Estabilidad financiera internacional, flujos de capital y transferencias netas hacia los países en desarrollo	Titulo
Kregel, Jan - Autor/a;	Autor(es)
Reforma financiera en América Latina	En:
Buenos Aires	Lugar
CLACSO, Consejo Latinoamericano de Ciencias Sociales	Editorial/Editor
2006	Fecha
	Colección
Mercado Financiero; Instituciones Financieras; Relaciones Economicas Internacionales; Finanzas Internacionales; Politica Economica; Politica Financiera; America Latina;	Temas
Capítulo de Libro	Tipo de documento
"http://bibliotecavirtual.clacso.org.ar/clacso/coediciones/20100825031900/15kregel.pdf"	URL
Reconocimiento-No comercial-Sin obras derivadas 2.0 Genérica http://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/2.0/deed.es	Licencia

Segui buscando en la Red de Bibliotecas Virtuales de CLACSO
http://biblioteca.clacso.edu.ar

Consejo Latinoamericano de Ciencias Sociales (CLACSO)
Conselho Latino-americano de Ciências Sociais (CLACSO)
Latin American Council of Social Sciences (CLACSO)
www.clacso.edu.ar

CLACSO
Consejo Latinoamericano de Ciencias Sociales
Conselho Latino-americano de Ciências Sociais
Latin American Council of Social Sciences

Kregel, Jan. Estabilidad financiera internacional, flujos de capital y transferencias netas hacia los países en desarrollo. En publicación: Reforma financiera en América Latina. Eugenia Corre y Alicia Girón. CLACSO, Consejo Latinoamericano de CienciasSociales,BuenosAires,Argentina.2006.ISBN:987-1183-42-9

Jan Kregel*

Estabilidad financiera internacional, flujos de capital y transferencias netas hacia los países en desarrollo**

Disponible en la web: http://bibliotecavirtual.clacso.org.ar/ar/libros/edicion/correa/kregel.pdf
Fuente: Red de Bibliotecas Virtuales de Ciencias Sociales de América Latina y el Caribe de la red CLACSO http://www.clacso.org.ar/biblioteca

Introducción

Uno de los mayores obstáculos para el uso eficiente del financiamiento externo en el proceso de desarrollo ha sido la persistencia de crisis financieras. Sin embargo, no sólo han sido persistentes las crisis financieras desde que allá por 1820 se inició el financiamiento externo en América del Sur, sino que en muchos países, como resultado de esas crisis, la movilización de recursos externos para el desarrollo ha producido justamente el efecto contrario, pues son los países en desarrollo los que proporcionan flujos de recursos de capital netos a los países desarrollados. De hecho, el ex presidente de Brasil Getulio Vargas se quejó de que entre 1939 y 1951 (con la excepción de 1947), su país había experimentado continuos flujos financieros netos negativos (Moura, 1959: 26-27)[1].

* Funcionario de alto nivel de la United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD). Doctor en Economía, Rutgers University. Research Student, Facultad de Economía y Política, Universidad de Cambridge, EE.UU. Jefe de Análisis Político y Desarrollo, Oficina del Financiamiento del Desarrollo del Departamento de Naciones Unidas sobre Asuntos Económicos y Sociales.

** Traducción de Wesley Marshall y Atón Herrasti. Revisión de Alma Chapoy Bonifaz.

1 Según la CEPAL (1959: 29) Argentina también tuvo salidas netas en el período 1900-1944, por un monto aproximado de 46 mil millones de dólares.

Tras la crisis financiera asiática, un objetivo de los esfuerzos para construir una nueva arquitectura financiera es crear un ambiente financiero internacional estable mediante la introducción de varias reformas que mejoren las prácticas de operación, supervisión, y regulación de las instituciones y de los mercados financieros en los países en vías de desarrollo. Quienes están familiarizados con la historia de los mercados financieros internacionales durante los siglos XIX y XX pueden dudar del éxito de esos esfuerzos[2]. Pero además del escepticismo del historiador, la teoría sugiere también que aun en ausencia de factores tales como fraude financiero, venalidad, burbujas, comportamiento de manada y políticas procíclicas, la inestabilidad puede ser el estado normal de las cosas en los mercados financieros, incluso cuando la economía está en una expansión estable. En este trabajo se pretende discutir una de las tesis centrales de Hyman Minsky (1986) sobre fragilidad financiera, que afirma que la inestabilidad financiera es un proceso endógeno generado por la estabilidad económica y financiera. La implicación de su descripción teórica de la evolución de los mercados financieros sugiere que, aun si se tiene éxito en crear un sistema financiero internacional estable, pronto se convertirá en inestable por sí solo. Se analiza el esquema de deflación de deuda Minsky-Fischer en su desempeño en los procesos de deuda externa de los países en desarrollo y los procesos de formación de capital real y financieros. Finalmente, se sostiene que los países en desarrollo están siendo obligados a adoptar perfiles de financiamiento Ponzi –que son inherentemente inestables–, y que la existencia del gran déficit estadounidense en cuenta corriente sólo agrava estas dificultades.

Minsky y la teoría de la inestabilidad financiera

Inicialmente, el trabajo de Minsky se ocupó de la relación entre las empresas y los bancos que les prestaban. Sin embargo, las diferentes clases de perfiles de pago que Minsky establece para clasificar la fragilidad potencial del sistema son de aplicación generalizada[3]. En particular, son aplicables a los países que piden prestado en los mercados financie-

---

2 Esto independientemente de cualquier crítica a los beneficios que pueden obtenerse por introducir mejores técnicas en los mercados financieros. Por ejemplo: "Mis observaciones sobre regímenes de transición cuestionan la aplicación de mejores técnicas en los mercados financieros; aun éstas, desarrolladas con la mayor buena fe por los mejores reguladores." (Tarullo, 2003: 29).

