

Argentina: el Plan de Convertibilidad y el ciclo financiero

• • • • • ALDO FERRER*

INTRODUCCIÓN

En las últimas semanas el Plan de Convertibilidad ha estado sometido a prueba, la más severa desde su adopción a principios de 1991. El debilitamiento de la confianza insinuó la posibilidad de una severa crisis financiera, es decir, la insolvencia del sistema bancario por la pérdida cuantiosa de depósitos y la devaluación masiva del peso. Estos acontecimientos están supuestamente asociados al reciente descalabro financiero de México y a las fuertes variaciones en la paridad del dólar respecto de las principales divisas. El actual cuadro de incertidumbre abarca, de distintas maneras, a los principales países de América Latina. Aparentemente se estaría en presencia de una crisis financiera de carácter internacional.

Aun antes del reciente episodio mexicano, el aumento de las tasas de interés en Estados Unidos y la menor disponibilidad de fondos para los llamados mercados emergentes indicaban que el entorno financiero en que funcionaba el Plan de Convertibilidad estaba cambiando. En su momento, el Ministro de Economía advirtió a la opinión pública la nueva situación y planteó la necesidad de restablecer los equilibrios macroeconómicos mediante el cierre de las tres brechas existentes: a) la de la balanza de pagos en cuenta corriente, con el aumento de las exportaciones; b) la del financiamiento de la inversión, con el incremento del ahorro, y c) la fiscal, con el recorte del gasto público y la reforma del régimen previsional. Asimismo, planteó la urgencia de concluir las reformas estructurales mediante la flexibilización del régimen laboral y la privatización de las últimas empresas y participaciones que aún quedan en la esfera pública. El logro de esas metas consolidaría, supuestamente, la ac-

tual paridad del peso. Empero, la situación mexicana reavivó las dudas sobre la solidez de los pagos externos del país e insinuó un debilitamiento de la confianza que podría provocar una severa crisis financiera. Estas reflexiones exploran la naturaleza y el origen de los problemas actuales y presentan una evaluación preliminar de las perspectivas de la economía argentina a partir de los acontecimientos recientes.

LOS ALCANCES DE UNA CRISIS DE CONFIANZA

Conviene distinguir los planos principales en los cuales se manifiesta la pérdida de confianza y destacar en qué condiciones puede ocasionar una crisis financiera.

i) La bolsa de valores: la expectativa de baja de las cotizaciones genera ventas masivas de acciones y títulos públicos provocando, efectivamente, su caída.

ii) La paridad de la moneda nacional: la expectativa de devaluación da lugar a un ataque especulativo que de no resolverse con el aumento de las tasas de interés, las reservas disponibles y el apoyo externo, concluye con el ajuste del tipo de cambio.

iii) El país: la desconfianza incluye al país y a su sistema bancario, lo que ocasiona salidas masivas de capitales en previsión de devaluaciones e insolvencia de los bancos.

Cuando la pérdida de confianza sólo se refiere a los precios de las acciones y de los títulos de deuda, las cotizaciones pueden variar sin que ello entrañe una amenaza para la moneda ni el país. Es el caso, por ejemplo, de las caídas en la Bolsa de Tokio, donde la sobrevaluación de las acciones respecto de la rentabilidad de las empresas provocó las bajas. Situaciones de este tipo pueden generar tensiones en algunas empresas y entidades bancarias pero no significan, en modo alguno, una crisis financiera. A su vez, la desconfianza en la paridad de una moneda puede generar ataques

* Profesor Titular Consulto de la Universidad Nacional de Buenos Aires. Este trabajo fue presentado el 23 de marzo de 1995 en el Centro de Estudiantes de Ciencias Económicas de la Facultad de Ciencias Económicas.

especulativos que provoquen su devaluación. Son, por ejemplo, los casos de la libra y la lira en 1992, del franco en 1993, de la peseta en varias oportunidades y del dólar en estos días. En tales casos se trata de modificaciones de los tipos de cambio que no comprometen la solvencia de los países ni de su sistema bancario.

