

V REUNIÓN DE ECONOMÍA MUNDIAL
SEVILLA, MAYO 2002

**Globalización financiera y reformas monetarias en América Latina: Los casos de
Argentina, México y Brasil**

Daniel Coq Huelva

Grupo AREA

Departamento de Economía Aplicada II

Universidad de Sevilla

1. INTRODUCCIÓN

América Latina ha sido durante la pasada década un verdadero laboratorio financiero. La práctica totalidad de los países del área ha modificado sustancialmente su cuadro de regulación y el funcionamiento de su sistema financiero. Nuevas normas monetarias han sido establecidas y se ha producido una liberalización generalizada de la cuenta de capital. El objetivo de las siguientes páginas es analizar la vertiente financiera de las políticas aplicadas en América Latina en los años noventa del pasado siglo centrándose en tres casos concretos de estudio México, Argentina y Brasil.

Estos tres países han experimentado transformaciones en buena medida “paralelas” ya que estaban influidas por una serie de políticas que compartían un substrato, una base común. En este sentido, como tendrá ocasión de analizarse el Plan de Convertibilidad argentino (1991), el Plan Real brasileño (1993) y el conjunto de transformaciones financieras experimentadas por la economía mexicana antes y después del Efecto Tequila tienen una serie de patrones comunes. Esto se debe a que se considera que, por un lado, **los países de América Latina se enfrentaban a una serie de problemas comunes**. Esto provoca, forzosamente que una parte de las políticas aplicadas en ellos coincidan. Analizar estos paralelismos y las fuerzas que los explican es una primera finalidad del presente texto. Pero las problemáticas comunes no anulan las diferencias que igualmente se observan en los distintos casos y, tampoco, las distintas opciones de política económica que es posible adoptar para hacer frente a ellas. Por ello, una segunda finalidad del presente texto es analizar estas diferencias y las consecuencias derivadas de las mismas.

Para ello, el texto va a organizarse del siguiente modo. En primer lugar va a analizarse la filosofía de estos planes y la forma en la que genéricamente indujeron transformaciones en la base económica de los países que los aplicaron. En segundo lugar, van a estudiarse los mecanismos por los cuales las políticas aplicadas terminaron generando un aumento de la fragilidad financiera de los distintos países y las consecuencias de este aumento de la fragilidad. Por último va a insistirse en las diferencias observadas en la liberalización financiera llevada a cabo en México, Argentina y Brasil y los efectos de éstas. A partir de estos tres elementos – efectos generales de la liberalización financiera, consecuencias del aumento de la fragilidad y diferencias existentes entre las políticas aplicadas en los distintos países) – se obtendrán las oportunas conclusiones.

2. INICIATIVAS ADOPTADAS: PUNTOS COMUNES

En general, a comienzos de los años noventa distintos gobiernos latinoamericanos se lanzan a realizar ambiciosas políticas de “reformas estructurales”. Éstas en general, aplican los dictados del denominado “Consenso de Washington”¹. En los países aquí referidos las políticas del Consenso de Washington tienen su traslación en diversos planes y programas de actuación. En Argentina, por ejemplo, se traducen en el denominado Plan de Convertibilidad y en otras medidas asociadas a él ejecutadas en los tres primeros años de la década.

CUADRO 1: PRINCIPALES REFORMAS LIGADAS AL PLAN DE CONVERTIBILIDAD ARGENTINO

Fecha	Medida
1989	Institucionalización de los depósitos en dólares. Obligación a las instituciones financieras a devolver los depósitos en la misma moneda en que se habían efectuado
1991	Liberalización total del mercado de cambio
1991	Liberalización del mercados de capitales. Eliminación impuesto a las transacciones bursátiles. Posibilidad de emisión de obligaciones en moneda extranjera.
1991	Ley de Convertibilidad. Tipo de cambio fijo, obligación del BC de acumular reservas en divisas. Denominación de cualquier contrato en moneda extranjera
1992	Ley de Amnistía Fiscal. Posibilidad de repatriación de capitales

¹ Las políticas del consenso de Washington se denominan así por estar “recomendadas” por las tres grandes instituciones que tienen su sede en esta ciudad: el Fondo Monetario Internacional, el Banco Mundial y el Departamento del Tesoro norteamericano. En lo general propugnan la liberalización no sólo del comercio (es decir, la apertura comercial) sino también de las finanzas. Se defiende que la eliminación de restricciones al libre movimiento de capitales da lugar a un mayor crecimiento económico a largo plazo. De la misma forma se propugna una reducción de la intervención del sector público en la economía y en general dejar que actúe la “eficiencia asignativa” del mercado. En el caso de las políticas monetarias se defiende que el objetivo último de éstas debe ser

1992	“huidos” sin penalización. Nueva Carta Orgánica del Banco Central. Independencia del Banco Central. Limitación de la posibilidad de financiar al gobierno. Limitación de la capacidad de actuación como prestamista en última instancia
------	---

FUENTE: PENIDO DE FREITAS Y MAGALHÃES PRATES, 2000

En Brasil, de la misma forma, se establece el denominado Plan Real que también se encuentra acompañado de una serie de medidas accesorias al mismo (Sainz y Calcagno, 1999). En México, por el contrario se suceden un conjunto de actuaciones que no se encuentran estructuradas bajo la forma de plan alguno (Penido de Freitas y y Magalhães Prates, 2000).

Estos planes tienen unos principios y forma de entender la problemática económica de sus respectivos países semejante y, por ello, diseñan medidas muy parecidas para hacer frente a las mismas. En concreto, todos estos planes dan una gran importancia al control de la inflación para lo cual se considera que la apertura comercial y el establecimiento de unas normas cambiarias rígidas que actuasen a modo de “ancla monetaria” son absolutamente necesarias. Por tanto, en los tres casos se condiciona las políticas a aplicar al mantenimiento de una determinada paridad moneda nacional – dólar, siendo este compromiso un elemento que condicionaba el resto de las políticas a aplicar (Sainz y Calcagno, 1999; Calcagno y Manuelito, 2002). Dado este diseño “común” es posible esperar que existan una serie de efectos también comunes. El primero de estos efectos es una rápida reducción de la inflación en los casos en los que estas políticas fueron aplicadas. Por ejemplo, en Argentina, donde existían fenómenos hiperinflacionarios desde casi 10 años antes de la adopción del Plan de Convertibilidad, la evolución fue cuando menos sorprendente.

“ (El Plan de Convertibilidad) como programa antiinflacionario ha sido muy exitoso: de una inflación de cuatros dígitos antes de iniciarse el plan (1344% en 1990) se pasó al 84% en 1991 (con las alzas concentradas en el primer trimestre antes de iniciarse el programa), 18% en 1992, 7,4% en 1994 y, desde 1995, ha oscilado entre el 1,6 y -1,8%” (Calcagno y Manuelito, 2001, pag. 11)

En el caso de Brasil aquejado también de procesos hiperinflacionarios importantes, aunque no de la intensidad de los argentinos, se produce una dinámica parecida². Por tanto, cabe concluir que la utilización de “anclas monetarias” dio lugar a un rápido proceso de contención de la inflación. Esto sin duda suponía un éxito, al menos a corto plazo, de la estrategia adoptada, en tanto la misma se demostró capaz de alcanzar en un breve plazo de tiempo el primero de sus

² “De un ritmo de inflación mensual promedio de 43,1% durante el primer semestre de 1994 se pasó a uno del 3,1% en el segundo semestre y a 1,7% en 1995; la desaceleración prosiguió persistentemente hasta principios de 1999” (Sainz y Calcagno, 1999, pag. 13)

objetivos. O dicho de otra forma, la utilización de mecanismos cambiarios se manifestó como una receta muy eficaz a corto plazo para reducir la inflación. Al ser el control inflacionario una de las bases de las políticas ejecutadas en los países desarrollados durante la década de los ochenta y noventa y uno de los puntos esenciales de la actuación de las instituciones financieras internacionales a través de las políticas emanadas de lo que se ha denominado el “Consenso de Washington”, se puede concluir que programas como el Plan Real y el Plan de Convertibilidad son, en realidad, una traslación de políticas económicas de corte neoliberal al escenario latinoamericano.

No obstante que a corto plazo, las reformas emprendidas consiguieran reducir la inflación no agota las consecuencias de estas políticas. Habría que demandarse por sus efectos a medio y largo plazo. En realidad, hay que vincular estrechamente, como lo hace el Plan de Convertibilidad o el Plan Real, el establecimiento de anclas cambiarias y la apertura de la cuenta de capital. En realidad, son dos fenómenos estrechamente relacionados. La existencia de operaciones de capital de dimensiones relativamente importantes cambia el entorno en el que los bancos centrales desarrollan su actividad y, por tanto, modifica sus márgenes de actuación. Es lógico que se diseñen nuevos regímenes monetarios que consideren estas nuevas limitaciones, aunque, sin duda, las mismas no imponen una única alternativa.

Para analizar los efectos a medio y largo plazo de los procesos de liberalización financiera y reformas monetarias llevados a cabo en América Latina, se van a distinguir dos grandes tipos de efectos. El primero de ellos hace referencia a los cambios en las estructuras productivas propiciadas por reformas, en principio, con un substrato esencialmente financiero. El segundo de los efectos por el contrario va a tratar fundamentalmente de los desajustes producidos en los sistemas bancarios y crediticios nacionales como consecuencia de la secuencia de transformaciones en el marco institucional propiciada por las autoridades monetarias. La distinción entre estos dos tipos de efectos no es, en realidad, exclusiva de la experiencia latinoamericana sino aplicable a cualquier proceso de liberalización financiera y promoción de una mayor conexión entre sistemas bancarios domésticos y mercados internacionales de capital (Boyer, 2001).

