqueda de rentabilidad), y al mismo tiempo las redes de seguridad públicas parecen haber “atenuado la percepción” de los posibles costos asociados con esas tomas de riesgo.

Es casi incuestionable, señala el autor, que los mercados financieros están más interrelacionados que una década atrás.

De todos modos no es claro si esa es una cosa buena o mala. Por una parte, el desarrollo y la interconexión de los sistemas bancarios permiten disponer de más instrumentos de prevención de crisis. Por otra, estas redes no impiden que algún punto del sistema entre en crisis. Además, en la medida en que la consolidación del sistema conduce a un número menor de firmas ejerciendo una mayor in-

fluencia sobre los mercados, se incrementa la posibilidad de derrames que no son posibles de contrarrestar y que son potencialmente peligrosos (White, 2000: 15).

Un estudio del jefe de investigaciones económicas del FMI, Kenneth Rogoff, y otros economistas del organismo señalan acerca de los componentes de los flujos financieros privados:

Difieren marcadamente en términos de volatilidad. En particular, los préstamos bancarios y las inversiones de cartera son sustancialmente más volátiles que la inversión externa directa. Teniendo en cuenta la prevención de que no es fácil hacer una exacta clasificación de flujos de capital, la evidencia sugiere que la composición de los flujos de capital puede tener una significativa influencia en la vulnerabilidad de un país a las crisis financieras (Prasad et al., 2003: 8).

La volatilidad se acentúa en tiempos de crisis (y es a su vez una de las causas de esas crisis). Pero no es sólo un fenómeno de tiempo tormentoso. El propio FMI considera que, dada la composición del mercado de capitales, la volatilidad se mantendrá en el futuro.

El esquema *boom-bust* y la volatilidad de los flujos de capitales a los mercados emergentes fue el resultado de varios factores, muchos de los cuales van a continuar afectando los próximos flujos. El aplacamiento del proceso de liberalización y privatización en mercados emergentes significa que esos factores de demanda (*"pull factors"*) van a ser menos importantes en el futuro cercano, con la excepción, quizá, de algunos países [...] El estrechamiento en el préstamo bancario a mercados emergentes parece que persistirá, reflejando el profundo cambio estructural en la forma que la industria opera [...] La securitización de las finanzas internacionales significa que los flujos de cartera van a continuar siendo una crecientemente importante parte del financiamiento de los mercados emergentes, y un cierto grado de volatilidad inevitablemente va a persistir (IMF, 2003: 110).

## CAUSAS DE VOLATILIDAD FINANCIERA

Para evaluar las causas de la vulnerabilidad y de las crisis, así como las respuestas que los países periféricos pueden dar a los desafíos de la globalización financiera, es necesario tener en cuenta qué fuerzas movilizan las corrientes de capital.

La teoría ortodoxa convencional sostiene, muy sintéticamente, que las corrientes de capital obedecen a las oportunidades de rentabilidad, y que los mercados libres contribuyen a la correcta distribución de los recursos financieros y a compensar la escasez de ahorro en las eco-

nomías. También considera que las crisis son, básicamente, responsabilidad de los tomadores de crédito, públicos o privados, que se endeudan por encima de sus posibilidades de pago<sup>3</sup>.

Este esquema no toma en cuenta que los cambios en las corrientes de fondos o en el costo del dinero no se producen sólo por cambios o desequilibrios en las economías de los receptores sino también –y muchas veces principalmente– por los cambios en los mercados de los países centrales o por decisiones que los grandes agentes financieros toman, independientemente de las condiciones imperantes o las conductas de los tomadores de crédito. Es decir que los capitales no se mueven sólo por las condiciones de la demanda (*pull*) sino también por las de la oferta (*push*). Por ejemplo, el desencadenamiento de la crisis de la deuda latinoamericana en los ochenta se debió al brusco e importante aumento en las tasas de interés en Estados Unidos –que repercutió sobre el costo de los intereses de la deuda externa a tasa flotante– y la transformó de muy elevada en impagable.

Eichengreen y Fishlow (1998) citan trabajos de investigación según los cuales los factores externos explican cerca de la mitad de los flujos de fondos en bonos desde EE.UU. hacia seis países latinoamericanos y algo menos en los flujos hacia Asia.

En los primeros años noventa, sostienen los autores, algunos países como México y Argentina recibían capitales por las condiciones imperantes internamente. Pero Perú y otros recibían inversiones de portafolio a pesar de la situación crítica que atravesaban.

Una de las recomendaciones que surgen de la teoría convencional es que la apertura financiera facilita el acceso al financiamiento internacional y a compensar la escasez de ahorro interno.

Sin embargo, numerosas evidencias indican que la apertura financiera puede convertirse en una fuente de inestabilidad al fomentar el ingreso de capitales especulativos en momentos de auge y facilitar su salida ante cambios reales en el mercado receptor, en las percepciones de los agentes financieros o en algún punto del mercado internacional.

Según Eichengreen et al. (1999) la liberalización puede promover el acceso a fondos de centros *off shore* y a inversión externa riesgosa. En tales condiciones los bancos y sus clientes se endeudan fácilmente

---

3 Una expresión acabada de este punto de vista se encuentra en un informe del semanario liberal británico *The Economist* (1995: 4-5): “El mercado global de capitales es simplemente un mecanismo para fijar precios al capital y destinarlo a sus usos más productivos [...] Para los trabajadores, compañías y ahorristas, la pérdida de poder de los gobiernos es un motivo de regocijo, no de temor: lo que se está perdiendo es el poder de persistir en políticas dañinas y de practicar el engaño económico dejando deslizar la inflación. Ciertamente, a medida que los mercados financieros globales están más integrados, actuando como un único mercado en la apreciación del riesgo, las recompensas por seguir las buenas políticas serán mayores”.



en divisas, por lo cual una crisis de tipo de cambio o una devaluación inesperada pueden minar la solvencia de unos y otros.

Además, la liberalización de la cuenta corriente –que incrementa la posibilidad de rápidos retiros de capitales– puede forzar a las autoridades nacionales a aumentar las tasas de interés para defender una divisa bajo ataque, lo cual puede ser peligroso cuando el sistema bancario ya es frágil. Por lo tanto, concluyen, la liberalización financiera externa incrementa las posibilidades de falta de confianza en el sistema bancario y en el tipo de cambio establecido y el riesgo de crear un círculo vicioso destructivo.

