

EL CASO ARGENTINO: LECCIONES MACROECONÓMICAS

Roberto Lavagna^(*)

Argentina tuvo programas macroeconómicos caracterizados por la sobrevalorización del peso en 17 de los últimos 27 años. Primero fue la llamada “tablita cambiaria” durante el régimen militar y luego la “convertibilidad”.

Cada una de esas experiencias terminó en colapso, fruto de la acumulación de déficits fiscales y de una muy fuerte expansión de la deuda externa pública total. El resultado no fue otro que desatar profundas crisis recesivas que habían estado reprimidas y cuya salida implicó otros cinco años perdidos en términos de crecimiento. Esto significa lisa y llanamente que más del 80% del tiempo transcurridos (22 de los últimos 27 años) fue desperdiciado en términos de crecimiento sustentable.

Seguramente éste no es el único factor que explica el retroceso social argentino observado en el último cuarto de siglo, pero sin ningún lugar a dudas es una pieza central del proceso que destruyó parte del tejido social argentino, que -aun con insuficiencias- hizo de nuestra sociedad una de las más atractivas del continente.

Nada más inútil que lamentarse frente a hechos consumados. Lo que importa es no repetir errores y animarse a cambiar el rumbo. Esta es la pauta que ha guiado nuestra acción en el programa de “Estabilización, Normalización y Recuperación” que detuvo la crisis y nos permitió empezar a salir de la recesión.

Al mismo tiempo, nada más errado que ocultar o negar el pasado. De él hay que sacar lecciones, lineamientos o pautas útiles para nosotros y, en algunos casos, con implicancias acerca del funcionamiento de otras economías y del sistema financiero internacional como un todo.

I. La primera lección que extraemos de la experiencia argentina es contraria a una idea dominante en el saber convencional sobre flujo de capitales que está implícita en casi todos los análisis que se hacen en esta materia. Esto es la preocupación con que numerosos analistas perciben las reducciones en los flujos de financiamiento externo y su efecto sobre el crecimiento.

El razonamiento implícito en ese análisis es que la reducción en los flujos financieros tiene efectos negativos sobre el crecimiento. Con una mirada de corto plazo, puramente coyuntural y financiera eso puede ser así. Sin embargo, cuando se aparta el foco del corto plazo, y en ocasiones aun del cortísimo plazo y se tienen en cuenta los impactos estructurales que generan los flujos financieros en

^(*) Ministro de Economía.

términos de crecimiento y de un concepto más amplio que es el de desarrollo, la conclusión puede ser la inversa.

Nuestra posición al respecto es que los daños mayores, en términos de crecimiento pero sobre todo en términos de desarrollo con equidad, se producen en los períodos de alta liquidez internacional cuando el flujo de capitales financieros es mayor.

Por paradójico que parezca, es durante estos años, que suelen tener las características de "burbuja", en los que se cometen los mayores errores en política económica.

Dicho de otra manera, es durante estos años que es posible financiar "*fantasías macroeconómicas*", que no son sustentables y que cuando se prolongan en el tiempo generan efectos estructurales indeseables y muy duraderos.

Por otra parte, la experiencia internacional ratifica la necesidad de reglar los movimientos de capitales especulativos que pueden generar un elevado grado de vulnerabilidad e inestabilidad monetaria y cambiaria, en especial en economías de limitado tamaño como la nuestra.

La fuerte expansión de la deuda y del pago de intereses como porcentaje del presupuesto nacional, la duplicación de los niveles de desempleo, la concentración de riqueza, los desajustes de precios relativos, la concentración de inversión en sectores no transables, la destrucción del tejido industrial y de servicios, son algunos de esos efectos indeseables que deja en evidencia el caso argentino.

El criterio no convencional de establecer como regla la necesidad de extremar recaudos frente a los efectos "burbuja" es aplicable tanto a países -aquí Argentina y la "convertibilidad" son el mejor ejemplo- como a grandes conglomerados. Se pueden citar los casos de World Com y Enron- y a áreas enteras de la economía mundial como ocurrió con las acciones de sectores tecnológicos en los últimos dos años.

Nuestra conclusión en este punto es que existe la necesidad sistémica de establecer nuevos criterios y una vigilancia mucho mayor sobre la sustentabilidad de los programas económicos en los períodos de alta liquidez. Esto debiera ser así tanto por parte de quienes formulan las políticas económicas a nivel país, como de las instituciones multilaterales, analistas privados y calificadoras de riesgo.

