

¿Puede Argentina pagar su deuda externa?*

ESTRATEGIA MONETARISTA Y ENDEUDAMIENTO

A partir de 1976, los préstamos a la Argentina alcanzaron un lugar destacado en el total de las operaciones de la banca privada internacional. El crecimiento de los préstamos totales de la banca fue del 260% entre 1975 y 1981. Los préstamos a la Argentina en el mismo período aumentaron 615%. En 1975, la Argentina representaba el 4,3% del total de los préstamos a los países en desarrollo no exportadores de petróleo. En 1981, la proporción alcanzaba al 8,2%. La formación de reservas internacionales en la Argentina, también alcanzó una dimensión considerable. Parte de esas reservas fueron colocadas en la banca internacional.

Excluyendo los países industriales y exportadores de petróleo, en 1981 la Argentina era el tercer deudor de la banca internacional después de México y Brasil. Obsérvese el Cuadro N° 1.

En el Cuadro N° 5 también se observa que los préstamos a la Argentina crecieron más rápidamente que a los otros países. Frente al conjunto de los préstamos a los países en desarrollo no petroleros, el ritmo del endeudamiento argentino es más del doble.

¿Cómo se produjo la vinculación de la economía argentina a las tendencias expansivas del sistema financiero internacional? ¿Dentro de qué estrategia económica global aumentó el endeudamiento? La expansión de las corrientes de crédito internacional a la Argentina se produjo en el marco de una política económica que difiere sustancialmente de la observada en Brasil y México y contrasta, también, con la propia experiencia histórica de nuestro país. El *modelo argentino*¹ de endeudamiento externo responde a una vi-

*Tomado del libro publicado por el autor bajo el mismo título, en El Cid Editor, Buenos Aires, 1983.

¹Se señaló anteriormente que la experiencia argentina posterior a 1976 forma parte de los acontecimientos registrados, hacia la misma época, en el resto del Cono Sur, vale decir, Chile y Uruguay. La importancia relativa de la economía argentina dentro de la subregión y la dimensión de su deuda externa permiten calificar la experiencia como la de *modelo argentino*.

ESTUDIOS INTERNACIONALES

Cuadro Nº 1

PRINCIPALES DEUDORES DE LA BANCA PRIVADA INTERNACIONAL
EXCLUYENDO LOS PAISES INDUSTRIALES Y EXPORTADORES
DE PETROLEO
1975-1981

(en miles de millones de us\$)

Países	1975 (1)	1981	Incremento 2/1 (en %)
México*	13,5	55,8	309
Brasil	14,8	49,7	235
Argentina	3,2	22,9	615
Corea	3,3	16,9	412
URSS	7,6	15,9	109
Polonia	3,9	14,7	276
Conjunto de países en desarrollo no exporta- dores de petróleo	74,8	277,6	271

*En las estadísticas del FMI, México sigue incluido entre los países en desarrollo no petroleros.

FUENTE: Sobre datos del BAI y el FMI.

sión determinada del funcionamiento del sistema mundial y de la economía nacional. Interesa recordar primero, por lo tanto, los rasgos centrales de la estrategia monetarista y ubicar su aplicación en el contexto de las tendencias previas del desarrollo económico argentino. En seguida, es necesario contestar al siguiente interrogante: ¿cómo se instaló el *modelo argentino* de endeudamiento externo? y, además: ¿cómo funcionó? Detengámonos brevemente en la respuesta a estos interrogantes.

El programa del 2 de abril de 1976, introdujo una transformación radical de la política económica predominante en la Argentina desde la década de 1930². Desde los tiempos de la Gran Depresión, quedó interrumpida la tradicional vinculación del circuito monetario argentino con el sistema financiero internacional. La crisis del balance de pagos forzó la aplicación de controles de cambios y restricciones a las importaciones y otros pagos internacionales. Esto tendió a independizar la política fiscal y monetaria de las variaciones de las reservas de oro y divisas y a sentar las bases del

²Para un tratamiento más amplio de las tendencias de largo plazo de la política económica argentina, puede verse del autor: Crisis y alternativas de la política económica argentina. Fondo de Cultura Económica, 2ª ed. Buenos Aires, 1979.

proceso de sustitución de importaciones. Desde aquellos pasos iniciales se fueron aplicando multiplicidad de instrumentos que, con mayor o menor racionalidad y éxito, modificaron los precios relativos en favor de la producción manufacturera orientada a elevar el autoabastecimiento del mercado interno. Progresivamente, a medida que el sistema maduraba y la industria alcanzaba bases más anchas de sustentación, la economía fue reabriéndose y los precios relativos se modificaron en favor de las actividades exportadoras (incluyendo la producción agropecuaria tradicional) y los servicios. Estas tendencias se observan desde principios de la década de 1960. A su vez, el repunte de las exportaciones tradicionales y de manufacturas levantó paulatinamente la restricción que, la insuficiencia de pagos externos, había impuesto en el largo plazo sobre la tasa de desarrollo. El ascenso del ritmo de crecimiento del producto desde el 3% anual entre 1945 y 1960 a cerca del 5% a partir de principios de los años sesenta, refleja esta progresiva maduración del sistema y su mayor capacidad competitiva en el plano internacional. En particular, el desarrollo industrial alcanzó un impulso considerable. Según los censos industriales nacionales de 1964 y 1974, el producto manufacturero se duplicó en una década, el empleo industrial aumentó de 1.300.000 a 1.600.000 personas y las industrias dinámicas (metal-mecánica, química de base y petroquímica, electrónica) alcanzaron una gravitación dominante en el espectro industrial. El crecimiento de la productividad manufacturera y la progresiva apertura externa, permitieron que la industria trasladara ingresos al resto de la economía a través del deterioro de sus precios relativos. Las series de producto bruto a precios constantes de 1960 y 1970 revelan que, en 1975, la participación de la industria en el producto bruto interno era del 34% a precios del 60 y del 25% a precios del 70. Es decir, que en el curso de los años sesenta los precios relativos se movieron manifiestamente en contra del sector manufacturero.

La fuerte inestabilidad institucional del período confirió un fuerte carácter pendular y errático a la política económica. Pero las transformaciones de fondo no fueron insignificantes y, poco a poco, la economía nacional fue gestando una plataforma más ancha para respaldar el salto definitivo hacia una economía industrial madura, con fuertes vínculos en el orden mundial. A mediados de la década de 1970, subsistían fuertes desequilibrios en la estructura productiva, un desarrollo insuficiente de las industrias de base y la histórica concentración de la producción y el poblamiento en la Región Metropolitana y su zona de influencia. Pero los cambios producidos no eran insignificantes y el desarrollo fue alcanzando progresivamente mayor impulso.

Estas tendencias fueron brutalmente interrumpidas a mediados de la década de 1970. La crisis político-institucional, que concluyó

con el derrocamiento del último gobierno peronista, fue el punto de partida para una estrategia que cuestionó frontalmente las tendencias del desarrollo económico de las décadas anteriores³. La política anunciada el 2 de abril de 1976 se propuso reinsertar la economía argentina en el orden económico mundial y asignar los recursos internos conforme a las señales de precios derivadas del mercado internacional. De este modo, se aplicaron medidas para la adecuación del perfil de precios relativos internos al internacional. Con estos propósitos se redujo sustancialmente el espectro de los tipos de cambio efectivos con vistas a llegar a un solo tipo de cambio. Se eliminaron los impuestos a las exportaciones tradicionales y redujeron sustancialmente los reintegros para las no tradicionales. A fines de 1979, se diseñó un programa de reducciones arancelarias que, a partir de rebajas trimestrales, debía llegar en 1984 a un arancel máximo del 40% para ciertos bienes de consumo.

