



ESTUDIOS TEMÁTICOS
ARGENTINA

Estructura y liquidez del sistema financiero bimonetario argentino

Alfredo T. García*

Introducción

La presente ponencia ha sido elaborada para ser expuesta en el panel de discusión sobre la situación de Argentina, perteneciente al seminario de CLACSO-ATTAC; en este marco, la intención del trabajo ha sido presentar una visión del sistema financiero argentino, el cual evidencia una estructura sistémica significativamente distinta al resto de los países de América Latina.

El sector financiero cumple un papel esencial en la estructura económica y política de nuestros países latinoamericanos. En el caso de Argentina, no sólo es un ámbito excepcional para la valorización del capital financiero, sino también un polo de poder económico muy importante, a través de la elevada participación de bancos multinacionales, muchos de los cuales han sido los acreedores de la deuda externa argentina en la época pre-Brady, y hoy son los agentes financieros del gobierno, ya sea para realizar la ingeniería financiera de las colocaciones de los bonos gubernamentales en el exterior, o para financiar directamente al gobierno por medio de la compra de estos bonos que quedan en su cartera.

En el caso específico de Argentina, la propia estructura del sistema financiero condiciona mucho más que en otras economías las distintas alternativas de política económica que el gobierno puede encarar. La Ley de Convertibilidad, que

* Licenciado en economía. Director del Centro de Estudios Financieros del IMFC. Integrante de la Comisión Directiva del IADE (Instituto Argentino para el Desarrollo Económico). Miembro del Consejo Académico de ATTAC Argentina. Profesor universitario en la UBA, la UADE y la Universidad de Belgrano.

transformó al Banco Central en una Caja de Conversión, por la cual sólo puede emitir moneda en estrecha vinculación con la cantidad de reservas internacionales que posee la autoridad monetaria, implica la adopción de una política monetaria pasiva, o, dicho de otra forma, elimina a la política monetaria como herramienta económica para conducir la economía del país.

La convertibilidad también tiene una fuerte repercusión sobre la política cambiaria, puesto que se estableció a través de un tipo de cambio fijo en una paridad de 1 a 1 entre el peso argentino y el dólar.

Esta Ley de Convertibilidad reconoció la pérdida de la función del dinero argentino como “unidad de cuenta” luego de varios años de hiperinflación, y también de “depósito de valor”, dos de las funciones esenciales de la moneda que fueron reemplazadas de facto por el dólar estadounidense.

Un punto a destacar es que mucho antes de la sanción de la Ley de Convertibilidad (marzo de 1991), la economía argentina ya se encontraba en un estadio de dolarización formal e informal avanzado.

Por ello, en los considerandos de la Ley de Convertibilidad se establecía que dicha ley serviría para reforzar estas dos menguadas funciones de la moneda argentina.

Por el contrario, la conducta de los actores económicos y las normas posteriores que se tomaron desde la autoridad monetaria con la aceptación de las autoridades gubernamentales derivaron en una mayor dolarización aún de la economía.

En un mundo de alta volatilidad financiera, y de crisis financieras recurrentes con repercusiones mundiales, la adopción de normas férreas, como lo significa la existencia de una Caja de Conversión y un tipo de cambio fijo, son paradigmas que se encuentran en continua discusión.

Atento a las presiones que sufren día a día estas definiciones rígidas de política monetaria y cambiaria, los analistas de la realidad argentina observan que existen dos caminos; uno de ellos es continuar con el esquema actual de política económica, y el otro, obviamente, opta por introducir cambios en las variables fundamentales de la economía.

Este último camino, a fuerza de ser groseramente simplificador, puede dividirse en dos posturas generalizadas de cambio: la dolarización total de la economía, con desaparición de la moneda argentina (como una forma de intensificar el camino iniciado en el '91) o alguna forma de devaluación (que implicaría apartarse del esquema de convertibilidad).

No es el objetivo de este trabajo discutir las opciones planteadas, sino mostrar la situación del sistema financiero y la composición de los activos y pasivos del mismo, y mostrar cómo la realidad limita seriamente cualquiera de las dos salidas planteadas al modelo (dolarización total o devaluación).

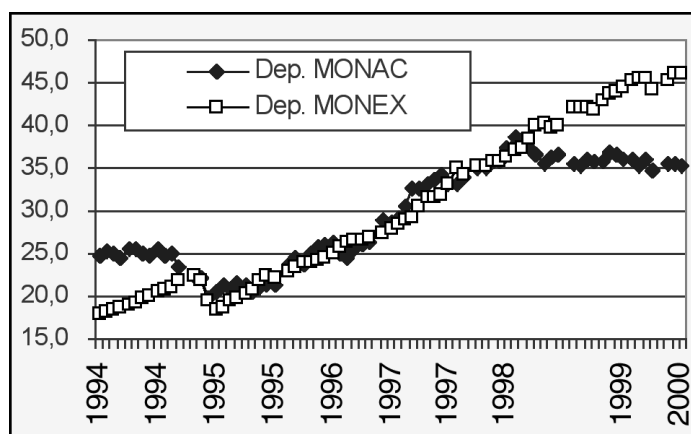
El sistema argentino ya está fuertemente dolarizado, con lo cual la dolarización total que significaría la desaparición de la moneda argentina no generaría ningún beneficio adicional, sino que, por el contrario, podría generar mayores pérdidas de soberanía económica y de la ganancia de señoreaje.

Evolución de depósitos y préstamos

El período de análisis del trabajo parte de enero de 1994, cuando el sistema de convertibilidad estaba en su auge y recién comenzaba la suba de tasas estadounidenses que dio origen al posterior efecto Tequila; el análisis llega a la actualidad, marzo del 2000, como último dato disponible para las cifras del sistema financiero.

Gráfico 1

Variables en miles de millones de pesos y dólares



El Gráfico 1 muestra tres períodos bien diferenciados en la evolución de los depósitos:

1. Desde inicios del '94 hasta la profundización del Tequila, en el cual se observa el estancamiento de los depósitos en pesos y el incremento de los depósitos en dólares, y su posterior caída en pleno efecto Tequila (un 15% de reducción para los depósitos totales entre noviembre del '94 y abril del '95).
2. Una recuperación post Tequila y crecimiento paralelo hasta la crisis asiática, manteniendo una participación constante cercana al 50% para ambas monedas.
3. Los efectos de la crisis asiática a fines de 1998, que determinaron una caída y posterior amesetamiento de los depósitos en pesos y un crecimiento continuo de los depósitos en dólares. En este último período se intensifica la do-

larización, pues los depósitos en dólares pasan a situarse en el 57% del total de depósitos.

