

Los Movimientos Internacionales de Capital y la Economía Argentina

por **Carlos Alberto Carballo**

Nuestra relación con los mercados internacionales de capital no es nueva y hasta la crisis de 1930 el desarrollo de la economía argentina estuvo fuertemente asociada a la inversión extranjera, en el marco de un mercado de capitales centrado en Londres y substancialmente libre y desregulado.

La crisis de 1930, con su secuela de controles de cambio y fraccionamiento del comercio mundial y más luego la II Guerra mundial interrumpieron, por muchos años, tanto el crecimiento del comercio mundial como el libre movimiento internacional de capitales.

Es a partir del restablecimiento de la convertibilidad de las principales monedas y del nacimiento del mercado de Eurodólar a fines de la década de los '50 que se manifiesta una continuada tendencia a la liberalización y desregulación de los mercados financieros, por cierto que acompañada por un fuerte crecimiento del comercio internacional. Se reconstruyen así condiciones muy similares a las vigentes antes de 1930. La revolución en las comunicaciones y transportes operada en el ínterin refuerza enormemente el proceso y hace entrever el desarrollo de una economía global mucho más integrada que en cualquier momento del pasado.

En este contexto renacen hoy viejos debates. El ingreso de capitales a nuestro mercado estuvo siempre ligado a la evolución internacional del ciclo económico y participó de un fenómeno sistémico, en el sentido de comprender el movimiento de capitales respecto de la región en su conjunto. Por otra parte nuestro sistema monetario y financiero anterior a 1930, bajo el régimen de la Caja de Conversión, tiene una enorme similitud con el actualmente vigente bajo la ley de convertibilidad.

El ciclo de excitación de la economía argentina frente al ingreso de capitales y de recesión frente a los movimientos inversos se repite regularmente desde mediados del siglo XIX. Es por ello que en la creación de nuestro Banco Central en 1935 estaba bien presente la concepción de la formación de reservas en los momentos favorables para ser usadas compensatoriamente en los momentos de receso de los capitales, suavizando así el ciclo económico argentino impulsado por la conducta irregular del movimiento internacional de capitales.

Reproducimos aquí un párrafo de la Memoria del Banco Central de la República Argentina de 1937:



"...se propone, además, reducir su amplitud y disminuir la intensidad con que varía la masa de poder adquisitivo durante el proceso cíclico para atenuar las consecuencias de tales variaciones sobre el volumen de la actividad económica interna.

"Naturalmente, para cumplir este último propósito sería necesario retirar del mercado una parte del poder adquisitivo proveniente del aumento de las exportaciones o la inversión de capitales extranjeros, y neutralizarlo hasta que sobrevenga la fase descendente del ciclo y convenga lanzarlo nuevamente a la circulación".

Como vemos, dejando de lado el cambio de terminología que el tiempo trajo consigo, el análisis del problema y las soluciones de política posibles estaban claramente enunciadas hace ya más de 60 años.

Claro está que las soluciones allí propuestas se basaban en el abandono de la rígida relación entre la emisión y el movimiento de capitales y otorgaba al Banco Central el papel de compensar, dentro de ciertos límites, estos movimientos.



El reciente informe del F.M.I. de agosto de 1995 sobre Mercados Internacionales de Capital debate extensamente este tema, continuando una discusión a nivel académico que incluso ha tenido amplia repercusión en nuestro medio.

El trabajo analiza el riesgo macroeconómico, para los países emergentes, de este comportamiento del mercado internacional de capitales y explora las posibilidades de política para evitar los efectos sobre el tipo de cambio real y la sobreexcitación del crédito y nivel de actividad interna que un ingreso elevado de capitales provoca. La esterilización de parte del ingreso de capitales es una política ensayada por algunos países, con sus riesgos asociados de realimentar el proceso al mantener elevada la tasa de interés y de incurrir en déficits cuasifiscales por el costo de estas operaciones de absorción, todo lo cual limita el monto y el tiempo en que estas políticas pueden ser practicadas.

Otro conjunto de medidas posibles como encajes mandatorios e impuestos sobre el ingreso de capitales, usualmente graduados según el plazo, son también estudiados, anotándose su capacidad de actuar distorsivamente y perder efectividad con el transcurso del tiempo. Sin duda hay algún espacio para suavizar el efecto cíclico del movimiento de capitales pero la política económica ciertamente no tiene soluciones absolutas para ello.