2.1 LA “FINANCIARIZACIÓN” COMO “ESTRATEGIA” DE MODERNIZACIÓN DE LAS ESTRUCTURAS PRODUCTIVAS E INDUSTRIALES INTERIORES

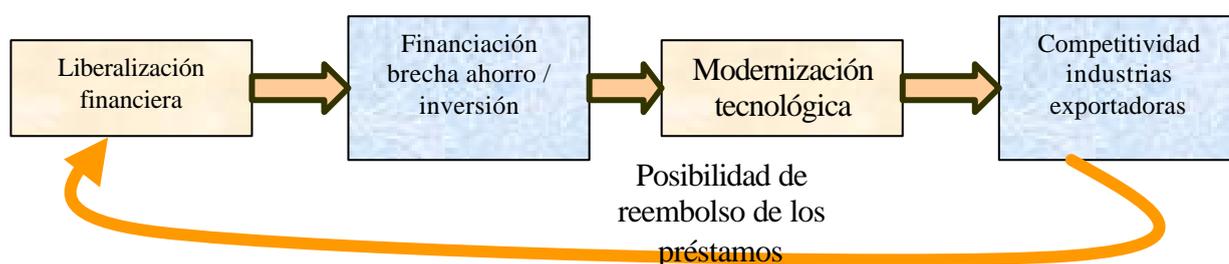
Desde una perspectiva productiva, a comienzos de la década de los noventa, el principal interés de las autoridades monetarias latinoamericanas era atraer los flujos de capital que, incipientemente, comienzan a dirigirse a ciertas economías en desarrollo. En este sentido, a comienzos de los años noventa comienza a observarse un cambio en los mercados internacionales de capital. Hasta esa fecha los flujos de financiación se habían establecido fundamentalmente entre países desarrollados, pero en este momento, se percibe la existencia de un flujo importante de recursos financieros que buscan nuevas oportunidades de valorización. Para ello, comienza a observarse un flujo importante de éstos hacia ciertas economías en desarrollo, las ahora calificadas “economías emergentes” (Calvo, Leiderman y Reinhart, 1993).

Pero para que esta deseada atracción de capitales foráneos tuviera lugar, era preciso un régimen monetario que, de alguna forma, protegiera a los inversores extranjeros del riesgo de devaluación. Una inversión en una economía “emergente” podía ser muy rentable en términos financieros, pero si esto coincidía con una devaluación de la moneda de dicho país, esta rentabilidad desaparecía. Por ello, se consideraba que para atraer estos capitales, los inversores tenían que tener la seguridad de que esta devaluación no se iba a producir o, al menos, de que era extremadamente improbable. Para ello, había que adoptar reglas monetarias estrictas que garantizaran las paridades existentes. Esto coincidía, por otro lado, con el deseo de utilizar “anclas cambiarias” para controlar la inflación. Por ello, no hay que extrañarse si se diseñan mecanismos relativamente rígidos para, al menos a corto plazo, garantizar la paridad monetaria.

En los distintos casos prima esta lógica. Lo hace en Argentina donde el Plan de Convertibilidad establece una paridad fijada por ley con un mecanismo de caja de conversión que limita las emisiones de moneda nacional a las reservas de divisas en posesión del banco central (Rozenwurcel y Bleger, 1997). Se hace de la misma forma en Brasil, donde pese a que la paridad no se fija por ley, funcionan mecanismos muy similares a los de la caja de convertibilidad argentina (Sáinz y Calcagno, 1999). Y se hace en México donde el gobierno defiende una paridad fija (aunque ajustable) hasta los acontecimientos que dan lugar al llamado Efecto Tequila en 1994 (Elizondo, 1997).

Existe una pregunta cuya respuesta es fundamental. ¿Para qué se quieren, al menos teóricamente, estos capitales? R. Boyer (2001) lo sintetiza de la forma que aparece en el gráfico 1. Este conjunto de efectos “deseables” constituyen lo que él denomina el círculo virtuoso de la liberalización financiera. Es decir, suponen un conjunto de efectos a priori positivos sobre la economía productiva que pueden esperarse de una liberalización de las finanzas, con el mayor acceso a capitales exteriores que va ligado a ella.

GRÁFICO 1: LA SECUENCIA APARENTEMENTE VIRTUOSA DE LA LIBERALIZACIÓN FINANCIERA



En realidad, la secuencia es la siguiente. La apertura financiera permite una mayor afluencia de capital externo. Este capital se considera necesario para impulsar la inversión. Se parte de la hipótesis de que existe una falta de ahorro en las economías latinoamericanas que impiden que los procesos de acumulación de capital se desarrollen con la intensidad de otras áreas. El capital extranjero también se considera que trae consigo un saber – hacer y unos principios de organización del trabajo más eficaces, con lo que, en última instancia, se promueve una modernización tecnológica del tejido productivo interior. Pero no una modernización general. El capital selecciona aquellas actividades con mayor tasa de retorno. En un contexto caracterizado por la apertura exterior de las economías en las que estas reformas se aplica debe entenderse que, en este caso, las actividades en las que existe una mayor demanda son las industrias exportadoras. Con ello se vincula directamente liberalización financiera y promoción de un modelo exportador (Boyer, 2001). De esta forma en el gráfico 1 se expone una secuencia de efectos tendentes a una afirmación de procesos de crecimiento y acumulación de capital, sobre unas bases sociales distintas a las que, en las décadas anteriores, habían sido “instituidas³” en la mayor parte de las economías latinoamericanas.

En principio, un conjunto de actuaciones dirigidas a la “recuperación” de la senda de crecimiento suele encontrarse positivamente valorada por los gobiernos, los distintos agentes sociales, los socios exteriores, los prestamistas, las instituciones financieras multilaterales etc.

Pero, si la secuencia anteriormente referida se analiza de una forma algo más crítica, pueden observarse la existencia de importantes pasivos (costes ocultos) en la misma. Estos tienen que ver con muchas de las implicaciones efectivas de algunos de los procesos puestos en marcha. Por ejemplo, la más evidente es que, en realidad, en la medida en la que los recursos se orienten al crecimiento de actividades exportadoras esto supone una vía financiera para transformar definitivamente viejo modelo de sustitución de importaciones por un nuevo modelo basado en la explotación de la demanda de los mercados exteriores (Palazuelos, 1998).

Los problemas que plantea una estrategia como la anterior son varios. El primero de ellos es hasta qué punto esta transformación del modelo es posible. Es decir, en qué medida la secuencia anterior es realista. Para ello, sería necesario que la apertura de la cuenta de capital se tradujera en un conjunto de inversiones que aumenten la dotación y acumulación de capital. Si se repasa la experiencia de los países aquí considerados esto ocurre claramente en el caso mexicano, donde las exportaciones crecen sustancialmente, sobre todo, en la segunda mitad de la década de los noventa. Este proceso se da, sin embargo, en menor medida en el brasileño. En este país no se observa un sustancial crecimiento de la exportación a partir de 1994, fecha de la adopción del Plan Real (Sáinz y Calcagno, 1999). En mucho menor grado todavía puede afirmarse que la liberalización financiera haya dado lugar a la afirmación de un modelo exportador en Argentina (Calcagno y Manuelito, 2001). Por ello, en los casos de Argentina y Brasil en realidad puede hablarse de unos pobres resultados de la estrategia financiero- exportadora. En ambos casos, su tasa de apertura ronda en la actualidad el 10%, frente a más de un 70% para el caso de México, por ejemplo (Fanelli, 2001). Es decir, en Argentina y en Brasil evidentemente ya no existe un modelo de desarrollo basado en la sustitución de importaciones, pero tampoco puede decirse que en la actualidad funcione uno basado exclusivamente en el fomento de las exportaciones.

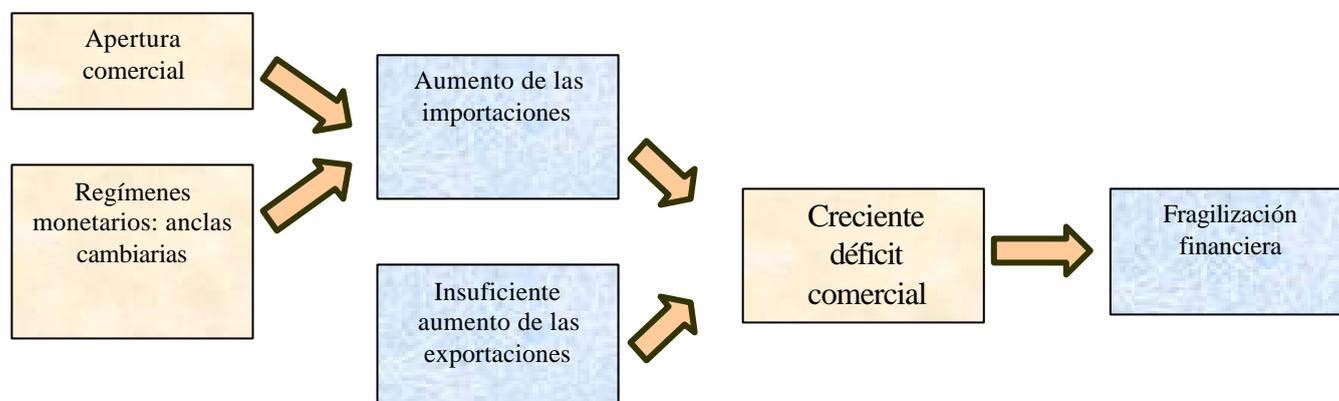
Si efectivamente este cambio no se ha producido ha sido porque en buena medida los capitales atraídos no se han destinado a una modernización tecnológica y a un aumento del stock de capital interior. Por el contrario, los capitales que ingresan en las distintas economías consideradas tienen, en buena medida, un fuerte componente especulativo. Lo tenían buena parte de las colocaciones en cartera realizadas en México con anterioridad al efecto tequila y lo tiene también la mayor parte de la inversión extranjera que se dirige a Brasil y Argentina durante el conjunto de la década (Elizondo, 1997). Por ello, si el modelo exportador no se afirma en buena medida es porque el “circulo virtuoso” derivado de los procesos de

³ La economía como proceso instituido

liberalización financiera es mucho menos automático de lo que en principio cabría esperar. Las entradas de capital no tienen por qué relacionarse ni prioritaria ni principalmente con una modernización del tejido productivo. Esto es una realidad que en Argentina o en Brasil quedó de manifiesto desde el primer momento de la reforma. Por ejemplo, en el caso argentino la composición de los flujos de capital de los que se beneficiaba el país era la siguiente. De los de 10.800 millones de dólares de entradas medias de capital en el período 1991 –1994 únicamente 2.900 pueden considerarse inversión extranjera directa, proviniendo más de 2/3 partes de dichos fondos de las políticas de privatizaciones. Es decir, casi el 70% de las entradas de capitales no tuvieron ninguna relación con un aumento de la capacidad productiva del país y en el 30% restante, en muchos casos, esa relación fue muy discutible. Por tanto, en Argentina el efecto de la liberalización financiera en el aumento de la competitividad de las exportaciones del país fue muy pequeño (Calcagno y Manuelito, 2001).