En el cuadro siguiente se explicitan los porcentajes de participación en estas etapas.

Cuadro 1

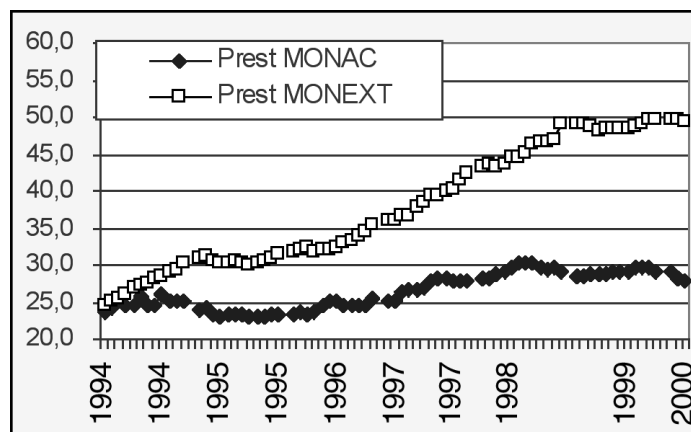
Participación porcentual de depósitos en el Sistema Financiero Argentino

Nominados en:	Ene '94	Ene '95	Ago '98	Mar '00
Pesos	58%	50%	49%	43%
Dólares	42%	50%	51%	57%

En el caso de los préstamos la situación es distinta, puesto que se da un leve crecimiento de los préstamos en pesos, con un fuerte incremento de los préstamos en dólares.

Gráfico 2

Variables en miles de millones de pesos y dólares



No existen períodos muy diferenciados como en el caso de los depósitos, puesto que los préstamos fueron muy poco afectados por el Tequila. Se muestra un crecimiento constante (liderado por los préstamos en dólares) hasta enero del '99, en el cual comienza el estancamiento de los préstamos en ambas monedas como efecto de la crisis asiática y de la recesión doméstica. A partir de enero de 2000 comienzan a caer los préstamos en pesos.

Como resultado de esta evolución, los préstamos en dólares representaban en marzo del 2000 el 64% de los préstamos totales, habiendo crecido desde un 51% en el inicio de los datos de este informe.

Cuadro 2

Participación porcentual de préstamos en el sistema financiero argentino

Nominados en:	Ene '94	Mar '00
Pesos	49%	36%
Dólares	51%	64%

Esta evolución diferenciada de depósitos y préstamos muestra la distinta percepción por parte del riesgo devaluatorio de los distintos actores de la economía. En el caso de los depósitos, luego del Tequila y hasta la crisis asiática, los nominados en pesos crecieron *pari pasu* con los nominados en dólares, es decir que la mitad de los depositantes confía en el mantenimiento de la relación cambiaria. Por supuesto, el promedio de colocación de los depósitos es de corto y mediano plazo.

En el caso de los préstamos, los titulares de esos activos, que son los bancos, han promovido la colocación de préstamos en moneda extranjera, lo que implica una mayor cobertura cambiaria que los nominados en pesos, especialmente porque el plazo de estas operaciones es mucho más largo que el de los depósitos.

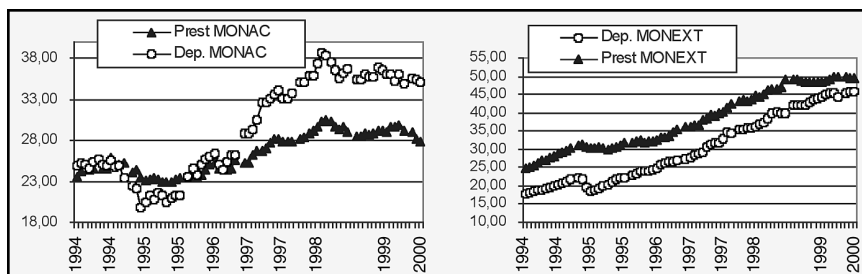
Estas diferencias de percepción de riesgo cambiario, y fundamentalmente de descalce de plazos entre operaciones activas y pasivas, genera una relación préstamos/depósitos para cada moneda muy característica.

En el caso de la moneda nacional (Gráfico 3) puede observarse que del crecimiento de los depósitos en pesos, prácticamente una pequeña parte se colocó en préstamos. A partir del '97 todo incremento de los depósitos en pesos fue a colocaciones líquidas, fundamentalmente, a títulos de gobierno y a efectivo.

En el caso de las operaciones en moneda extranjera (Gráfico 4) se observa un crecimiento paralelo de los depósitos con los préstamos, aunque en todo momento los préstamos superaron a los depósitos, lo que indica que los bancos han utilizado como fuente de financiamiento otros pasivos distintos a los depósitos, como la emisión de obligaciones negociables en dólares en algunos casos y préstamos de las casas matrices en el caso de los bancos extranjeros.

Gráficos 3 y 4

Variables en miles de millones de pesos y dólares



Liquidez del sistema bimonetario

Tal cual comentáramos en la introducción y ha sido corroborado por la evolución de depósitos y préstamos, la Ley de Convertibilidad y normas posteriores que se tomaron desde la autoridad monetaria tuvieron un efecto contrario al que pretendía la mencionada ley sobre la moneda argentina y sobre la estructura del sistema financiero. En vez de propiciar el incremento de activos y pasivos en moneda nacional, provocó la mayor dolarización de la economía, superando en monto las variables nominadas en dólares a las nominadas en pesos.

En pleno efecto Tequila, la autoridad monetaria tomó varias medidas para incrementar la confianza en el sistema financiero, provocando una mayor dolarización de los activos. Entre estas medidas cabe destacar la decisión de convertir los depósitos de las entidades financieras en el Banco Central de la República Argentina (BCRA) (un componente habitual de la base monetaria –BM– en cualquier país) en instrumentos dolarizados, a través de operaciones *overnight* con bancos del exterior. De esa forma, todos los días se deja en cero la cuenta de depósitos que los bancos tienen en el BCRA, se realiza un depósito *overnight* y al día siguiente se vuelve a abrir con el saldo del día anterior.

De esa forma desaparece una variable usual en la composición de la Base Monetaria y, por lo tanto, la totalidad de ésta queda conformada solamente por el dinero en circulación que existe en la economía.