Es verdad que muchas economías en desarrollo con un alto grado de integración financiera experimentaron altas tasas de crecimiento. Es también verdad que, en teoría, hay muchos canales a través de los cuales la apertura financiera puede promover el crecimiento. De todos modos, un examen sistemático de la evidencia sugiere que es difícil establecer una relación causal robusta entre el grado de integración financiera y la performance de crecimiento del producto [...] Hay poca evidencia de que la integración financiera ayudó a los países en desarrollo a una mejor estabilización de fluctuaciones en el consumo o el crecimiento [...] De hecho, nueva evidencia presentada en este trabajo sugiere que bajos a moderados niveles de integración financiera pueden haber hecho a algunos países sujetos a una mayor volatilidad de consumo con relación al producto. Por lo tanto, si bien no hay pruebas en los datos de que la globalización financiera ha beneficiado el crecimiento, hay evidencia que algunos países pueden haber experimentado, como resultado, una mayor volatilidad en el consumo [...] El ingreso promedio per cápita del grupo de países en desarrollo más abiertos financieramente [...] crece a una tasa más favorable que aquellos del grupo de economías menos abiertas financieramente. De todos modos, permanecen sin ser contestadas las preguntas de si esto refleja una relación causal y de si esa correlación es robusta. La literatura sobre este tema, voluminosa como es, no presenta un cuadro conclusivo. Unos pocos trabajos encuentran un efecto positivo de la integración financiera en el crecimiento. No obstante, la mayoría no encuentra efecto, o a lo mejor, un efecto mixto. Por lo tanto, una lectura objetiva del vasto esfuerzo de investigación realizado hasta ahora sugiere que no hay un fuerte, robusto y uniforme apoyo para el argumento teórico de que la globalización financiera *per se* conlleva una mayor tasa de crecimiento económico [...] Adicionalmente, algunos de los países con liberalización de la cuenta capital experimentaron colapsos de su crecimiento relacionados con costosas crisis bancarias o cambiarias (Prasad et al., 2003: 6, 8 y 9).

La integración financiera, sostienen los autores, no es una condición necesaria: China e India alcanzaron altas tasas de crecimiento a pesar de tener una limitada y selectiva liberalización de la cuenta de capital. China se convirtió en relativamente más abierta a la inversión fija pero no a otros tipos de inversión. Mauricio y Botswana tuvieron, también, altas tasas de crecimiento a pesar de que están relativamente cerrados a los flujos de capital. Por el contrario, Jordania y Perú abrieron sus economías a los flujos de capital y sus economías declinaron.

Los autores encuentran, también, que en los años noventa (período de liberalización financiera) la volatilidad de las tasas de crecimiento en las economías emergentes se redujo, pero aumentó la volatilidad en el consumo. Esto se habría debido a que los países tuvieron acceso procíclico al mercado de capitales, esto es, que tuvieron la oportunidad de financiar aumentos insustentables del consumo. La mayor volatilidad relativa en el consumo se encuentra en las etapas primeras de la apertura financiera, mientras que en las etapas superiores la integración financiera parece favorecer la estabilidad macroeconómica.

De todos modos, concluyen, esos beneficios de la integración financiera habrían alcanzado principalmente a los países industriales.

El riesgo derivado de la apertura financiera es mayor cuando los sistemas financieros son mal regulados o funcionan con criterios clientelísticos, como sucede en muchos mercados periféricos. En este sentido, Eichengreen y Mussa afirman:

La experiencia ha demostrado que liberalizar la cuenta capital antes que el sistema financiero del propio país haya sido fortalecido puede contribuir a serios problemas económicos. En particular, la liberalización doméstica y financiera aumenta el riesgo de crisis si no está sostenida por una robusta supervisión prudencial y regulación (y políticas macroeconómicas apropiadas). La liberalización doméstica, al intensificar la competencia en el sector financiero, quita a los intermediarios el colchón de protección contra las consecuencias de prácticas de malos préstamos y mala administración. Puede permitir a los bancos locales expandir actividades riesgosas a tasas que exceden su capacidad para manejarlas [...] La liberalización externa puede magnificar los efectos de políticas inadecuadas. Permitiendo la entrada de bancos extranjeros, la liberalización externa como su contraparte doméstica, pueden estrechar los márgenes y quitar amortiguadores de los bancos contra pérdidas por préstamos (Eichengreen et al., 1999: 5).

También el Banco Mundial enfatiza el peligro que implica la liberalización poco cautelosa de los sistemas financieros (World Bank, 1998). Según el Banco, cuando se observa una actitud de excesiva tendencia al endeudamiento privado y a la asunción de riesgos en un contexto de

abundantes entradas de capital y sistemas financieros privados, es necesario adoptar planteamientos amplios. En muchos casos ello obligará a aplicar tipos de cambio más flexibles, una política fiscal más estricta, una reglamentación financiera más apropiada y rigurosa y, en casos necesarios, restricciones a los flujos de capital. El objetivo de esas medidas será reducir los ingentes ingresos de capital y el repentino auge del crédito interno que suele preceder a las crisis financieras.

Johannes Witteveen (1998: 21), ex director y luego asesor del FMI sostiene:

La creciente importancia de los flujos de capital privado a los países en desarrollo crea un serio riesgo de desórdenes en el proceso de desarrollo. Esos flujos de capital, y especialmente las inversiones de portafolio, pueden ser altamente volátiles. En un período de expansión cuando las perspectivas parecen rosadas, los ingresos de capital pueden acelerarse más allá de la capacidad de absorción de algunos países. Puede entonces convertirse en tentador para los gobiernos y las firmas privadas tomar prestado en los mercados de crédito internacional –en algunos casos aun en corto plazo y en divisas. De este modo, puede desarrollarse una seria situación de sobre-inversión con un gran déficit en la cuenta corriente del balance de pagos.

#### EL FINANCIAMIENTO DE LATINOAMÉRICA: AUMENTO DE CAPITAL PRIVADO, VOLATILIDAD Y FUGA DE CAPITALES

Durante las décadas del cincuenta y sesenta, las corrientes de capital a Latinoamérica y a los países periféricos en general estaban vinculadas al financiamiento del comercio y a inversiones fijas, y los préstamos provenían en casi su totalidad de gobiernos y organismos financieros. En esas décadas, la transferencia neta de recursos de Latinoamérica fue negativa en casi medio punto del PBI (Moguillansky, 2002).

La situación cambió en los setenta: el ingreso de capitales a la región pasó de 4 mil millones de dólares en 1970 a 142 mil millones en 1998, el pico más alto. En la década del setenta, el saldo neto de capitales fue positivo en 2 puntos del PBI. Según CEPAL (2002), en la misma década el balance del flujo de capitales, medido por las variaciones de la cuenta corriente de la región, fue positivo. Pero los capitales recibidos por la región financiaron, en buena medida, la salida de capitales, como sucedió en particular en el caso de Argentina. Eso explica que el ingreso de capitales concluyera en una serie de crisis a comienzos de los ochenta y en una nueva salida masiva de capitales, pero esta vez sin un ingreso compensatorio.