El segundo problema que plantea la estrategia diseñada, es que, no sólo es que no se cumpliera el círculo virtuoso, sino es que además se incurría en una serie de problemas en principio no considerados que daban lugar a la existencias de “círculos viciosos” o situaciones de desequilibrio que se retroalimentaban erosionando la solidez de los procesos de cambio.

GRÁFICO 2: EL CÍRCULO VICIOSO DE LA LIBERALIZACIÓN FINANCIERA



En el gráfico 2 puede observarse como la liberalización comercial y financiera no sólo no garantiza el desarrollo de un modelo de base exportadora, sino que además puede conducir a un agravamiento de problemas ligados con la creciente fragilidad financiera de las economías nacionales. Por ejemplo, la batería de medidas aplicadas en el Plan Real brasileño, en el Plan de Convertibilidad argentino o en las reformas llevadas a cabo en México en estos años han tendido precisamente a aumentar las tensiones en las balanzas comerciales y de pago. Pese a que, la mayor parte de los países latinoamericanos tenían, antes de aplicar los planes de reforma, un cierto margen de maniobra en este sentido ya que tenían, por lo general superávit

en su balanzas exteriores, el fuerte crecimiento de las importaciones derivado de la apertura comercial y de la utilización de “anclas cambiarias” para controlar la inflación, aumentaba las necesidades de exportación (Bauman y Mussi, 1999).

En realidad, éste era un efecto esperado por los propios “redactores” de los planes. Los déficits exteriores eran previsible, pero, no obstante, fueron considerados desajustes coyunturales, que deberían desaparecer a los pocos años de aplicación de los mismos. Sin embargo, estas previsiones no se cumplieron, de forma bastante evidente, en la Argentina de mediados de los noventa, tras algo más de tres años de aplicación del Plan de Convertibilidad, porque, pese a que se habían dado fuertes entradas de capital, el crecimiento de las exportaciones no compensó ni mucho menos el aumento de las importaciones inducido por el régimen monetario argentino y las reducciones aprobadas de aranceles. La siguiente cita puede ser una buena muestra de la incapacidad de la estrategia diseñada para alcanzar los fines que ella se había propuesto.

“(las importaciones) aumentaron, empero, a una tasa mucho más rápida que las exportaciones durante los primeros años, transformando un elevado excedente comercial en 1990 (8 mil millones de dólares) en un déficit de parecida magnitud en 1994 (7 mil millones). A esta situación de la balanza comercial se le agregaron los pagos de intereses y utilidades, que crecieron con el aumento de la deuda externa y de la inversión extranjera durante los noventa...con lo cual se llegó a un desequilibrio muy difícil de disminuir del balance por cuenta corriente (entre 1997 y 2000, ese déficit osciló entre los 10 y los 15 mil millones de dólares, que representaban entre el 35 y el 50% de las exportaciones de bienes y servicios).”
(Calcagno y Manuelito, 2001, pag. 12)

En el caso de Brasil la dinámica es similar, aunque menos marcada (Bauman y Mussi, 1999). Únicamente en el caso de México puede hablarse de un cierto equilibrio de las cuentas exteriores, pero precisamente tras abandonar la paridad monetaria como consecuencia de la crisis provocada por el Efecto Tequila. Es decir, incluso en un caso en el que existe un aumento significativo de las exportaciones, no ha podido alcanzarse una situación de equilibrio en la balanza comercial, hasta que no se flexibilizó el criterio de ancla cambiaria en la gestión del régimen monetario (Fanelli, 2001). Por tanto, el fracaso del modelo de especialización productiva diseñado para estos países tiene mucho que ver con la creciente fragilidad financiera de los mismos (Palazuelos, 1998). En todo caso, el fenómeno de la fragilidad financiera en Latinoamérica no se debe exclusivamente al efecto de los déficits en las balanzas comerciales sino que tiene una complejidad mucho mayor que es analizada en los siguientes epígrafes.

El tercer gran problema de la estrategia diseñada se refiere a los costes sociales y ambientales derivados de la adopción de un modelo exportador. Por lo que se refiere a los costes ambientales el tema parece lo suficientemente claro. Habitualmente, dada la fuerte competencia existente en los mercados internacionales, *se exporta no aquello que se desea, sino aquello que se puede exportar*. Por ello, buena parte de la inversión extranjera se dirige hacia actividades extractivas o ligadas a la explotación de los recursos naturales de un determinado territorio. Incluso en casos como el chileno, sus exportaciones se concentran en determinados sectores (maderas, minerales etc.) que están ligados con una especialización extractiva (De Mattos, 1996). Este fenómeno es bastante generalizado en el caso de América Latina. Se ha producido en este sentido una intensificación de la presión humana sobre el medio. Intensificación que no ha tenido como finalidad abastecer a los mercados nacionales sino satisfacer las demandas de los internacionales. Es posible hablar en este sentido de una reprimarización de las economías de América Latina, siendo esto, por otro lado un proceso que en realidad afecta a buena parte de las economías en desarrollo (Bello, 1994).

El problema de Argentina y, en menor medida de Brasil, es que tradicionalmente han tenido una base industrial lo suficientemente amplia como para no encajar esa dinámica de reprimarización. Argentina, por ejemplo, tenía una base industrial lo suficientemente desarrollada como para aspirar a realizar exportaciones, al menos a los países de su entorno. Esto choca frontalmente con las dinámicas abiertas con la globalización donde la industria de los países desarrollados penetra en entornos en principio relativamente extraños a ellos.

“En cierto sentido, podría decirse que los países desarrollados se comportaron de manera irracional, porque otorgaron grandes créditos a un país cuyos productos no les interesaba comprar. Era de esperar que un país que confrontaba un alto nivel de proteccionismo tuviera dificultades para cumplir sus obligaciones financieras” (Fanelli, 1991, pag 37)

Por ello, el fracaso de la estrategia exportadora en Argentina y, en menor medida, en Brasil debe ponerse en relación con el hecho de que, en realidad, no se adapta a las características de sus sistemas productivos. Se trata de países localizados bastante lejos de áreas desarrolladas demandantes de producciones industriales. De esta forma, no desarrollan ninguna especialización “maquiladora”⁴ intensiva en mano de obra. Por otro lado, tienen un tejido productivo lo suficientemente diversificado como para que un proceso de “reprimarización” de sus economías sea muy traumático y destruya mucho más de lo que cree. Por último, tampoco tienen una capacidad competitiva tan elevada como para competir en igualdad de condiciones con las industrias de los países desarrollados. México al menos tenía a su favor la

cercanía de los Estados Unidos, lo que ha permitido el desarrollo de un cinturón de industrias maquiladoras en el norte del país. Pero éste no era el caso de Argentina o Brasil, que, por ello, incluso en la actualidad siguen dirigiendo la mayor parte de su producción al mercado interior (Fanelli, 2001).

Por último, la estrategia diseñada también tiene amplios costes sociales. En los casos en que como México no se han explotado exclusivamente las riquezas naturales del país, sino que se ha desarrollado una base manufacturera, esto se ha hecho sobre la base de la principal “ventaja comparativa” del país: el bajo coste de la mano de obra. No es de extrañar, por tanto, que las políticas de liberalización financiera hayan ido acompañadas de otras de “flexibilización” del mercado laboral. La degradación de las condiciones de trabajo (a menudo mediante la creación de zonas francas en las que los gobiernos nacionales realizan auténticas cesiones de soberanía), la reducción de los salarios o la creciente segmentación de los mercados laborales (a través de criterios como el género o, incluso, la edad) apuntan en la misma dirección. Puede hablarse por tanto de un aumento general de la vulnerabilidad de amplias capas de población (Pizarro, 2001). Por ello, incluso en algunos países, como México, donde se considera que el modelo se ha implantado con éxito, han aparecido fuertes desequilibrios sociales. Siempre cabe el recurso de afirmar que se trata de economías donde las diferencias de renta siempre han sido muy acusadas. Sin negar este argumento, sin embargo, se puede afirmar que las diferencias actuales son superiores a las existentes en esos mismos países en décadas anteriores (Gershman, 1994).