La política cambiaria, arancelaria y la eliminación de los controles de precios se orientaron a restablecer al mercado como árbitro supremo de la asignación de recursos y la distribución del ingreso. Dada la inserción de la economía argentina en el orden mundial, el mercado interno quedaba integrado en la división internacional del trabajo. Se trataba, pues, no sólo de liberar las fuerzas del mercado sino de integrarlo al orden mundial. Es decir, restablecer las reglas del juego de la economía primario-exportadora hasta que, los acontecimientos de la década de 1980, impusieron otros rumbos al desarrollo del país. La teoría de la subsidiaridad del Estado completaba esta estrategia al marginar al sector público de cualquier función rectora en la asignación de recursos y distribución del ingreso y, apuntaba, también, a reducir drásticamente las funciones empresarias del sector público en cuanto productor de bienes y servicios.

El proceso de apertura externa en el tráfico de bienes debió ser necesariamente lento. El peso relativo de la industria y la considerable complejidad de la economía argentina impedía que a diferencia del caso chileno, la apertura comercial externa avanzara rápidamente⁴. En cambio, la apertura externa del sector financiero adquirió un ritmo acelerado. En las palabras del Banco Central: "Las medidas dispuestas orientan la economía hacia una vinculación sin restricciones con el sector externo, en forma prácticamente inmediata en lo que hace al movimiento de capitales y en forma más gradual en lo que respecta al movimiento de bienes"⁵.

³Para una presentación más amplia de estos puntos de vista véase del autor: Nacionalismo y orden constitucional: respuesta a la crisis económica de la Argentina contemporánea. Fondo de Cultura Económica, Buenos Aires, 1981.

⁴Véase del autor: El monetarismo en Argentina y Chile. Ambito Financiero, Buenos Aires, agosto 22 de 1980. Reproducido en: Nacionalismo y orden constitucional, op. cit., y en Comercio Exterior, México, enero-febrero de 1981.

⁵Memoria Anual de 1979, p. 7.

La apertura externa se apoyó en varias medidas convergentes. La reforma financiera ejecutada a partir de mediados de 1977 liberó las tasas de interés y se limitó a regular la oferta monetaria a través de los requisitos de efectivo mínimo, el redescuento y las operaciones de mercado abierto mediante las colocaciones de Letras de Tesorería. Desde 1976 se fueron liberalizando las tasas de interés para depósitos a plazo hasta la liberación total de las tasas activas y pasivas a partir del 1º de julio de 1977. Naturalmente, se eliminó el anterior régimen de centralización de los depósitos en el Banco Central y se devolvió la titularidad de los mismos a las entidades financieras. El mantenimiento del régimen de garantía oficial plena de los depósitos, permitió que todas las entidades pudieran competir por la captación de recursos. Esto posibilitó el rápido crecimiento de algunas entidades no tradicionales. En noviembre de 1979 se alteró la política con la reducción de la garantía al 90% y el anticipo de rebajas posteriores. La acumulación de problemas en varias entidades financieras (por los riesgos crecientes de su cartera) y la manifiesta hostilidad de las autoridades hacia algunos de los nuevos grupos económicos, desencadenaron la crisis de abril de 1980 y el derrumbe de varios de los bancos privados mayores del país. En otros trabajos he formulado la hipótesis que el mantenimiento del régimen de garantía de los depósitos en la Reforma Financiera de 1977 trató de ampliar el campo de sustentación interno de la nueva política para que su objetivo central, la apertura financiera externa, avanzara sin tropiezos⁶.

La liberación de la operativa bancaria y las tasas de interés se vinculó a la de los movimientos de fondos con el exterior y, desde fines de 1978, a la programación del tipo de cambio mediante el anticipo de su cotización futura. Se amplió considerablemente el monto para transferencias y compras de divisas sin declaración (a us\$ 20.000 en septiembre de 1978), se liberalizó la compra y venta de oro y se eliminaron las restricciones para la toma de préstamos en el exterior. En este último aspecto, la autoridad monetaria reguló la entrada de recursos externos mediante la modificación de los plazos mínimos de los préstamos y, transitoriamente (mayo-diciembre de 1978), mediante la constitución de depósitos obligatorios sobre los financiamientos en moneda extranjera. Después de la crisis financiera de abril de 1980, se eliminaron todas las normas sobre plazos de préstamos del exterior.

En diciembre de 1978, el Banco Central anunció una medida de trascendental importancia: el tipo de cambio comprador, que regiría para transferencias al exterior hasta abril de 1979, plazo que fue prorrogado en varias ocasiones. En 1979 y 1980 el mercado cambiario operó bajo un régimen de ajustes anticipados por la autoridad

⁶La apertura financiera externa y la crisis. *Ámbito Financiero*. Buenos Aires, 20, 21 y 22 de octubre de 1981.

monetaria: A través de una declinación de la tasa de ajuste del 0,2% mensual debía llegarse a la fijación "definitiva" del tipo de cambio a principios de 1981. La devaluación de febrero de 1981 rompió con este régimen de ajustes programados de la paridad.

La reforma financiera, la liberación de los movimientos de fondos con el exterior y la tabla de ajuste cambiario sentaron las bases para la rápida integración de la plaza financiera argentina en la internacional. Las condiciones externas eran extremadamente propicias para este objetivo central de la política del 2 de abril de 1976. La banca internacional estaba empeñada, según se exploró en la primera parte de este ensayo, en ampliar la nómina de sus clientes. Argentina era y sigue siendo uno de los países más atractivos dentro del Tercer Mundo. Su dimensión, impecables antecedentes como país cumplidor de sus compromisos internacionales, potencial exportador y nivel de autoabastecimiento petrolero, convierten a la Argentina en uno de los clientes más sólidos dentro del mundo en desarrollo. La nueva política en la Argentina despertó, por lo tanto, considerable atención en las plazas financieras internacionales y un activo interés por participar en la inminente expansión de la corriente de créditos hacia nuestro país. La difusión del pensamiento de la Escuela de Chicago y el desarrollo de la teoría económica monetarista para las "pequeñas economías abiertas" del Tercer Mundo, proporcionaron la racionalidad teórica del modelo de apertura externa de la Argentina. Es insólito que los epígonos monetaristas en nuestro medio incluyeran al país en la categoría de "economía pequeña", pero fue así. Este enfoque revela, por otra parte, la vinculación entre la estrategia monetarista y la visión del país pre-industrial de los grupos tradicionalmente ligados al modelo primario exportador. Este tema fue explorado con mayor detenimiento en Nacionalismo y Orden Constitucional.

Quedaron así sentadas las bases de la rápida integración del circuito monetario argentino en el orden financiero internacional: las medidas internas, el marco internacional y la racionalidad teórica. Pero esto no alcanzaba para promover la rápida expansión de la corriente de préstamos hacia la Argentina. Dada la estrategia económica de base, era necesario hacer otras cosas. La exploración de este punto es tema del siguiente apartado.

¿CÓMO SE ENDEUDÓ LA ARGENTINA?

A partir de 1976, la conducción económica no se contentó con crear las condiciones para la integración del circuito monetario argentino en las plazas financieras internacionales. Se proponía, al mismo tiempo, aumentar la corriente de créditos externos hacia el país. La canalización de créditos de exterior no fue una consecuencia de las tendencias del desarrollo y de la demanda de financiamiento ex-

terno del sistema productivo. Se convirtió en un fin en sí mismo a través del cual, se generarían cuantiosos beneficios como comisiones y *spread* de los participantes del proceso. No puede comprenderse la dinámica del endeudamiento si no se toma en cuenta este papel *autónomo* de los grupos ligados a la movilización de los créditos de la banca internacional. No es extraño que esos grupos fueran los más fervorosos adherentes a la política monetarista y a la apertura financiera externa.

Cabe observar que el vertiginoso aumento de la deuda externa argentina se vincula fundamentalmente al crecimiento de los créditos de la banca privada internacional. Obsérvese el Cuadro N° 2.

Cuadro N° 2

ARGENTINA: DEUDA EXTERNA Y CREDITOS
DE LA BANCA INTERNACIONAL, 1975 Y 1980-81

(en miles de millones de us\$)

Conceptos	1975	1980	1981
Banca Internacional	3,2 (40)	18,9 (70)	22,9 (64)
Otros	4,9 (60)	8,3 (30)	12,8 (36)
Deuda externa total	8,1 (100)	27,2 (100)	35,7 (100)

	I n c r e m e n t o			
	1975-80		1975-81	
	Valor	En %	Valor	En %
Banca Internacional	15,7 (82)	490	19,7 (71)	615
Otros	3,4 (18)	69	7,9 (29)	161
Deuda externa total	19,1 (100)	236	27,6 (100)	340

FUENTE: Sobre datos del BCRA y BAL.