En la década del ochenta, el balance neto del flujo de capitales fue negativo y equivalente a 3 puntos del PBI latinoamericano. Es decir que en esa década la región financió al mundo desarrollado. No obs-

tante, en la década del noventa, el balance volvió a ser positivo en 2 puntos del PBI. En total, el balance de flujos netos de capital, desde que América Latina se sumergió en la liberalización financiera, es negativo en alrededor de un punto del PBI. El balance negativo quizá sea mayor si se tomaran en cuenta los capitales que salieron sin ser registrados. Por ejemplo, en el caso de los flujos de capital de México a EE.UU., citado por la CEPAL, este último tiene registrado un ingreso de capitales desde México mayor que la salida registrada por México.

El aumento de la oferta de crédito privado a partir de los años setenta redujo la “restricción de financiamiento” de América Latina promoviendo un importante cambio en las fuentes de crédito: cayó drásticamente la participación de los préstamos oficiales, que en 1970 eran la cuarta parte de los capitales recibidos por la región, y en 2000 se redujeron al 0,4%. El 99,6% del financiamiento restante provino de fuentes privadas.

Los bancos, que a fines de los setenta aportaban la mitad del financiamiento, perdieron posiciones ante los flujos de cartera (bonos y acciones) que pasaron de representar el 1% del total del financiamiento latinoamericano en 1970 al 20% en 2000.

La participación de la inversión directa aumentó del 25 al 74%. En 2000 los capitales ingresados por bonos y acciones sumaron cada uno un 10% del total y los bancos sólo un 5%.

La inversión externa contribuyó a la formación de capital de la región. No obstante, señala la CEPAL, el incremento en la inversión fija no estuvo acompañado de una expansión del ahorro nacional ni un mayor financiamiento interno de inversionistas nacionales, especialmente medianos y chicos. La reducida formación de capital es uno de los factores que influyen en la sensibilidad de las economías ante los choques externos.

En el curso de tres décadas los flujos de capital recibidos por América Latina, especialmente las inversiones de cartera y los créditos bancarios, tuvieron fuertes oscilaciones. Luego de la crisis mexicana de 1982 la oferta de fondos se retrajo fuertemente y volvió a aumentar a fines de la década del ochenta.

En la década del noventa la volatilidad fue aún más pronunciada. En ese período, según la CEPAL (2002), los flujos totales de financiamiento hacia América Latina aumentaron hasta 1998, y desde ese año hasta 2000 cayeron un 30%.

La caída más importante se dio en el financiamiento de origen público y dentro de los privados en el crédito bancario, contrariando una impresión difundida de que los créditos escriturados en bonos o las inversiones en acciones son más volátiles: después de 1999 la inversión directa cayó un 15% y la inversión en bonos, un 44%.

Los préstamos bancarios interrumpieron su crecimiento antes que los otros dos rubros: crecieron hasta 1998, y desde entonces hasta

2000 cayeron un 87%. En 1999 tuvieron una salida neta con un tibio reingreso al año siguiente.

Durante los noventa, los flujos netos de la banca comercial y de los bonos mostraron una alta volatilidad con un acortamiento en los plazos de crédito.

En cambio, el financiamiento oficial y compensatorio tuvo un comportamiento anticíclico, puesto que aumentó en los años de reducción del financiamiento privado (en 1995 y a partir de 1998). Esto se debe al financiamiento del FMI y de organismos multilaterales y gobiernos en momentos de crisis, como en México a fines de 1994, Brasil en 1998-1999 y Argentina a fines de 2000.

La citada estimación de la CEPAL está refrendada por un cálculo del coeficiente de variación de los flujos de capitales en la década del noventa, realizada por Moguillansky (2002). Según sus cálculos, los créditos de la banca comercial y otros créditos presentan la mayor volatilidad, seguidos por la inversión en acciones y bonos. El coeficiente de variación de la inversión directa es mucho menor.

En Latinoamérica y el Caribe el pico de exposición bancaria se alcanzó en 1997, con un aumento de 30 mil millones desde el comienzo de la década, y después de ese año comenzó una corriente de retiros que alcanzó 32 mil millones en el quinquenio siguiente. Es decir que el balance de doce años de flujos de fondos bancarios a América Latina y el Caribe tiene un saldo negativo.

## CAUSAS Y CONSECUENCIAS DE LA VOLATILIDAD

La volatilidad de los capitales es una nueva y poderosa fuente de vulnerabilidad latinoamericana. Según la CEPAL (2002: 141):

Aunque los ciclos del comercio y de los términos de intercambio internacionales siguen jugando un papel importante, la exposición a la volatilidad y el contagio asociado a las nuevas modalidades de financiamiento externo se ha transformado en la principal fuente de vulnerabilidad externa de las economías de la región. La prima de riesgo de los bonos soberanos, que refleja la percepción que tienen los agentes financieros de la capacidad de los países para cumplir con sus obligaciones, se ha convertido, a su vez, en uno de los precios macroeconómicos más importantes.

La vulnerabilidad de las economías ante giros bruscos de los mercados financieros internacionales obedece fundamentalmente, según el organismo, a tres factores:

La magnitud del déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos; la dependencia de flujos de financiamiento altamente volátiles, sobre todo de líneas de crédito de corto plazo y flujos de cartera; y la soli-

dez de los sistemas financieros nacionales, especialmente su capacidad para resistir fluctuaciones de las tasas de interés y los tipos de cambio (CEPAL, 2002: 143).

Las economías más abiertas son más vulnerables porque tienen menos capacidad para regular los flujos comerciales o financieros a través de medidas arancelarias o controles cambiarios. En los sistemas de tipo de cambio flotante, el tipo de cambio es la variable afectada en forma más inmediata. En los de tipo de cambio fijo, los movimientos de capital afectan más directamente a la liquidez interna y el ritmo de actividad.

Las economías abiertas financieramente con tipos de cambio fijo pueden sufrir, además, apreciaciones indeseadas del tipo de cambio, perjudicando la capacidad exportadora de los sectores con menores ventajas comparativas (que en los países latinoamericanos son los de mayor componente industrial y tecnológico).

La volatilidad de capitales afecta seriamente la inversión. Según la misma publicación de la CEPAL, una reversión de flujos externos de capital equivalente al 1% del PBI genera una caída de la participación de la inversión en el PBI de 0,64 puntos por la reducción del financiamiento.