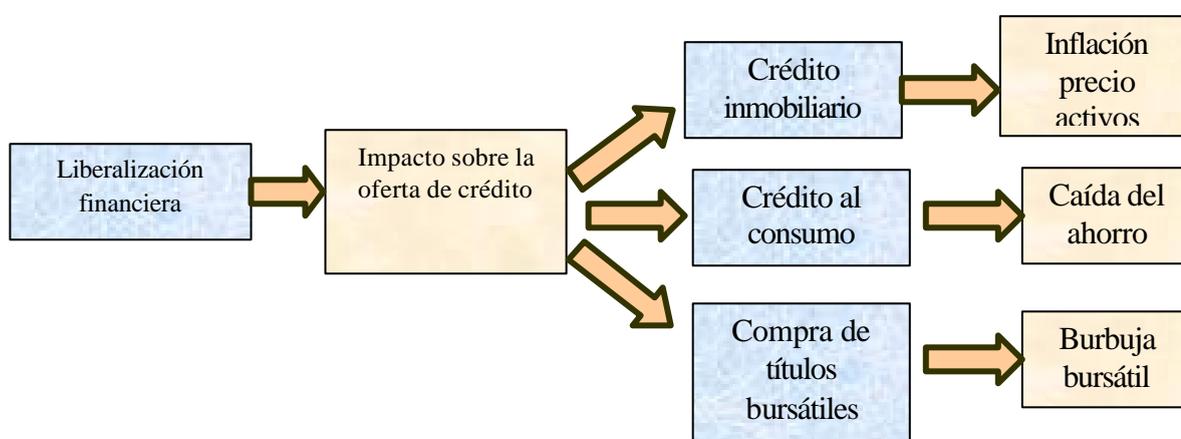
Por tanto, puede apreciarse cómo el círculo “virtuoso” de la globalización financiera no es en realidad tal. En primer lugar, porque en buena medida es un “mito”. El crecimiento económico sobre la base de la implantación de industrias exportadoras se ha dado en algunos casos, pero no ha tenido lugar en otros. Pero además, en los casos en los que efectivamente se comprueba la existencia de un nuevo modelo de crecimiento éste tiene importantes pasivos. Provoca una creciente fragilización financiera y tiene costes sociales y medioambientales muy importantes, que hacen que cuando menos se tenga la duda de hasta qué medida este conjunto de dispositivos económicos e institucionales sirve para aumentar el bienestar la población que, en definitiva, es el objetivo último de cualquier medida de política económica.

⁴ Zonas francas instaladas fundamentalmente en América Central y El Caribe

2.2. ENTRADA DE CAPITALES, CREACIÓN DE DINERO, BURBUJAS INMOBILIARIO – FINANCIERAS Y FRAGILIDAD DE LOS SISTEMAS BANCARIOS

Pero existe, como consecuencia de la liberalización financiera, un segundo conjunto de efectos que, incluso desde una perspectiva estándar, tienen un coste importante para la actividad económica de los países que la adoptan. Este conjunto de efectos negativos pueden sintetizar en la secuencia que aparece en el gráfico 3.

GRÁFICO 3: CREACIÓN DE DINERO, LIBERALIZACIÓN Y RENTABILIDAD FINANCIERA



Tal y como aparece en dicho gráfico el primer efecto de la liberalización financiera y del establecimiento de paridades monetarias “duras” es una fuerte corriente de entrada de capital, en principio extranjero, en el país. Esto se produce por dos hechos, el primero porque el capital introducido puede decidir, como consecuencia de la liberalización, dejar el país cuando quiera. No se trata por tanto de ninguna decisión irreversible. El marco jurídico permite a los tenedores colocar su dinero en el interior del país o en el extranjero. Pero además porque, caso de que se optara por esta segunda opción, el régimen cambiario permitía que la misma se realizase sin asumir el coste de repentinas y rápidas devaluaciones. Por ello, los planes instaurados provocan, en primer lugar, una corriente de capitales que ingresa en el interior de los países que aplican estas medidas. En realidad, una parte de ellos son capitales nacionales que habían abandonado el país en los años anteriores como forma para protegerse de la hiperinflación. No es, por tanto, extraño que se produzca en el primer lustro de la década de los noventa una rápida remonetización de algunas economías (Rosenwurcel y Bleger,

1997). Por ejemplo, es el caso de Argentina o de Brasil⁵. Pero esta rápida entrada de capitales que da lugar a un fuerte aumento de la masa monetaria, va acompañada de una liberalización financiera que consiste, entre otras cosas, en eliminar las viejas restricciones existentes sobre las actividades de los bancos y otros intermediarios financieros. De esta forma, los bancos en concreto se encuentran frente a dos fenómenos paralelos y que se retroalimentan entre sí. Por un lado, aumentan sus depósitos, por el otro, tienen mayores facilidades para otorgar créditos. En definitiva, lo uno y lo otro se traducen en un proceso de rápida creación de dinero (Wray, 1990; Fanelli, 1997).⁶

Este proceso de creación de dinero, sobre la base, en principio, del comportamiento de agentes privados, no de la creación de base monetaria por parte del banco central tiene unos efectos muy similares a los de una política monetaria expansiva. En México, en Argentina y en Brasil en la primera mitad de los noventa, los bancos centrales siguen estrictas políticas monetarias, pero los bancos comerciales privados expanden los créditos. Esto da lugar a la aparición de un keynesianismo de “facto”, creado y mantenido como consecuencia de decisiones tomadas en el ámbito de lo privado y que coexiste con la presencia de altos tipos de interés. Esto viene a indicar la preponderancia sobre los públicos de sistemas privados de gestión monetaria. En este sentido, puede hablarse de un incipiente proceso de privatización del dinero, ya propugnado teóricamente por algunos autores liberales (Hayek, 1983).

Pero este keynesianismo privado tiene una serie de consecuencias en el corto y en el medio plazo. En el corto plazo se produce por esta vía un deterioro de la balanza comercial. Es decir, la balanza comercial argentina, brasileña y mexicana no sólo empeoraron debido a la liberalización de los mercados de bienes y el efecto de las “anclas monetarias”, sino también por el fuerte aumento de la demanda interior motivado por este proceso de creación de dinero privado. Por tanto, en el corto plazo la creación de dinero, unido al efecto que ello tuvo sobre los precios de los activos que ahora se analizará, dio lugar a un aumento del consumo que significó, un fuerte aumento de las importaciones y el déficit comercial (Sainz y Calcagno, 1999; Calcagno y Manuelito 2001). Si este proceso no tuvo efectos en la inflación es porque

⁵ En este último país, el proceso fue muy intenso como puede apreciarse en la siguiente cita. “...la disminución de la inflación dio lugar a un proceso de remonetización y expansión de créditos, de manera similar a lo ocurrido en otros países de la región. En el segundo semestre de 1994, la base monetaria creció muy rápidamente, pasando del 0,7% del PIB en Junio de 1994 a 3,4% del PIB en diciembre, nivel que no superaría hasta finales de 1997. En el mismo período crecieron, en valores constantes, un 155% los medios de pago (M1), un 27% los depósitos de ahorro y 16% los títulos privados” (Sainz y Calcagno, 1999, pag. 19).

⁶ Se entiende por creación de dinero un proceso en el que aumenta, por un lado, el dinero bancario (creado a partir del crédito), pero también el dinero no bancario (la masa monetaria) por la rápida entrada de capitales en los países estudiados.

ésta estaba limitada por la apertura comercial realizada y los regímenes cambiarios adoptados. La subida de los precios de la producción manufacturera estaba limitada por la competencia exterior. Esto no ocurría con los servicios de modo que se produce una modificación de los precios relativos que beneficia a estos últimos. El proceso de terciarización se ve, por tanto, incentivado, al tiempo que la vieja industria desarrollada sobre la base del modelo de sustitución de importaciones tiene que hacer frente a la creciente competencia exterior en una situación de inferioridad.

Además, el proceso de rápida creación de dinero inducido por las enormes entradas de capital y el comportamiento del sector bancario tiene otra serie de efectos retardados sobre las economías que lo sufren. La existencia de un dinero abundante y barato da lugar a un crecimiento de los precios de los activos mobiliarios e inmobiliarios. Esto favorece el desarrollo de una serie de actividades especulativas donde es posible la obtención de elevadas rentas a partir de cambios en las carteras de inversión. En momentos de fuerte contención o incluso de reducción en valores constantes de la remuneración de los trabajadores, estas fuentes de rentas ganan “socialmente” mucho protagonismo. La creciente fractura social no tiene que ver sólo con las dinámicas en los mercados de trabajo sino, también con el acceso al crédito y la propiedad inmobiliaria por parte de ciertas capas de población.⁷

Todo esto crea una situación donde la simple gestión financiera del modelo tiene una gran complejidad. Por una parte los mercados bancarios de algunos de esos países se encontraban todavía en formación. No existía información contrastada sobre la solvencia de los distintos clientes, ni en ocasiones mecanismos eficaces de liquidación de las deudas. Un mercado bancario así está poco preparado para hacer frente a un proceso de creación de dinero tan intenso (Rosenwurcel y Bleger, 1997; Fanelli, 1997). Pero, adicionalmente, la existencia de burbujas bursátiles e inmobiliarias hacía muy difícil la evaluación de los riesgos. Por ejemplo, un individuo fuertemente endeudado con altos niveles de riqueza podía verse muy afectado ante una eventual pérdida de valor monetario de estos activos. En caso de pérdida de valor de esos activos, serían los propios activos bancarios (los créditos) los que podían verse afectados. Dicho en términos más simples, el banco podía llegar a no cobrar porque el valor de los bienes del prestatario tras una depreciación de los mismos podía llegar a ser menor que el conjunto de sus deudas (Aglietta, 1992). Por último, el propio diseño de los regímenes cambiarios donde de forma explícita (Argentina) o soterrada (Brasil)⁸ se apostaba por la

⁷ Esta dinámica no es exclusiva de los países en desarrollo. Se ha dado, por el contrario, también en muchas economías desarrolladas, con también efectos perniciosos a medio y largo plazo y una polarización social inducida bastante importante. Posiblemente, el caso más claro sea el de Japón (Torrero, 2002).

⁸ Este aspecto es estudiado con mayor profundidad en el apartado 5.1. del presente texto.

eliminación del carácter de prestamista en última instancia del banco central, introducía nuevos riesgos en la complicada construcción institucional que era, en estas circunstancias, el sistema bancario. Esta dificultad para que la banca ejerciera “correctamente” su papel era especialmente preocupante porque ésta era fundamental en el funcionamiento del mecanismo de ajuste económico establecido en los correspondientes planes. El caso argentino es especialmente claro a este respecto.