La crisis financiera sólo se plantea en el tercer caso, es decir, cuando la desconfianza abarca a un país y su sistema bancario. Si ello ocurre sobreviene una fuga masiva de capitales, el derrumbe de la moneda nacional y una situación de insolvencia del sistema bancario que las autoridades no pueden resolver. Es el perfil que presenta la economía mexicana.

LOS ACONTECIMIENTOS RECIENTES

En las últimas semanas varias plazas han registrado pérdidas de confianza que han provocado oscilaciones en las cotizaciones bursátiles y ajustes cambiarios. Entre estos últimos, el más importante se refiere a la caída del dólar frente al marco y al yen. En ninguno de estos casos se está ni se prevé estar en una crisis financiera. En Brasil, y en especial en Chile, los sucesos recientes afectaron sobre todo a las bolsas de valores. En ninguno de esos países parecen existir riesgos inminentes de una crisis financiera. El ataque especulativo contra el real, después de la flexibilización de la política cambiaria brasileña a principios de marzo, no planteó una amenaza grave de crisis y las autoridades monetarias lo frenaron rápidamente.

En realidad, la única crisis financiera actual es la de México. En Argentina la pérdida de confianza comprometió al país y a su sistema bancario y planteó la posibilidad de una crisis financiera. ¿Por qué? En México la pérdida de confianza desembocó en la devaluación masiva del peso y la insolvencia del sistema bancario por la extrema vulnerabilidad de sus pagos internacionales. De 1990 a 1994 el déficit de la cuenta corriente ascendió a 100 000 millones de dólares. En 1994 representó 8% del PIB. Mientras México otorgó altos rendimientos a los capitales especulativos de corto plazo y existió confianza, no hubo problema en financiar el desajuste externo e inflar las cotizaciones bursátiles. La abundancia del financiamiento externo ayudó a revalorar el peso, lo cual agravó el déficit de los pagos internacionales.

Al cambiar las expectativas, los capitales se fugaron y la Bolsa se derrumbó. La pérdida de reservas internacionales hizo insostenible la paridad del peso. La devaluación no fue resultado de una decisión política sino que los hechos se impusieron.

El suceso fundamental que precipitó los acontecimientos en México fue la evidencia de que el enorme desequilibrio de los pagos internacionales era insostenible por más tiempo. Éste fue el detonante de la crisis y no las finanzas públicas, que registraban superávit. Otros factores complicaron aún más la situación. Los graves acontecimientos políticos ciertamente no contribuyeron a fortalecer la confianza de los mercados financieros. A su vez, el aumento de la tasa de interés y la reactivación económica en los países industriales modificaron el entorno que en los últimos años propició el gran movimiento de fondos hacia México y otros mercados emergentes. Pero aun sin estas dificultades adicionales, los desequilibrios de pagos externos tenían la dimensión suficiente para desencadenar la debacle por sí mismos.

Después de México, Argentina apareció como el país importante de América Latina más vulnerable y fue el único en el cual la pérdida de confianza amenazó con desencadenar una crisis financiera. La razón es la misma: la vulnerabilidad externa, el cambio de expectativas y la desconfianza. Como en México, en Argentina el detonante está en la balanza de pagos y no en el sector fiscal. Las hipótesis pesimistas del déficit en 1995 no exceden de 2% del PIB y 10% del total de activos financieros (M2). Este no es un desequilibrio capaz de generar ningún descontrol de la situación monetaria ni crisis financiera. Los indicadores críticos se refieren al sector externo. La relación entre las reservas internacionales y el desequilibrio en cuenta corriente en 1994 fue de 0.7 en México, 1.6 en Argentina, 9 en Chile y 20 en Brasil. En los últimos cuatro años, el déficit corriente de Argentina ascendió a cerca de 30 000 millones de dólares. En 1994 representó 4% del PIB. Desde el inicio del Plan de Convertibilidad, los capitales del exterior permitieron financiar el déficit, aumentar las reservas del Banco Central y sostener un tipo de cambio sobrevaluado. En las nuevas circunstancias, la brecha de pagos externos es insostenible. La turbulencia de las últimas semanas, aunque estimulada por el derrumbe mexicano, tiene sus propias causas. La desconfianza incluyó a la bolsa, insinuó un ataque especulativo contra el peso y planteó la posibilidad de una crisis financiera.