3 He experimentado esto en varios trabajos sobre las crisis financieras de los años noventa: "Yes 'IT' Happened Again: the Minsky Crisis in Asia", en Riccardo Bellofiore y Piero Ferri, (eds), *Financial Keynesianism and Market Instability*, E. Elgar, 2000, pp. 194-212; "East Asia is not Mexico: the Difference Between Balance of Payments Crises and Debt Deflations", en Jomo, K.S. (ed.), *Tigers in Trouble: Financial Governance, Liberalisation and Crises in East Asia,* London: Zed Press, 1998, pp. 44-62; "Alternative to the Brazilian Crisis" En *Revista de Economía Política-Brazilian Journal of Political Economy*, Vol. 19, Nº 3 (75) julio-septiembre de 1999, pp. 23-28.

ros internacionales para complementar los recursos que necesitan para su desarrollo. Por lo general se argumenta que los países en desarrollo tienen tasas de rendimiento sobre la inversión potencialmente más altas que las de la mayoría de los países industrializados, y que sus bajos ingresos van acompañados de tasas de ahorro más bajas que las de los países desarrollados, de tal modo que debe haber un flujo continuo de préstamos hacia los países en desarrollo para permitir que los ahorradores de los países desarrollados aprovechen los más altos rendimientos, y que los países en desarrollo exploten su más alto potencial de crecimiento. Así, estos últimos estarán en la misma posición que una empresa que trata de obtener financiamiento adicional.

El esquema de perfiles de pago de Minsky empieza desde el balance contable del prestatario, observando que el ingreso que genera capital en la parte correspondiente al activo se ha financiado emitiendo pasivos que implican compromisos de pago en efectivo en la parte del pasivo. El perfil de pago debe hacer coincidir los compromisos de pago por concepto de intereses, dividendos y amortización generados por los pasivos, con los flujos de ganancias generados por los activos de capital. En las empresas, generalmente los primeros se conocen con certeza, como las obligaciones a interés fijo, o los que la empresa controla, como los dividendos; en cambio, los últimos pueden ser altamente volátiles y sujetos a factores fuera del control de la empresa. En el caso de los prestatarios soberanos, tanto los compromisos en efectivo como las entradas de efectivo están sujetos a volatilidad e incertidumbre, y en consecuencia, el prestatario no tiene control sobre ellos.

El perfil ideal es aquel en el cual la empresa tiene en todo momento futuro un margen de protección de flujos esperados de entradas en efectivo más que suficiente para cubrir sus compromisos por concepto de servicio de la deuda, a los cuales es posible hacer frente incluso si ocurre un alza en las tasas de interés o una declinación en las entradas de efectivo. La empresa con un perfil de financiamiento "cubierto" es así virtualmente un prestatario libre de riesgo, precisamente la clase de cliente a la que los bancos prefieren prestar. Sin embargo, la mayoría de los prestatarios caen en lo que Minsky llama un perfil "especulativo", que significa que la empresa puede no tener suficientes flujos de efectivo como para hacer frente a sus pagos de deuda en todo momento, pero que podrá cumplir en el plazo que abarca el préstamo o el proyecto de inversión. En la jerga financiera, el valor neto actual del proyecto que se está financiando es positivo, aunque las entradas de efectivo en algunos momentos puedan ser negativas o insuficientes para cubrir el servicio de la deuda; pero si el banquero tiene paciencia, recibirá completo su dinero y los intereses correspondientes.

El perfil más famoso de Minsky lo constituyen las "finanzas Ponzi", en las cuales, debido a algún evento o incidente inesperado o impre-

visto, externo o interno, una empresa con un perfil de financiamiento especulativo se encuentra en una posición tal que no puede hacer frente a sus compromisos actuales en efectivo y hay pocas posibilidades de que lo haga en el futuro, por lo que el valor neto actual de la inversión que se está financiando se vuelve negativo para el prestamista. La empresa no podría cubrir sus pasivos liquidando sus activos a su justo valor actual; en suma, es insolvente. Para estar al corriente en sus compromisos y mantenerse en operación, la empresa necesita obtener nuevos préstamos para pagar lo que debe por concepto de servicio de la deuda en cada período. De este modo, tiene que convencer al prestamista original de que incremente el monto del préstamo existente, o conseguir nuevos créditos con otros prestamistas, pues hay pocas perspectivas de que la empresa pueda pagar los préstamos si no obtiene financiamiento adicional en el futuro.

Hay una importante diferencia en la forma en que una empresa con finanzas especulativas y una con financiamiento Ponzi enfrentan a sus acreedores. El principal objetivo de la empresa especulativa es convencer al banquero de que el proyecto es económicamente viable si se financia hasta su culminación. Por su parte, el objetivo principal de la empresa Ponzi no es tanto la viabilidad económica del proyecto que se está financiando (si persisten las condiciones actuales, no será viable), sino convencer a los prestamistas de que la empresa podrá seguir obteniendo préstamos para cubrir el servicio de la deuda. Esto porque un perfil de financiamiento Ponzi es un juego de confianza piramidal[4] y depende del poder del pensamiento positivo. Hay que convencer a los prestamistas de que el prestatario podrá enfrentar el servicio de la deuda, aun si eso implica convencerlos de que siempre habrá alguien todavía más tonto como para prestar a la empresa el dinero que les debe. Es obvio que esta es una situación de extrema fragilidad financiera, pues cuando se rompe el hechizo y un prestamista deja de creer y deja de prestar, la pirámide se viene abajo como un castillo de naipes, provocando un colapso financiero que no sólo afecta al prestatario, sino también a los prestamistas, ya que no hay valor positivo que pueda reclamarse en vez del pago.

Así, los perfiles indican la posibilidad de una crisis financiera del prestatario y el efecto sobre el prestamista cuando hay un cambio en los factores externos, como las tasas de interés. Un perfil "cubierto" requiere de cambios verdaderamente grandes en los ingresos o en los compromisos para convertirse en especulativo; en cambio una empresa

4 Precisamente, toma su nombre de Carlo Ponzi, un italiano que emigró a Boston y que en 1920 trató, sin éxito, de hacer funcionar una pirámide basada en cupones postales internacionales.

que parte de un financiamiento especulativo puede convertirse en Ponzi con una variación mucho más pequeña de las condiciones internas o externas, pues su margen de seguridad, representado por el exceso de ingresos esperados sobre sus compromisos, es más bajo.