“En la medida en que pase a tener un déficit externo se tendría el sentido inverso: la pérdida de reservas retraerá la liquidez del sistema bancario, se contraerá el crédito, subirá la tasa de interés y decaerá la actividad económica. La menor demanda de importaciones, por una parte, y el ingreso de capitales atraídos por la mayor tasa de interés reequilibrarán la balanza de pagos y se podrá pasar a una fase de recuperación” (Calcagno y Manuelito, 2001, pag. 27-28)

Aunque el caso argentino es el único donde abiertamente se apuesta por este mecanismo de ajuste, el mismo se encuentra igualmente presente en el caso brasileño y mexicano. En este sentido, las políticas de esterilización aplicadas por México antes las fuertes entradas de capital antes de 1994 apuntan a una reducción de la base monetaria como forma de intentar controlar el crecimiento de la demanda (Penido de Freitas y Magalhães Prates, 2000). Por ello, no hay que extrañarse si, como consecuencia de las reformas realizadas, se decidiera abrir los mercados domésticos locales a la banca extranjera con tres objetivos fundamentales (Fanelli, 1997; Livacic y Sáez, 2001):

- Creación más rápida de un mercado bancario. Las entidades financieras extranjeras tenían un saber hacer y una serie de instrumentos (informáticos, por ejemplo) para propiciar más rápidamente y a priori de una forma más eficaz el desarrollo de determinados productos y segmentos de mercado.
- Control más estricto del riesgo. Del mismo modo, se suponía que el saber – hacer de estas entidades limitaría el número de impagados, facilitando de esta forma una mayor solidez de la intermediación financiera
- Capacidad de movilización de recursos financieros en caso de crisis bancaria generalizada. Del mismo modo, la presencia de bancos transnacionales hacía a priori posible que en caso de crisis de liquidez pudiera solventarse la situación mediante préstamos intragrupo de estas instituciones o, bien a través del endeudamiento , en principio temporal, de las mismas en los mercados de capitales.

En este sentido, en los tres casos analizados se ha producido una importante penetración de grandes grupos bancarios internacionales.

CUADRO 2: PRINCIPALES ENTRADAS DE BANCOS EXTRANJEROS EN MÉXICO, ARGENTINA Y BRASIL

Anfitrión	Institución	País de origen	Forma de entrada
Brasil	HSBC	Reino Unido	Compra activo Banco Amerindus
	Credit Suisse	Suiza	Compra Banco de Garantía
	Nations Bank	Estados Unidos	Compra 51% Banco Liberal
	United Bank of Switzerland	Suiza	Establecimiento de un filial
	BBV	España	Compra Banco Excel - Económico
	Rabobank	Países Bajos	Establecimiento de una sucursal
México	BBV	España	Compra 70% Grupo Proburza
	Bank of Nova Scotia	Canadá	Compra 45% Banco Inverlat
	Bank of Montreal	Canadá	Compra 16% Bancomer
	A.G. Alemania	Alemania	Compra del control de Banoro y Bancrecer
	Banco de Santander	España	Establecimiento subsidiarias y compra del 51% Banco mexicano
	HBSC	Reino Unido	Compra 20% Serfin
	BCH	España	Compra 10% Grupo Prima

FUENTE: PENIDO DE FREITAS Y MAGALHÃES PRATES, 2000

Sin embargo, esta supuesta mejora de la gestión, en el fondo, no era más que una hipótesis. En general, desde muy pronto pudo observarse como la gestión llevada a cabo por los bancos (de capital nacional y de capital extranjero) no era todo lo prudente que, a priori, cabría esperarse. Por ejemplo, en el caso argentino, ya tras las primeras dificultades que sufrió el país como consecuencia del contagio del llamado “efecto tequila” pudieron apreciarse comportamientos como los a continuación descritos.

“El ajuste automático habría llevado a un proceso de deflación de créditos y, probablemente, a una caída en cadena de numerosos bancos y empresas. No hubo tal ajuste...Las razones pueden ser múltiples: algunos créditos no eran inmediatamente exigibles y muchos sí lo eran (por ejemplo, créditos de corto plazo renovables para el capital de las empresas) no pudieron ser cobrados en plena crisis económica ... se observa la fuerte desproporción entre la reducción del activo (depósitos bancarios y circulante) y la escasa deducción del pasivo (deudas con los bancos)” (Calcagno y Manuelito, 2001, pag. 32)

Es decir, los bancos no “cortaron el grifo” del crédito cuando la solvencia de los clientes comenzó a ponerse en entredicho, por miedo a agravar la situación con su actuación. Pero, seguir prestando cuando se reducen los depósitos, no hace sino aumentar el riesgo de derrumbe del conjunto del sistema bancario. Dicho en otros términos, ésta es una fuente de riesgo sistémico y fragilidad financiera (Aglietta, 1992). Los distintos episodios de crisis bancarias que han tenido lugar en los últimos años apuntan en esta dirección. De esta forma,

muestran que, al menos por sí sola, la presencia de grandes bancos extranjeros no tiene por qué llevar ni a un control más estricto del riesgo, ni a una automática movilización de recursos en caso de crisis bancaria generalizada. De nuevo, el caso de Argentina donde el gobierno, a finales de 2001, tuvo que decretar el famoso “corralito” como consecuencia de la falta de liquidez en dólares de los bancos ya fueran éstos de capital nacional o extranjero puede ser una muestra de ello.

El que no funcionara el mecanismo de ajuste, dadas las estrategias seguidas por la banca, tenía una serie de efectos a medio plazo. Era obligado que, aunque el sector bancario hubiera retrasado el momento, se produjese un proceso de destrucción de dinero en el momento en que se produjera una reversión del flujo de capitales. El mecanismo de equilibrio “automático” previsto en los regímenes monetarios aplicados exigía que la contracción de la demanda fuese lo suficientemente intensa como para contraer las importaciones, forzar la búsqueda de mercados exteriores para las empresas nacionales y equilibrar la balanza de pagos. Pero esto, produciría una recesión económica que debería conducir a un “ajuste” en el precio de activos inmobiliarios y financieros, lo que a su vez afectaría en buena medida a las garantías de los préstamos concedidos. En esta situación no es extraño que existiese una tendencia por parte de los bancos e instituciones financieras para no realizar un ajuste brusco que deteriora la “exigibilidad” de los créditos (Calcagno y Manuelito, 2001).

Por tanto, la liberalización financiera actúa en realidad como una política expansiva de demanda, pero con un corte social absolutamente regresivo. En este sentido, lejos de aumentar la capacidad de compra de las capas más desfavorecidas de la población, lo hace de las más pudientes, generando fenómenos especulativos de una gran intensidad que se convierten en rápidos generadores de rentas financieras. De este modo, la especulación se convierte en un refugio de los capitales nacionales, absorbiendo recursos que podían destinarse a otras finalidades. Asimismo esta especulación hace muy difícil la evaluación del riesgo crediticio, sobre todo, en realidades caracterizadas por el relativamente bajo nivel de desarrollo de los mercados bancarios. De esta forma, parece inevitable que una expansión tan fuerte del crédito, unida a unos fenómenos especulativos tan intensos, provoque un aumento difícilmente gestionable del riesgo de crédito y, por tanto, afecte a la calidad de los activos bancarios, es decir, en última instancia a la solvencia del conjunto del sistema financiero.

3. LA FRAGILIZACIÓN FINANCIERA DE LAS ECONOMÍAS LATINOAMERICANAS: ALGUNOS CASOS DE ESTUDIO

Un problema adicional de la estrategia escogida se encontraba, no ya en sus efectos por lo que se refiere al cambio de modelo de desarrollo y la eficacia de las políticas adoptadas o la entrada en un ciclo financiero que se traduce finalmente en un acusado ciclo económico, sino en la fragilidad financiera en la que dejaba a las economías que apostaron por ella.

La fragilidad financiera es un fenómeno muy complejo. Existen, por ello, varias fuentes de fragilidad financiera, pero pueden destacarse fundamentalmente dos. La primera fuente de fragilidad ya ha sido apuntada en el epígrafe 2. De esta forma, la fragilidad financiera puede entenderse del siguiente modo. Se había optado por una estrategia de reducción de la inflación basada en anclas cambiarias lo que, a su vez, había supuesto la aparición de una serie de problemas en la balanza de pagos. Ante esta situación no queda más remedio que compensar esta falta de liquidez mediante el recurso a los capitales externos. El papel de los capitales externos es básico como ya se ha indicado anteriormente. En el caso argentino, por ejemplo, esto se observa con meridiana claridad (Calcagno y Manuelito, 2001).

Esto es, en lo esencial, lo que se apuntó en el epígrafe 2. Pero es posible profundizar un poco más en la cadena de efectos provocados por un déficit comercial continuado. En este caso, la referencia va a ser fundamentalmente Argentina porque es en este caso donde la cadena de efectos se ve con mayor claridad. Lo primero que hay que afirmar es que la capacidad de una economía para atraer capitales no es ilimitada. Más aún, si los capitales extranjeros se dedican más a la compra de activos nacionales que a promover procesos de inversión productiva en el país. Una vez agotada la fuente de divisas que son las privatizaciones, una vez que el capital extranjero había penetrado en amplios sectores económicos, la posibilidad de encontrar nuevas fuentes de financiación se encontraban limitadas. Por ello, no es de extrañar que crecientemente se recurra al endeudamiento. Esta secuencia se percibe claramente en el caso argentino y, en menor medida, en el brasileño⁹. Por tanto, fue el déficit comercial el que hizo a las economías argentina, brasileña y mexicana más dependientes de las entradas de capital exterior. Y el déficit comercial estaba motivado en parte por la existencia de “anclas cambiarias”. Por ello, se puede concluir que los regímenes monetarios existentes en América

⁹ “En síntesis, la situación cambió marcadamente con la crisis de 1995 y luego con las crisis de Asia y Rusia: el sector privado dejó de ingresar capitales, y salvo los relativos a la IED, la tendencia se orienta claramente hacia una salida. Quien aporta un 68% del financiamiento externo en esta segunda etapa es el sector público, y lo hace básicamente colocando deuda externa (ya queda poco por privatizar” (Calcagno y Manuelito, 2001, pag. 13)

Latina en los años noventa son una de las razones que explican el fuerte crecimiento de la deuda externa ocurrida en esos años. Fue, en este sentido, necesario aumentar la deuda para poder mantener la paridad oficial. Sólo de esa forma se pudo tener acceso a divisas exteriores necesarias para mantener las paridades previamente establecidas. En otras palabras, desde 1995, la convertibilidad se ha mantenido en los casos de Argentina y Brasil esencialmente gracias a un endeudamiento público externo cada vez mayor (Calcagno y Manuelito, 2001). Con lo que si, por ejemplo, en Argentina la deuda externa comenzó a generarse en la década de los setenta, es con los regímenes monetarios basados en la existencia de anclas duras cuando la misma se dispara hasta cifras sin precedentes.