Para peor, estos son problemas sobre los cuales la memoria colectiva guarda recuerdos no lejanos. Como consecuencia de la alta inflación crónica y los episodios hiperinflacionarios, la moneda nacional estaba destruida. Existía una dolarización aun antes del Plan de Convertibilidad. La situación argentina es vulnerable no sólo por el desequilibrio externo sino por la costumbre arraigada de huir de la moneda nacional y sacar dinero de los bancos y del país en situaciones de emergencia.

El gobierno argentino se alarmó mucho más que otros porque existen importantes déficit comercial y de la cuenta corriente, una gran dependencia del crédito externo y pésimos antecedentes. En Brasil y Chile la situación es distinta. En estos países la posición de pagos externos es sólida porque la balanza comercial es apenas deficitaria (Chile) o superavitaria (Brasil). En ambas naciones, en consecuencia, el déficit de la cuenta corriente es moderado. En tales condiciones, los capitales especulativos pueden inflar las cotizaciones de las acciones y los títulos públicos pero no son vitales para financiar los pagos internacionales. Por otra parte, en Chile el peso no se ha revaluado y en Brasil sólo en los últimos meses, a partir del Plan Real, se advirtió una revaluación de la moneda y a fines de 1994 apareció un déficit comercial. La reciente flexibilización de la política cambiaria revela que el gobierno brasileño está dispuesto a impedir que el déficit de la cuenta corriente supere 1.5% del PIB. No existiría, por tanto, en el principal socio de Argentina en el Mercosur, riesgo de una crisis financiera.

LAS RESPUESTAS DEL GOBIERNO ARGENTINO

Insinuada la pérdida de confianza, el gobierno argentino se refugió inicialmente en la estrategia inaugurada con el Plan de Convertibilidad: la dolarización. Cuando fue evidente que ello no cambiaba las expectativas y permanecía el riesgo de una crisis

financiera, resolvió profundizar el ajuste. El gobierno dio todas las señales de que estaba dispuesto a llevar la dolarización hasta sus últimas consecuencias. La medida más significativa fue autorizar a las entidades financieras a mantener en dólares las reservas legales en el Banco Central. Al mismo tiempo, destacó que la dolarización es la diferencia fundamental entre las situaciones de México y de Argentina y la razón por la cual la crisis del primero es irreplicable en el segundo.

Ese planteamiento inicial apuntó a enfrentar la desconfianza en la paridad del peso y el país. Respecto de la bolsa se esperó que, recobrada la confiabilidad en esos dos terrenos, las cotizaciones de las acciones y los títulos públicos tenderían a recuperarse. Para evaluar la viabilidad de la estrategia fundada en la dolarización es necesario responder dos interrogantes: ¿dispone el Banco Central de las reservas de divisas necesarias para llevar la dolarización hasta sus últimas consecuencias y evitar la devaluación?, y ¿cuáles serían las consecuencias de esta dolarización en el sistema bancario?