En el conjunto de la periferia, los países latinoamericanos son, a su vez, más vulnerables por su dependencia extrema del financiamiento externo: a diferencia de los países asiáticos, tienen un déficit persistente de cuenta corriente, aun en momentos de bajo crecimiento económico, y su deuda externa es de plazo más corto.

Las variaciones en los flujos de capital provocan variaciones en las cotizaciones de los bonos y las de las tasas de interés en los mercados locales implican movimientos similares en el costo de financiamiento para los sectores público y privado de los países, lo que inevitablemente tiene efectos negativos sobre la inversión y el consumo.

El ejemplo primero y más drástico de la vulnerabilidad de los países endeudados ante *shocks* financieros externos transmitidos a través del circuito financiero fue el impacto causado por el aumento de las tasas de interés practicado por EE.UU. en 1979. Cuando los países tomaron créditos en la década del setenta, la tasa de interés real era prácticamente nula. En 1980 era del 2% anual y en 1981 había subido al 8%. En la actualidad, cuando las tasas de interés mundiales son teóricamente bajas, los países que cargan con algún grado de desconfianza pagan tasas superiores al 5% real anual, considerando la inflación de EE.UU.

Como consecuencia del aumento en los intereses y de la acumulación de deudas por intereses y vencimientos capitalizados, el servicio de la deuda del mundo subdesarrollado aumentó desde menos de 40 mil millones en 1977 hasta casi 140 mil millones en 1982, año en el cual significaba el 25% de los ingresos de exportación del conjunto y el 44% de las exportaciones de los más endeudados. En Argentina era el 54%.

En 1980, en los siete países más endeudados, la deuda equivalía al 33% del PBI, en 1982 al 42% y en 1985 al 44%. La relación entre servicio de la deuda y exportaciones había bajado del 44% en 1982 al 35% en 1985 por el esfuerzo exportador realizado para sustentar los planes de ajuste.

Suplementariamente, el aumento de las tasas de interés de los años ochenta agravó, indirectamente, las penurias de la tradicional trampa comercial. El incremento en el costo de financiamiento provocó una reducción en el crecimiento en EE.UU. y el mundo, que redujo la demanda de exportaciones de la periferia y, en consecuencia, los ingresos externos de la zona: en 1980, las exportaciones de materias primas (diferentes del petróleo) desde la periferia crecieron poco y en 1981 cayeron. En los años siguientes experimentarían fuertes variaciones.

## LA RESPONSABILIDAD DE LOS ORGANISMOS INTERNACIONALES

Autores provenientes de la ortodoxia o pertenecientes a ella encuentran que los organismos financieros tuvieron responsabilidad en la generación de crisis, además de agravar el costo de la salida de las mismas.

Las críticas más fuertes y sólidas sobre este punto provienen quizá de Joseph Stiglitz, quien las ha volcado en una multitud de artículos. En uno de ellos, el Premio Nobel, profesor de Columbia University, sostiene:

Las altas tasas de interés que el FMI recomendó en nombre de la estabilización, condujeron a quiebras masivas y destrucción de capital. Antes que promover economías estables con crecimiento más rápido y tasas de interés más bajas, las prescripciones simplistas del FMI sobre la liberalización de los mercados de capitales y financiero frecuentemente resultaron en lo opuesto: sectores financieros colapsados, costos de financiamiento prohibitivamente altos, dislocación social extendida y turbulencias políticas. ¿Qué salió mal? Se suponía que las políticas de ajuste del FMI y el Banco Mundial, combinando liberalización comercial con política monetaria estricta, dirigirían los recursos desde los usos menos productivos a los más productivos. En la práctica, no obstante, cuando la política monetaria restrictiva es implementada sin una suficiente atención al desarrollo de instituciones financieras orientadas hacia la provisión de crédito a pequeñas y medianas empresas locales, es casi imposible crear nuevos empleos y empresas. En país tras país, los trabajadores desplazados fueron de trabajos de baja productividad a desempleo de productividad cero [...] El enfoque del FMI sobre el mundo en desarrollo está cortado de la misma tela neoliberal que la del Banco Mundial, con poca atención sobre si ellos realmente encajan en la situación de los países a los que tienen que ayudar. El resultado inevitable ha sido

la inhabilidad del FMI para manejar crisis, la incomprensión de las necesidades de las economías en transición y el fracaso en la promoción del desarrollo (Stiglitz, 2001).

Otro dictamen contundente –y menos difundido– sobre las fallas de desempeño del FMI, el Banco Mundial y el BID en la prevención y tratamiento de las crisis fue producido por la Comisión de Asesores sobre Instituciones Internacionales de la Cámara de Representantes de EE.UU., publicado en el año 2000 (International Financial Institutions Advisory Commission, 2000). La Comisión fue dirigida por Allan Meltzer, profesor de Carnegie Mellon, asesor de presidentes estadounidenses, bancos y organismos financieros internacionales, por lo que recibió el nombre de Meltzer Commission. Estuvo integrada por figuras de renombre, también de incuestionable pertenencia ortodoxa como Jeffrey Sachs, Charles Calomiris y Fred Bergsten, entre otros.

Con relación al FMI, el informe sostiene que no tuvo la capacidad de evitar a tiempo procesos que desembocarían en crisis y que, una vez producidas estas, recomendó medidas que tendieron a reducir los costos de los agentes financieros y a cargarlos sobre las espaldas de las poblaciones. Uno de los casos citados es el del Plan Brady, aplicado en México en 1985 con la intervención del FMI y el gobierno estadounidense, que ayudó a salvar bancos dejando a la población con una cuenta estimada en el 20% del PBI.

Los autores consideran que, debido a las medidas del FMI, los bancos han logrado no hacerse cargo de los costos que deberían estar asociados con el fracaso de los préstamos de alto riesgo. Al respecto citan un comentario del experto Barry Eichengreen (1999), quien sostiene que en sus intervenciones post-crisis el FMI no estimuló a los bancos a compartir los costos de la crisis y que estos encontraron que podrían usar al organismo “como un club en su batalla con los gobiernos”.

La actitud del Fondo tuvo consecuencias posteriores ya que, según la Comisión, difundió en el mundo financiero la señal de que los prestamistas serían rescatados en caso de una nueva crisis, lo cual estimuló una nueva ronda de préstamos arriesgados. El informe especifica:

La Comisión no aprueba la política del FMI en Latinoamérica en los ochenta y en México en 1995 o en muchos otros casos. Los préstamos del FMI a esos países protegieron instituciones financieras extranjeras, de EE.UU. y de otros países, y algunos inversores, a gran costo para los ciudadanos de los países deudores (International Financial Institutions Advisory Commission, 2000).