En definitiva, en nuestra visión se trata de poner a la sustentabilidad del Programa en el centro mismo de toda evaluación. Ello implica:

- dar menor importancia a flujos financieros externos,

- dar mayor importancia al financiamiento local,
- dar mayor importancia a la inversión extranjera directa,
- rechazar políticas de endeudamiento constante, y, sobre todo
- dar un papel absolutamente central al equilibrio fiscal permanente y al efecto que sobre el mismo tiene el endeudamiento permanente.

II. Si la primera lección que extraemos del caso argentino tiene relación con la sustentabilidad del Programa macroeconómico, esta segunda refiere a cuestiones institucionales.

En los últimos años se ha puesto mucho énfasis en lograr que ciertas medidas económicas sean respaldadas por leyes o normas del máximo nivel posible -por ejemplo en materia de independencia del Banco Central- y se han hecho grandes esfuerzos en términos de recursos humanos invertidos y costos políticos asumidos para lograr la aprobación de estas normas en los cuerpos parlamentarios.

Así, Argentina tuvo:

- una ley de convertibilidad,
- una ley de déficit cero,
- una ley de protección absoluta de los depósitos, y
- una ley referida al uso de las reservas.

A su vez, por efecto de las normas prudenciales y regulaciones del Banco Central se moldeó un sistema financiero que antes del colapso de 2001 era presentado como *"el sistema financiero más sólido del mundo"*.

Todo este aparato institucional se derrumbó durante el año 2001. El país perdió 20.000 millones de dólares de reservas, los depósitos fueron declarados indisponibles, el sistema financiero no respondió a sus compromisos, hubo un flujo hacia la calidad (*fly to quality*) hacia los bancos públicos, el déficit y el endeudamiento subieron hasta límites no sostenibles y, finalmente, la propia convertibilidad colapsó.

El punto central es que cualquier arreglo institucional o ingeniería normativa por más sofisticada que sea es insuficiente para preservar los contratos o el derecho de propiedad si no se combina con un programa macroeconómico sustentable.

Por supuesto, lo inverso es igualmente válido. No hay sustentabilidad macroeconómica sin un sistema institucional y normativo sólido y creíble.

En todo caso, es claro que normas institucionales cada vez más rígidas no aumentan la sustentabilidad de un modelo que es intrínsecamente errado. El “velo” institucional no resiste la realidad de los desajustes económicos.

III. A estas dos lecciones básicas pueden agregarse algunas cuestiones que tienen que ver con nuestra experiencia pero que importan en términos del funcionamiento del sistema financiero internacional.

Sobre algunos de los errores de apreciación más recientes y difundidos citaré seis -algunos no precisamente novedosos- pero que parecen haber sido olvidados en los últimos tiempos:

i) Para países tomadores de precios en el mercado internacional, países en desarrollo y/o de tamaño medio o menor en el contexto de las naciones, **resulta altamente inconveniente -en realidad un error capital- llevar adelante políticas cambiarias y monetarias muy diferentes de las de sus mayores socios comerciales o de las políticas predominantes en los mercados centrales.**

Ya en 1992, luego de varios meses de lanzada la convertibilidad, se inician en el mundo una serie de reacomodamientos en las paridades monetarias y un creciente uso de sistemas de tipo de cambio flexible.

El proceso se inició con la devaluación de la libra esterlina y del grueso de las monedas europeas, es decir en el mundo desarrollado y se expandió durante el resto de la década pasada hacia los mercados emergentes e incluso hacia los países más pobres como los que en África tenían sistemas de convertibilidad con el franco francés.

La asincronía de la política argentina se hizo cada día más palpable. Esta asincronía combinada con el fracaso de la Ronda Uruguay en términos del interés y los objetivos de los países que son grandes exportadores agrícolas y el déficit fiscal creciente, demolieron tres supuestos fundamentales para el mantenimiento de la convertibilidad.

Sin equilibrio fiscal, con permanentes realineamientos del tipo de cambio y volatilidad en los flujos de capitales financieros y sin una real apertura comercial relevante a nuestros intereses, el modelo de la convertibilidad era macroeconómicamente insostenible.