La participación de los préstamos de la banca internacional pasó del 40% al 70% del total de la deuda externa entre 1975 y 1980, cuando culmina el auge de la estrategia monetarista. En ese año, el 82% del incremento de la deuda externa corresponde a las operaciones con la banca internacional. El crecimiento de la deuda de ese origen fue de casi un 500% frente al 69% de la deuda de otros orígenes y el 236% del total de la deuda. Recuérdese que Argenti-

na es el país cuya deuda con la banca internacional creció más rápidamente.

Pueden identificarse dos etapas principales en el proceso de rápida expansión de la corriente de préstamos de la banca internacional a la Argentina. La primera, se refiere al papel protagónico del sector público como demandante de crédito y de las reservas internacionales del Banco Central como destino principal de los nuevos recursos. La segunda, se vincula a la revaluación del peso y al fuerte crecimiento del déficit de los pagos internacionales. Ambas etapas se superponen desde 1978, pero la clasificación facilita la exploración del tema:

a) *Primera etapa (1976-79)* La política de financiamiento público se modificó sustancialmente a partir de 1976. Las restricciones del acceso del Estado y sus empresas al crédito interno, orientaron el financiamiento público hacia la banca internacional. En el período 1976-81 la proporción del crédito externo sobre el total del financiamiento público ascendió al 52% del total. En los diez años anteriores (1966-75), la proporción había sido inferior al 24%⁷. Como se observa en el Cuadro N° 3, entre 1976 y 1978, el 80% del incremento de la deuda externa corresponde al sector público.

CUADRO N° 3

ARGENTINA: DEUDA EXTERNA
EN CONCEPTO DE CAPITAL, 1975-1981
(en miles de millones de us\$)

Concepto	1975	1976	1977	1978
Sector público	4.941	6.648	8.127	9.453
Sector privado	3.144	3.091	3.635	4.210
TOTAL	8.085	9.738	11.762	13.663
Concepto	1979	1980	1981	
Sector público	9.960	14.450	20.024	
Sector privado	9.074	12.703	15.647	
TOTAL	19.034	27.162	35.671	

FUENTE: Banco Central.

El sector público jugó, por lo tanto, el principal papel en el aumento inicial de la demanda de recursos externos. Para determinar

FIDE: *Anexo Estadístico IX*, agosto de 1981, p. 30.

el destino de los préstamos del exterior, debe diferenciarse la situación del tomador de un crédito de la correspondiente a la economía nacional. El tomador puede usarlo para gastos internos y, en ese caso, convertirá las divisas del crédito en pesos. Puede, también, utilizarlo en la importación de bienes o de servicios y, entonces, el crédito tendrá como contrapartida, una salida de divisas. Si el crédito no es utilizado directamente para financiar los gastos del tomador en el exterior, las divisas provenientes del crédito sólo pueden tener tres destinos. A saber: aumentar las reservas del Banco Central, pagar el déficit de la cuenta corriente del balance de pagos y/o financiar salidas de capitales de residentes en la Argentina. En los tres primeros años (1976-78) de la política monetarista, la cuenta corriente del balance de pagos no presentó un déficit sino un superávit (us\$ 3.774 millones). A su vez, las salidas de capitales de residentes no fueron probablemente muy importantes. En consecuencia, los créditos del exterior que no fueron utilizados directamente para pagar bienes y servicios en el exterior, contribuyeron a aumentar, sumándose al superávit de la cuenta corriente, las reservas internacionales. Estas crecieron en forma espectacular entre 1976 y 1979. Véase el Cuadro N° 4.

Cuadro N° 4

ARGENTINA: DESTINO DEL INCREMENTO
DE LA DEUDA EXTERNA, 1976-1981
(en millones de us\$)

Año	Aumento deuda	Reservas	Cuenta* Corriente	Usos aumento deuda	
				Desequilibrio de pagos Otros Rubros	Total*
1976	1.653,2	1.192,4	- 650,1	1.110,9	460,8
1977	2.023,2	2.226,5	-1.289,9	1.086,6	- 203,3
1978	1.091,8	1.998,4	-1.833,6	1.737,0	- 96,6
1979	5.371,7	4.442,4	550,1	379,2	929,3
1976-79	10.949,9	9.859,7	-3.223,5	4.313,7	1.090,2
1980	8.127,3	-2.796,1	4.855,1	6.068,3	10.923,4
1981	8.509,0	-3.806,5	4.055,8	8.259,7	12.315,5
1976-81	27.586,2	3.257,1	5.687,4	18.641,7	24.329,1

*El signo (-) significa superávit.

FUENTE: Sobre datos del Banco Central.

El aumento de reservas fue verdaderamente notable y ascendió entre 1976 y 1979 a cerca de us\$ 10.000 millones, monto prácticamente equivalente al incremento de la deuda externa en el mismo

período. Esta formación de reservas fue claramente exagerada. Para apreciar este hecho conviene comparar las reservas de la Argentina con la del grupo de países llamados de "industrialización reciente", dentro del cual se ubica a la Argentina en las estadísticas del Fondo Monetario Internacional y otros organismos internacionales. En el año 1979 las reservas de la Argentina representaban 18 meses de importaciones del país frente a un promedio de 4 meses para el grupo de países de industrialización reciente. El fenómeno fue tan notable que mereció una mención especial en la Memoria Anual de 1980 del Fondo Monetario Internacional (p. 59). Allí se dice: en 1979 "un solo país, la Argentina, representó más de la mitad de la acumulación de reservas internacionales en todo el grupo de países en desarrollo no exportadores de petróleo". Naturalmente, el manipuleo de las reservas fue otro negocio para la intermediación financiera.

El aumento de las reservas como destino del endeudamiento externo tiene un límite. La diferencia entre la tasa de interés pagada por los créditos que se toman en el exterior y cobrada por la colocación de reservas en los mercados internacionales de capitales no justifica, más allá de ciertos límites, el incremento del endeudamiento. El gerente financiero de cualquier empresa que acumule activos financieros a costas de un mayor endeudamiento, sería inmediatamente despedido por incompetente. A nivel nacional, esta política se mantuvo firmemente entre 1976 y 1979. El costo de esta política de formación de reservas en ese período puede estimarse en us\$ 500 millones.

La formación de reservas presenta un doble matiz. Por una parte, refleja la intensidad del endeudamiento externo en momentos en que la cuenta corriente del balance de pagos arrojaba un superávit y las salidas de capitales y otras erogaciones no alcanzaban, todavía, dimensión considerable. Por otra, sirvió de base de sustentación para la segunda etapa del proceso basada en la revaluación del peso y el rápido deterioro de la cuenta corriente. Un alto nivel de reservas permitió que el atraso de la paridad pudiera mantenerse, pese a las expectativas desfavorables creadas por el creciente desequilibrio de los pagos internacionales. Pero este tema debe abordarse al explorar, inmediatamente, la segunda etapa del endeudamiento externo.

b) *Segunda etapa (1980-81)*. Agotada la posibilidad de seguir aumentando las reservas internacionales, se abrió la segunda etapa. En ésta, el aumento de la corriente de créditos externos y de la deuda externa impuso la existencia de un déficit importante en la cuenta corriente del balance de pagos más salidas de capitales y otras erogaciones en el exterior.

La respuesta al dilema fue la reducción de aranceles de importación, pero sobre todo, la revaluación del peso. A partir de 1978,

esta última fue la pieza clave de la expansión de la corriente de crédito de la banca internacional. La dimensión del atraso cambiario fue realmente espectacular. Obsérvese el Cuadro N° 5.

