

La inversión y el desorden financiero global

Por Domingo F. Cavallo
“*Global Business Conference*”, Universidad de Nueva York¹
8 de noviembre de 2002

El abaratamiento de los costos de transporte y comunicación genera una creciente globalización de la economía. Sin embargo, las instituciones y las decisiones políticas siguen siendo predominantemente nacionales.

Ha habido un grado relativamente elevado de coordinación de las políticas comerciales a través de las negociaciones de comercio multilateral, regional y bilateral. No obstante, se ha dado una escasa coordinación internacional de las políticas e instituciones monetarias. En algunas instancias previas de globalización existieron instituciones monetarias internacionales tales como el Patrón Oro, que rigió entre 1870 y 1930, y el Sistema Bretton Woods de Tipo de Cambio Fijo, entre 1945 y 1971. Empero, las circunstancias actuales son distintas. La Economía Global carece de verdaderas instituciones monetarias internacionales.

A fin de buscar la estabilidad de los precios, se sostiene que cada país debe contar con su propia moneda nacional y dar independencia a su Banco Central. Por lo tanto, existen casi tantas de las denominadas “políticas monetarias independientes” como economías nacionales, y las tasas de cambio fluctúan sensiblemente según cómo interactúen las distintas políticas nacionales frente a los shocks reales externos que afectan a los países.

Existe un fuerte respaldo intelectual hacia la idea de que las negociaciones comerciales tendientes a establecer instituciones de comercio globales reforzarán el potencial de crecimiento de todas las economías nacionales involucradas. No obstante, ése no es el caso cuando se trata de la organización de un verdadero sistema monetario internacional, a pesar de que las instituciones monetarias son, cuanto menos, tan importantes como las instituciones comerciales para facilitar la toma de decisiones de inversión en el contexto de una Economía Global.

Más aún, mi planteo es que para las economías emergentes, la falta de adecuación de las instituciones monetarias nacionales, así como la ausencia de un sistema monetario internacional capaz de proporcionar un ancla para las instituciones nacionales, puede resultar un obstáculo más serio para el crecimiento que las actuales restricciones al comercio exterior.

¹ Presentación realizada en la conferencia “*Global Business Conference*”, Universidad de Nueva York, Nueva York, EE.UU., 8 de noviembre de 2002.

Inversión y productividad

El crecimiento se origina en la inversión y el incremento de la productividad. Claramente, los proyectos de inversión comienzan a evaluarse si existe demanda de los bienes y servicios que puede generar una mayor capacidad productiva. Los precios relativos no hacen más que resumir la información referida a la demanda de bienes y servicios frente a la oferta real, y el libre comercio reduce las distorsiones del mercado que, de otra manera, mantendrían bloqueadas las oportunidades de inversión. Eliminar las distorsiones mediante la desregulación y la liberalización del comercio a nivel nacional, y propiciar negociaciones de comercio internacional auspiciosas son indudablemente una buena estrategia para las economías emergentes.

La desregulación y la liberalización del comercio abren muchas oportunidades de inversión que de lo contrario se mantendrían cerradas. Quedó ya demostrado que la vieja idea de que las posibilidades de inversión pueden crearse imponiendo regulaciones y limitaciones al comercio exterior es errónea, porque este tipo de inversión normalmente no genera un fuerte crecimiento de la productividad. La competencia creada por políticas tales como la desregulación y la liberalización del comercio demuestra que las oportunidades de inversión que se generan exigen tecnologías más productivas y elevan el nivel de productividad.

Inversión, ahorro y capital

Pero, una vez creadas las oportunidades de inversión, la inversión misma se determina e implementa si existe disponibilidad de capital. Y el capital se origina en el ahorro. En una economía emergente, el primer paso para que el capital esté disponible a los inversores es crear las instituciones que movilicen el ahorro interno para que el capital llegue a acumularse dentro de la economía nacional. Cuando desde el exterior se observa que los ciudadanos de una determinada nación invierten sus fondos en su propia economía, los ahorristas extranjeros comienzan a considerar la posibilidad de tomar riesgos de inversión en esa nación. Las instituciones monetarias, incluso los mercados financieros y de capitales, son indispensables para facilitar o impedir la canalización del ahorro interno hacia las oportunidades de inversión locales. En consecuencia, también lo son para determinar si tal o cual país resultaría un buen receptor del flujo de capitales extranjeros o más bien todo lo contrario.

Factores como la globalización de los mercados financieros y la creciente facilidad para movilizar capitales entre países ofrecen a los ahorristas de una determinada economía nacional la oportunidad de invertir en el exterior cada vez que sus fondos corren el riesgo de evaporarse a causa de la inflación, los impuestos o cualquier tipo de confiscación. Las economías con vasta experiencia en tales fenómenos adversos encuentran mayores dificultades para construir instituciones monetarias dignas de confianza. Las instituciones monetarias adoptadas por los diferentes países se relacionan directamente con su experiencia pasada.

Es así que naciones con una larga trayectoria en estabilidad de precios y políticas monetarias responsables cuentan con monedas fiduciarias totalmente convertibles, administradas por autoridades monetarias independientes, y sistemas de flotación libre de cambio. Tal es el caso de los Estados Unidos, el Reino Unido, Japón, Canadá, Australia, Singapur y la mayoría de los países de la Unión Europea antes de que se creara el euro. El euro es una unidad monetaria como cualquier otra, con la única diferencia de que no se trata de una moneda de curso meramente nacional sino regional, es decir, ha sido adoptada por once países.