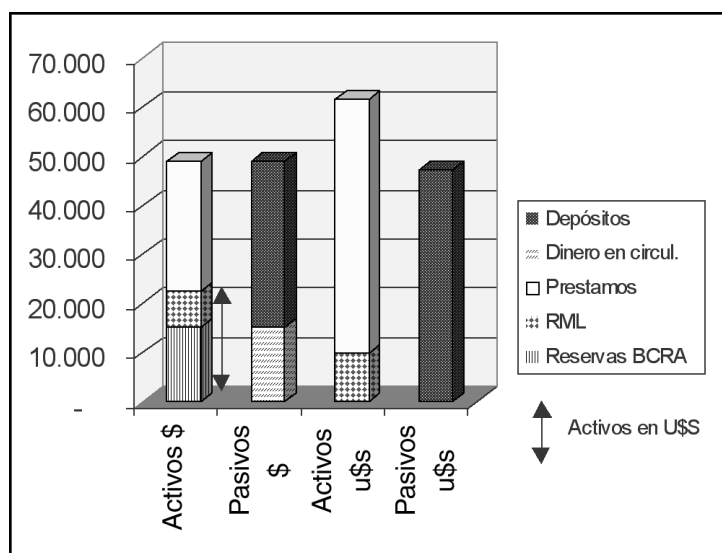
Paralelamente, el establecimiento de “requisitos mínimos de liquidez” (RML), que los bancos conforman por medio de depósitos en bancos de Nueva York o con pasivos de títulos públicos o divisas con el BCRA, funcionan como el encaje del sistema bimonetario, pero no lo encontramos en la base monetaria como es norma en países no dolarizados. Su magnitud es cercana al 20% de los depósitos totales.

Es por ello que el análisis de la liquidez del sistema y de la creación secundaria de dinero posee en Argentina características *sui géneris*.

Bajo este esquema mostraremos un panorama de la composición de activos y pasivos provenientes de la intermediación financiera, y de las relaciones de liquidez del sistema.

Gráfico 5

Composición de activos y pasivos provenientes de la intermediación financiera
Variables en millones de pesos y dólares (datos a marzo de 2000)



Se ha dividido el sistema financiero en activos y pasivos por moneda. Comenzando con las relaciones del esquema monetario en pesos, observamos que el dinero en circulación (en la base de la columna de pasivos, en \$) es de idéntica magnitud a las reservas internacionales del BCRA (en la base de la columna de activos, en \$). Ello es directa consecuencia de la Ley de Convertibilidad: por cada peso emitido, al menos debe existir un dólar en las reservas.

A su vez, en la columna de activos se observan los RML, activos dolarizados, que funcionan como encaje de los depósitos en pesos. Los préstamos en pesos surgen como capacidad prestable de los depósitos en pesos.

En el caso de los activos y pasivos en dólares, se observa que los activos superan sustancialmente a los depósitos en dólares, pues se utilizan otras fuentes de financiamiento ya mencionadas, que no forman parte de la intermediación finan-

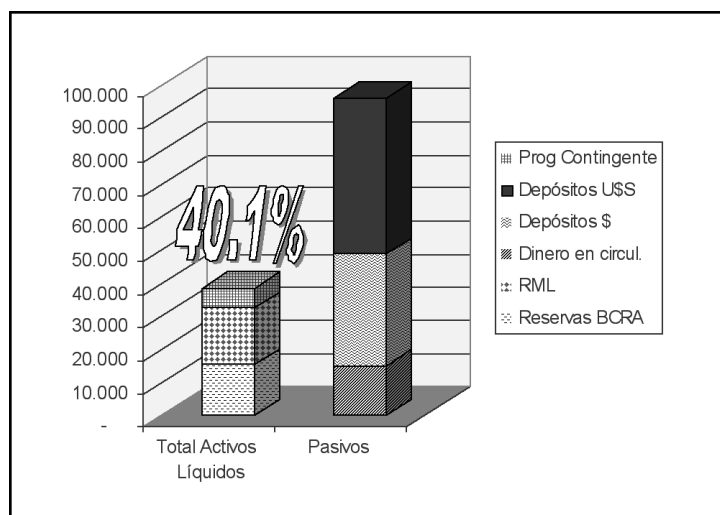
ciera, entendida ésta en el concepto más ortodoxo de definición del negocio bancario, como la captación de depósitos del público para su colocación en préstamos a empresas y hogares.

Ello significa que estos depósitos en dólares que surgen a través del proceso de creación secundaria de dinero por parte de los bancos (y por ello llamados también depósitos en “argendólares”) tienen una cobertura de activos dolarizados total con una liquidez aceptable, con lo cual no deberían verse afectados por crisis de confianza en el sistema, puesto que por cada “argendólar” depositado, hay un “argendólar” en los activos de los bancos.

La única observación es que muchos de estos préstamos en dólares están realizados a actores domésticos que perciben sus ingresos en pesos y que, por lo tanto, la cancelación de los mismos está sujeta a que no existan variaciones bruscas en el tipo de cambio. De todas maneras, la mayoría de estos préstamos tiene garantías reales, y con los nuevos instrumentos de *securitización* existentes, los riesgos mencionados se reducen.

Gráfico 6

Liquidez del sistema financiero
Variables en millones de pesos y dólares (datos a marzo de 2000)



En el gráfico precedente se muestra que la totalidad de activos líquidos del sistema, todos ellos dolarizados, alcanza al 40,1% del total de los pasivos monetarios o M3 bimonetario, compuesto por el dinero en circulación y los depósitos en pesos y en moneda extranjera.

Nuevamente se observa la paridad “dinero en circulación” (que, como ya mencionamos, es idéntica a la base monetaria) con las reservas internacionales del BCRA establecida por los requisitos de la convertibilidad. El resto de la liquidez se compone de los RML, y de un préstamo contingente tomado con bancos del exterior, que se haría automáticamente efectivo en la medida en que existan problemas de liquidez en el sistema financiero argentino. Actualmente se paga una comisión por la posibilidad de esa utilización.

En un sistema bimonetario, el Banco Central local no puede actuar como prestamista de última instancia, ya que podría cubrir los depósitos en la moneda local pero no podría cubrir los depósitos en la moneda extranjera. Es por ello que esta falta de prestamista de última instancia se busca compensar con la imposición de elevados encajes dolarizados (RML) y con los préstamos contingentes en moneda extranjera contraídos con bancos del exterior. En Argentina, el BCRA tampoco puede actuar como prestamista de última instancia para los depósitos en moneda local, pues esta finalidad se encuentra extremadamente limitada por su Carta Orgánica, y además posee la restricción de la Ley de Convertibilidad, que le prohíbe emitir si no ingresan divisas a sus reservas internacionales.