La teoría de Minsky es la de una fragilidad financiera endógenamente creciente, basada en la idea de que si la expansión económica continúa, prestatarios y prestamistas estarán dispuestos a involucrarse en actividades con menores márgenes de seguridad, y de este modo, una economía dominada por empresas con perfiles de financiamiento cubiertos, paulatinamente se transformará en una economía caracterizada por financiamiento especulativo, que puede ser empujada cada vez más fácilmente al financiamiento Ponzi. Una vez que los valores actuales netos negativos empiezan a predominar, los problemas de los prestatarios se convierten también en problemas de los prestamistas, ya que los pasivos de las empresas aparecen como activos en los registros contables de los prestamistas. Siendo así, cuando un prestamista decide dejar de prestar, está reconociendo que lo que había registrado en su contabilidad como un valor positivo ya no lo es, y en consecuencia, tiene que ser tomado como un cargo contra las ganancias, y luego contra el capital. Si el prestamista ha emitido pasivos, como lo hacen la mayoría de las instituciones financieras, entonces el valor de esos pasivos se vuelve cuestionable y sus prestamistas pueden retirarse, llevando a lo que Minsky, siguiendo a Irving Fisher, llamó una deflación de la deuda.

Los prestatarios tratan de vender sus activos para pagar sus pasivos, lo que hace que el valor de sus activos descienda aún más; mientras tanto, los inversionistas "venden posición para hacer posición", creando una espiral descendente en la cual cada uno es un vendedor y los precios continúan cayendo, provocando que aun empresas de perfil cubierto sean inducidas al financiamiento especulativo y luego al Ponzi. El resultado es una crisis en la que ni prestatarios ni prestamistas pueden cumplir con sus compromisos, y el servicio de la deuda se suspende.

Deflación de deudas en los países en desarrollo

Este esquema general Minsky-Fischer es fácilmente aplicable al endeudamiento soberano de los países. Un país que pide prestado a prestamistas internacionales en moneda extranjera tiene que enfrentar sus compromisos de pago con sus ganancias en divisas. Estas pueden provenir de una balanza positiva en cuenta corriente, de reservas acumuladas de divisas extranjeras, de pasados superávit en cuenta corriente, de más endeudamiento con el exterior, o de una condonación de la deuda. Durante gran parte del período de posguerra, las últimas dos opciones no eran relevantes, ya que el sistema de Bretton Woods veía con malos ojos los flujos de capital privado y los mantenía en un mínimo en la

forma de créditos comerciales a corto plazo. Los países eran alentados a tener perfiles financieros cubiertos, con reservas suficientes para ofrecer un margen de seguridad ante fluctuaciones en las ganancias. Cuando el margen de protección representado por las reservas oficiales no bastaba para cubrir sus obligaciones y mantener fijos los tipos de cambio, las reservas podían complementarse con préstamos oficiales de instituciones multilaterales como el Fondo Monetario Internacional (FMI). La mayoría de esos préstamos iba a países industrializados con dificultades de balanza de pagos causadas por conmociones económicas externas o internas, que convertían lo que podría ser calificado como un perfil financiero cubierto o protegido en un perfil especulativo, en el cual no podrían cumplir con los pagos por bienes y servicios corrientes al tipo de cambio fijo existente. A cambio de un financiamiento temporal del FMI, el país se comprometía a adoptar políticas monetarias y fiscales contraccionistas, diseñadas para reducir los ingresos lo suficiente como para provocar una caída de las importaciones en relación a las exportaciones (supuestamente, estas últimas subirían, pero por lo general también caían, aunque en menor proporción), y producir así un superávit en cuenta corriente que podía usarse para pagar los préstamos oficiales y reabastecer las reservas. Es claro que tal sistema llevaba un sesgo deflacionario, dado que todos los países no podían tener perfiles de financiamiento cubierto, a menos que hubiera una fuente externa de reservas.

La filosofía fundamental detrás de este enfoque era que un compromiso a un tipo de cambio fijo era idéntico al compromiso, incluido en cualquier contrato financiero, de pagar oportunamente, de tal manera que la devaluación equivalía a una suspensión parcial del servicio de la deuda a tenedores no residentes de activos domésticos. Este sistema se basaba en el supuesto de que con el tiempo, en promedio, los países que aplicaran políticas monetarias y fiscales sanas tendrían una posición externa equilibrada y siempre podrían hacer frente a sus compromisos financieros en términos de divisas extranjeras, a la paridad establecida. El sistema de Bretton Woods fue organizado para un mundo de países industrializados más o menos similares, donde las "finanzas cubiertas o protegidas" eran la norma, con países individuales que ocasionalmente caían en la modalidad especulativa debido a conmociones imprevistas internas (excesivos aumentos de sueldos en relación con la productividad) o externas (pérdida de un mercado de exportaciones protegido) a las cuales era posible hacer frente modificando las políticas internas. Mientras se llevaban a cabo los ajustes, los déficits de pagos eran cubiertos con préstamos oficiales. De este modo, los montos acumulados de deuda externa soberana de la mayoría de esos países se mantenían muy bajos y la mayoría de los flujos internacionales de capital consistía en inversiones directas, por ejemplo de

empresas estadounidenses establecidas en Europa antes de la creación del arancel externo común de la Comunidad Económica Europea, y en los países de América Latina, principalmente en las áreas de extracción de recursos naturales.

Sin embargo, después del colapso de la convertibilidad del dólar en 1971 y de los tipos de cambio fijos en 1973 –lo que en general se considera el fin del sistema de Bretton Woods–, el incumplimiento de compromisos externos denominados en monedas nacionales se volvió aceptable en la forma de tipos de cambio flexibles. Así, esta forma de riesgo de incumplimiento que había nacido del sistema internacional y el costo de los saldos de reservas se trasladó al prestamista individual, y como resultado, los préstamos extranjeros tendieron a denominarse en la divisa del prestamista. Ello también significó el fin del papel del FMI como proveedor único de liquidez internacional. Y como los tipos de cambio fijos ya no eran el alfiler que mantenía las cosas en su lugar en el sistema, los flujos de capital internacional más libres se hicieron cada vez más importantes, primeramente por proporcionar financiamiento para el ajuste y, lo que es más importante, por permitir cosechar las ganancias acumuladas en eficiencia, al dejar que el mercado asignara el capital internacionalmente sobre la base de los rendimientos más altos. Durante mucho tiempo se dijo que los países en desarrollo proporcionaban rendimientos más altos porque su bajo ahorro interno les impedía explotar plenamente las oportunidades de inversión, mientras los países desarrollados, con ahorros en exceso, enfrentaban rendimientos decrecientes. Siendo así, los rendimientos globales se incrementarían si la libre movilidad de los flujos internacionales de capital posibilitaba a los ahorradores de los países desarrollados obtener los rendimientos más altos disponibles en los países en desarrollo, permitiéndoles a estos pedir prestado para incrementar sus ahorros y acelerar el desempeño de sus inversiones y de su crecimiento. Aunque esta teoría tuvo cierta relevancia en el siglo XIX, cuando Gran Bretaña era el centro del sistema financiero internacional, evidentemente fue menos obvia en la segunda mitad del siglo XX, cuando la economía estadounidense ofrecía rendimientos superiores a los de la mayoría de los países en desarrollo.