En el primer caso la respuesta es afirmativa siempre y cuando el peso se siga utilizando para pagar ciertas transacciones, por ejemplo, los impuestos. En la actualidad las reservas internacionales del Banco Central (cerca de 14 000 millones de dólares) respaldan totalmente la circulación monetaria. Sin embargo, el total de pesos en poder del público (billetes y monedas más depósitos a la vista y a plazo, M2) duplica a las reservas. No todos estos pesos pueden cambiarse por dólares. Recuérdese que, aun en las condiciones de hiperinflación en tramos de 1989 y 1990, la tenencia mínima de pesos (*stock*) para transacciones retenida por el público representaba alrededor de 5% del PIB. Vale decir que, en la actualidad, si el peso conserva ciertas funciones exclusivas de cancelación de transacciones, el Banco Central estaría efectivamente en condiciones de canjear por dólares todos los pesos que el público puede venderle. En tal caso, el Banco Central perdería sus reservas en divisas que pasarían a manos de los particulares y se mantendría la actual paridad peso-dólar.

La respuesta a la segunda interrogante exige distinguir dos situaciones. Una se refiere a una crisis de confianza sólo en el peso, la cual se resuelve, en efecto, con su conversión en dólares. La diferencia con la situación actual es que bajarían drásticamente la tenencia de moneda y los depósitos en pesos y aumentarían los dólares en poder del público y los depósitos denominados en esas divisas que en la actualidad representan 50% de los depósitos del sistema bancario. Con toda seguridad, después de la dolarización casi plena, esa proporción sería mayor que 80%. En tales circunstancias, los bancos transformarían su cartera activa en pesos a préstamos en dólares. En resumen, el estado del sistema bancario después de la dolarización se asemejaría al actual. La segunda es que la crisis de confianza se refiere al peso, al país y al sistema bancario, es decir, una desconfianza generalizada que cuestiona la capacidad de los bancos para devolver los depósitos. Si así fuera, el público no retendría sus dólares en éstos sino que los transferiría al exterior o los conservaría en efectivo. En ese caso, se presentaría la insolvencia y una crisis financiera que la dolarización no evita. El Banco Central es impotente para resolver una situación de esa naturaleza porque, en una economía dolarizada, carece de recursos para actuar como prestamista de última instancia.

En resumen, la dolarización evita la devaluación y el colapso del sistema bancario si la desconfianza sólo se refiere al peso. Pero si incluye al país, la dolarización podría desembocar en la crisis financiera y el colapso del Plan de Convertibilidad.

El gobierno reconoció muy pronto que la dolarización no resolvía el problema. La pérdida de alrededor de 10% de los depósitos del sistema —en algunas entidades de 50 a 70 por ciento— dio lugar a medidas para restablecer la confianza y evitar la crisis financiera. Éstas operan en tres niveles: a) aumentar la disponibilidad de divisas en cerca de 7 000 millones de dólares para fortalecer al sistema bancario y la convertibilidad; b) generar un superávit fiscal de 4 500 millones de pesos para convencer a los mercados de la firmeza de la política de ajuste, y c) gravar las importaciones de bienes intermedios y de consumo para corregir el desequilibrio del comercio exterior.

LOS ESCENARIOS POSIBLES

Cuáles son las perspectivas de corto plazo de la economía argentina en el entorno de la convertibilidad y del ajuste reciente? La confianza sigue siendo el elemento crítico. Sea que se recupere o no, se abren dos escenarios alternativos. Uno, optimista, en el cual se recobra la confianza en un entorno recesivo. Otro, pesimista, en el que la pérdida de confianza desemboca en una crisis financiera. En realidad, si las expectativas no cambian, las medidas adoptadas habrán sido insuficientes y no es mucho lo que se podría hacer. Las reservas internacionales del Banco Central más los recursos adicionales previstos no alcanzan para enfrentar una fuga masiva de capitales.

Sólo merece explorarse el escenario optimista, pues el pesimista entraña un cambio radical. Sería ocioso y prematuro especular, a esta altura, sobre semejante calamidad.