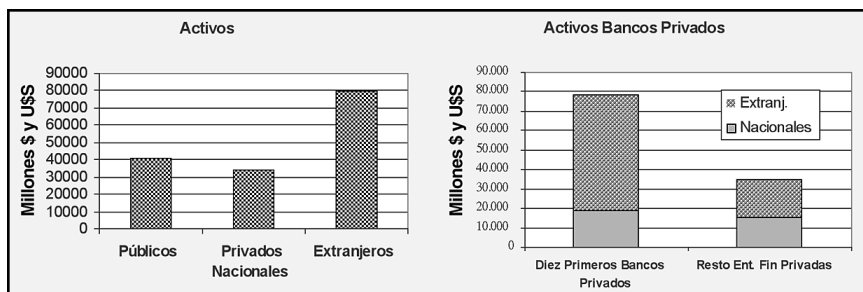
Por ello, el nivel de liquidez es efectivamente elevado, y confiere al sistema financiero una protección significativa. Claramente, el costo de esta protección no es nulo. Este se manifiesta en la reducida capacidad de préstamos que poseen los bancos (reduciendo el financiamiento a la producción y al consumo), en la imposibilidad de ejercer política monetaria para sortear momentos altamente recesivos y en los elevados requisitos de capital sobre activos que exigen a los bancos.

En este último punto, al no existir prestamista de última instancia, las regulaciones prudenciales tienden a fortalecer al máximo la solvencia de los bancos, con requisitos de capital sustancialmente superiores a los presentes en las principales economías emergentes y a los estándares internacionales. Más precisamente, la integración normativa total de capital ponderado por riesgo alcanzó al 17,4% a fines de 1999, mientras que las regulaciones de Basilea establecen un requerimiento mínimo para la misma variable del 8%.

Estas medidas prudenciales, sumadas a la política del Banco Central, que favorece las fusiones y adquisiciones entre bancos, ha llevado a una aguda concentración del sistema, la cual ha sido paralela a la extranjerización de los capitales de los bancos.

Gráficos 7 y 8

Composición y concentración del sistema financiero argentino



En los gráficos precedentes se muestra una medida de participación de los bancos extranjeros en cuanto al nivel de activo de esos bancos. Para una mejor interpretación de la información nos centraremos en el Gráfico 8 que muestra la concentración en los bancos privados. Los diez primeros bancos poseen activos cercanos a los 80.000 millones de \$ y US\$, mientras que el resto de los ochenta bancos restantes suma activos por una cifra cercana a los 35.000 millones. En términos porcentuales, los diez primeros bancos poseen el 70% de los activos de los bancos privados.

Respecto a la extranjerización, es claro que la banca extranjera es parte importante de los diez primeros bancos, ya que ocho de ellos son de capital extranjero, y los otros dos bancos restantes, si bien su mayor parte del capital corresponde a grupos nacionales o al estado, tienen también participación de capital extranjero, con lo cual no son exclusivamente nacionales.

Conclusiones

El panorama presentado muestra una elevada dolarización de los activos financieros de la economía, realizada *de facto* y facilitada posteriormente por la normativa. Plantear en este contexto la desaparición de la moneda local no sumará mucha más dolarización, pero incrementará los costos por la reducción de la capacidad de señoreaje y la profundización de la pérdida de soberanía.

En un sistema tan dolarizado, una variación en el tipo de cambio afecta profundamente a una parte importante de la economía. Por un lado a los depositantes en pesos y, por otro lado, a los deudores de préstamos en dólares que verán incrementados sus pagos en la misma medida de la devaluación, con lo cual el tema se convierte en altamente complejo (y sin considerar las repercusiones directas sobre las variables reales de la economía).

El objetivo del trabajo, presentar un sector financiero altamente dolarizado, ha sido cumplido. Cómo cambiar estas políticas que poseen altos costos sociales, económicos y de soberanía es un tema que requiere profundas discusiones y, principalmente, la existencia de una cohesión de actores sociales que decidan cambiar totalmente el modelo neoliberal existente por uno basado en los intereses populares. Cualquier reforma al modelo actual no generará beneficios sustanciales, aunque existe un margen de maniobra disponible que no ha utilizado ni el anterior gobierno que instaló la convertibilidad, ni el actual gobierno que ha seguido a pie juntillas los postulados ultraortodoxos de las delegaciones del FMI.

El impuesto Tobin y el endeudamiento externo argentino

Carlos M. Vilas*

Considero sumamente importante el reposicionamiento que en los últimos dos o tres años ha experimentado el debate internacional en torno a la propuesta de James Tobin de imponer una tasa orientada a desacelerar el movimiento internacional de capitales, como medio de reducir la volatilidad enorme de la economía internacional, y por consiguiente prevenir algunos de sus impactos más nocivos. En América Latina Chile implantó, en 1991, una variante de ese impuesto, con resultados positivos. Esa decisión permitió al país trasandino protegerse del impacto de la crisis mexicana, mientras que otras economías, como por ejemplo las de Argentina y Perú, pagaron costos enormes de los que aún no habían podido recuperarse cuando estallaron las crisis en Asia y Rusia en 1997 y 1998. El éxito de la decisión chilena se verifica incluso con un argumento a contrario sensu aportado por ese mismo país. En 1996 la administración del presidente Frei Ruiz-Tagle decidió levantar esa medida, y al año siguiente la crisis asiática se abalanzó sobre la economía chilena con un impacto tremendo.

Este ejemplo, como varios otros, ilustran respecto de la necesidad de erigir salvaguardas frente a estos aspectos particularmente dañinos de la economía internacional contemporánea, así como de la eficacia de la iniciativa de Tobin. Hay que reconocer también que la propuesta Tobin ha sido objeto de algunas reservas y críticas dirigidas hacia algunos de sus aspectos técnicos; del mismo modo, re-

* Abogado y Cientista Político. Presidente del Instituto Argentino para el Desarrollo Económico (IADE) y profesor de la Universidad Nacional de Lanús.

sulta claro que solamente su adopción simultánea por la totalidad de los estados garantizaría un funcionamiento realmente efectivo de la misma. Esto plantea la necesidad de incluir la propuesta Tobin en un rediseño integral del sistema financiero internacional. Es fácil de advertir que tal objetivo implica un cambio en las relaciones internacionales de poder sobre las cuales se asienta el sistema actual; de lo contrario, los países periféricos o en desarrollo serán testigos de decisiones que seguirán siendo tomadas sin consideración de sus propios intereses. Desde hace cierto tiempo el FMI y el Grupo de los 7 están trabajando en el armado de una nueva arquitectura financiera global; lo que se conoce de las ideas y propuestas en discusión es muy poco alentador para el futuro de nuestros países.