Como los préstamos netos positivos hechos por los países desarrollados normalmente van acompañados de una balanza en cuenta corriente negativa en el país en desarrollo, el servicio de la deuda sobre el monto acumulado de pasivos externos netos tendrá que ser cubierto con endeudamiento externo. Es importante reconocer que esto no es lo mismo que una conmoción externa o interna que convierte a un país con un perfil financiero especulativo en un perfil Ponzi, como ocurrió a fines de los años setenta, cuando la política monetaria estadounidense se hizo contraccionista y en consecuencia las tasas de interés reales sobre préstamos en dólares pasaron de negativas a positivas y el dólar

se apreció rápidamente, volviendo negativo el valor actual neto de cada proyecto de inversión financiado con préstamos en dólares. Un país en desarrollo que complementa sus propios ahorros con préstamos internacionales positivos netos está, por definición, funcionando en un perfil financiero Ponzi, pues los intereses y amortizaciones sobre préstamos sólo pueden cubrirse con entradas adicionales de capital extranjero.

Sea o no correcta la supuesta diferencia en rendimientos entre países desarrollados y en desarrollo, el aumento de los préstamos a los países en desarrollo de América Latina cuando se reciclaron los petrodólares, seguido de la aguda elevación de las tasas de interés estadounidenses y de la apreciación del dólar, rápidamente convirtió lo que habían sido los perfiles financieros especulativos de esos países en perfiles Ponzi. El remedio inicial, que para los países en desarrollo incluía producir superávit en cuenta corriente para hacer frente al servicio de la deuda, requirió declinaciones tan sustanciales en el ingreso, que ocasionó lo que se conoce como "la década perdida" para el crecimiento económico de Latinoamérica y el riesgo de descomposición política. Se encontró una solución en el Plan Brady, el cual, en vista del rechazo de la suspensión de pagos como forma de resolver el problema, aceptó la respuesta natural al perfil de financiamiento Ponzi, y buscó crear condiciones para que los países sobreendeudados de América Latina pudieran acceder a los mercados de capital internacional privado para atraer los préstamos adicionales que necesitaban para enfrentar el servicio de la deuda, acabando así finalmente con la preferencia del sistema de Bretton Woods por flujos de capital bajos, y urgiendo a los deudores a abrir sus cuentas de capital. Esta decisión fue apoyada por la creencia en la eficiencia incrementada que resultaría de la libertad de los mercados internacionales de capital. Pero implicó aceptar un perfil financiero Ponzi como la condición natural de los países en desarrollo, estuvieran o no emergiendo de una crisis de deuda anterior. Tal estrategia de desarrollo por definición se caracteriza por lo que Minsky llamó "la fragilidad financiera", pues su éxito depende de la disposición de los prestamistas a seguir prestando.

Deuda-crédito y formación de capital

Hay dos estrategias que un país puede emplear para asegurar la continuidad en los préstamos: construir capital "real" o construir capital "financiero". Construir capital "real" significa usar los préstamos del exterior para invertir en proyectos que aseguren la participación de las exportaciones netas en el crecimiento del PIB, de tal manera que las ganancias en divisas extranjeras eventualmente suban hasta el punto de cubrir los compromisos financieros creados por el endeudamiento. Esto significa una política que cree condiciones en las cuales el flu-

jo de ganancias externas mejore lo suficiente como para enfrentar los compromisos financieros con el exterior y convertir el perfil Ponzi en un perfil especulativo. En este escenario, el objetivo principal para el país prestatario es convencer a los prestamistas de que sus inversiones totales tienen un valor actual positivo neto, medido en términos de ganancias en divisas extranjeras, y de que todo lo que tienen que hacer es ser pacientes, pues incluso si hay incumplimiento en algunos períodos, recuperarán todo su dinero.

Por otra parte, crear capital "financiero" significa incrementar la confianza de los prestamistas para que sigan prestando cantidades suficientes que aseguren el cumplimiento de los compromisos existentes de servicio de la deuda. Más que convencer a los prestamistas de las posibilidades de futuras ganancias por exportaciones para enfrentar el servicio de la deuda y un eventual rendimiento para financiamiento especulativo, esta estrategia requiere garantizarles que el país podrá seguir obteniendo préstamos para cubrir sus compromisos en divisas extranjeras y para que continúe el éxito del juego Ponzi. En tales condiciones, la estrategia óptima del prestatario es convencer a los prestamistas de la ficción de que ellos recibirán su dinero, para que sigan incrementando sus préstamos. El éxito de un país en lograr esto puede medirse por la prima de riesgo internacional de sus pasivos en moneda extranjera. Una prima de riesgo baja para un país sumamente endeudado representa un alto grado de confianza por parte de la comunidad financiera internacional en que el país podrá seguir obteniendo préstamos para cumplir con sus compromisos por concepto de servicio de su deuda, es decir, en que siempre habrá en algún lado alguien todavía más tonto que le prestará para financiar el servicio de la deuda.

Se presentan entonces dos cuestiones. La primera, cómo crear capital "real" y capital "financiero", y la segunda, determinar si las políticas para crear uno y otro son compatibles. La respuesta a la primera es completamente directa: crear capital "real" requiere de un incremento en la productividad interna en niveles que permitan a la producción interna competir con bienes producidos internacionalmente. Esto exige que la inversión financiada con capital extranjero no produzca un deterioro en la balanza en cuenta corriente, resultante de un incremento en el servicio de la deuda, en exceso de las ganancias externas incrementadas. Ello puede implicar políticas que aseguren que las nuevas inversiones no tengan un contenido de importación excesivamente alto, o que enfrenten requisitos para exportaciones potenciales o que incluyan vínculos de tecnología o producción internas que incrementen la capacidad interna para obtener divisas extranjeras mediante exportaciones. Lo anterior deja en claro por qué la liberalización comercial unilateral ha dañado tanto a los países en desarrollo que la adoptaron; no sólo cambia el perfil financiero de especulativo a Ponzi, sino que también

destruye el capital "real", pues no da tiempo a los productores domésticos de invertir en programas de reestructuración que les permitan elevar la productividad para competir con productores internacionales, y así obliga a crear capital "financiero" para enfrentar los crecientes déficit en cuenta corriente. Ajustar el tipo de cambio puede parecer una alternativa, pero es sólo temporal, pues equivale a un arancel sobre las importaciones y a un subsidio a las exportaciones, que pierden su efectividad ante la falta de medidas que eleven la productividad.