Los hombres de Meltzer estiman, también, que el FMI tiene mucho poder en los países subdesarrollados y que frecuentemente mina la soberanía y el proceso democrático.



[El staff del FMI] frecuentemente admite (con orgullo) que el poder ejecutivo de las naciones prestatarias gusta de usar las condiciones del FMI para obtener concesiones de sus legislaturas. Mientras ese mecanismo puede algunas veces servir para alcanzar reformas deseables, frecuentemente lo hace cambiando el balance de poder dentro de los países en un modo que distorsiona el sistema constitucionalmente establecido de pruebas y balances [...] Los gobiernos del G-7, particularmente EE.UU., utilizan al FMI como un vehículo para alcanzar fines políticos (International Financial Institutions Advisory Commission, 2000).

La Comisión informa que, según los expertos consultados por ella en el curso de su investigación, las intervenciones del FMI (sean asistencia estructural de largo plazo o manejo de crisis de corto plazo) no han sido asociadas con claros beneficios económicos en los países supervisados.

Numerosos estudios de los efectos de los préstamos del FMI han fallado en encontrar un lazo significativo entre el involucramiento del FMI e incrementos en la riqueza o el ingreso (International Financial Institutions Advisory Commission, 2000).

### ¿QUÉ HACER?

Las recomendaciones para los países emergentes en su relación con la globalización financiera dependen del diagnóstico del cual se parta.

Para los teóricos del mercado financiero perfecto, la alternativa sigue siendo la liberalización de la cuenta de capital pero con el desmonte de las instituciones que generan azar moral y, por lo tanto, estimulan la colocación inadecuada de fondos.

Esta propuesta consiste, en definitiva, en liberar las fuerzas ciegas de los movimientos de capital y el poder de los agentes financieros.

Una corriente de inspiración institucionalista confía en que una buena regulación del mercado a través de normas prudenciales, transparencia y respaldos de última instancia razonables, puede al menos reducir el grado de traumatismo del funcionamiento del sistema.

En esta línea, la CEPAL (1998) consideró que, más allá de la situación macroeconómica de cualquier país asiático o latinoamericano que haya sido afectado por esta inestabilidad, ella refleja, ante todo, un problema fundamental de la economía global: la enorme asimetría que existe entre un mundo financiero internacional cada vez más sofisticado y dinámico y la ausencia de un marco institucional apropiado para regularlo. Las graves imperfecciones de los mercados financieros y la rápida expansión de fondos de carácter especulativo, que explican su volatilidad, exigen el desarrollo de regulaciones prudenciales y esquemas de supervisión adecuados, así como de “prestamistas de última instancia”.

Evidentemente, un sistema prudencial más eficiente y transparente contribuiría a reducir el nivel de riesgo sistémico y la volatilidad de capitales. Pero la historia de la regulación financiera muestra, desde sus orígenes, que los capitales se resisten exitosamente a los avances regulacionistas de gobiernos e instituciones internacionales<sup>4</sup> y que la posibilidad de una “domesticación” del mercado financiero es remota en momentos en que, precisamente, el capital financiero hegemoniza la lógica del funcionamiento del capitalismo globalizado.

Desde los países emergentes se ha planteado, y en algunos casos ejecutado, la alternativa del control de capitales como una forma de proteger a las economías de las fluctuaciones del mercado. En esta línea, Eichengreen y Fishlow (1998) recomiendan controles de capital para moderar el flujo de capitales de corto plazo, y dirigiéndose a los defensores del libre mercado sostienen que, si se renuncia a los controles, es necesario un FMI expandido y dispositivos para intervenir más ordenadamente en las crisis de la deuda cuando ocurren.

La persistencia en la volatilidad de capitales planteó la discusión sobre la utilidad de los controles de capital de corto plazo, posibilidad admitida incluso por el FMI en situaciones muy particulares.

La experiencia más observada en este tema fueron las regulaciones sobre ingreso de capitales de corto plazo que establecieron transitoriamente Chile y Colombia.

Según Edwards (1999), el sistema chileno (exigencia de depósitos no remunerados para inversores de corto plazo) no contribuyó a aumentar el plazo medio de la deuda pero tampoco tuvo efecto sobre el tipo de cambio, y tuvo uno reducido sobre la tasa de interés. Pero sí habría contribuido a reducir las fluctuaciones del mercado de valores. De todos modos, los controles no evitaron que Chile sufriera consecuencias externas de la crisis de 1997 y, como derivación de la misma, fueron levantados para estimular el ingreso de capitales. Eichengreen (1999), por su parte, encuentra que en Chile los controles de capitales fueron efectivos.

Según Ffrench-Davis y Villar (2003), las regulaciones de Chile y Colombia fueron exitosas en reducir la proporción de ingresos de corto plazo en el total de los ingresos de capital. También permitieron a las autoridades monetarias aumentar los intereses sin crear condiciones para una mayor apreciación de sus monedas. Esto constituyó una política anticíclica que contribuyó a mantener balances macroeconómicos más sustentables.

De todos modos, señalan los autores, las medidas no evitaron el rápido proceso de acumulación de deuda externa y de deterioro del balance de cuenta corriente durante la segunda mitad de los noventa.

---

4 Sobre este punto es sumamente ilustrativo el análisis de Fred Block (1989) sobre la resistencia del capital financiero a la regulación durante la discusión del acuerdo de Bretton Woods.

Sin embargo, las medidas preventivas demostraron ser insuficientes. Algunos autores encuentran que varios países sufrieron crisis a pesar de disponer de sistemas preventivos que deberían haberlas evitado.

Refiriéndose al caso mexicano, Velasco y Cabezas (1998) afirman que México aumentó los requerimientos de capital para fortalecer los bancos en los noventa pero igual cayeron, no por fallas en la regulación sino porque esos instrumentos son poco útiles cuando las condiciones existentes provocan la salida de capitales.