“El saldo total de la deuda externa pasó de 58.588 en 1991 a 145.000 millones de dólares en 1999, 60% del cual corresponde al sector público” (Calcagno y Manuelito, 2001, pag. 13)

Si se analiza con más detalle la secuencia que sigue el dinero procedente del endeudamiento se llega a conclusiones un tanto inesperadas. Las autoridades monetarias lo emplearon en financiar el déficit de la balanza de pagos, permitiendo el mantenimiento de las paridades. Por tanto, los fondos que toma prestado el gobierno argentino van, de esta forma, indirectamente, a parar a todos aquellos que retiran su dinero del país, sin verse afectados por una devaluación que, sin este comportamiento de las autoridades monetarias, hubiera sido inevitable. Con todo esto se asiste a la paradoja de aumenta, por ejemplo, la deuda externa argentina sin que esto guarde relación con las políticas fiscales aplicadas por su gobierno. *O dicho de otro modo, que el país se endeuda para proteger del riesgo de devaluación a aquellos que retiran el dinero de él.* Al aumentar los niveles de endeudamiento, además en un contexto de libertad de entrada y salida de capitales, se está exponiendo a las economías latinoamericanas a una fragilización financiera sin precedentes. Ante esta situación, no hay que extrañarse de afirmaciones como las siguientes.

“La experiencia argentina muestra que el régimen de convertibilidad ha exacerbado la influencia del sector externo sobre la marcha de la economía, pese a lo relativamente reducido de los coeficientes de apertura comercial (tanto las exportaciones como las importaciones representan menos del 10% de los valores corrientes” (Calcagno y Manuelito, 2001, pag. 14).

En este caso, una simple modificación de la percepción de los mercados puede afectar (García 2002, Moguillansky, 2002, ver otro):

- A los procesos de creación de dinero en el interior del país. En buena medida, al responsabilizarse las autoridades monetarias del tipo de cambio como forma de control de la inflación, éstas pierden autonomía para determinar su política monetaria.

Adicionalmente, el grado de control de la cantidad efectiva existente en el interior del país, disminuye con la liberalización de la cuenta de capital

- Este escaso control de la intensidad de los procesos de creación de dinero afecta directamente a los precios de activos financieros e inmobiliarios y, por tanto, a la importancia de las actividades especulativas en el interior del país. La existencia de una “alegría” económica que permita la rápida realización de plusvalías está determinada en buena medida, por las “percepciones” de los mercados internacionales
- A la propia solvencia del sistema bancario. Los depósitos y otros pasivos bancarios dependen en buena medida de la orientación de los flujos internacionales de capital. De forma que cuando se produce un súbito cambio de dirección en éstos, se asiste a una destrucción de depósitos que puede producir crisis de liquidez en la banca y otras instituciones de crédito.
- A las políticas cambiarias efectivamente ejecutadas. El mantenimiento de anclas duras contra la inflación es muy complicado si no se goza del respaldo de los mercados de capitales.
- A los niveles de endeudamiento externo en el sentido de que el coste de éste, sus posibilidades de refinanciación, de aumento o disminución se encuentran mediatizadas por la actuación de los mercados de capitales.

Ante este conjunto de circunstancias, generadoras todas ellas de una fragilización de los mercados de capitales no hay que extrañarse que se produzcan lo que los estudiosos denominan crisis de tercera generación (Bustelo et al., 1999). Es decir, crisis que no tienen como origen ninguna disfuncionalidad en el comportamiento de los mercados de bienes y productos, es decir, en las relaciones de trabajo, producción e intercambio. El origen de estas crisis sería exclusivamente financiero. Son crisis generadas autónomamente por las finanzas internacionales que, sin embargo, tienen efectos en la economía llamada “real”. En Argentina esta secuencia de efectos se ve más claramente porque este país siguió apostando por el esquema de relaciones financieras establecidas en el país a partir del Plan de Convertibilidad incluso tras la Crisis Asiática de 1997 (Calcagno y Manuelito, 2001). En otros casos, como son Brasil y México, la nueva situación financiera internacional provocó una sutil aunque efectiva modificación de su marco de relaciones monetarias y financieras. La prueba de esta distinta política cambiaria fue la devaluación del Real (que, por tanto, no mantuvo su paridad respecto al dólar) respecto al peso argentino (que sí mantuvo su relación fija con la moneda norteamericana) (O’Connell, 2001).

“Fueron precisamente shocks externos los que, a partir de 1997 colocaron a varios países latinoamericanos frente a un dilema: o bien mantenían sus políticas antiinflacionarias, que se basaban al menos en parte en una política de ancla cambiaria (tipo de cambio fijo o banda de flotación con crawling peg moderado), ..., o bien abandonaban la defensa a ultranza del tipo de cambio para no afectar en demasía el ritmo de la actividad.... Brasil, Chile, Colombia y Perú dejaron flotar sus monedas...; Argentina y Venezuela primaron políticas antiinflacionistas, manteniendo sus respectivos esquemas cambiarios; México no alteró su sistema de flotación adoptado en 1995” (Calcagno y Manuelito, 2001, pag. 8)

En realidad, las opciones tomadas por los distintos países pueden explicarse sobre la base de la naturaleza de las obligaciones previamente contraídas y la capacidad de maniobra real que las mismas le conferían.

4. LAS DIFERENCIAS EN LAS POLÍTICAS APLICADAS , SUS CAUSAS Y SUS EFECTOS

Pese a que, como se ha indicado en las páginas anteriores, los distintos países aplicaron políticas económicas y monetarias que tenían un substrato teórico común y que, por ello, tuvieron unas repercusiones similares, sin embargo, el grado en el que la liberalización financiera tuvo lugar fue muy variable en los distintos casos. Es decir, en los tres casos estudiados (México, Argentina y Brasil) se utiliza la política cambiaria como una estrategia anti- inflacionaria y también se liberaliza la cuenta de capital. Pero, una y otra cosa se hace utilizando mecanismos muy diversos. Si se quiere, las diferencias son de matiz, pero estos matices van a tener importantes consecuencias futuras, por lo que no está de más entrar a exponer los mismos.

4.1. DIFERENCIAS ENTRE LAS POLÍTICAS CAMBIARIAS ADOPTADAS POR MÉXICO, ARGENTINA Y BRASIL

Si comenzamos el repaso por la política cambiaria es decir, por el régimen monetario nos encontramos tres situaciones diferenciadas. En primer lugar México fijó la paridad de su moneda, pero se reservó la posibilidad de devaluar cuando las autoridades monetarias nacionales lo consideraran oportuno. Es decir, estableció o más bien siguió manteniendo un sistema de cambio fijo pero ajustable. Esto era la teoría. Sin embargo, en la práctica, en el período de expansión de la economía mexicana (el inmediatamente anterior al Efecto Tequila,

es decir, entre 1990 y 1994) las autoridades, pese al creciente déficit comercial, mantuvieron la paridad de la moneda, siguiendo, en la práctica, una actitud muy similar a la derivada del establecimiento legal de un “ancla cambiaria”. Sin embargo, cuando la situación se hizo insostenible, México devaluó y la devaluación no le supuso la ruptura de ningún compromiso previamente establecido. El único cambio fue estrictamente “ideológico”. Las autoridades mexicanas tuvieron que convencerse de la imposibilidad de establecer una paridad monetaria irreversiblemente fija que pudiera sostenerse en el medio plazo y de la necesidad de optar por un sistema de cambios flexibles (Elizondo 1997).

En Argentina, la situación era parecida, por cuanto se estableció en el Plan de Convertibilidad una paridad que no se pretendía modificar. Pero los compromisos adoptados para el mantenimiento de esta paridad fueron mucho más duros, lo que dificultó la gestión de eventuales transformaciones. El primer hecho que hay que destacar es lo prolongado del mantenimiento de la paridad en Argentina, 10 años, en los cuales en todos ellos había existido un importante déficit comercial (Fanelli, 2001). Pero, además, es importante destacar las peculiaridades del régimen de convertibilidad argentino. Es un régimen donde, con el pretexto de dar mayor credibilidad a la paridad, ésta se fija por ley. Por tanto, donde es muy complicado realizar una devaluación (Rosenwurcel y Bleger, 1997). Requería ésta un trámite legal que estaba totalmente en contra de la práctica habitual en estos casos, devaluar de un día para otro, preferentemente con los mercados monetarios cerrados o suspendidos.

Pero además es un régimen donde, como consecuencia de los compromisos cambiarios adoptados, el banco central no realiza funciones de prestamista en última instancia. Es decir, el banco central no presta a los bancos comerciales en caso de que éstos tengan problemas de liquidez. Así, este mecanismo para “asegurar” los depósitos desaparece. Al mismo tiempo, en cualquier sistema financiero y, por tanto, también en el argentino, los bancos basan su actividad en la creación de dinero bancario a través del crédito. Como los bancos sólo tienen inmovilizados en forma líquida una parte mínima de sus depósitos, sin un prestamista en última instancia la posibilidad de una crisis bancaria general ante una retirada masiva de depósitos aumenta espectacularmente. En caso de crisis bancaria, nadie va a prestarles a los bancos la liquidez de la que carecen (Aglietta, 1992). De todos modos, aunque el banco central argentino se hubiera comprometido a no actuar como prestamista de última instancia, la realidad es que, dentro de sus limitaciones, en realidad, no renunció nunca completamente a esta función. De hecho, llevaba años, de modo soterrado y parcial realizándola (Calcagno y Manuelito, 2001). Pero, el propio diseño del sistema hacía que su ejercicio fuera complicado y su intervención finalmente se demostró insuficiente en los acontecimientos que tuvieron

lugar en Diciembre de 2001, cuando se decretó el cierre temporal de los bancos y la prohibición de retirar en metálico más de una cierta cantidad de dinero en el popularmente conocido como “corralito” financiero.