Por otra parte, incrementar el capital "financiero" no tiene nada que ver con la construcción de la estructura productiva del país y su competitividad internacional, pues solamente se preocupa de aumentar la confianza de los prestamistas en que recibirán su pago. Si la promesa de matar al primogénito incrementa la confianza del prestamista en que se cubrirá el servicio de la deuda, entonces esa es la política adecuada, incluso si agota la fortaleza del país.

Como se mencionó anteriormente, bajo el sistema de Bretton Woods, en ausencia de grandes flujos de capital internacional privado, el remedio común para convencer al FMI de que sus préstamos para realizar ajustes le serían reembolsados era una deflación que creara un equilibrio en cuenta corriente. Sin embargo, en presencia de libres flujos de capital internacional y de cuentas de capital abiertas, para muchos países en desarrollo endeudados es más difícil crear superávit en cuenta corriente, reduciendo ingresos e importaciones. Ello porque la balanza en cuenta corriente se compone tanto de la balanza de comercio en bienes y servicios como de la balanza de servicio de los factores. La primera es determinada principalmente por la competitividad internacional y por el nivel de ingreso; pero la segunda lo es por las ganancias externas de los residentes menos las ganancias internas de los no residentes, más utilidades e intereses externos, menos el servicio de la deuda. Esta cuenta se ve poco afectada por el nivel de ingresos, y las ganancias sobre servicios de capital son determinadas particularmente por el monto del endeudamiento neto, su estructura de vencimientos y por las tasas de interés. En un país con una más alta relación deuda/PIB y una más alta tasa de interés sobre su deuda externa, la mayor proporción de su cuenta corriente está determinada por la balanza de servicio de los factores, por lo que requiere de reducciones más grandes en los ingresos para mejorar la balanza en cuenta corriente. La forma más directa de influir en esta balanza sería reducir las tasas de interés y la tasa de incremento en el monto de la deuda. Sin embargo, la tasa de interés sobre préstamos externos no está bajo el control del deudor, y bajo un perfil financiero Ponzi, el monto de la deuda está también fuera del control inmediato de los países deudores. La única variable sobre la que el país puede intentar influir es su prima de riesgo internacional.

Esto significa construir capital "financiero", influyendo en la prima de riesgo, lo que implica influir sobre la confianza que el prestamista tiene en el prestatario. Esto exige que el país demuestre su compromiso de pagar actuando sobre las variables que están bajo su control a fin de hacer convincente su compromiso. Como no tiene control directo sobre las tasas de interés internacionales, sobre la propagación del riesgo internacional ni sobre la estructura de vencimientos de su deuda pendiente –que determinan el monto corriente del servicio de su deuda–, debe escoger otra variable. En vista del respeto a los derechos humanos, ya no se permite matar al primogénito como prueba del compromiso de cumplir con el servicio de la deuda. Pero los gobiernos tienen cierto control sobre sus presupuestos de gastos así como la capacidad de aplicar impuestos, de modo que la prueba más comúnmente escogida de que cubrirán sus compromisos es una política despiadada de reducción del gasto y de incremento de los impuestos o de ampliación de la base impositiva mediante la introducción de nuevos tipos de impuestos. Un gobierno que gasta menos de lo que gana tendrá un sobrante para hacer frente a sus compromisos de deuda.

Sin embargo, incluso este compromiso no es claramente convincente, pues suele presentarse en términos de superávit o déficit fiscal del gobierno. Esta es una variable endógena determinada por los niveles de ingreso, y una política fiscal más estricta significa menores ingresos y menores recursos fiscales, así que el mejoramiento del balance fiscal por lo general es menor que la magnitud de la reducción del gasto. Segundo, parte del gasto gubernamental consiste en el servicio de la deuda interna y externa, determinado principalmente por las tasas de interés, sobre las cuales el gobierno tampoco tiene control directo. Entonces la prueba que generalmente se ofrece del compromiso de enfrentar sus obligaciones financieras es un superávit en el balance primario del gobierno, esto es, en el balance nominal del presupuesto, menos los pagos netos de intereses sobre la deuda pendiente.

Pero aunque el gobierno tenga éxito en obtener un superávit primario, este va acompañado de un déficit nominal global, lo que significa que sigue acumulando deuda, y que el servicio de la misma sigue incrementándose, incluso si su compromiso de pagarla aumenta. De hecho, el único beneficio que trae consigo un gran superávit primario es que la deuda no crece tan rápidamente como lo haría en ausencia de ese superávit, pero aun esto requiere que el superávit no provoque un alza en las tasas de interés o una caída en los ingresos tan rápida, que la menor recaudación de impuestos, aunada a los más altos costos por intereses, contrarresten ampliamente el recorte en los gastos. De este modo, sin medidas más plausibles que hagan evidentes los compromisos de enfrentar las responsabilidades financieras, la existencia de un substancial superávit primario se ha convertido en la prueba exigida

por los prestamistas para reforzar su confianza en el compromiso del deudor. Si este tiene éxito, la prima de riesgo caerá y declinarán los costos por concepto de intereses así como la cantidad que el gobierno tiene que pedir prestada para estar al corriente en sus pagos. Con frecuencia, los gobiernos han podido influir sobre la percepción de los prestamistas internacionales acerca del riesgo país, y provocar una reducción en la prima de riesgo internacional mediante crecientes superávit primarios presupuestales; sin embargo, incluso este logro es limitado, pues una prima de riesgo internacional reducida no necesariamente implica que se obtendrán fácilmente los préstamos adicionales que hacen falta para enfrentar el servicio de la deuda, sino simplemente que los préstamos existentes se renovarán a tasas más favorables.