En realidad se prolongó artificialmente la vigencia del modelo por espacio de siete años mediante el recurso sistemático al endeudamiento externo, creciente en

términos de capital y fuertemente creciente en cuanto al diferencial de tasas de interés.

ii) El uso de indicadores de *performance* como por ejemplo **deuda / PBI**, debe hacerse con extremo cuidado dada la facilidad con que cuestiones de tipo de cambio pueden deformar las relaciones entre ambas variables y transformarlos en el momento de crisis en absolutamente irrelevantes.

En todo caso los indicadores deben ser objeto de análisis cruzados con otros variables. Una vez más Argentina es un caso testigo. Durante varios años se argumentó que Argentina cumplía los criterios de Maastrich con mayor holgura que muchos países europeos. Se decía que la relación deuda / PBI era inferior a la de Bélgica o Italia, por ejemplo. La verdad era mucho más compleja y en definitiva diferente. Una prueba de ello es que si los mercados hubieran creído lo que se decía sobre el cumplimiento de los criterios de Maastrich, el diferencial de tasas de interés pagados por Argentina -siempre creciente- no hubiera existido.

Cualquiera que cruzara entonces la relación deuda / PBI con los indicadores de riesgo país y los diferenciales de tasa de interés hubiera llegado a conclusiones mucho menos optimistas que las que el gobierno y el mundo de los colocadores financieros formularon sobre Argentina hasta el momento mismo de la crisis.

iii) **El “descalce” de monedas (*mismatching de monedas*) crea gran fragilidad en los sistemas financieros.** *El financiamiento con depósitos en dólares de actividades ligadas estrictamente al mercado interno y por tanto generadores de ingresos en pesos -las empresas privatizadas de servicios públicos por ejemplo- hace que la fragilidad de las estructuras de financiamiento de estas empresas se traslade, con efectos sociales mucho más graves al sistema financiero como un todo.*

Es claro que en países con larga tradición de ahorros en dólares es importante mantener la capacidad del sistema financiero de captar recursos denominados en dicha moneda siempre y cuando los créditos se asignen a sectores generadores de divisas. Esto no necesariamente se limita al exportador final, quien tendrá la carta de crédito, sino que puede extenderse “hacia atrás” a la cadena de productores de insumos, partes, piezas o servicios, usando una “carta de crédito doméstica” que transfiera parte del crédito original a lo largo de la cadena productiva.

iv) **La concentración de crédito al sector público, tanto a gobierno central como a estados provinciales, debe ser tomada como un indicador de fragilidad potencial del sistema.**

Otra vez el caso argentino ha sido paradigmático. Crecientemente el Estado central y las provincias con la garantía del gobierno nacional de la coparticipación (garantía que pudo haber sido negada, lo cual hace al gobierno central totalmente cómplice del proceso provincial) fueron produciendo un efecto expulsión o “*crowding out*” crediticio que restó y encareció los recursos disponibles para financiar al sector privado, haciendo además al sistema financiero crecientemente prisionero de los créditos al sector público. Esos créditos fueron en sus etapas iniciales “voluntarios” lo cual pone de manifiesto también la responsabilidad que les cupo a los colocadores de crédito y luego se fueron convirtiendo en crecientemente “menos voluntarios” y crecientemente caros en términos de tasa de interés. Así se llegó a la etapa de las refinanciaciones forzosas, la mayor de las veces no explicitadas como tales.

v) **Debido a la “información asimétrica” entre colocadores de bonos altamente sofisticados y el público**, colocadores locales e internacionales han inducido a tomadores no conscientes a tomar papeles cuyo riesgo era ciertamente alto. Más aun, en muchos casos los colocadores o entidades financieras tenedoras de bonos, ante el riesgo, han seguido políticas de “descargar” riesgo sobre el público en general

La credibilidad de colocadores, de calificadores de riesgo y hasta de las propias entidades rectoras del sistema financiero -los Bancos Centrales-, ha sido afectada. Junto a otras reformas a introducir en el sistema está claro que hay que trabajar en torno a ciertos códigos de conducta y responsabilidad que limiten este tipo de deformaciones.

vi) **El carácter de “acreedor privilegiado” de los organismos multilaterales** de crédito está basado en razones económicas (menores tasas de interés y mayor estabilidad de flujos) pero, sin hipocresías, ha estado también basado en la experiencia que ante crisis de solvencia y liquidez los organismos multilaterales han actuado como prestamistas de última instancia.