Cuadro N° 5

ARGENTINA: TIPO DE GAMBIO Y PRECIOS
INTERNOS, 1978-1980
(1977 = 100)

Años	Precios	Precios	Tipo de cambio	Relaciones	
	Consumidor	Mayoristas		3/1	3/2
	- 1 -	- 2 -	- 3 -		
1978	276	255	195	71	76
1979	715	686	324	45	51
1980	1.435	1.115	452	31	41

FUENTE: Sobre datos del INDEC y Banco Central.

Al modificar los precios relativos de los bienes transables y no transables internacionalmente, la revaluación subsidió las importaciones. Sumado a la rebaja de aranceles se generalizó, para buena parte de la producción nacional, una protección negativa. Por otra parte, las exportaciones quedaron atrapadas entre costos crecientes e ingresos restringidos por el tipo de cambio. La revaluación del peso estimuló, además, los viajes y el turismo al exterior y la remisión de utilidades y regalías por el capital y la tecnología foránea radicados en el país. Obsérvense los datos del Cuadro N° 10. Es un hecho verdaderamente notable que, en un período de contracción del nivel de actividad de las empresas extranjeras, las remisiones de utilidades y regalías alcanzaron un record histórico.

La revaluación del peso generó un rendimiento excepcional para los tomadores de fondos externos. Además, la modificación de los precios relativos de los bienes transables y no transables internacionalmente, terminó por generar un considerable déficit comercial, hecho poco usual en la Argentina y generalmente ligado a malas cosechas o fuertes procesos previos de expansión. Ninguno de estos factores operó desde 1976. El déficit comercial debe atribuirse, fundamentalmente, pues, al atraso cambiario⁸. Sabe suponer que,

⁸El deterioro de los términos de intercambio en 1980 y 1981 es una explicación marginal del deterioro de la cuenta corriente del balance de pagos en esos años.

Cuadro Nº 6

ARGENTINA: PRODUCTO INDUSTRIAL,
IMPORTACIONES Y SERVICIOS DEL CAPITAL
Y LA TECNOLOGÍA EXTRANJERA, 1976-81

(1974 = 100)

Año	Producto Industrial	Importaciones	Servicios*
1976	95	79	130
1977	101	101	149
1978	90	92	198
1979	98	134	207
1980	95	178	265
1981	80	145	245

*Deflacionados por el índice de precios mayoristas de los Estados Unidos.

FUENTE: Estimaciones propias sobre datos del BCRA.

entre 1978 y 1980, no menos del 20% de las importaciones respondieron a los estímulos de la revaluación del peso, simultáneamente con la rebaja de aranceles. Las importaciones suntuarias y sustitutivas de producción nacional probablemente ascendieron en el período a us\$ 4.000 millones. Por otra parte, el desaliento a las exportaciones debe haber comprimido su valor, sobre todo en el caso de las exportaciones de manufacturas y de productos de las economías regionales, en alrededor del 10% de las exportaciones efectivamente realizadas, es decir us\$ 2.000 millones. De este modo, el efecto de la revaluación del peso y la rebaja de aranceles sobre el comercio exterior se ubicaría en torno de los us\$ 6.000 millones.

Las partidas invisibles del balance de pagos adquirieron un sesgo fuertemente deficitario y superaron holgadamente el promedio de los años anteriores. La partida de viajes al exterior excedió en alrededor de us\$ 2.500 millones los valores normales y las transferencias en concepto de utilidades y regalías us\$ 1.500 millones. En conjunto, el efecto negativo sobre los pagos internacionales puede estimarse en us\$ 10.000 millones.

Dado el estancamiento de la producción nacional, el déficit de la cuenta corriente reflejó el aumento del consumo suntuario (importaciones superfluas y turismo), sustitución de producción nacional por importaciones y mayores transferencias sobre el capital y la tecnología extranjera (utilidades, regalías e intereses). Además, el aumento de las erogaciones de divisas incluye partidas no identificadas de considerable cuantía. Esto resulta de consolidar los datos de la deuda externa con los del balance de pagos, elaborados am-

bos por el Banco Central. Tradicionalmente, la consolidación de ambas series presenta una brecha no identificada. La brecha puede surgir de insuficiencias de la captación estadística, subfacturación de exportaciones y otros motivos. De cualquier modo, la dimensión de la brecha en los años recientes es verdaderamente espectacular. El rubro "Otros" del Cuadro N° 8 refleja esa brecha. En el período 1970-80 la brecha ascendía a us\$ 10.382 millones y en 1981 a us\$ 8.260 millones. Es decir, un total de us\$ 18.640 millones para el período 1976-81. En este monto pueden estar incluidos importaciones de equipos militares, salidas de capitales de residentes argentinos y otros factores. Puede influir, también, una sobrestimación de la deuda externa del sector privado. Este puede haber cancelado parte de sus compromisos con el exterior sin reducirlos de los registros que sobre la materia realiza el Banco Central. Se trataría, en este caso, de una maniobra para mantener un endeudamiento inexistente que pueda, sin embargo, beneficiarse con posteriores normas especiales para el financiamiento de la deuda externa. Según estimaciones oficiales, la deuda privada en tales condiciones ascendía a fines de 1980 a us\$ 4.000 millones.

En la segunda etapa del proceso de endeudamiento externo, el liderazgo lo asumió el sector privado y no es extraño. Las tasas de interés internas y la política cambiaria indujeron un rendimiento excepcionalmente alto para la toma de créditos en el exterior. En 1979, el rendimiento en dólares de la tasa pasiva a 30 días fue del 34% anual y de la tasa activa del 43%. En 1980, los valores fueron 29% y 43%, respectivamente. Aún si se consideraba los costos de entrada y salida de las operaciones en divisas, el rendimiento neto de las operaciones con fondos externo resultó muy elevado en todo el período. En el mercado de eurodólares, la tasa de interés (LIBOR) fue del 12% en 1979 y del 14,4% en 1980⁹.

En 1979 y 1980, cerca de 2/3 del aumento de la deuda externa total correspondió al incremento del sector privado. Esto es verdaderamente notable si se recuerda el estancamiento de la actividad productiva y, en particular, del sector industrial, que suele ser el principal tomador de créditos externos. El acceso al crédito externo representó un verdadero privilegio. Mientras en 1979, un tomador de primera línea de crédito en la plaza local pagó una tasa de interés de 136%, el costo del crédito externo fue del 80%. En 1980, los valores fueron 100% y 60%, respectivamente¹⁰. Los bancos con acceso al crédito internacional jugaron un papel importante en este reciclaje de fondos externos y obtuvieron cuantiosos beneficios. Una práctica normal consistía en que una empresa local tomara, con la garantía del banco, un crédito del exterior. La empresa ven-

⁹Para los depósitos en eurodólares a 6 meses.

¹⁰Tasa anualizada para las operaciones a 30 días.

día y colocaba los pesos en el mismo banco a una tasa inferior a la pasiva del mercado. El banco obtenía, así, recursos baratos y aumentaba su *spread*. La empresa, de todos modos, obtenía recursos a un costo inferior a la tasa activa de mercado.

A partir de la crisis bancaria de abril de 1980, se generalizó la especulación contra el peso y la fuga de capitales. Las partidas no identificadas del balance de pagos, que incluyen la salida de fondos de residentes argentinos, ascendieron en 1980 y 1981 a más de 14.000 millones de dólares. Para financiar este drenaje de fondos, el Gobierno acrecentó el endeudamiento externo de las empresas del Estado y de la Tesorería. En 1981, el sector público volvió a reasumir el liderazgo del endeudamiento con casi us\$ 6.000 millones y cerca de $2/3$ de incremento de la deuda externa en ese año. Naturalmente, cuando se produjeron las devaluaciones del peso en el curso de 1981, los costos financieros del sector público y, en particular, de las empresas del Estado, aumentaron drásticamente. Toda la comunidad paga a través del déficit de las empresas del Estado y/o el aumento de tarifas, el subsidio a la fuga de capitales desde abril de 1980 a principios de 1981. Vale la pena recordar, además, que las empresas públicas no pudieron acogerse, posteriormente, a los beneficios de las operaciones de pase y seguro de cambio, al que sólo tienen acceso los deudores privados.