Como es difícil asegurar que este proceso tendrá continuidad, algunos gobiernos se comprometen a pedir prestado en previsión de lo que pudiera pasar; esto es, se endeudan de más a fin de tener una reserva disponible para hacer frente a sus obligaciones cuando haya una prima de riesgo demasiado alta, o cuando no haya prestamistas internacionales y el capital "financiero" caiga a cero. Esto significa convencer a los prestamistas de prestar para financiar no otra cosa sino la balanza de liquidez del país. Ya que "pedir" siempre es más caro que "pujar o hacer una oferta", esto incrementa el futuro servicio de la deuda y hace cada vez más necesario construir capital financiero.

Para reforzar el compromiso de la política fiscal, el país también aplicará políticas económicas que incrementen su atractivo ante los prestamistas extranjeros y que aseguren que los residentes domésticos no agravarán los problemas financieros exportando su capital, legal o ilegalmente, comprometiéndose de facto a mantener la estabilidad cambiaria mediante una política de tasas de interés reales extremadamente altas. Aunque esta política pretende incrementar la disponibilidad de los prestamistas extranjeros a prestar, y disminuir la tentación de los residentes domésticos de prestar al extranjero, es claro que también tiene un aspecto negativo, al aumentar el monto del servicio de la deuda y los gastos gubernamentales por concepto de pago de intereses.

Cualesquiera que sean la políticas fiscal y sobre tasa de interés adoptadas, se debe convencer a los prestamistas de que los rendimientos ajustados al riesgo futuro serán suficientes para que sigan prestando, de manera que el país pueda enfrentar sus compromisos. Pero tal como sucede en el caso de una empresa con un perfil de financiamiento Ponzi, no importa qué tan grande sea el superávit primario del gobierno ni qué tan alta sea la tasa de interés real: la posición financiera del país seguirá siendo frágil y el valor de su capital "financiero" altamente volátil. Todo lo que se necesita para destruirlo es un acontecimiento aleatorio interno o externo, que cree una sombra de duda acerca del compromiso del gobierno; esto hará caer el otorgamiento de créditos y el país se hundirá en

una crisis. En un perfil financiero Ponzi no existe tal cosa como la construcción permanente de capital "financiero"; esta debe ser recreada y reforzada día a día en las mentes de los prestamistas. Es por ello que nunca ha habido un esquema Ponzi permanentemente exitoso, y que nunca ha habido una política exitosa de creación permanente de capital "financiero" mediante la creación de superávit primario en el presupuesto gubernamental. Eventualmente, los prestamistas reconocerán un esquema de financiamiento Ponzi para un esquema de financiamiento Ponzi y cada uno decidirá no ser el último en sostener la papa caliente, sin importar cuán altos sean los rendimientos ajustados al riesgo.

Deuda pública, altas tasas de interés e insuficiente inversión

Para muchos gobiernos de países en desarrollo altamente endeudados parecería que la creación del capital "financiero" requerido para asegurar el continuo financiamiento para el servicio de la deuda es la única manera en que el país puede comprar el tiempo necesario para construir el capital "real" que le permitirá financiar su endeudamiento mediante sus propias ganancias externas. Esto hace surgir la pregunta de si crear capital financiero es compatible con crear capital real, pues si no lo es, el gobierno no puede comprar tiempo[5], y se encontrará en una eterna batalla –que nunca ganará– para exorcizar la maldición del perfil de financiamiento Ponzi.

Como por lo general la mayor parte del presupuesto de egresos gubernamental está compuesto de costos de asignación legales y de costos laborales que son difíciles de disminuir, las reducciones iniciales suelen afectar a los gastos de capital y a los gastos en infraestructura social y en educación, cruciales para el desarrollo de la productividad del sector industrial. Aunque no hay un efecto causal directo en la inversión derivado de cambios en las tasas de interés, la experiencia indica que las altas tasas de interés sobre la deuda gubernamental alientan a las empresas, más que a emprender actividades relacionadas con la producción, a realizar actividades de ingeniería financiera para generar ingresos derivados del comercio con activos financieros. Esas altas tasas de interés también tienen un efecto depresivo sobre los préstamos hechos por los bancos, ya que el papel gubernamental, libre de riesgo, deja fuera la concesión de créditos a las empresas, lo que por lo general implica riesgos. Virtual-

5 Desafortunadamente, esas condiciones para crear capital financiero son actualmente las mismas que las llamadas "variables macroeconómicas fundamentales sólidas". En los capítulos 4 y 5 del *Informe sobre Comercio y Desarrollo, 2003* se sostiene que las mismas no son compatibles con las variables microeconómicas fundamentales requeridas para crear una plataforma de exportación competitiva.

mente en todos los países que han intentado crear capital financiero, el sector bancario no da crédito a las empresas y tiene márgenes de ganancia extremadamente altos sobre sus préstamos comerciales. Parte de esto puede deberse a la falta de competencia, pero parte se debe también al efecto de las tasas de interés reales excesivamente altas sobre la deuda del gobierno. La falta de crédito para que las empresas inviertan eleva los costos del riesgo, mermando lo requerido para introducir nuevos productos y técnicas que crearían capital "real". Esto también hace que sea más atractivo para las empresas domésticas endeudarse en el exterior, en vista de la carencia de oferta interna de crédito y de sus altos costos.

Al mismo tiempo, las altas tasas de interés pueden tener efecto directo sobre la inflación, y en los países que han adoptado esquemas monetarios basados en metas de inflación pueden crear un segundo círculo que se auto-reproduce, por el cual las altas tasas de interés utilizadas para crear confianza en el inversionista extranjero generan inflación de costos y luego escasez a través de una baja e insuficiente oferta de inversión, y de este modo se auto-perpetúan. Por otra parte, la reducción en el crecimiento del ingreso como resultado del uso persistente de superávit primarios reduce las ventas de las empresas domésticas y con ello su capacidad de financiar la inversión y la producción internamente. Por último, la reducción en la tasa de crecimiento, que es el resultado inevitable de las altas tasas de interés y de los superávit primarios, hace que el país sea menos atractivo como huésped para la inversión extranjera directa, lo que erosiona la creación de capital financiero. En general, el uso de superávit primarios como señal hacia los prestamistas suele reducir el crecimiento e incrementar las tasas de interés, lo que creará automáticamente condiciones en las cuales se elevarán los intereses y amortizaciones y se requerirá mayor endeudamiento externo[6]. En consecuencia, el financiamiento Ponzi como estrategia de desarrollo puede funcionar sólo si además de crear confianza