Suponemos, pues, que el gobierno logrará modificar las expectativas y restablecer la confianza. En tal caso, la profundidad del ajuste dependerá: a) del desempeño de las exportaciones, que de todos modos en el corto plazo no podrían restablecer el equilibrio de la balanza de pagos, y b) de la posibilidad de seguir contando, durante el ajuste, con crédito externo, lo cual, si se logra, será a mayores tasas de interés, con el consecuente aumento del servicio de la deuda. Si la situación no sale de cauce y se consigue, aunque sea en parte, el crédito externo necesario, las reservas del Banco Central permitirían financiar la brecha restante. En cualquier caso, dadas las reglas del juego del Plan de Convertibilidad, cualquier baja de las reservas reduciría la liquidez interna y aumentaría la tasa de interés, con los consecuentes efectos recesivos en la actividad económica. Sea como fuere, será imprescindible reducir las importaciones. Con la actual estrategia no es factible lograrlo mediante ajustes de precios relativos vía devaluación. Por otro lado, es un hecho promisorio la rápida y constructiva respuesta de Brasil a la propuesta argentina de aumentar 3% el arancel externo común del Mercosur. El hecho revela la solidaridad que se ha ido gestando en el mercado subregional. De todos modos, el encarecimiento de las importaciones habrá que complementarlo con el recorte de la demanda interna. La estrategia oficial de reducir el gasto público contribuiría a restablecer el equilibrio de las finanzas es-

tatales y a deprimir la demanda agregada. El alza de la tasa de interés concurriría al mismo proceso de reducción del nivel de actividad y de las importaciones. El gobierno parece dispuesto a tolerar el efecto deprimido de la recesión en la recaudación tributaria en aras de la mejora de la balanza comercial.

EL CICLO FINANCIERO DE EMPUJE-RECESIÓN

La estrategia oficial prometía que, al final del proceso de reforma estructural (privatizaciones, desregulación, apertura de la economía, flexibilización laboral), se abriría un largo y continuo sendero de crecimiento de la producción, el empleo y el bienestar. La realidad señala, en cambio, que para mantener las actuales reglas del juego es imprescindible deprimir el nivel de actividad, con el consecuente aumento de la desocupación. Este escenario probable no es fruto de una crisis financiera internacional, inexistente, ni una peculiaridad del Plan de Convertibilidad. La situación actual es la fase recesiva del ciclo financiero de empuje-recesión (*stop-go*) instalado en la economía nacional desde la reforma financiera de 1977. Se trata, pues, de un comportamiento sistémico y no de un fenómeno coyuntural.

El ciclo tiene dos décadas de existencia y las dos condiciones que lo iniciaron son la globalización de las plazas financieras internacionales y la apertura y desregulación del régimen cambiario en Argentina. Sobre estas bases el régimen monetario se integró al sistema financiero internacional y se abrió plenamente a los movimientos de capitales de corto plazo.

Los cambios en la disponibilidad de crédito privado y en las tasas de interés internacionales afectan mucho a una plaza marginal como la de Argentina, que ha subordinado su política monetaria a los movimientos internacionales de capitales. Aun cuando las principales plazas financieras destinan proporciones menores de sus colocaciones (Estados Unidos, 3%; Japón y Alemania, 10%) en papeles extranjeros, los capitales especulativos, si no se les regula, alteran el comportamiento financiero de los mercados emergentes. Son los casos de México y Argentina.

La abundancia de crédito y las bajas tasas de interés en las plazas financieras centrales aumentaron la oferta de capitales especulativos a los mercados marginales riesgosos, pero mucho más rentables. Ésta fue la situación en la segunda mitad de los setenta y en los primeros años de los noventa. En ambos casos, se intensificó la entrada de fondos especulativos en Argentina. En la fase de entrada de fondos externos la secuencia de acontecimientos fue: el peso se revaluó, aumentaron las reservas del Banco Central, se expandió el crédito interno, creció el nivel de actividad, se modificaron los precios relativos en contra de los bienes transables internacionalmente y surgió un déficit creciente en la balanza comercial y en la cuenta corriente de la balanza de pagos. Cuando dejaron de ingresar los fondos externos, por el cambio de situación en las plazas centrales o el aumento intolerable del riesgo argentino, el ajuste desencadenó la recesión. Después de la crisis, el saneamiento financiero por el refinanciamiento de las deudas, la mejora fiscal y, en las plazas internacionales, la nueva situación de abundancia de crédito y bajas tasas de interés, se reinició la etapa de empuje. Ésta desembocó en otro desequilibrio de la balanza de pagos, fuga de capitales y crisis. Las expecta-