Muchas empresas industriales que tuvieron acceso al crédito externo, incluyendo subsidiarias de empresas extranjeras, participaron activamente en el reciclaje de fondos externos. A menudo, los cuantiosos beneficios obtenidos de ese reciclaje sirvieron para compensar las pérdidas de las operaciones industriales. Los balances de algunas firmas, revelan que el beneficio de la especulación financiera fue de considerable importancia.

De todos modos, los principales beneficiarios netos del proceso de especulación ligado a la apertura financiera externa y a la promoción del endeudamiento externo del país fueron los bancos con acceso al crédito internacional y los intermediarios entre la banca internacional y los tomadores de créditos privados y públicos en la plaza argentina.

El atraso cambiario cumplió otras funciones adicionales dentro del modelo de apertura financiera externa con endeudamiento forzado. Contribuyó a contener el aumento de los precios de los bienes sujetos a la competencia internacional y, de este modo, a impedir una contracción aún mayor de los salarios reales y el nivel de vida. Entre el primer trimestre de 1976 y el promedio de 1980, en términos de alimentos, indumentaria y artículos para el hogar, el salario real cayó 26%. En términos de servicios públicos y privados la caída fue del 43%.

Otro efecto adicional del atraso cambiario fue permitir tasas de interés internas reales no exageradamente altas o neutras, mientras

el rendimiento del reciclaje de divisas era muy elevado. En promedio anual, en 1979 la tasa real pasiva a 30 días fue de -15% en pesos y de 34% en dólares. En 1980, los valores correspondientes fueron -11% y 29% . La tasa real activa también pudo ser deprimida por el mecanismo de la revaluación y se mantuvo en términos negativos, neutros o moderadamente positivos. En consecuencia, el efecto de la revaluación del peso sobre la tasa de interés y los salarios reales contribuyó a amortiguar las tensiones del modelo.

La revaluación del peso no fue, por lo tanto, un "error" de la estrategia económica, como pretenden los analistas ortodoxos. Constituye, por el contrario, una pieza clave de la apertura financiera externa con endeudamiento forzado. En economía, los errores no se sostienen tanto tiempo y con tamañas consecuencias, si no existen sectores que se beneficien de los mismos.

SUBORDINACIÓN DE LA POLÍTICA ECONÓMICA

La apertura financiera externa modificó radicalmente el comportamiento tradicional de la economía argentina y subordinó la política fiscal y monetaria a las tendencias imperantes en el orden internacional. Conviene ubicar los cambios experimentados a partir de abril de 1976 en el marco de la experiencia previa.

A partir de la introducción del control de cambios y la regulación de la oferta monetaria en la década de 1930, el sistema monetario argentino quedó desvinculado de las plazas internacionales. En tales condiciones, la política fiscal y monetaria determinaba el nivel del gasto, la producción y el ingreso. La restricción externa operaba de manera indirecta. Toda vez que la expansión del ingreso generaba un desequilibrio en la cuenta corriente del balance de pagos, debía frenarse el crecimiento de la producción y modificarse los precios relativos en favor de las actividades exportadoras y sustitutivas de importaciones. Los salarios reales eran la principal variable de ajuste del desequilibrio externo. Una vez saneada la situación de los pagos internacionales, el sistema podía volver a adquirir un sesgo expansivo. Es el clásico ciclo de *contención-arranque* (stop-go) que caracterizó el desenvolvimiento de la economía argentina desde el fin de la Segunda Guerra Mundial. El progresivo repunte de las exportaciones agropecuarias y de manufacturas, a partir de la década de 1960, fue levantando la restricción externa sobre el crecimiento. Esto explica, en buena medida, el ascenso de la tasa de desarrollo desde principios de los años sesenta. Con la salvedad apuntada, bajo regímenes de control de cambios y determinación oficial de las tasas de interés, el nivel de la producción y el ingreso estaba determinado por la política fiscal y monetaria.

Los únicos períodos en que se liberalizaron los movimientos de fondos con el exterior, se registraron bajo la Presidencia de Frondi-

zi (a partir de 1959) y entre marzo de 1967 y octubre de 1970¹¹. En estas experiencias, sin embargo, no llegó a producirse una integración plena del sistema monetario argentino en las plazas financieras internacionales. Subsistieron regulaciones sobre las tasas de interés y, los rendimientos de las colocaciones en divisas, no alcanzaron niveles tan atractivos como para atraer masivamente fondos externos. Por otra parte, en el período Frondizi, la política cambiaria se insertó en una estrategia de industrialización y crecimiento diametralmente opuesta a la vigente desde 1976. Pero, sobre todo, las condiciones del mercado financiero internacional eran muy distintas a fines de la década de 1950 y principios de la siguiente (gobierno Frondizi) y aún en la segunda mitad de la década de 1960 (gestión Krieger). Si bien el déficit del balance de pagos de los Estados Unidos había promovido el desarrollo de los mercados de euromonedas y la progresiva transnacionalización de la banca de los principales países, no se había producido todavía el aumento de los precios del petróleo con los excedentes de petrodólares de la OPEP. Tampoco la banca internacional presionaba fuertemente por abrir nuevas plazas financieras, ni veía en los países de la periferia un destino importante de sus colocaciones. De tal modo que, en los períodos comentados, el sistema monetario argentino no llegó a integrarse plenamente en las plazas financieras internacionales. En consecuencia, el comportamiento de la economía no cambió fundamentalmente sobre lo que venía ocurriendo desde la década de 1930 ni de lo que ocurriría después, hasta abril de 1976.

A partir del programa del 2 de abril, la situación cambió radicalmente. El sistema se fue integrando en las plazas internacionales a partir de la liberación de los movimientos de fondos con el exterior y de la tasa de interés. Por el otro lado, el sistema financiero transnacional estaba ya plenamente maduro y la Argentina adquirió un considerable atractivo como plaza de colocación de recursos financieros. Por primera vez desde 1930, convergían fuerzas muy importantes. Una conducción económica en la Argentina con una filosofía pre-industrial, el interés de la banca transnacional de penetrar en el mercado argentino y un andamiaje teórico que proporcionaba la racionalidad del modelo. La apertura financiera externa, en un contexto político incapaz de reflejar las necesidades del desarrollo nacional, se hizo incontenible.

Estos hechos modificaron radicalmente las condiciones dentro de las cuales se condujo la economía argentina desde la década de 1930. Durante el período de endeudamiento forzado a través de la programación del tipo de cambio, el Banco Central perdió el control de la liquidez interna y la tasa de interés. En su Memoria

¹¹En ambos casos con tipos de cambio fijos:

Anual de 1979, la autoridad monetaria describió (pág. 4) el comportamiento del sistema en los siguientes términos:

“Cuando se establece anticipadamente el tipo de cambio, se produce una vinculación entre la oferta nominal total de dinero sino parte de ella, aquella originada en las fuentes internas de creación: financiación al sector público y a las entidades financieras.

En estas circunstancias, el resto de la economía puede ajustar la cantidad nominal de dinero a los niveles que desee exportando o importando dinero a través del déficit o el superávit del balance de pagos. Por lo tanto, el Banco Central no controla la cantidad nominal de dinero sino parte de ella, aquella originada en las fuentes internas de creación: financiación al sector público y a las entidades financieras.

El Banco Central sólo puede afectar la composición de los recursos monetarios entre los de origen interno y externo. Por esta razón, pasó a establecer metas de expansión de los recursos monetarios de origen interno, o sea la resultante de los aumentos de la base monetaria y de la expansión secundaria realizada por el conjunto de las entidades financieras, excluido el efecto monetario —primario y secundario— de las operaciones del sector externo.

Una creación de recursos monetarios de origen interno, por exceso o por defecto con relación a la demanda de recursos monetarios, puede inicialmente ser absorbida por medio de variaciones del nivel de precios, de la actividad económica y tasas de interés internas. Sin embargo, finalmente —estando el tipo de cambio fijado por la autoridad monetaria— habrá repercusión sobre las reservas internacionales si no existe equilibrio entre el precio interno de los bienes que se exportan o importan y su precio externo, o si las tasas de interés internas no están equilibradas con las externas”.