6 La fórmula aplicable proviene del artículo de Domar (1950: 805-826), que fue parte del debate acerca de la escasez de dólares en la posguerra. Es interesante porque trata la posibilidad de que la tasa de crecimiento de la inversión extranjera de EE.UU. fuera demasiado baja como para sostener el pleno empleo a través de exportaciones que condujeran al crecimiento, ya que una tasa de interés mayor que esta tasa de crecimiento causaría entradas por concepto de intereses y amortización que excederían a las salidas. Los problemas que podrían encarar los países en desarrollo al recibir flujos de recursos negativos netos no interesaban a los economistas. El ex presidente Getulio Vargas (Moura, 1959) vio el problema desde el punto de vista del país receptor y llamó la atención acerca de la presión potencial que las remesas de utilidades sobre la inversión extranjera directa ejercerían en la estabilidad de la balanza de pagos, aun si sólo ganaran "1 por ciento" al año. En realidad, a principios de los años cincuenta las inversiones estadounidenses en América Latina promediaban una relación ganancias/inversión que rondaba el 20%. Así, a pesar de la oposición a elevar la inversión directa de EE.UU. en la región, en América Latina continuó la experiencia de flujos financieros negativos netos a lo largo de los años cincuenta.

en los prestamistas extranjeros acerca de la capacidad de seguir endeudándose, provoca que la tasa de incremento de los préstamos extranjeros del país desarrollado exceda la tasa de interés sobre el préstamo, algo que rara vez ha ocurrido a lo largo de la historia.

Exportaciones y financiamiento

Pero este no es el único factor que ha creado fragilidad financiera en los países en desarrollo. El perfil financiero de un país está determinado también por el flujo de las ganancias por exportación, y en general en los países en desarrollo las canastas de exportación están constituidas, en su mayor parte, por recursos naturales, materias primas y bienes semi-terminados. Independientemente de si se acepta que hay una tendencia secular en los términos de intercambio, los dos primeros elementos tienen una más alta volatilidad de precios y de volúmenes vendidos que la mayoría de las exportaciones de los países desarrollados, lo que significa que habrá una alta tendencia a que el país en desarrollo requiera financiamiento a corto plazo, asociado con un perfil de financiamiento especulativo con una alta probabilidad de convertirse en Ponzi. Más aún, los bienes semi-manufacturados que son exportados por los países en desarrollo también suelen tener precios que se comportan como materias primas y están sujetos a una intensa competencia internacional entre los mismos países en desarrollo. De este modo, para crear capital "real" y reducir la prima de riesgo, hay que tener una canasta de exportación con menor volatilidad. El argumento sobre los términos de intercambio ha llevado a la idea de que esto se puede lograr incrementando la participación de las manufacturas en las exportaciones, pero muchos bienes manufacturados, aun los de alta tecnología como semiconductores, tienden a presentar una volatilidad de precios semejante a la de las materias primas[7].

Finalmente, en muchos países en desarrollo, las exportaciones producidas por empresas extranjeras tienen un contenido de importaciones extremadamente alto, y el valor añadido internamente se reduce a la mano de obra. En una gran cantidad de países, y en particular en Argentina y Brasil, estudios sobre filiales domésticas de empresas extranjeras muestran que estas hacen una contribución negativa tanto a la balanza de bienes y servicios (al importar más de lo que exportan) como a la balanza financiera (por su endeudamiento con el exterior y

7 Esta es una de las razones por las cuales los países en desarrollo endeudados, aun si se dolarizan, podrán reducir la prima de riesgo en relación con el dólar a niveles lo suficientemente bajos como para compensar otros costos como la variabilidad en el tipo de cambio real.

por los pagos por servicio de los factores que superan a las entradas de flujos de inversión directa). De este modo, esas filiales constituyen un enclave extranjero con perfiles de financiamiento Ponzi[8].

Déficit estadounidense y volatilidad mundial

La aplicación general del esquema de financiamiento Ponzi lleva a una sustancial inestabilidad cambiaria, que crea volatilidad en los compromisos en efectivo que deben cubrir los países en desarrollo. Así, a diferencia del análisis de Minsky acerca de la empresa, donde la única inestabilidad en los compromisos deriva de los movimientos en las tasas de interés sobre la deuda, en los países en desarrollo las modificaciones en los tipos de cambio suelen reforzar el efecto positivo o negativo de los cambios en las tasas de interés, como fue el caso a principios de la década del ochenta, cuando al alza inusitada en las tasas de interés estadounidenses se le sumó una apreciación del dólar; esta combinación incrementó sobremanera los compromisos en efectivo derivados del endeudamiento con el exterior. Tal volatilidad también tiene un efecto sobre la competitividad de las exportaciones, pues cuando los países tienen éxito en convencer a los prestamistas de su credibilidad, esto por lo general lleva a una apreciación del tipo de cambio y a una reducción del capital "real", a medida que las exportaciones pierden competitividad.

Sin embargo, la principal causa de esta volatilidad está en el monto del déficit externo de Estados Unidos, que actualmente ronda los 500 mil millones de dólares, equivalentes al 2% del ingreso global. Mientras siga aumentando ese déficit, cualquiera que sea la tasa de crecimiento de EE.UU., habrá flujos de capital por esa cantidad que tienen que ser reinvertidos en el propio EE.UU. o colocados en cualquier otro país, provocando con ello una variación substancial en los tipos de cambio de los países en desarrollo, sin importar si tienen un régimen cambiario fijo o flotante. No puede haber un ambiente financiero internacional estable mientras el déficit de EE.UU. siga creciendo y creando volatilidad en los flujos de capital que van a los países en desarrollo y en sus tipos de cambio.

---

8 Frecuentemente se piensa que la inversión extranjera directa es de alguna manera diferente a endeudarse en moneda extranjera; sin embargo, en la práctica esto no fue así en las más grandes privatizaciones en Brasil y Argentina, que se realizaron a través de subsidiarias de compradores extranjeros que pidieron prestado en el exterior para financiar las adquisiciones. Además, como las ganancias acumuladas pueden crecer muy rápidamente, representan una carga potencial sobre la cuenta corriente, y por ende sobre la estabilidad monetaria (Kregel, 1996: 55-62). Esa misma clase de preocupaciones surgió acerca de la posición de pagos estadounidense en los años sesenta y condujo al concepto de balanza de liquidez.