No podemos dejar de notar que esta discusión, tanto la de los años 30' como la actual, parece insuficiente para comprender la naturaleza del problema concreto que enfrenta la Argentina. En efecto cuando hablamos hoy de estos problemas y soluciones en términos de suavizar el ciclo económico pareciera que estamos minimizando el debate. Los riesgos en un país que viene de una larga historia de profunda desestabilización macroeconómica y que esta en el medio de un proceso profundo de reforma de su estructura económica es percibido como un riesgo mayor, de recaída en un pasado altamente inestable y de pérdida del camino de crecimiento económico tan laboriosamente 'retomado'.

Esta percepción pone de relieve una realidad del pasado reciente. En los procesos de desestabilización por huida de capitales no necesariamente el liderazgo ha sido ocupado por el cambio en los mercados de capital externos, sino que frecuentemente es el capital nacional el que percibe antes la fragilidad de la situación y comienza la modificación de portafolios que activan la crisis.

En el informe del F.M.I. comentado se analiza la reciente crisis mejicana concluyéndose que tal fue el caso. La experiencia argentina reciente señala con claridad la importancia de la conducta de los residentes a este respecto. Es fácil advertir, y varios estudios así lo han hecho, que de no existir en nuestro país un sistema financiero bimonetario que ofrece posibilidades de cambios de portafolio al interior del sistema hubiera sido muy difícil soportar las consecuencias de la crisis de confianza posterior a los acontecimientos mejicanos.

En tales condiciones el problema ya no es solamente la estructura de vencimientos de la deuda externa sino la conducta de los residentes. Para ello sin duda no hay receta distinta que asegurar un equilibrio macroeconómico muy consistente, donde la solidez del financiamiento del sector público juega un papel central y arreglos institucionales y políticos que alejen el peligro de cambios bruscos en la política económica.

Por otra parte la naturaleza del financiamiento del desarrollo económico juega también aquí un rol central. La fuerte dependencia, durante los últimos años, del ingreso de capitales para el financiamiento de la inversión, cuyo correlato es la baja tasa de ahorro interno es, junto con nuestra lamentable tradición en materia de estabilidad, el telón de fondo de la fragilidad de nuestro mercado.

Citando a Paul Krugman, que reflexiona acerca de los determinantes de la balanza de pagos de los EE UU, toda situación en que el crecimiento de la deuda externa de un país es mayor que el crecimiento de su economía es en definitiva inestable y perdurará solamente hasta que los mercados aprecien que la deuda acumulada se acerca a un límite que nadie fija con precisión pero que obviamente existe.

A partir de estas reflexiones podemos concluir en que el debate acerca de la esterilización de los movimientos de capital de corto plazo es muy insuficiente para la comprensión de la naturaleza del problema.

Sin duda que la existencia de reservas utilizables para aislar parcialmente los efectos de fugas bruscas de capital puede no solamente ser conveniente sino indispensable, como la experiencia argentina reciente lo evidencia. En efecto de no haber contado nuestra autoridad monetaria con la flexibilidad monetaria que proveyeron los altos encajes bancarios preexistentes y el exceso de reservas respecto de los límites mínimos de la ley de convertibilidad, no hubiera estado en condiciones de mantener la liquidez del sistema bancario con consecuencias sin duda muy graves.

Pero el problema es más profundo que un eficiente manejo de la situación de corto plazo. El equilibrio macroeconómico que en el largo plazo puede estabilizar nuestra economía y lograr que la incidencia del ciclo económico internacional sobre nuestro país no resulte amplificado de una manera depredadora, al punto de poner en duda la estabilidad de las instituciones económicas, debe buscarse en el financiamiento de nuestro desarrollo. Para ello sin duda que el incremento de la tasa de ahorro interna es el punto crítico y al respecto cabe preguntarnos si ella puede ser satisfactoria de no serlo la del sector público, dada la participación que el mismo tiene en la economía.

Volvemos así a reivindicar la sabiduría de la frase de Turgot: "dadme una buena política y os daré unas buenas finanzas."