En última instancia esta falta de liquidez, se debía a la inexistencia de suficientes reservas de dólares en el banco central. Es el hecho de que éste no disponga de reservas suficientes para hacer frente a las demandas de cambio lo que provoca que finalmente no pueda prestar ni tan siquiera moneda nacional a los bancos comerciales. Porque si lo hace, debe estar en condiciones de asegurar su conversión a dólares, extremo que precisa de la existencia de reservas. Pero, ¿cómo puede pasar esto cuando el régimen de convertibilidad establecía que toda la base monetaria del país debían encontrarse respaldada por reservas en dólares! Sencillamente, porque, como se indica a continuación este compromiso se demostró insuficiente.

“Se comprueba también que la consiguiente presión sobre las reservas internacionales tuvo su origen en los depósitos a plazo, que disminuyen fuertemente, y no en M1, cuyo saldo quedó estable ...y mucho menos de la base monetaria. Este punto es importante desde el punto de vista conceptual, ya que el compromiso de la convertibilidad según el cual el valor de la base monetaria no puede exceder al de las reservas internacionales no quiere decir que toda la moneda susceptible de querer cambiarse en dólares (que es M3, no la base monetaria) esté respaldada” (Calcagno y Manuelito, 2001, pag. 31)

En el régimen de convertibilidad la masa monetaria tenía que ser igual a las reservas de divisas. Pero, en el escenario anterior, es la conversión de depósitos la que presiona la paridad. Por tanto, o se frena la sangría de retirada de los mismos o se elimina la paridad existente. Todo este conjunto de situaciones termina provocando la generación de un pánico que terminaría afectando a la totalidad del sistema bancario. La única receta para que esto no se produjera, desde el punto de vista de la ortodoxia económica, era generar expectativas. El propio ministro Cavallo declaró tras su reincorporación al ministerio de economía que él iba a solucionar los desequilibrios financieros que ya eran obvios en Argentina, porque sabía como “transmitir confianza a los mercados” (El País, distintos números). En todo caso, cuando esta confianza fue imposible de generar, es decir a finales de 2001 y principios de 2002 se produjeron los siguientes hechos:

- ◆ Una salida importante de capitales del país que debía producir, dado el sistema de Junta existente una reducción paralela de la base monetaria.
- ◆ Efectivamente la reducción de la base monetaria actuaba como una política que acentuaba el ciclo económico. No hay que olvidar que la economía argentina se encontraba en

recesión desde al menos dos años antes, con lo que los problemas derivados del ciclo económico en un país muy empobrecido se multiplicaron.

- ◆ Una retirada masiva de los depósitos bancarios, en principio, en buena medida con el objetivo de colocarlos fuera del país

En esta situación no es de extrañar que los bancos, sin efectivo suficiente y sin poder acudir a un prestamista en última instancia, no pudieran reintegrar los depósitos de sus clientes. Con lo que al final el gobierno, sin margen de maniobra decretó primero el cierre de los mismos y después el conocido como “corralito” que no era más que la imposibilidad de retirar los depósitos bancarios. Poco después, el “corralito” se flexibilizó permitiendo la retirada de los depósitos, pero siempre y cuando esta retirada fuera en pesos argentinos. Con ello, implícitamente se ponía de manifiesto que el banco central finalmente había actuado como prestamista de última instancia. No hay que extrañarse que, en estas circunstancias, decidiera abandonarse la paridad un dólar un peso y dejar la moneda argentina en flotación (Cinco Días, diversos números).

La legislación monetaria y financiera de Brasil tras el Plan Real guarda muchas similitudes con el caso argentino. Pese a lo que habitualmente se cree, el sistema brasileño está concebido como una “mejora” del sistema argentino. Por tanto, hay que hablar más de diferencias de matiz que de diferencias de fondo. En concreto, es un sistema de cuasi-convertibilidad donde también se condiciona la masa monetaria a las reservas de divisas

“A mediados de 1993, se puso en marcha la primera etapa del Plan Real, La segunda etapa consistió en la creación de un patrón de valor (la URV), cuyo valor en cruzeiros reales era fijado diariamente por el Banco Central, de manera de mantenerlo alineado con la cotización del dólar. Progresivamente, los salarios, contratos, precios y tarifas

Por ello también tenía, en principio, unas estrictas reglas de emisión monetaria que relacionaban base monetarias con reservas en poder del banco central, con la finalidad de controlar la inflación sobre la base de la utilización de “anclas monetarias”. De la misma forma, el banco central renunciaba con la ejecución del Plan Real a actuar como prestamista de última instancia, aunque también como en Argentina, ejerció de una forma más o menos soterrada estas funciones. La diferencia fundamental estribó en que Brasil no garantizó la paridad por ley. Esto hizo que fuera mucho más fácil el progresivo abandono del sistema de “ancla cambiaria” a partir de los sucesos ligados a la crisis asiática de 1997. Esto da lugar a un proceso de fuerte depreciación del real que va a atenuar las consecuencias recesivas del proceso de recesión y destrucción de dinero en ciernes (Sainz y Calcagno, 1999).

4.2. DIFERENCIAS EN LA LIBERALIZACIÓN EFECTIVA DE LA CUENTA DE CAPITAL DE MÉXICO, ARGENTINA Y BRASIL

En realidad, no solo la legislación financiera y los mecanismos de intervención monetaria eran distintos en cada caso, sino que esto tuvo una serie de consecuencias sobre el funcionamiento de los mercados de capitales. Si como se ha indicado una parte importante de la fragilidad financiera de estas economías procedía del hecho de su necesidad de capitales exteriores, las diferencias de legislación y las opciones tomadas en cada momento por las autoridades monetarias van a decir mucho del destino concreto de los mismos. De esta forma, puede apreciarse la existencia de fuertes diferencias en función del país al que estos flujos se dirijan.

“ El impacto de las inversiones extranjeras de cartera sobre los mercados financieros latinoamericanos se diferencia en función de los distintos grados de apertura financiera, de las características específicas de cada sistema financiero y de las diferentes opciones de gestión macroeconómica de esas corrientes. Un aspecto fundamental es el de las modalidades de aplicación en los mercados financieros internos que fueron liberalizados. Las inversiones en cartera implican riesgos financieros considerables para los países periféricos, específicamente riesgos de crisis cambiaria y financiera” (Penido de Freitas y Magalhães Prates, 2000, pag. 57)

De esta forma, en Argentina donde la economía se encontraba fuertemente dolarizada *“tanto los residentes como los no residentes utilizaron los depósitos en dólares para internalizar recursos en el país. De esta forma, se protegían del riesgo de la desvalorización y aprovechaban los altos tipos de interés vigentes. La parte restante de las corrientes de capital se orientó a las bolsas de valores locales”*. (Penido de Freitas y Magalhães Prates, 2000, pag. 57). Es decir en el caso argentino el mercado más desregulado, el que tenía una liquidez mayor y el que por tanto era más sensible a perturbaciones puramente financieras, era el mercado monetario. En México donde los depósitos en moneda extranjera se encontraban mucho menos popularizados, la entrada de capitales se dirigió preferentemente hacia los mercados de deuda pública. Es decir, en México antes de 1994 el problema fundamental era que buena parte de la deuda pública estaba contraída por el gobierno mexicano en dólares. Como la misma se renegociaba en el corto plazo, la no renovación de la misma y la salida masiva de dólares del país planteaban problemas por lo que se refiere a la convertibilidad de la moneda. En Brasil, por el contrario, donde la liberalización financiera fue mucho más modesta, la casi totalidad de los inversionistas extranjeros en cartera actuaron en la bolsa de

valores de São Paulo (Bovespa), la principal del país. Por tanto, en este caso, era una venta de títulos en los mercados y una salida de los mismos la principal fuente de inestabilidad de la economía brasileña (Penido de Freitas y Magalhães Prates, 2000).

Por tanto, el proceso de liberalización financiera tuvo consecuencias parecidas en todos los países. Originó un flujo masivo de recursos financieros dirigidos hacia ellos, unos grandes desequilibrios comerciales, una cierta modernización de sus aparatos productivos, un proceso de creación de dinero, una inflación en el precio de los activos etc. Todos estos rasgos son comunes. Pero también existen una serie de rasgos específicos ligados a la forma que tomó este masivo flujo de capitales. Por ello, no es de extrañar que cuando el ciclo financiero se revierte, esto es, en 1994, en 1997 o en 2001 los efectos sean muy diferentes en unas economías y otras. De este modo, en los tres momentos Argentina resultó el país más vulnerable frente a una situación de crisis financiera. La liberalización en este país ha dado lugar a una fragilidad financiera creciente, de forma que cualquier episodio de inestabilidad es susceptible de provocar una rápida desmonetización de la economía argentina

“De esta forma, la vulnerabilidad argentina a la reversión de los flujos de capitales, inherente al régimen de convertibilidad, se agrava por la liquidez de los depósitos en dólares (y pesos) y por la concentración del crédito en los sectores no transables.” (Penido de Freitas y Magalhães Prates, 2000, pag. 58)

México se veía afectado fundamentalmente por la presencia de capital procedente de los mercados internacionales de capital en la financiación de su déficit público, a través de las obligaciones conocidas como tesobonos. No obstante, la disminución en términos relativos del montante de su deuda a raíz del desarrollo del modelo exportador ha hecho que este país evolucione de forma que sus niveles de fragilidad financiera se hayan visto progresivamente atenuados. Es decir, el desarrollo de una fuerte base exportadora ha disminuido las posibilidades de impago de su deuda. Brasil tenía hasta la adopción del Plan Real unos niveles de apertura financiera limitada. El Plan Real se adopta en el año 1993. Como se ha indicado, fue relativamente exitoso. Pero, en realidad, sus directrices solo fueron aplicadas hasta 1997, donde como consecuencia de los efectos en el país de la Crisis Asiática el gobierno opta por una devaluación de la moneda y renuncia por tanto a continuar utilizando el recurso al “ancla cambiaria” para controlar la inflación. De esta forma, en Brasil, el ancla se utilizó únicamente como política a corto plazo. Esto marca una diferencia fundamental con Argentina donde el régimen de convertibilidad se prolongó durante más de 10 años.