Tanto por la vía de iniciativas individuales de cada país, como a través de un rediseño global mejor adaptado a nuestras necesidades, la propuesta Tobin involucra, por lo menos en el caso argentino, una dimensión política fundamental. Ello es así, porque la enorme y muy vulnerable exposición a los movimientos internacionales de capital, de fuerte sesgo especulativo, es el resultado de un diseño político particular que tiene como eje de sustentación la configuración de un bloque de poder en el cual un pequeño número de grandes grupos económicos, fuertemente articulados a esos movimientos de capital, asumió un rol hegemónico. El estado fue instrumentalizado por este bloque de poder para generar el escenario que, casi sin interrupciones, se ha mantenido vigente en el último cuarto de siglo, o poco menos.

Es sabido que desde 1976/77 comenzaron a sentarse en Argentina las bases y los elementos del nuevo modelo político-económico que hoy estamos viviendo en su madurez. El momento fundacional de lo que hoy denominamos “modelo” macroeconómico fue la reforma financiera del gobierno militar, implementada por su ministro de Economía, Alfredo Martínez de Hoz. La dictadura militar fue la condición política de viabilidad de ese modelo, con su saldo de represión, de asesinatos, de desapariciones, tanto a nivel macro como a nivel micro. Recientemente se han reunido nuevas evidencias sobre el involucramiento de empresas y de funcionarios empresariales en la represión del individuo sindical en el ámbito de esas empresas durante la dictadura militar. Esta situación ya se conocía y es importante que no se olvide. A nivel micro es muy claro que existía una coordinación represiva entre el poder del capital en el lugar de trabajo o los ámbitos de reproducción, como el barrio, y la dictadura militar. A nivel macro, la política económica, la concentración de los ingresos y de la propiedad, expresó la misma estrecha relación entre el dominio de determinadas fracciones del capital y la política de la dictadura.

Aquella reforma creó las condiciones institucionales de un estilo de acumulación basado en la valorización financiera del capital. Vale decir, no ya la valorización del capital a través de la economía real, sino a través del negocio financiero. O, para decirlo con otras palabras, hacer del sector financiero el ámbito pri-

vilegiado de valorización del capital, frente a los intentos de mantener a la industria, a la industrialización, como ámbito fundamental de valorización. Todos sabemos que el proyecto de un país industrial nunca fue hegemónico; en particular, nunca fue hegemónico en los grupos dominantes, y en la batalla que, de alguna manera, se dio desde los años '30, ese proyecto de país industrial y por tanto con perspectivas de convertirse en país desarrollado y moderno, avanzó en la medida en que pudo articularse a las políticas ejecutadas desde el estado. Aquí radicó su fuerza y también su debilidad, porque cada vez que el control del estado fue recuperado por las élites financieras, comerciales y primario-exportadoras a través de golpes militares que interrumpían la vigencia de las instituciones constitucionales, la hipótesis de la industrialización sufrió golpes severos. El periodo que corre entre 1955 y 1976 es extraordinariamente rico en estos avances y retrocesos, ligados de manera clara a las vicisitudes institucionales del país. La dictadura militar de 1976-83 institucionalizó la victoria de los sectores más especulativos y más "globalizados" del capitalismo argentino, de los que el propio ministro Martínez de Hoz era, y sigue siendo, una muy representativa encarnación. En nombre de la lucha contra la "subversión", creó las condiciones para el ataque a la sociedad industrial que, con muchas limitaciones, se venía gestando.

La valorización financiera del capital se llevó a cabo a través de un conjunto de medidas. La primera, posiblemente, fue la política de endeudamiento irresponsable de las empresas estatales, llevada a cabo desde el Ministerio de Economía en tiempos de Martínez de Hoz, la que tuvo como finalidad principal abastecer de dólares baratos a los grupos económicos, quienes reorientaban esa masa de divisas hacia fines especulativos y la sacaban del país. Esto estuvo muy públicamente documentado en los momentos iniciales de la gestión del Dr. Alfonsín: se hicieron públicos estudios e investigaciones que demostraban de qué manera buena parte de lo que formalmente era deuda externa ya estaba pagada y estaba otra vez afuera. En tres oportunidades el estado se hizo cargo de la deuda privada. Además, y en el marco de la dictadura militar, en tres ocasiones a través del mecanismo de los seguros de cambio, durante los ministerios de Lorenzo Sigaut y de José María Dagnino Pastore y, a fines de 1982, a través de la emisión de bonos que estatizaron la deuda externa privada, cuando Domingo Cavallo era presidente del Banco Central. Estos mecanismos tenían como finalidad endeudar al país, captar dólares baratos de los mercados internacionales, transferirlos al capital financiero de los grupos más concentrados, aplicarlos a inversiones de alta rentabilidad financiera aquí, gracias a la tasa de cambio (recordemos el mecanismo de la *tablita*); pero, fundamentalmente, entregar dólares baratos a quienes en definitiva iban a volver a remesarlos hacia afuera una vez obtenidas las ganancias en el ámbito financiero local.

Este esquema se perfeccionó con un conjunto de medidas posteriores, entre las que destaca la adopción de un sistema de caja de conversión a partir de 1991 con la ley de convertibilidad monetaria. No es éste el momento de llevar a cabo

una valoración de este instrumento, de los factores que condujeron a adoptarlo, etcétera. Diré aquí simplemente que la eficacia de la convertibilidad para dotar de estabilidad de precios a la economía nacional tuvo como contrapartida la consolidación del esquema instaurado quince años antes por la reforma Martínez de Hoz. El modo en que la convertibilidad se ejecutó, las medidas que rodearon su dimensión estrictamente cambiaria, estuvieron dirigidas a reforzar los mecanismos de acumulación en el sector financiero y la continuidad de la remesa de capitales al exterior. A esto hay que agregar un sistema tributario regresivo e ineficiente que premia a los grandes grupos económicos, que son quienes captan, vía sistema financiero local, el sobre-endeudamiento externo del sector público; la tolerancia gubernamental hacia los incumplimientos de esos grupos en materia de concesiones de servicios públicos; los subsidios directos o indirectos a su funcionamiento, etcétera. Este conjunto de elementos ratifica la afirmación de la existencia de un bloque de poder, hegemónico por estos sectores altamente concentrados de la economía nacional, articulados fuertemente a los mercados externos, que instrumentalizan al estado y a sus organismos para mantener sus posiciones de privilegio.