Eichengreen y Fishlow, por ejemplo, encuentran sorprendente que en los años previos a la crisis Tailandia tomó todas las medidas que los expertos recomiendan a los países con grandes ingresos de capital: austeridad monetaria; equilibrio fiscal; esterilización mediante la colocación de bonos; aumento de los requerimientos de reservas para los depósitos en baths (moneda tailandesa) de no residentes y para la toma de préstamos de corto plazo por parte de los bancos; los préstamos bancarios en moneda extranjera a sectores no generadores de divisas dejaron de ser considerados como parte del activo de los bancos. De esta manera, concluyen:

La experiencia de Tailandia revela la dificultad que tienen países con pequeñas economías cuando tratan de diseñar políticas para manejar grandes ingresos de capital. Ajustar la política monetaria y fiscal fue penoso en un período en el que las economías estaban desacelerándose. Por una variedad de razones políticas bien conocidas, es muy difícil hacer grandes reducciones de gastos en un corto período. Y si las tasas de interés más altas pueden bajar la demanda doméstica y la inflación, ellas sólo atraerán fondos externos adicionales. Las operaciones de esterilización aumentan la carga fiscal de los gobiernos, que compra activos externos de bajo rendimiento a cambio de sus emisiones de deuda doméstica de rendimiento más alto. Aumentar los requerimientos de reserva en los bancos aumenta los costos bancarios [...] Adicionalmente, por supuesto, Tailandia cometió dos errores críticos. Primero, se adhirió a la política de fijar su tipo de cambio dentro de una banda más estrecha. La fijación estimuló los ingresos de capital porque los inversores externos no fueron amedrentados por el riesgo cambiario. Tailandia, como México, revelaron la bien conocida tendencia de que los funcionarios, una vez comprometidos con un tipo de cambio fijo, consideran la devaluación como una admisión de fracaso y se adhieren a la fijación por demasiado tiempo (Eichengreen y Fishlow, 1998: 58).

Otro de los requisitos planteados por organismos y numerosos autores para reducir el impacto de la volatilidad de capitales es el fortalecimiento del sistema financiero y de sus normas prudenciales.

Las propuestas de control de movimientos de capital de corto plazo como las comentadas concentran su atención en la reacción de las economías receptoras ante el ingreso o salida de capitales, pero no toman en cuenta que el origen de la volatilidad se encuentra en las características del mercado financiero y que las economías –inclusive las grandes, como mostró la vulnerabilidad británica ante el ataque especulativo a la libra esterlina en 1992– no pueden aislarse en forma efectiva de esos movimientos salvo que rompan toda vinculación con el mercado mediante controles de cambios.

De allí que la única forma de que los controles tengan alguna efectividad es que se apliquen a escala global, como producto de un acuerdo internacional o, cuando menos a escala regional, como propone la asociación ATTAC (Asociación por un Tributo a las Transacciones Financieras Especulativas para Ayuda al Ciudadano).

## EL PECADO ORIGINAL DE LA LÓGICA RENTÍSTICA

Las medidas instrumentales de orden prudencial o regulatorio pueden contribuir, sin duda, a reducir la volatilidad de los capitales y la vulnerabilidad de las economías ante las fluctuaciones de los mercados internacionales.

Pero eso no toca uno de los núcleos del problema: el desarrollo de formas de organización económica basadas en la obtención de renta financiera, no sólo por parte de los agentes financieros sino por agentes de los sectores reales que operan de acuerdo a lógicas financieras o que tienen negocios en ambos campos de las economías<sup>5</sup>.

Estos sectores dan enorme importancia y hasta prioridad a la estabilidad por encima del crecimiento, a la liberalización de los mercados por encima de la protección y al respeto de los contratos internacionales por encima de los intereses del mercado interno y de la sociedad que depende del mismo porque la acumulación de renta financiera depende fuertemente de la estabilidad de precios y de contratos y de la libertad de movimiento de capitales.

Esto se revela en que en los países en que los actores dominantes están menos volcados a la lógica financiera, cuentan con políticas más prudentes y heterodoxas en lo que se refiere a la relación con el mercado financiero internacional.

La expansión y fortaleza de los sectores vinculados a la renta financiera explican la persistencia de debilidades en los marcos regulatorios internacionales y nacionales, a pesar de las costosas consecuencias de la volatilidad de los capitales.

---

<sup>5</sup> Sobre este tema señala Moguillansky (2002: 12): “los lazos entre lo real y lo financiero se han mezclado a tal punto que una crisis que comienza en el sector real rápidamente se propaga al financiero y viceversa, potenciando sus negativos efectos”.

## EL CASO ARGENTINO: EL ENDEUDAMIENTO FINANCIERO LA RENTA FINANCIERA Y LA FUGA DE CAPITALES

La experiencia argentina muestra, quizá mejor que cualquier otra en Latinoamérica, que el endeudamiento fue consecuencia no sólo de sucesos externos sino de una lógica de funcionamiento económico basado en la obtención de rentas financieras. La evidencia más sintomática es que las dos olas de endeudamiento de las últimas décadas no se emplearon en la capitalización de la economía sino, fundamentalmente, financiaron la transferencia de capitales al exterior y, en el caso de los noventa, la concentración y extranjerización de la economía<sup>6</sup>.

En 1977, la dictadura argentina siguió los pasos de Chile. Ese año dictó la Ley de Entidades Financieras por la cual se desreguló el sistema bancario, permitiendo la libre fijación de las tasas de interés y la localización del crédito. En ese momento el sistema financiero argentino estuvo más desregulado que el de los países industrializados y que el de la mayor parte de la periferia. La desregulación financiera fue acompañada con la apertura de la cuenta capital –la liberalización de los flujos financieros– por lo cual los capitales podían ingresar libremente a invertir en el sistema financiero argentino, donde las tasas de interés eran elevadas, o en la bolsa.

En 1978 se estableció una tabla de evolución del tipo de cambio con el propósito de contener la inflación. La Argentina sufría una elevada inflación y los precios internos estaban muy influenciados por la evolución del tipo de cambio. En rigor, se había formado un círculo vicioso entre inflación y devaluación y el gobierno esperaba que mediante los precios ambos se acomodaría paulatinamente a la tasa de aumento del tipo de cambio. El gobierno había practicado, también, una apertura comercial, por lo cual se esperaba que los fijadores de precios internos no podrían superar la pauta cambiaria porque sufrirían la competencia de productos importados.

En un contexto de inflación alta y variable y altas tasas de interés, las modificaciones del sistema financiero facilitaron la instauración del cortoplacismo. Los operadores comenzaron a tomar como referencia la tasa mensual de interés en lugar de la anual.

Los planes del gobierno fracasaron. Por una parte, los precios no se acomodaron a la inflación y se produjo una sobrevaluación de la moneda que generó desconfianza sobre el mantenimiento de la pauta cambiaria. Ante la huída de capitales, en marzo de 1981 el gobierno se vio obligado a devaluar.

Por otra parte, la tabla cambiaria funcionó como un seguro de cambio, lo cual, unido a las altas tasas de interés locales, atrajo capita-

---

<sup>6</sup> Sobre el caso argentino, ver Sevares (2002a).

les de corto plazo y fomentó el endeudamiento externo. Los capitales externos (o los dólares en poder de los residentes) pudieron obtener rendimientos cercanos al 40% real anual.