tativas profundizaron, anticiparon o retardaron las fases del ciclo, pero éste tuvo un comportamiento sistémico asentado en el comportamiento de los pagos internacionales del país.

Estas turbulencias revelan la hegemonía decisiva de la esfera financiera sobre el plano real de la producción, la inversión, el empleo y el salario. Este es un fenómeno mundial pero que tiene sus manifestaciones más negativas en las economías periféricas excesivamente dependientes del financiamiento externo. Esto da lugar a la instalación de un ciclo financiero de empuje-recesión como el que hoy se observa en Argentina, México y, en distinto grado, en otros países de América Latina.

El ciclo tiene varios rasgos principales: *i)* Es irregular. Sus fases y duración dependen de la situación de las plazas internacionales y de la profundidad del ajuste en Argentina durante la fase recesiva. *ii)* Al final de cada ciclo, la deuda externa es mayor que al inicio. De 1976 a 1982 la deuda externa argentina creció 1 000% y de 1990 a 1994, 25%. De 1976 a 1994 aumentó de 3 000 a 75 000 millones de dólares. Esto contribuye a amarrar más el sistema a las decisiones de los acreedores y a reducir el margen de libertad de las autoridades económicas. Empero, la principal restricción a un cambio de rumbo no es externa sino que se liga a las políticas económicas internas. *iii)* El ciclo se desarrolla en un entorno de estancamiento de largo plazo, con aumento del desempleo, la marginalidad y la concentración del ingreso. El crecimiento del producto per cápita en 1990-1994 apenas logró recuperar el nivel de veinte años antes y ya se inicia una nueva fase de contracción.

Desde esa perspectiva, los problemas actuales no son específicos del Plan de Convertibilidad. Mientras rigen las reglas de la desregulación de los movimientos de capitales especulativos de corto plazo, el sistema tiene un comportamiento cíclico de empuje-recesión, independientemente del régimen cambiario: banda de flotación o tipo de cambio fijo.

Finalmente, merece destacarse la diferencia entre este ciclo de empuje-recesión con el de la industrialización sustitutiva de importaciones. En este último, determinado por la insuficiente capacidad exportadora en las fases de crecimiento de la actividad, el estrangulamiento externo también imponía el ajuste. Cabe observar, sin embargo, que ese ciclo tenía lugar en un sendero de largo plazo de crecimiento de la producción y el empleo. En los últimos veinte años de los ciclos de empuje-recesión de la industrialización sustitutiva de importaciones (y, poco a poco, también exportadora de manufacturas), el producto por habitante aumentó 50%. El endeudamiento externo era también bajo.

En cambio, bajo el ciclo financiero, el producto de 1994 es igual si no inferior al de 1974. La comparación de otros indicadores (empleo, distribución del ingreso, endeudamiento externo) revela, asimismo, el franco deterioro registrado bajo el actual sistema. Las únicas diferencias favorables al ciclo financiero respecto del industrial sustitutivo es la mayor estabilidad de precios y el equilibrio fiscal. Sin embargo, como lo demuestra la reciente experiencia de México y las amenazas existentes en Argentina, esto no garantiza los equilibrios macroeconómicos. Más aún, la dimensión de las crisis de pagos externos y el costo social del ajuste son mucho mayores en el ciclo financiero que en el anterior.

Los problemas de la economía argentina no parecen tener respuesta dentro del ciclo financiero de empuje-recesión ni, por cierto, con un retorno al ciclo de la industrialización sustitutiva. 