La necesidad de un ancla para las instituciones monetarias

Las naciones con cierta trayectoria en procesos inflacionarios y dificultades para lograr monedas confiables han intentado diversas alternativas institucionales. Una de ellas es la participación en un área monetaria ampliada, cuyo mejor ejemplo es el caso del euro. Países como Italia, España, Grecia y Portugal, que pagaban altas tasas de interés para los contratos de largo plazo a causa de su inestabilidad monetaria histórica, lograron revertir la incidencia negativa de sus expectativas inflacionarias sobre las tasas de interés a partir de la adopción del euro, y así comenzaron a gozar de los beneficios que brindan una moneda confiable e instituciones monetarias estables.

Por su parte, las naciones de Europa Oriental tendrán la posibilidad de instrumentar este mecanismo para encontrar un ancla a la cual fijar sus aún inestables monedas. Sin embargo, tanto las economías latinoamericanas como las asiáticas por el momento siguen sin encontrar una solución similar factible de ser aplicada. En la práctica, la mayoría de estas economías han empleado el dólar estadounidense como ancla para sus regímenes monetarios nacionales.

La utilización del dólar como ingrediente crucial para las instituciones monetarias nacionales de las economías emergentes adoptó diversas modalidades. En un extremo se encuentran los países que dolarizaron completamente sus economías. Tal es la situación de Panamá, El Salvador y Ecuador. Otros, han dejado flotar sus monedas frente al dólar estadounidense y han dado curso legal a ambos tipos de cambio, como es el caso de Perú y Uruguay, países en donde la mayoría de los depósitos a plazo y los contratos de largo plazo son constituidos en dólares. Por otra parte, están las naciones que no sólo han dado vigencia legal a la firma de contratos en dólares sino que han adoptado un rígido sistema de tipo de cambio fijo para la moneda nacional, o sea, una modalidad casi equivalente a la total dolarización. Y por último, aparecen las demás economías emergentes, quienes en su mayoría han adoptado, al menos por cierto tiempo, un anclaje al dólar menos rígido, es decir, más o menos débil para sus monedas locales.

La opinión de las Instituciones Financieras Internacionales y de los profesionales en economía ha ido fluctuando según fueran favorables o desfavorables los resultados obtenidos con la implementación de tales estrategias monetarias. Desde las crisis mexicana, asiática, rusa y brasileña, se han pronunciado definitivamente en contra de los anclajes menos rígidos y han recomendado a los países adoptar tipo de cambio flexible

así como organizar un Banco Central independiente para implementar una política monetaria nacional enderezada a alcanzar una determinada meta de inflación.

Consecuencias de la crisis Argentina

Luego de la crisis argentina, esas mismas instituciones internacionales y esos mismos economistas están comenzando a mostrarse muy críticos de los sistemas de cambio fijo más rígidos y de la dolarización, ya sea parcial o total. En mi opinión, realizan una lectura equivocada de la situación argentina así como de la responsabilidad que han tenido los cambios en las instituciones monetarias en la agudización de la crisis y la creciente complejidad para tratarla. No logran advertir la gran importancia que tiene el dólar en cada una de las economías emergentes como ancla para sus instituciones monetarias y medio de protección de los derechos de propiedad de los ahorristas.

Imponer cambios en las instituciones monetarias para facilitar el ajuste deseado de los precios relativos, en especial en lo que se refiere a los bienes exportables frente a los no-comercializables, es una muy mala idea porque deja a la economía sin la seguridad de un respaldo legal de los ahorros y, además, destruye los mecanismos que permiten la movilización de los fondos internos a fin de proporcionar el financiamiento de la inversión local. En tales circunstancias, las economías nacionales nunca lograrán atraer el flujo de capitales sino que, por el contrario, sólo inducirán su salida del país.

Las instituciones monetarias tanto como las políticas monetarias deberían emplearse sólo para consolidar la estabilidad de precios y crear confianza respecto de la protección de los derechos de propiedad de los ahorristas; entonces, no deberían manipularse para modificar los precios relativos de la economía. Los instrumentos apropiados para reajustar tales precios son las políticas y las instituciones comerciales, los impuestos indirectos y las regulaciones.

La problemática situación de la Argentina durante 2002 muestra claramente que el intento de realinear los precios mediante la alteración de las instituciones monetarias constituidas durante la década del noventa no ha hecho más que profundizar la recesión y destruir los derechos de propiedad de los ahorristas². No debería aconsejarse a ninguna economía emergente seguir la estrategia impuesta en la Argentina si lo que se busca realmente es preservar la posibilidad de crecer mediante el incremento de las inversiones y de la productividad. Argentina misma tendrá que trabajar duro y rápido si pretende reconstruir sus instituciones monetarias para asegurar a sus ahorristas que su riqueza financiera estará protegida frente a los cambios arbitrarios de las reglas del juego. Ello significara muy probablemente dejar de utilizar por mucho tiempo política monetaria discrecional.

² Ver Cavallo, Domingo F.; "Argentina 2002: El reajuste de precios relativos que destruyó los derechos de propiedad", disponible en el sitio www.cavallo.com.ar.