Ello permitió en el pasado disminuir la exposición de entidades privadas y “socializar” a través de los organismos multilaterales los riesgos o las pérdidas.

Esta posición será sin embargo difícil de mantener frente a los acreedores privados partiendo del hecho de que no hay en el plano legal base para esta consideración de “acreedor privilegiado” si los organismos juegan -como ha sido el caso argentino- papeles pro cíclicos y reducen su exposición crediticia en los momentos en que es más necesaria su participación.

Argentina canceló en este último año unos 5.000 millones de dólares, en medio de una fuerte crisis social, política y económica y en momentos en que se estaba -y aun se está- en *default* con los acreedores privados. Peor aun, la demora en el acuerdo con el FMI crea obstáculos insalvables al deseo del gobierno de comenzar una rápida renegociación con los privados.

La absorción neta de recursos y la consiguiente reducción del riesgo así como la falta de acción en tiempo útil, no han sido apreciados por el sector privado acreedor que incluso ha considerado la posibilidad de acciones legales en la materia.

IV. Una reflexión/lección final que surge de la reciente negociación con el FMI pasa por destacar la extrema importancia de afirmar como **componentes centrales de políticas exitosas dos cuestiones:**

i) la "propiedad", "autoría" u "*ownership*" -no el formal sino el real- de las políticas económicas y

ii) el *timing* en la aplicación de esas políticas,

El "cómo" enfrentar situaciones críticas no puede depender de programas prefabricados, salvo a nivel de las grandes orientaciones o lineamientos propios de la necesaria coherencia y seriedad macroeconómica. A su vez el "cuándo" o la "secuencia" de medidas es absolutamente fundamental.

Cuando se trata de introducir la noción de reformas estructurales sin conocimiento real del medio, de la situación social y política y en el momento mismo de una crisis, lo más probable es que no sólo se la profundice, sino que se bloqueen los efectos positivos derivados de políticas macro correctas. Las grandes reformas estructurales deben hacerse en los momentos de bonanza, precisamente aquellos en que todos -locales y extranjeros- parecen mirar para otro lado y disfrutar de falsas e insustentables bondades.

A su vez, cuando se recomienda retrasar ciertas decisiones para avanzar "sobre seguro" o adelantar otras para atender objetivos que son estructurales y, por ende, no necesariamente inmediatos, se introducen riesgos innecesarios. Esos riesgos son lo suficientemente fuertes como para transformar en inconsistentes políticas que en el plano socio-político y económico, de otra manera serían perfectamente razonables.

El caso argentino es una vez más ejemplo. Se recomendó la postergación del levantamiento de la restricción a la libre disponibilidad de los depósitos. De haberse aceptado esta propuesta el sistema financiero no habría alcanzado el grado de normalización que hoy tiene y los ahorristas habrían sido afectados aun más que lo que resultó del colapso de la convertibilidad.

El introducir la reforma -ciertamente necesaria- de la banca pública, reforma que constituye una política de modificaciones estructurales, en medio de una política de estabilización y normalización, es decir fuera de tiempo, transforma las buenas

intenciones y la buena direccionalidad de la política en un grave error de política y política económica.

-----0-----

Nosotros, los argentinos, pero también la comunidad financiera internacional, podemos sacar lecciones de este proceso de crisis. Lecciones que nos sirvan para definir un programa de crecimiento sustentable y con el debido correlato social sin el cual a mediano plazo todo programa deja de ser consistente y sustentable. También lecciones para el funcionamiento del sistema financiero internacional como un todo. La repetición de crisis a lo largo del planeta (México, Sudeste Asiático, Rusia, Brasil, Argentina) está indicando que algo no funciona y que debe y puede ser modificado.

Que Argentina haya sido capaz de estabilizar y normalizar su economía, aun reduciendo deuda externa neta con los organismos multilaterales de crédito y que ello haya ocurrido con un programa que no contaba con acuerdos externos, no es un dato menor. Tampoco es motivo de alegría. Los objetivos del programa se habrían alcanzado más fácil y más rápido si muchas de las cosas discutidas en este documento hubieran sido aceptadas antes.

Buenos Aires, 12 de mayo de 2003.