En virtud de este mecanismo se ha acumulado fuera del país, desde 1991, una masa de casi 100 mil millones de dólares. Esta cifra representaba a fines de 1999 alrededor de dos tercios del endeudamiento externo público y privado del país. Es importante destacar que *esta fuga de capitales tuvo lugar en una década caracterizada por la sumisión del estado y sus políticas a los intereses de esos grandes grupos*. Es decir, no pueden platearse, para explicar esta masiva salida de capitales, argumentos referidos a inseguridad jurídica, inestabilidad institucional, cambios de políticas, inflación, u otras similares. Y si bien es cierto que en los primeros años de vigencia del sistema de convertibilidad el gobierno llevó a cabo una política relativamente agresiva contra la evasión tributaria, ésta se abandonó a mediados de la década, por lo que este aspecto de la gestión pública aporta poco a una explicación convencional del fenómeno.

Tampoco resulta satisfactoria una explicación psicológica, que pone énfasis en la mentalidad extranjerizante de estos segmentos de la burguesía argentina. Esa mentalidad existe por supuesto, y la historia, el anecdotario y la lírica tanguera ofrecen múltiples y renovados ejemplos, pero no basta para dar cuenta de un fenómeno de tal magnitud. Esto es mucho más que turismo al exterior o consumismo imitativo.

En realidad la fuga de capitales se explica como resultado de su combinación con el esquema de convertibilidad (tipo de cambio fijo/volumen de la masa monetaria determinado por la masa de reservas/balanza comercial deficitaria). Las diferencias enormes entre las tasas de interés que rigen el endeudamiento externo y las que se aplican en el endeudamiento interno generan una masa de ganancias locales en pesos que, para reconvertirse a divisas, demandan sumas adicio-

nales de éstas que sólo pueden provenir de endeudamiento adicional. El funcionamiento de este mecanismo depende de la capacidad del estado para acceder a ese mayor endeudamiento. A medida que el endeudamiento crece, esta posibilidad es crecientemente onerosa (aumenta el “riesgo país”).

A esto se agregan varias circunstancias adicionales.

En primer lugar, y por las razones ya señaladas, el endeudamiento externo se traduce, en fuerte proporción, en masa financiera apropiada por los grupos concentrados que tienen gran parte de sus actividades en sectores no transables de la economía (por ejemplo, servicios privatizados, turismo, transportes y comunicaciones, construcción) que no aportan a las exportaciones, o bien generan exportables fuertemente subsidiados por el estado (caso de los hidrocarburos) o por exportaciones competitivas de terceros países fuertemente subsidiadas (caso de las exportaciones de origen agropecuario). En segundo lugar, el elevadísimo precio interno del dinero discrimina contra amplias franjas de la inversión productiva local, contribuyendo adicionalmente a la generación de escenarios recesivos o, por lo menos, a dotar de mayor vulnerabilidad a toda la economía nacional. Efecto éste que contribuye a hacer más costoso el endeudamiento externo: nadie le presta a un país estancado o, si lo hace, le presta a tasas más altas y en condiciones mucho más duras (o sea, más aumento del “riesgo país”). Finalmente, las políticas estatales complican más la situación, en cuanto refuerzan las tendencias recesivas del esquema a medida que la capacidad de endeudamiento se cierra o se hace más cara: contracción y encarecimiento del crédito, tolerancia a la evasión impositiva y regresividad tributaria, ineficiencia del gasto, etc.

Es posible afirmar entonces que la persistencia de la fuga de capitales por parte de los grandes actores de la economía nacional es el resultado del propio funcionamiento del modelo macroeconómico diseñado a la medida de sus intereses, y de la convicción de esos grupos respecto de la vulnerabilidad intrínseca del mismo. Estamos así frente a *la contradicción básica de esta estrategia de valorización financiera*: la estabilidad de las políticas estatales da seguridad respecto del mantenimiento del modelo; al mismo tiempo, el mantenimiento del modelo agrava la vulnerabilidad y la volatilidad de la economía argentina y plantea interrogantes sobre su futuro. La conducta de los grupos concentrados ilustra una particular combinación del corto y el largo plazo: en el corto plazo, sacar las mayores ventajas del modelo; en el largo plazo, “comprar” seguridad sacando la plata del país.

El costo de este esquema es conocido: elevada concentración de los ingresos y la propiedad de los activos; crecimiento de la población en condiciones de pobreza; incremento y acumulación de las desigualdades sociales; fragmentación social; deterioro laboral; degradación de la educación y la atención en salud; deterioro del medio ambiente; inseguridad en aumento. El resultado es un escenario persistente y crecientemente agravado de decadencia económica, social, científica y tecnológica.

Soy consciente del carácter esquemático de esta presentación; todos los puntos que he mencionado merecen un desarrollo mayor, y hay varias cuestiones a las que ni siquiera me he referido. Confío sin embargo en que mi exposición ilustre sobre la complejidad del tema que nos ocupa.

El rol de la deuda externa en el proceso de convertibilidad en la Argentina

Héctor Valle*

Creo que la inteligente exposición de Vilas ha sido muy clara sobre el contexto teórico en el cual se desenvuelven los problemas argentinos que son objeto de esta reunión. En consecuencia, yo me voy a concentrar en un aspecto en particular: el análisis de la dependencia respecto a ciertos aspectos del financiamiento externo. Nosotros, en FIDE, hemos hecho un pequeño trabajo referido a los roles que ha cumplido la deuda externa pública en la Argentina durante el proceso de la convertibilidad.

Como ustedes saben, el esquema de la convertibilidad es fuertemente capital extranjero dependiente. Dado que no se pueden crear medios de pago autónomamente, precisa constantemente atraer recursos del exterior para poder cubrir la brecha fiscal y de pagos externos. A su vez, todo el contexto de la política hace que haya una fuerte relación entre lo que pasa en la economía interna y lo que ocurra en los mercados internacionales de capital.