La descripción es suficientemente clara. En relación a la tasa de interés, debe estar equilibrada con la externa y ésta es fijada por las plazas internacionales. La autoridad monetaria pierde toda posibilidad de regular la liquidez y el costo del dinero en virtud de las necesidades de la economía nacional. Pueden existir localmente recursos ociosos y alto desempleo con altas tasas de interés si, en las plazas internacionales, es alto el costo del dinero. Bajo el régimen de ajustes cambiarios inferiores a la tasa de inflación, la tasa de interés interna puede llegar a ser negativa al mismo tiempo que la vigente para el reciclaje de divisas es todo lo atractiva que hace falta para atraer fondos externos. En este caso, la tasa de devaluación más el costo internacional del dinero será sustancialmente in-

terior a la tasa de interés interna y ésta, a su vez, será inferior a la tasa de inflación. Sin embargo, el déficit del balance de pagos en cuenta corriente inherente al modelo provoca una desconfianza creciente en el mantenimiento de la paridad del peso. En tales condiciones, la elevación de la tasa de interés y el aumento radical del rendimiento de las operaciones en divisas se constituye en la primera variable de ajuste del sistema. Se penaliza, de este modo, la salida de divisas y se amplían los estímulos para la toma de créditos en el exterior. Naturalmente, el costo de este proceso es una nueva caída del nivel de la actividad económica que resulta deprimida por la subida de los costos financieros. Cuando el nivel de endeudamiento previo es ya muy importante, el aumento de la tasa de interés interna simplemente se refleja en la ampliación del pasivo de las empresas con las entidades financieras y en la continuación del refinanciamiento forzado de las deudas empresarias. Es decir, la parte de la cartera activa que no es morosa es refinanciada forzosamente. Caso contrario, se multiplica la quiebra de empresas y la proporción de la cartera morosa de las entidades financieras. A partir del ajuste externo vía tasa de interés y mayores rendimientos para el reciclaje de divisas, el sistema productivo y financiero se apoya, en medida creciente, en una montaña de deudas impagables de las empresas con los bancos. Así funcionó el proceso de ajuste dentro del modelo de apertura financiera externa con endeudamiento forzado. Su manifestación más clara se registra a partir de la crisis financiera de abril de 1980. En aquella ocasión, un funcionario competente del Banco Central declaró: "las tasas de interés subirán todo lo que haga falta para frenar la especulación contra el peso y la fuga de capitales". Cuando culmina la crisis, en julio-septiembre de 1980, la tasa nominal activa de interés para empresas de primera línea se ubicaba en 150% a nivel anual, la real en 90% y el rendimiento de las operaciones en divisas superaba el 100%.

En definitiva, el modelo comentado tiene que abandonar la sobrevaluación del peso y ajustar la paridad. Esto es esencial para restablecer la credibilidad en la banca internacional y los tomadores de compromisos en divisas del país. La devaluación cumple el primer objetivo de contribuir a frenar el desequilibrio de la cuenta corriente e iniciar, progresivamente, la gestión de un superávit. El déficit de la cuenta corriente deja de ser un requisito de la política de endeudamiento. Por el contrario, el restablecimiento del equilibrio es condición indispensable para el mantenimiento de la apertura financiera externa y de las corrientes de capitales de corto plazo. La devaluación del peso contribuye a frenar las importaciones, los gastos de viaje y otras salidas de fondos. Estimula, en alguna medida, las exportaciones pero, este efecto, es más lento. Las exportaciones tradicionales se vinculan a la producción agropecua-

ria y a los precios internacionales y no responden, en el corto plazo, a los cambios de la paridad. Las manufacturas reciben un incentivo tardío. El desmantelamiento de la capacidad industrial y la pérdida de mercados ha reducido severamente la capacidad exportadora de bienes industriales. De tal modo que la devaluación opera, principalmente, vía la reducción de importaciones y otros gastos en divisas. Naturalmente, las amortizaciones e intereses de la deuda externa constituyen un dato del problema. Precisamente, el ajuste de la paridad tiende a crear condiciones para mantener su cumplimiento y permitir la renovación de créditos, que es indispensable para cerrar las cuentas internacionales. Cuando los servicios de la deuda exceden ampliamente las exportaciones no hay estrategia ortodoxa alguna que asegure el cumplimiento de los compromisos internacionales si no se cuenta con la renovación de las deudas¹². El sesgo recesivo de la economía se mantiene, de todas maneras, por la inercia de la contracción del empleo, los salarios y la demanda agregada. Durante el proceso de ajuste, vía la devaluación del peso, las tasas de interés conservan un alto nivel. Con un solo tipo de cambio indexado por los precios internos, la tasa de interés interna debe equiparar el costo internacional del dinero, más el aumento de los precios internos, los costos de entrada y salida de operaciones en divisas y la prima de riesgo cambiario. Dado el nivel promedio del costo internacional del dinero, en 1981, la tasa real de interés en la plaza argentina osciló en torno del 20% anual. Es decir, una situación que agudiza la crisis y las tensiones a que está sometido el modelo de apertura financiera externa.

Dentro de una paridad de equilibrio, con vistas a eliminar un déficit de la cuenta corriente, el campo de maniobra de la conducción económica para reducir la tasa de interés es muy limitada. Una forma de ampliarlo es a través del desdoblamiento del mercado cambiario, con la formalización de uno comercial y otro financiero. Abriendo una brecha importante entre ambos mercados, es posible, transitoriamente, intentar bajar la tasa de interés interna para el reciclaje de divisas. Es decir, un rendimiento extraordinario de más del 80% anual en dólares. Pero, naturalmente, este intento fue efímero frente al cambio de expectativas y el fuerte aumento de la prima de riesgo. El reinicio de la salida de divisas superó el intento de bajar la tasa de interés congelando el tipo de cambio financiero.

¹²El refinanciamiento de las deudas es un requisito de cualquier política, inclusive una de signo heterodoxo. De allí que la estrategia seguida frente al problema de la deuda externa identifica la naturaleza de toda la estrategia económica. La de signo ortodoxo, realizará el ajuste externo mediante la contracción de la producción, el empleo y el ingreso real. Una heterodoxa, reasumirá el control de la política monetaria y fiscal y replanteará las relaciones con los acreedores del exterior, en el marco de la recuperación económica y el crecimiento. Sobre este punto se volverá más adelante.

El segundo intento fue más a fondo y se aplicó a fines de noviembre de 1981. Allí se restableció el sistema de la programación del ajuste del tipo de cambio. Pero, esta vez, a través de las operaciones de pase y la ampliación del régimen de seguro de cambio. El Banco Central asumió, bajo esas normas, el compromiso de vender divisas a 180 días a una tasa de ajuste de la paridad del 5% mensual. Dada la tasa de interés interna, el rendimiento del reciclaje de divisas no era exorbitante, pero sí lo suficientemente atractivo como para atraer fondos externos. Además, era una operación segura por el compromiso del Banco Central de vender cambio a término a una determinada tasa. Dentro de estas medidas se introdujo una variante: fijar la tasa activa de interés para las operaciones de las entidades comprendidas en el régimen de garantía oficial de los depósitos.

La fijación de la tasa de interés constituyó una ruptura con el principio de la libertad de tasas dentro de la Reforma Financiera de 1977. Pero, en la práctica, produjo el mismo efecto observado en los otros intentos de bajar la tasa con la entrada de capitales del exterior. Las medidas comentadas se insertaron, pues, dentro de las mismas reglas del juego de la apertura externa y mantuvieron a la plaza monetaria argentina plenamente ligada al sistema financiero internacional. En consecuencia, este tipo de medidas son de efecto transitorio. Cuando el tipo de cambio financiero converge con el comercial (sigue indexado por el aumento de los precios internos) y el mayor endeudamiento vuelve a deteriorar las expectativas, el modelo de apertura financiera externa vuelve a recaer en su única variable de ajuste: el aumento de la tasa de interés interna y la profundización del receso. El aumento brusco de la paridad es el recurso último una vez que el desequilibrio vuelve a hacerse insostenible. Mientras tanto, habrá aumentado el endeudamiento de corto plazo ligado a las operaciones de pase y seguro de cambio. Con el agravante que se trata de compromisos firmes de divisas del Banco Central a una tasa predeterminada. Al final, se está peor que al principio.