De este modo, si se acepta la proposición de Minsky de que hay una tendencia inherente, endógena, a que se incremente la fragilidad financiera y a un aumento potencial de la inestabilidad financiera, que los países en desarrollo están siendo obligados a adoptar perfiles de financiamiento Ponzi que son inherentemente inestables, y que la existencia del gran déficit estadounidense en cuenta corriente sólo agrava estas dificultades, entonces se debe abandonar el objetivo de crear un ambiente financiero internacional estable. En tal caso, ¿qué medidas pueden adoptarse para proteger a los países en desarrollo de la inestabilidad financiera? La respuesta es: las mismas medidas que adoptan las empresas para reducir la fragilidad financiera.

A manera de conclusión

La clave de la fragilidad financiera en el enfoque de Minsky está en términos de la volatilidad de las ganancias de los activos de inversión en relación con los compromisos en efectivo. Acercando las variaciones entre ambos, se reducirá la fragilidad. Así, cualquier medida que reduzca los compromisos en efectivo cuando los ingresos en efectivo caigan, reducirá la fragilidad y también la necesidad de pedir prestado; esto reducirá la probabilidad de cambiar de un perfil de financiamiento cubierto a uno especulativo o Ponzi.

Para que los países en desarrollo puedan escapar de la trampa del perfil de financiamiento Ponzi y de la necesidad de crear capital "financiero" a costa de la creación de capital "real", su endeudamiento debe ser determinado por sus capacidades "reales", por su habilidad de pagar en términos del valor actual neto de sus futuras ganancias en cuenta corriente, en términos de su credibilidad y compromiso de crear capital "real", y no en términos de sus compromisos de enfrentar las cargas de deuda matando al primogénito o aplicando sanguijuelas a la economía en la forma de superávit primarios y de altas tasas de interés. Así como los médicos reconocieron el peligro de las sangrías, los prestamistas eventualmente pedirán señales diferentes para medir la fragilidad financiera del deudor.

Independientemente de que los libres flujos de capital financiero proporcionen o no recursos adicionales a un país, deben proporcionar un medio eficiente para cambiar el perfil de los futuros flujos de efectivo y aceptar los riesgos sobre la incidencia de dichos flujos. Así, del mismo modo que un banco intenta manejar sus riesgos de tasa de interés y de liquidez, o como una empresa trata de manejar su exposición en cuanto a tasa de interés o al tipo de cambio sobre sus ganancias externas, un país en desarrollo debe tratar de igualar sus ganancias con sus compromisos. Este es un objetivo diferente al de endeudarse en el exterior para tener suficientes reservas de divisas y así pagar el servicio de deu-

da. Aunque es difícil imaginar la existencia de vehículos de cobertura en el mercado de valores fuera de bolsa que podrían hacer esto en los grandes países, hay coberturas naturales que podrían ser plenamente explotadas. Pueden citarse como ejemplo los Bonos Brady a la par y a descuento, emitidos por México, Venezuela, Nigeria y Uruguay a cambio de los préstamos no cumplidos de sus bancos comerciales, los "derechos de recuperación de valor", similares a garantías que dieron a sus tenedores el derecho a recibir pagos adicionales cuando el gobierno emisor vendiera una cantidad de petróleo mayor que la cantidad promedio vendida en un año base específico, y a un precio mayor al precio promedio en ese año. De este modo, cuando lo que recibía el gobierno por venta de petróleo se incrementaba –fuera por un aumento en la cantidad vendida o en el precio– la tasa efectiva de rendimiento sobre los bonos se incrementaba. Por supuesto, idealmente esos instrumentos deberían ser simétricos, de tal manera que cuando la capacidad de financiamiento declinara, los compromisos en efectivo declinaran también. El uso de estos instrumentos de cobertura tiene un costo, pero también lo tiene el uso de líneas de crédito contingente o endeudarse en previsión de lo que pudiera pasar y mantener reservas adicionales. Y los costos involucrados en esas coberturas se incrementan en los buenos tiempos, en vez de hacerlo cuando los tiempos son malos, y de este modo proporcionan estabilidad al perfil de financiamiento.

Arreglos creados por el FMI como el mecanismo de reestructuración de la deuda soberana (MRDS) y las cláusulas de acción colectiva (CAC) aseguran la solución cuando los prestamistas deciden que no puede continuar un esquema Ponzi, pero la manera de lograr que haya un ambiente financiero que apoye al desarrollo es creando mecanismos que eviten que un país con perfil especulativo lo convierta en Ponzi. Para ello es necesario que los gobiernos puedan controlar la cantidad de capital que entra a su país y el comportamiento de ese capital, así como reconocer que una estrategia de desarrollo a largo plazo construida únicamente sobre préstamos extranjeros es un esquema Ponzi que ya no puede tener éxito, tal como Domar reconoció que en la posguerra, el pleno empleo en EE.UU. no podía basarse en continuas salidas de capital y en superávit por exportaciones.

Bibliografía

CEPAL 1959 *Análisis y proyecciones del desarrollo económico. El desarrollo económico de la Argentina* (México: CEPAL).

Domar, Evsey 1950 "The effect of foreign investment on the balance of payments" in *The American Economic Review*, Vol. 40, Nº 4, December.

Kregel, Jan 1996 "Some risks and implications of financial globalisation for national policy autonomy" in *UNCTAD Review* (Geneva: United Nations) March.

Minsky, Hyman 1986 *Stabilizing an Unstable Economy* (New Haven: Yale University Press).

Moura, Aristóteles 1959 *Capitais estrangeiros no Brasil* (São Paulo: Editora Brasilense).

Tarullo, Daniel 2003 "¿La globalización financiera perjudica a los países en desarrollo?". Ponencia presentada en el Foro Económico del FMI, Washington DC, 27 de mayo. En <http://www.imf.org/external/np/tr/2003/tr030527.htm)>.

UNCTAD 2003 *Trade and Development Report* (New York: UNCTAD).

Se terminó de imprimir en el mes de mayo de 2006
en los talleres de Gráficas y Servicios S. R. L.
Sta. María del Buen Aire 347 (1277)
Primera impresión, 2.000 ejemplares

Impreso en Argentina