Si uno analiza el comportamiento de la economía argentina desde la adopción del plan de convertibilidad hasta el año 1999, advierte que hay una clara relación entre el comportamiento del PBI y los movimientos de capital. Una relación tremendamente más estrecha que la que se verifica en otros países de economías

* Licenciado en Economía Política, Facultad de Ciencias Económicas, Universidad de Buenos Aires. ILPES-CEPAL 1965/6. Posgrado en Desarrollo Económico. STAYE en Desarrollo Económico en la Universidad de Grenoble, Francia, 1972/73.

emergentes durante este período. La Argentina tiene un crecimiento muy importante, más allá de la calidad del crecimiento, cuando tiene acceso fuerte a las corrientes de capital. Por el contrario, soporta una sobre-reacción en la tendencia a la fuga del capital en las fases recesivas, tal como pasó en el '95 con el Tequila, y como viene pasando en los últimos seis años.

Ahora, esos movimientos de capital tienen tres fuentes principales: el saldo al balance comercial, las radicaciones de capital o la toma de deuda externa. Primera característica: dadas las peculiaridades de este modelo, que fueron muy bien descritas por Vilas, y dado que el modelo discrimina permanentemente en contra de los sectores transables de la economía, y premia fuertemente a los sectores de importación, la economía tiene una fuerte tendencia a tener desequilibrios en el balance comercial.

Segunda característica: las entradas de capital que se registraron estuvieron esencialmente vinculadas a las privatizaciones. Esa fuente principal de recursos, obviamente, ha ido perdiendo ponderación durante el tiempo. Como no existen otras actividades fuera de las vinculadas con las privatizaciones, o con ciertos nichos muy específicos de la esfera productiva, vinculados a ciclos internacionales de producción, que sean atractivas, cada vez más se advierte un proceso en el cual va perdiendo ponderación lo que es inversión extranjera directa, y va ganando ponderación –por supuesto, es negativo el saldo del balance comercial–, la necesidad de tomar deuda nueva.

Sorprendentemente, el último informe del Ministerio de Economía plantea que en el año 1999 la Argentina tuvo una entrada récord de inversiones extranjeras. Porque está computando como inversión extranjera directa, por ejemplo, el cambio de titularidad de las acciones de YPF, que son aproximadamente 12.000 millones de dólares.

Si uno toma lo que resta de la inversión extranjera directa, advierte que por ejemplo la inversión extranjera directa en la Argentina, el año pasado, en el sector industrial, es de aproximadamente el 10% del total. O sea que toda la inversión extranjera directa que hubo en el sector industrial el año pasado fue de algo más de 1.500 millones de dólares.

Como ustedes saben, sólo en el primer trimestre de este año, Brasil, por ejemplo, ha recibido inversión extranjera directa de alrededor de 9.000 millones de dólares. Esperan para todo el año unos 29.000 millones.

De modo tal que la Argentina es un país que el tipo de inversión extranjera directa que recibe se encuentra esencialmente vinculado con los sectores no transables de la economía, más una pequeña porción exclusiva de inversión en la industria, que generalmente son reinversiones. Entonces tenemos, por un lado, un saldo comercial con una tendencia muy fuerte a ser negativo, y sobre todo negativo cuando la economía crece, porque una de las características que tuvo este proceso

de fuerte desindustrialización ocurrido, es que aumentó mucho el coeficiente de importados de todos los productos que se generan. En la nueva estructura industrial que ha quedado de todo este proceso, cada punto del crecimiento económico implica aproximadamente cuatro puntos de crecimiento de importación.

De modo tal que cuando la economía crece tiene una tendencia fuerte al desequilibrio comercial; cuando la economía crece el financiamiento de ese crecimiento, sobre todo a partir del '95, es a partir de deuda externa, y cada vez menos a partir de inversión extranjera directa. Y cuando la economía entra en recesión, no solamente se reduce la inversión extranjera directa que entra en el país, sino que la reacción en términos de mejora del saldo comercial es muy tenue. Porque el modelo nos ha llevado a un esquema de especialización en productos primarios, y por otra parte le ha puesto un piso demasiado alto a las importaciones. De modo tal que como este modelo requiere de financiamiento externo para poder crecer, es fuertemente dependiente del capital extranjero, dramatiza exageradamente las crisis y crea una exuberancia que las bases alcistas del crecimiento que se traduce en mayor concentración del poder económico.

Ahora, lo que se advierte, y lo que vamos a tratar de ver numéricamente, es que el comportamiento de la deuda externa en la Argentina tuvo distintas fases. Durante una primera fase, claramente, forma parte de los mecanismos que ayudan a emitir dinero en el país y a financiar los desequilibrios del sector público. En las fases posteriores, cada vez más, como señalaba muy bien Vilas, parece que la deuda externa, privada y pública, está sirviendo en alto grado para permitir la salida de capital, para financiar la fuga de capital.

Vamos a tratar de ver ese fenómeno, viendo un poco cómo funcionan los mecanismos del financiamiento de la balanza de pago.

Hemos tratado de ver cómo evoluciona el financiamiento de la balanza de pagos durante el período 1991 al '99. Y de eso se puede deducir cómo es el balance de pagos propio del sector público, y cómo es lo que podríamos llamar el balance de pagos del sector privado. El sector privado, esencialmente, es el responsable de lo que pasa en el balance comercial. El sector privado es el responsable también de las remesas en concepto de utilidades. Y el sector privado es una fuente bastante importante del origen de las remesas en concepto de intereses.

Ahora bien, el sector privado tiene un desequilibrio comercial, el sector privado tiene un desequilibrio en materia de intereses. Como ustedes saben, en la Argentina se utiliza algo aceptado por el FMI, que consiste en que se computan los intereses que percibe supuestamente el sector privado por sus colocaciones al exterior, como un ingreso en la balanza de pagos argentina, lo cual es una ficción. El sector privado tiene 100.000 millones de dólares colocados en el exterior, percibe intereses, supongamos, por 5.000 millones de dólares por año; y se hace aparecer como que esa plata entra efectivamente en la Argentina. Eso hace que las

remesas netas, en concepto de interés que hace el sector privado, aparezcan como relativamente pequeñas.

El sector privado es responsable por la remesa al exterior de utilidades y dividendos. El sector público toma la deuda externa para atender su desequilibrio fiscal, y el sector público remite intereses por el pago de la deuda. Entonces, el balance de pago por el sector privado, está integrado por el balance comercial, más los intereses, más las utilidades. Y el balance de pago del sector público está integrado por la entrada de capitales, por la deuda externa; y la salida por las amortizaciones.