En resumen, el modelo de apertura externa con paridad de equilibrio sigue sometiendo el nivel de actividad, empleo e ingreso real al sube y baja de los movimientos especulativos de capitales. En tales condiciones, la política económica se reduce, apenas, a pretender influir, efímeramente, esos movimientos y su impacto sobre la tasa de interés.

Con el nuevo relevo presidencial dentro del régimen militar, a fines de 1981, se volvió a unificar el mercado cambiario y la tasa de interés subió, otra vez, por las razones antes apuntadas. La apertura financiera externa con tipo de cambio único y paridad de equilibrio funciona en los términos que se recordaron anteriormente. Después del conflicto del Atlántico Sur y del nuevo relevo presiden-

cial, se introdujeron un conjunto de medidas para refinanciar los pasivos empresarios y sanear la cartera de los bancos, sin rectificar la atadura establecida entre la posición del balance de pagos y la liquidez interna y la tasa de interés. El experimento duró menos de dos meses. En su fase final, el régimen *de facto* opera a la deriva, sin capacidad alguna de enfrentar los problemas reales de la economía nacional ni su proceso de ajuste externo en términos compatibles con la recuperación del nivel de actividad, empleo y salarios reales.

DEUDA EXTERNA, INFLACIÓN Y ESTANCAMIENTO ECONÓMICO

La apertura financiera externa y la estrategia ortodoxa modifican fundamentalmente el proceso de crecimiento de la economía argentina. Bajo el monetarismo, la única fuente de expansión de la producción y el ingreso son las exportaciones. Todos los otros componentes de la demanda agregada generan un desequilibrio externo vía incremento de las importaciones y la fuga de capitales. Bajo un régimen de apertura financiera externa, la política fiscal y monetaria, pierde toda capacidad de expandir el consumo y la inversión internas. El actual endeudamiento de la economía argentina refuerza la vinculación entre el crecimiento de la demanda y las exportaciones. El cambio de expectativas produce rápidos cambios en la composición de la cartera de activos reales y financieros y, dentro de estos últimos, entre los activos en moneda nacional y en divisas. Cualquier intento de política expansiva estimula la especulación contra el peso y la salida de capitales. Dado la incidencia de los servicios de la deuda sobre el balance de pagos, la renovación de los créditos externos es indispensable para mantener el cumplimiento de los compromisos con los acreedores del exterior. De este modo, el comportamiento de los tomadores y dadores de créditos externos es esencial para asegurar el desenvolvimiento del modelo de apertura financiera externa. La deuda externa hace al sistema mucho más dependiente de las exportaciones como única vía de expansión de la demanda, la producción y el empleo.

En cualquier sistema económico, la capacidad de impulso de las exportaciones sobre el resto de la economía depende de varios factores: su peso relativo en la formación de la producción y el empleo, sus eslabonamientos con el resto del sistema productivo, la política de importaciones, etc. En la Argentina, las exportaciones son básicamente primarias, tienen bajos eslabonamientos con el resto del sistema y generan alrededor del 5% del empleo total¹³. Las ex-

¹³Dado el desmantelamiento industrial, inherente al modelo, las exportaciones de manufacturas complejas de los sectores metal-mecánicos, electrónicos y otras ramas dinámicas, pierden toda posibilidad de expansión. De este modo, las exportaciones vuelven a depender casi exclusivamente de la actividad primaria.

portaciones de petróleo y energéticos que se mencionan como otra fuente potencial de exportaciones, tienen las mismas características. Aunque las exportaciones de cereales y combustibles crecieran rápidamente (cosa que debe aún comprobarse), el sector primario ligado al mercado internacional generaría menos del 10% del empleo total. En otros términos, en un país en que la producción para el mercado interno y las exportaciones de manufacturas generan más del 90% del empleo, las exportaciones primarias no pueden constituirse en el principal ni, mucho menos, en el único motor del desarrollo. Las exportaciones pierden así el papel que cumplen en una economía industrial moderna: impulsar la expansión del ingreso y la integración de la estructura productiva interna. En consecuencia, el modelo de apertura financiera externa somete a la economía a una baja tasa de crecimiento de largo plazo, a un desempleo crónico y a la contracción del nivel de vida.

La estrategia ortodoxa debe consumarse con la plena integración de la economía al orden económico internacional. Es decir, la total apertura del mercado interno mediante la drástica reducción de la protección arancelaria y la unificación de los tipos de cambio efectivos. En definitiva, los precios relativos internos deben reproducir los vigentes en el mercado internacional y los recursos internos asignarse conforme a las señales de precios del exterior. La plena integración de la economía argentina al orden internacional, implica el desmantelamiento de la industria y las economías regionales y el retorno a un sistema pre-industrial. Las tensiones a que queda sometida una economía del tamaño y grado de industrialización e integración espacial de la Argentina, resultan evidentes.

Si la apertura financiera no se consuma con la plena integración externa en el plano real, las distorsiones de precios y las presiones inflacionarias siguen constituyendo rasgos esenciales del comportamiento económico. El mantenimiento de barreras proteccionistas elevadas en actividades sujetas a la competencia internacional reforzará la puja distributiva de los sectores cuyos precios están por encima de los vigentes en el plano internacional y que, conforme a la estrategia monetarista, deben desaparecer. De allí también, la coherencia de la postura ortodoxa al insistir en la rápida y drástica reducción del sector público. Es decir, de un sector que, por no estar sujeto a la competencia internacional, puede mantener serias distorsiones en los precios relativos y afectar a los sectores competitivos internacionalmente. Estos últimos son, naturalmente, aquellos en que se registran ventajas comparativas por la dotación de recursos naturales, dado el actual nivel de desarrollo del país y la distribución del poder internacional.

En resumen, la apertura financiera externa requiere, también, la apertura del mercado interno y la rápida integración de la economía real al orden mundial. Tal cual ocurrió en la experiencia chi-

lena. El monetarismo representa, por lo tanto, una visión integral del proceso económico y de la inserción de la Argentina en el plano internacional.

Este modelo pretende restablecer las condiciones de funcionamiento de la economía argentina hasta que, con la crisis del '80, el país tomara otros rumbos. Pero, el modelo tiene actualmente, menor capacidad expansiva que en aquel entonces. La población es tres veces mayor que en la década de 1920, la producción para el mercado interno y la industria tienen mayor peso relativo y el sector público ha aumentado (como en el resto del mundo) su gravitación en la asignación de recursos. Además, las condiciones del mercado mundial para los productos primarios son menos promisorias. En consecuencia, la estrategia ortodoxa modifica profundamente el comportamiento dinámico del sistema y restringe las fuentes de crecimiento. Ciertamente, este modelo es mucho menos expansivo que el sustitutivo de importaciones; pese a todas las debilidades que éste revelara desde la década de 1930. Además, tiende a aumentar el peso relativo del Estado por el achicamiento del sistema económico. Las pujas por la distribución del ingreso, la inflación y el estancamiento son males endémicos de la estrategia monetarista.

¿CÓMO PAGAR LA DEUDA?

En este trabajo se procuró encuadrar el endeudamiento argentino dentro de las tendencias imperantes en el orden mundial y de las políticas predominantes en los países deudores. Las conclusiones son las siguientes:

1. La deuda de los países en desarrollo con la banca internacional fue promovida por una agresiva política de préstamos de las entidades acreedoras. Como epílogo de este proceso, los países deudores se encuentran con un volumen de compromisos que excede su capacidad de pagos y los bancos acreedores tienen una cartera fuertemente comprometida en préstamos al mundo en desarrollo. Cada país se endeudó a su manera. La deuda argentina se multiplicó en el marco de un cambio drástico de la política económica, una fenomenal destrucción de riqueza y el agudo deterioro de las condiciones sociales.