Más aún, cuando fue evidente que la pauta cambiaria no podría sostenerse, los deudores locales cancelaron deuda externa sin comunicarlo al Banco Central, a la espera de que el gobierno los compensara por la devaluación, lo cual efectivamente sucedió. Poco después del salvataje, comentando los dilemas del gobierno, el ministro de economía Jorge Whebe declaró: “se buscaba una solución para una deuda inexistente”.

La deuda externa aumentó de 8 mil millones de dólares en 1976 a 30 mil millones en marzo de 1981 (17 mil pública y 13 mil privada). La crisis no implicó el cese del endeudamiento, sino todo lo contrario: a fines de 1981 era de 36 mil (20 mil pública, 16 mil privada).

De este modo, Argentina terminó su primera experiencia de liberalización financiera con: una fuerte deuda externa, parte de la cual era falsa; la acumulación de capitales locales en el exterior por un monto similar al de la deuda externa; una devaluación que produjo elevados costos fiscales de rescate de los deudores privados externos; y un elevado costo por el endeudamiento público.

A partir de 1989 se escribió un nuevo capítulo en la historia de la liberalización. El gobierno de Carlos Menem inició un proceso de privatización de empresas públicas y liberalizó el régimen de inversiones extranjeras hasta el punto que aún en la década de 2000 satisface las demandas de liberalización de EE.UU. para Latinoamérica. A partir de 1991, con el propósito de combatir la inflación, dispuso un sistema de convertibilidad del peso en dólares, acompañado por una profundización de la apertura comercial.

El 1 de abril de 1991 se aprobó la Ley 23.928, que fijó el tipo de cambio en un dólar cada 10 mil australes y permitió la libre convertibilidad de cada austral a dólares a la cotización establecida. Para garantizar la solidez del sistema, la Ley dispuso que el Banco Central (BCRA) debía guardar reservas de libre disponibilidad equivalentes a no menos del 110% de la base monetaria.

Con la convertibilidad, el Estado sólo podía financiarse con fondos propios o endeudándose. Por ello, una de las reglas básicas de la convertibilidad era que el Estado, en su versión nacional, provincial y municipal, debía mantener la disciplina fiscal y gastar con base a los recursos obtenidos a través de impuestos.

En los primeros años ingresaron capitales, principalmente para la compra de empresas públicas privatizadas. Ese ingreso permitió aumentar las reservas y cubrir el déficit comercial creado por el doble juego de un dólar barato y la reducción de aranceles. Si bien la convertibilidad, apoyada en reservas abundantes, debía generar confianza en la

solidez de la moneda nacional, buena parte de los depósitos del sistema bancario estaban en dólares y la moneda estadounidense seguía utilizándose en numerosas operaciones privadas.

El gobierno de Menem heredó una deuda externa de 60 mil millones de dólares y un atraso en el pago de intereses de 8.300 millones de dólares. En 1993 se renegoció la deuda externa pública en el marco del Plan Brady.

Para EE.UU. y los acreedores, este plan cumplía un doble propósito: uno era preservar la salud del circuito financiero internacional y de los bancos estadounidenses en particular. Otro, utilizar el endeudamiento como palanca para forzar en el mundo endeudado las transformaciones estructurales propuestas por el Consenso de Washington, sintetizadas en la trilogía privatización-liberalización-desregulación.

La deuda incluida en las negociaciones sumaba 19.300 millones de dólares y luego del canje se redujo a 12.700 millones. A esto hay que sumar la reducción de pagos lograda por la quita de intereses, estimada en más de 4 mil millones de dólares.

La deuda externa pública, que en 1991 era de 58.200 millones de dólares, se redujo a 52.900 millones en 1992. Los intereses pagados por la deuda pública externa cayeron de 4.100 millones de dólares en 1992 a 3.200 millones en 1993.

Paralelamente, las finanzas públicas se equilibraron, con lo cual se planteó la posibilidad de mantener el equilibrio fiscal y evitar posteriores aumentos del endeudamiento.

Sin embargo, el equilibrio no se mantuvo. Por una parte, porque el agotamiento de las privatizaciones redujo el flujo de inversión externa directa. Por otra, porque el gobierno privatizó el sistema jubilatorio, con un esquema por el cual el Estado siguió pagando las jubilaciones y pensiones ya establecidas al tiempo que los aportantes pudieron elegir entre seguir en el sistema público o pasarse al privado. Como la mayoría optó por el privado, el Estado sufrió la pérdida de unos 4 mil millones de dólares anuales de aportes.

Las empresas de jubilación privada –pertenecientes mayoritariamente a bancos locales y extranjeros pero en los que participan también grupos empresarios del sector real–, se beneficiaron con una avalancha de fondos por cuya administración cobran altísimas comisiones que absorben buena parte de los aportes que reciben. La forma en que se privatizó el sistema jubilatorio es, por ese motivo, uno de los mejores ejemplos de la lógica de renta financiera que guió la política del gobierno menemista.

Por estas razones, el balance fiscal pasó del equilibrio de 1991 y 1993, a un creciente déficit a partir de 1994.

En los meses que siguieron a la crisis mexicana el sistema bancario sufrió una fuerte pérdida de depósitos, a pesar de que las normas prudenciales vigentes eran más estrictas que las recomendadas por Ba-

silea y que la banca estaba experimentando una extranjerización que, según la versión oficial, contribuiría a consolidar el sistema financiero.

El gobierno comenzó a cubrir la caída de ingresos con endeudamiento externo. A fines de 1999 la deuda pública en moneda extranjera había llegado a 116.200 millones de dólares.

Si bien después del efecto tequila la economía se recuperó, la desconfianza de los grandes operadores financieros ya se había instalado, lo cual se verificó en una fuerte salida de capitales: según estimaciones del Ministerio de Economía, entre 1992 y 1998 salieron del país 45.600 millones de dólares.

El monto de capitales argentinos en el exterior aumentó sustancialmente. En 1975 eran sólo 5.500 millones de dólares, y a fines de la década del noventa era algo mayor que la deuda externa privada. La mayor parte del capital que salió del país fue del sector privado no financiero (del 83 al 92% del total según el año), mientras el sector privado financiero es el que más rápidamente expandió sus colocaciones afuera.

El gobierno de la Alianza, que presidido por Fernando De la Rúa inició su gestión a fines de 1999, enfrentó el problema siguiendo los dictados del FMI, con un programa de austeridad fiscal que sólo logró profundizar la recesión heredada y bajar los ingresos fiscales.