Si uno mira lo que pasó del '92 al '99, advierte que los capitales que ingresó el sector público, esencialmente deuda, acumulan una suma de 53.000 millones de dólares. O sea, entre el año '92 y el '99, el sector público argentino tomó deuda adicional por casi 53.000 millones de dólares. Pero los pagos que tuvo que hacer el sector público argentino, en concepto de amortización de intereses de la deuda, fueron 21.000 millones de dólares. Entonces, ¿qué pasó con la diferencia?

Hay una explicación, que parece bastante razonable, porque es una explicación que calza con el funcionamiento de los grupos económicos, y con lo que ocurre con el sector privado. Pero primero veamos qué pasó con el sector privado.

El sector privado ingresó capitales, sea porque hubo inversión extranjera directa o porque tomó deuda, por las empresas que tienen obligaciones negociables, etc., por 41.000 millones de dólares. Y tuvo que hacer pagos, en concepto de utilidades, dividendos, y sobre todo desequilibrio comercial, por 53.000 millones de dólares. Hay una diferencia de 12.000 millones de dólares. Obviamente, si yo incluyera entre los pagos lo que realmente se pagó en términos brutos de intereses, sería mayor el monto de los pagos. Recuerden que dijimos que excluimos los intereses. Si neteamos los intereses: aparecemos pagando, por ejemplo, 5.000 millones de dólares de intereses, cuando en realidad hemos pagado 6.000 millones de dólares. Lo que pasa es que estamos imputando los 5.000 que se cobraron en Nueva York o en Londres como si hubieran efectivamente entrado al país.

Pero aún aceptando ese criterio, lo que llama la atención es que entre la plata que tomó el estado argentino, y la que efectivamente precisaba el estado argentino, hay una diferencia bastante importante, que es de aproximadamente 32.000 millones de dólares.

Y entre la plata que tomó el sector privado por radicaciones, o por nueva deuda, y lo que gastó, hay una diferencia de 12.000 millones de dólares. ¿Qué hizo el sector público con esos 32.000 millones de dólares de diferencia entre lo que ingresó y lo que efectivamente gastó? Una parte importante la utilizó para crear reservas. Creó 20.000 millones de dólares de reservas. Y oh sorpresa, la diferencia entre los 32.000 de más que ingresaron y los 20.000 que aumentaron las reservas, es justamente lo que precisó el sector privado para atender sus compromisos en el exterior.

Ahora, en algún punto, tiene que estar contabilizada la contrapartida de esta deuda, el exceso que hay en el sector público. Que en realidad creemos que no es deuda en exceso. Porque lo que ha ocurrido es este fenómeno de lo que se llama "la contabilidad creativa". ¿Qué quiere decir esto? Que todos los años queda un saldo importante de deuda que tiene el sector público con los actores económicos, que luego lo blanquea emitiendo bonos. Digamos que son partidas que tendrían que figurar como gastos del sector público, que no son contabilizadas. Deudas con proveedores, deudas con privados, deudas en concepto de IVA no entregado a los exportadores, etc.

Esto, sistemáticamente, desde Cavallo en adelante, ha sido blanqueado emitiendo bonos. Entonces, si uno se toma el trabajo, por ejemplo, de sumar los déficit del sector público entre el '92 y el '99, la sumatoria de todos estos déficit que tuvo el sector público en esos años, más o menos, tendría que dar como el aumento de la deuda externa.

La sumatoria de esos déficit da 17.211 millones de pesos –o dólares. El aumento de la deuda, como vimos, es de casi 52.000 millones.

Entonces, nosotros tenemos la impresión de que en algún momento esta diferencia se va blanqueando con títulos. Pero ¿a quién se le entregan los títulos? Básicamente, se le entregan a los grupos económicos, que son los que remiten la plata al exterior.

Y esto serviría, primero, para probar la sospecha de que la deuda externa en los últimos cuatro o cinco años está sirviendo para financiar la salida de capitales al exterior, y para fundar la sospecha de que son los grupos económicos, en la Argentina, los que están haciendo ese procedimiento. O sea, el estado paga con bonos, los bonos son canjeados por títulos que por dólares son remitidos al exterior; o se remiten los bonos.

Esto viene a cuento de que pensamos que en el debate en torno de la deuda externa, si bien es importante el cuestionamiento de la deuda, es importante toda batalla que se dé por tratar de mejorar la situación de los países en esta materia, aliviándolos, si no se ataca el origen del problema, que es el esquema de política económica impuesto por el Consenso de Washigton (que en nuestro caso se materializa en un conjunto de políticas integrado por la convertibilidad con tipo de cambio fijo, la política de privatizaciones, la flexibilización laboral y la gestión fiscal regresiva). Si no se ataca al conjunto, que en su programa el actual Ministro sostiene que no debe modificarse porque son todas cosas que se habían hecho muy bien y que, por lo tanto, eran temas con los cuales no había que meterse porque se inquietaría a los mercados. La verdad es que si no se ataca ese conjunto de cosas, el taxi de la deuda vuelve a funcionar automáticamente, porque el sistema precisa de la deuda para poder monetizar la economía, y para poder permitir toda esta salida de capitales que hace al período actual del modelo.

O sea, si el modelo claramente está atravesando por su agotamiento, es obvio que va a haber una retracción de capitales. Si eso es así, ¿de dónde salen los recursos necesarios para viabilizar esa fuga? Tienen que salir inevitablemente, en el actual esquema, de los préstamos internacionales que tome la Argentina, o que tome el país en cuestión en todos los casos; que es lo que pasó con Martínez de Hoz, que es lo que pasó en Brasil antes de la devaluación del real, es lo que pasó en Rusia. Siempre el mecanismo es más o menos el mismo y las cosas terminarán más o menos igual.

Entonces, ¿por qué los mercados globalizados de capital van a aplicar con la Argentina un mecanismo distinto para entrar y salir de nuestra economía, cuando éste, que es el de contar con seguro de cambio gratuito gracias al tipo de cambio fijo a la hora de ingresar y utilizar a la deuda externa para financiar la fuga de capitales, se ha probado como eficaz en el mundo, y en la Argentina en particular?

Esto es lo que quería transmitir. Cualquier cosa, el artículo está publicado en nuestra revista, que está a disposición de ustedes. Gracias.