En resumen, no sólo hay que tener presente en el análisis la liberalización financiera genéricamente considerada y los efectos directos y comunes para todos los países que la

aplicaron, sino también los rasgos que, en la práctica, diferenciaron las políticas aplicadas. En este sentido, las opciones tomadas en Argentina fueron más radicales que las tomadas en México o en Brasil, se mantuvieron durante más tiempo y tuvieron unos efectos destructivos mucho mayores.

5. CONCLUSIONES

Los planes de reforma financiera aplicados en Latinoamérica en los años noventa del pasado siglo compartían una misma filosofía. La apertura financiera pretendía en ellos ser la palanca que, con un esfuerzo mínimo, propiciara el desarrollo de una industria exportadora, competitiva en los mercados internacionales. Esta aproximación al desarrollo es ya, de por sí, bastante criticable por los efectos medioambientales y sociales ligados a la misma. Desde una perspectiva medioambiental supone, en la mayor parte de los casos, aceptar e impulsar especializaciones productivas basadas en la explotación de las riquezas naturales de estos países. Por tanto, implica incentivar una estrategia de reprimarización de la estructura productiva de los mismos. Desde un punto de vista social, el desarrollo exportador supone el acceso a fuentes de trabajo abundante y barato, ya que el coste de éste es una de las principales variables sobre el que las economías latinoamericanas basan su capacidad competitiva. De esta forma, paralelo al afianzamiento del modelo exportador, se producen fuertes fenómenos de polarización social que dan lugar a fuertes aumentos de la pobreza, incluso en países en los que los procesos de acumulación han sido relativamente exitosos.

Pero, posiblemente, lo más sorprendente sea que, en muchos casos, la aproximación financiera al desarrollo no ha conseguido que se desarrolle un modelo de base exportadora en países caracterizados por poseer unos tejidos productivos, en general e industriales en particular, relativamente diversificados, como puede ser el caso de Brasil o Argentina. Lo que en todos los casos se ha producido, ha sido un fuerte proceso de creación de dinero que ha dado lugar a un fuerte proceso inflacionario que ha afectado al valor de inmuebles y activos financieros. Esta inflación ha supuesto una fuente extraordinariamente poderosa de generación de plusvalías. Incluso puede afirmarse que ha servido de refugio a capitales nacionales poco competitivos ante la creciente concurrencia existente en otros sectores.

Este proceso acelerado de creación de dinero e inflación del precio de los activos ha dado lugar a un deterioro de los derechos de cobro de bancos y otras instituciones financieras. La expansión del crédito se ha realizado más por presión de la oferta de fondos que por la demanda existente. Ello ha supuesto la existencia de una debilidad y fragilidad estructural en

los distintos sistemas financieros nacionales. En este sentido, la debilidad del sistema bancario es observable en realidades muy diversas como puede ser el caso de México, Argentina y Brasil. Por otro lado, la exuberancia especuladora es otro de los elementos que ha contribuido a exacerbar las diferencias sociales. La posesión de activos y en general de riquezas es otro elemento de diferenciación social complementario a la posición de los distintos individuos en los mercados de trabajo. Además, el nivel de fragilidad financiera de una parte importante de las economías de América Latina ha alcanzado niveles sin precedentes. No sólo el sistema bancario es frágil o los niveles de endeudamiento sobrepasan cotas históricas, sino que además el conjunto de los equilibrios macroeconómicos de buena parte de estas economías dependen de la mera “percepción” de los mercados de capital. El concepto de crisis financieras de “tercera generación” no viene sino a afirmar esta misma idea.

Visto que la fragilidad financiera es uno de los principales rasgos de las economías latinoamericanas actuales cobra más interés que nunca el analizar como el mismo varía en función de las distintas políticas ejecutadas. Un estudio en este sentido demuestra que es el caso argentino con su irrevocable fijación de paridades, sus altos niveles de dolarización, su inexistencia de prestamista en última instancia etc. el que más problemas tenía para ser gestionado. Y también el que tenía unos efectos destructivos mayores. No obstante, esto, en buena medida, es el reflejo de que el Plan de Convertibilidad surge tras la experiencia de los años ochenta en los que la economía argentina sufrió de unos procesos hiperinflacionarios y desmonetizadores especialmente importantes. Remonetizar la economía argentina tuvo un coste en inestabilidad y fragilidad financiera que no tuvo que ser asumido en los otros dos casos estudiados. Pero tampoco es fácil entender por qué, si mantener la paridad monetaria tenía un coste tan alto, la misma no cambió en una década. Éste es un fallo de las autoridades políticas y monetarias argentinas, pero también de las instituciones financieras internacionales que, de una forma más o menos entusiasta, respaldaron con su actitud este orden de cosas.

BIBLIOGRAFÍA

- Agosin, M.R. (2000) “Fortaleciendo la institucionalidad financiera en Latinoamérica” *Serie temas de coyuntura. Unidad de Estudios Especiales, CEPAL*
- Aglietta, M. (1995): “Globalización financiera, riesgo sistémico y control monetario en los países de la OCDE”. *Pensamiento iberoamericano*, nº 27, 19-42
- Bauman, R. y Mussi, C. (1999) “Algunas características de la economía brasileña desde la adopción del Plan Real” *Serie temas de coyuntura. Unidad de Estudios Especiales, CEPAL*
- Bello, W. et Alter (1999) *Dark victory: The United States and the global poverty*. Pluto Press y Food First. Londres y Nueva York.
- Bello, W. et Alter (2000) (EDTS) *Global finance: New thinking on regulating speculative financial markets*. Zed Books. Londres y Nueva York.

- Boyer, R. (2001) “Dos desafíos para el siglo XXI: disciplinar las finanzas y organizar la internacionalización” *Revista de la CEPAL n° 69*.
- Bustelo et al (1999) "Global and Domestic Factors of Financial Crises in Emerging Economies: Lessons from the East Asian Episodes (1997-1999)", *ICEI Working Papers*, No. 16.
- Bustillo, I. Y Velloso, H. (2002) “Las tasas de interés estadounidenses, la deuda latinoamericana y el contagio financiero” *Revista de la CEPAL n° 78*.
- Calcagno, A. y Manuelito, S. (2001) “La convertibilidad argentina: ¿un antecedente relevante para la dolarización de Ecuador?” *Serie temas de coyuntura. Unidad de Estudios Especiales, CEPAL*
- Calvo, G., Leiderman, E y Reinhart C (1993) “Capital inflows and real exchange rate appreciation in Latin America: the role of external factors” *IMF Staff Papers, vol. 40, N° 1, Marzo*.
- De Mattos, C. (1996) “Reestructuración, globalización, nuevo poder económico y territorio en el Chile de los noventa” *Revista de Estudios Regionales, n. 43*.
- Elizondo, C. (1997) “Tres trampas sobre los orígenes de la crisis económica mexicana de 1994” *Desarrollo económico. Revista de Ciencias Sociales, pag. 953-969*.
- Fanelli, J.M. (1997) “Liberalización financiera y cuenta de capital: observaciones sobre la experiencia de los países en desarrollo” *Desarrollo económico Revista de Ciencias Sociales vol 31, pag. 339-363*.
- Fanelli, J.M. (2001) “Crecimiento, inestabilidad y crisis de la convertibilidad en Argentina” *Revista de la CEPAL n° 77*.
- Hayek (1983) *La privatización del dinero*. Madrid Unión Editorial
- Livacic, E. y Sáez, S (2001) “La agenda de la supervisión bancaria en América Latina” *Revista de la CEPAL n° 74*
- Moguillansky, G. (2002) “Inversión y volatilidad financiera en América Latina”. *Revista de la CEPAL n° 77*.
- O’Connell, A. (2001) “Los desafíos de MERCOSUR ante la devaluación de la moneda brasileña” *Serie temas de coyuntura. Unidad de Estudios Especiales, CEPAL*
- Palazuelos, E. (1998) *La Globalización financiera. La internacionalización del capital financiero a finales del siglo XX*. Editorial Síntesis Economía
- Penido de Freitas, M.C. y Magalhães Prates D. (2000) “La experiencia de la apertura financiera en Argentina, Brasil y México” *Revista de la CEPAL n° 70*.
- Pizarro, R. (2001) “La vulnerabilidad social y sus desafíos: Una mirada desde América Latina” *Serie temas de coyuntura. Unidad de Estudios Especiales, CEPAL*
- Sainz, P. y Calcagno, A. (1999) “La economía brasileña ante el Plan Real y su crisis” *Serie temas de coyuntura. Unidad de Estudios Especiales, CEPAL*
- Rozenwurcel, G. y Bleger, L. (1997) “El sistema bancario argentino en los noventa: De la profundización financiera a la crisis sistémica” *Desarrollo económico Revista de Ciencias Sociales vol 31, pag. 163-193*.
- Sotelsek, D.F. (1997) “Crisis bancaria en un esquema de currency – board: La experiencia argentina” *Desarrollo económico Revista de Ciencias Sociales vol 31, pag. 313-234*.
- Wray L.R. (1990) *Money and credit in capitalist economies: The endogenous approach*. Edward Elgar.