En el año 2000, ante la evidente insolvencia del sector público, los prestamistas privados externos cortaron el refinanciamiento de la deuda y el sistema de convertibilidad entró en la cuenta regresiva. En 2001 la pérdida de depósitos del sistema bancario y la salida de capitales se acentuó. En septiembre de ese año el FMI otorgó un crédito de respaldo de 40 mil millones de dólares –denominado “blindaje”– que serían desembolsados a medida que las cuentas públicas cumplieran las condiciones impuestas. Como las cuentas no alcanzaron esas metas, los desembolsos no llegaron.

Ante el fracaso de la operación, el ministro de Economía Domingo Cavallo, creador de la convertibilidad como ministro de Menem y que había vuelto al puesto con la misión de superar la crisis, negoció un canje de deuda que resultó muy costoso para el gobierno (por las comisiones pagadas a los bancos) y que no cambió el humor del mercado. Luego obligó a bancos y a Administradoras de Fondos de Jubilación y Pensión (el sistema de jubilaciones privado) a prestarle al Estado, que marchaba a la insolvencia, cobrando tasas elevadísimas. Aun así la salida de capitales continuó.

En diciembre de 2000 las reservas del BCRA llegaban a 27 mil millones de dólares, y a fin de 2001 se habían reducido a 14.600 millones. Entre enero y diciembre de 2001 los depósitos en pesos cayeron un 40% y los depósitos en dólares un 12%. La cuarta parte de los depósitos en dólares en el sistema financiero, 12 mil millones, surgieron de la conversión a divisas de depósitos en pesos durante diciembre.



Debido a la crisis económica y a una crisis política de magnitud, el gobierno cayó. Lo sucedió un gobierno provisional que duró una semana pero que en el ínterin declaró el *default* de la deuda externa pública contraída con acreedores privados y eliminó la convertibilidad del peso en dólares. En los primeros días de 2002, el gobierno de Eduardo Duhalde eliminó el tipo de cambio fijo. La economía, que venía de tres años de recesión, cayó un 10%, alcanzando el derrumbe más importante de su historia.

La deuda externa pasó del 35% del PBI en 1997, al 55% en 2001, al 150% a fines de 2002. La fuga de capitales continuó durante 2001 y 2002.

La devaluación provocó una inflación menor que la esperada, pero igualmente importante. La inflación redujo los ingresos de la mayoría de la población, la mitad de la cual cayó bajo la línea de pobreza.

Por otra parte, la devaluación aumentó la protección del mercado interno y estimuló la exportación, la creación de empleo y mejoró las expectativas de los agentes económicos. Recién a fines de 2002 se frenó la formación de activos en el exterior; es decir, la fuga de capitales. En ese momento la actividad económica, a pesar de la recuperación, estaba en el nivel de seis años antes; la desocupación alcanzaba al 20% y la pobreza seguía afectando al 40% de la población. Esos fueron los costos de un modelo paradigmático de endeudamiento que financió la acumulación de rentas financieras, la concentración económica y el consumo superfluo.

## BIBLIOGRAFÍA

- Block, F. 1989 *Los orígenes del desorden económico internacional* (México DF: Fondo de Cultura Económica).
- CEPAL 1998 “Declaración sobre la crisis financiera internacional” en *Panorama de la Economía Internacional* (Centro de Economía Internacional de la Secretaría de Relaciones Económicas Internacionales de la Argentina) N° 1, octubre.
- CEPAL 2002 *Globalización y desarrollo*, abril. En <[www.eclac.org](http://www.eclac.org)>.
- Edwards, S. 1999 “How effective are capital controls?” en *Journal of Economic Perspectives*, otoño.
- Eichengreen, B. 1999 *Toward a new international financial architecture* (Washington DC: Institute for International Economics).
- Eichengreen, B. et al. 1999 “Liberalizing capital movements: some analytical issues” en *IMF Economic Issues*, N° 17, febrero. En <[www.imf.org](http://www.imf.org)>.
- Eichengreen, B. y Fishlow, A. 1998 “Contending with capital flows: what is different about the 1990s?” en Kahler, M. (ed.) *Capital flows and financial crisis* (Nueva York: Cornell University Press).

- Ffrench-Davis, R. y Villar, L. 2003 "The capital account and real macroeconomica stabilization: Chile and Colombia". Seminar on Management of Volatility, Financial Liberalization and Growth in Emerging Economies, ECLAC, Santiago de Chile, 24-25 de abril. En <www.eclac.org>.
- FMI-Fondo Monetario Internacional 2003 *Global Financial Stability Report*, septiembre. En <www.imf.org>.
- Hopenhayn, B. y Vanoli, A. 2002 *La globalización financiera. Génesis, auge, crisis y reformas* (Buenos Aires: Fondo de Cultura Económica).
- IIF-Institute of International Finance 2003 *Capital flows to emerging market economies*, 15 de mayo. En <www.iif.org>.
- IIF-Institute of International Finance 2004 *Capital flows to emerging market economies*, 15 de enero. En <www.iif.org>.
- International Financial Institutions Advisory Commission 2000. En <www.house.gov/jec/imf/meltzer.htm>.
- Moguillansky, G. 2002 *Inversión y volatilidad financiera: América Latina en los inicios del nuevo milenio* (Santiago: CEPAL).
- Prasad, E.; Rogoff, K.; Sang-Jin, W. y Kose, M. A. 2003 "Effects of financial globalization on developing countries: some empirical evidence", 17 de marzo. En <www.imf.org>.
- Sevares, J. 2002a *Por qué cayó la Argentina. Imposición, crisis y reciclaje del orden neoliberal* (Buenos Aires: Norma).
- Sevares, J. 2002b "Riesgo y regulación en el mercado financiero internacional" en Gambina, J. (comp.) *La globalización económico-financiera. Su impacto en América Latina* (Buenos Aires: CLACSO).
- Stiglitz, J. 2001 *El malestar en la globalización* (Madrid: Taurus).
- The Economist* 1995 "Survey: the world economy", 7 de octubre.
- UNCTAD 1999 *Trade and development report 1998* (Nueva York: UNCTAD).
- Velasco, A. y Cabezas, P. 1998 "Alternative responses to capital inflows: a tale of two countries" en Kahler, M. (ed.) *Capital flows and financial crisis* (Nueva York: Cornell University Press).
- White, W. R. 2000 "What have we learned from recent financial crisis and policy responses?" en *BIS Working Papers*, N° 84, enero. En <www.bis.org>.
- Witteveen, J. 1998 "Economic globalisation in a broader, long term perspective: some serious concerns" en Teunissen, J. J. (ed.) *The policy challenges of global financial integration* (La Haya: Fondad).
- World Bank 1998 *Global economics prospects 1998/1999* (Washington DC: World Bank).