2. La crisis de confianza desatada en el sistema financiero internacional obedece a los niveles de deuda, al aumento de las tasas de interés y al deterioro de la capacidad de pagos externos de los deudores. La crisis de confianza abarca al mismo mundo desarrollado como consecuencia de los bajos niveles de actividad imperantes, la caída de rentabilidad de la actividad privada y las altas tasas de interés real que imperan en las plazas financieras.

3. La dimensión de la crisis es tal que las recetas tradicionales

de ajuste promovidas por el FMI han dejado de ser viables. Se observa una apreciación creciente de este hecho. Esto genera las ambivalencias e incertidumbres que predominan actualmente en los círculos financieros internacionales. No hay política ortodoxa alguna que logre, vía la contracción de la demanda interna y el estímulo exportador, generar los excedentes necesarios para pagar siquiera los intereses de la deuda. El refinanciamiento de las amortizaciones y de la mayor parte de los intereses, es la única alternativa de los bancos para no forzar la cesación de pagos de sus principales deudores. Se observa, también, un convencimiento creciente de que la solución de la crisis depende de una modificación de las tendencias imperantes en la economía mundial. Vale decir, el reinicio del crecimiento de la producción y el comercio mundiales y la reducción de las tasas de interés. La futura capacidad de pagos de los deudores depende, en gran medida, de esta modificación de las tendencias internacionales.

4. La capacidad de presión de los acreedores está seriamente limitada por la inviabilidad de las recetas tradicionales de ajuste y por los riesgos políticos inherentes a cualquier tentativa de deprimir severamente el nivel de actividad, empleo y salarios en los países deudores. La iniciativa en el manejo de la deuda se ha desplazado hacia estos últimos, pero ellos deben, de todas maneras, restablecer el equilibrio de sus pagos corrientes, excluyendo los intereses de la deuda¹⁴. No es previsible, en las condiciones actuales, un incremento de la deuda por encima de la refinanciación de las amortizaciones y todo o parte de los intereses. El problema de los deudores no transita por si deben o no ajustar sus pagos externos sino por cómo hacerlo.

5. Desde la perspectiva de los deudores, la dimensión interna del problema asume una importancia decisiva. La forma en que se encare el proceso de ajuste depende, esencialmente, de las opciones políticas de cada sociedad, de la estructura de poder y de la consistencia de las políticas económicas globales. Los vínculos entre los círculos financieros internacionales, las plazas locales y el sistema interno de poder, condicionan la orientación de las políticas que se adoptan para alcanzar el ajuste externo y ubicar el cumplimiento de la deuda en el contexto más amplio de la estrategia económica global.

En el marco de estas conclusiones, deben destacarse los siguientes rasgos de la situación argentina:

¹⁴Es interesante observar la reacción de la comunidad financiera internacional frente a las actuales dificultades de los pagos externos de México. En definitiva, la expectativa de los banqueros parece descansar en el cambio presidencial y en la esperanza que el Lic. de la Madrid sea más razonable que el Lic. López Portillo.

1. El balance comercial registra un considerable *superávit* y lo mismo ocurre con la cuenta corriente, excluyendo los intereses de la deuda. En ciertas condiciones, Argentina puede mantener el equilibrio de sus pagos básicos (sin intereses de la deuda), al mismo tiempo que repuntan la producción, el empleo y los salarios reales. La Argentina está cercana al autoabastecimiento energético y es excedentaria en alimentos. Una firme política exportadora y de sustitución de importaciones, permitiría el repunte de la producción, manteniendo el equilibrio de los pagos básicos. Asentada sobre estas bases, la posición negociadora argentina dista de ser insostenible. En un reciente editorial (septiembre 10), el *Financial Times* caracterizaba la situación argentina en los siguientes términos: "si se elimina el servicio de la deuda, Argentina queda con un *superávit* en su balance de comercio y puede desarrollar su comercio sobre bases de contado. En tales circunstancias, las presiones financieras y políticas desde el exterior, digamos desde los Estados Unidos, pueden lograr poco. Los banqueros sólo pueden esperar y conservar sus esperanzas". *Vivir al contado*. Esta es, en efecto, una posibilidad real de la Argentina, que debe tomarse en cuenta en el diseño de la estrategia de ajuste externo y de la posición negociadora con los acreedores.

2. La Argentina tiene excelentes antecedentes como país cumplidor de sus compromisos internacionales. Transitó toda la crisis de la década de 1930 sin dejar de cumplir. La última vez en que el país entró en cesación de pagos fue en 1890. Hace casi un siglo. Por otra parte, su potencial básico lo sigue convirtiendo en un buen sujeto de crédito internacional. Como señala el mismo editorial del *Financial Times*: "El problema con la Argentina es que la crisis política puede impedir decisiones racionales". Esto es, en efecto, lo que está ocurriendo. Debido al vacío de poder y al manejo errático del régimen cambiario y de los controles existentes, la sobrefacturación de importaciones y subfacturación de exportaciones, retenciones de stocks y otras maniobras, están diluyendo el *superávit* comercial que debería estar registrándose. Se ha acumulado, así, un considerable atraso en las deudas comerciales que está trabando las corrientes normales de importaciones y el abastecimiento de insumos esenciales. La deuda financiera y el comercio son dos campos diferenciados con vínculos entre ellos pero que, en las condiciones actuales, no deben confundirse. Si los atrasos de la deuda comercial y la fuga de divisas generan una situación de desabastecimiento de insumos importados, el país entrará en la negociación externa maniatado por las dificultades crecientes de su actividad productiva. En verdad, el problema actual no son los banqueros ni el Fondo Monetario Internacional. Radica en los mismos sectores responsables del desastre actual y la deuda externa. Es decir, en la Quinta Columna.

Estas reflexiones sobre el contexto internacional y el caso argentino, permiten extraer conclusiones adicionales. El desequilibrio actual de los pagos externos del país es distinto al que imperaba en las fases críticas del modelo de "contención y arranque". Esta situación se parece más a la imperante en las economías europeas después de la guerra. Esta es la tesis central de mi último libro¹⁵. El país debe enfrentar su deuda externa, simultáneamente con la reconstrucción del aparato productivo y la eliminación de los desequilibrios fundamentales del sistema, cuya manifestación más evidente es la hiperinflación. Ninguna economía europea se hubiera reconstruido después de 1945 con estrategias ortodoxas de ajuste. Lo hicieron controlando estrictamente las variables fundamentales del sistema, con programas rigurosos de economía de divisas y movilizándolo la actividad productiva. Esta es la única respuesta válida para la situación argentina. Las restricciones para una política realista de ajuste externo y de cumplimiento de la deuda, en el marco de la reconstrucción, no están colocadas fuera de las fronteras del país sino adentro.

De allí que la deuda externa no sea el problema más importante ni las políticas para encararla la primera prioridad a que debería responder la conducción económica. La deuda es una tercera prioridad. La primera es la reconstrucción institucional y el establecimiento de un poder político estable, capaz de administrar con firmeza las variables fundamentales del sistema económico. La única forma de lograrlo es el retorno a un régimen representativo, en el marco de la Constitución Nacional. Sólo un régimen legítimo puede cumplir dos requisitos previos para encarar con éxito el problema de la deuda. *Primero*, la capacidad de convocatoria interna y la movilización del país detrás de objetivos compartidos. *Segundo*, la recuperación del prestigio internacional seriamente erosionado, en los últimos años, por la violación de los valores fundamentales de nuestra cultura y de los principios políticos que predominan en el mundo occidental. Por lo tanto, si se pregunta qué es lo primero que hay que hacer para pagar la deuda externa, la respuesta es: transferir el poder y cerrar definitivamente la instancia de los gobiernos *de facto*. En este contexto, la segunda prioridad es la puesta en marcha de una política de reconstrucción y desarrollo que fortalezca los pagos internacionales. Cumplidas estas dos condiciones, el problema de la deuda tiene respuestas posibles. Ningún sector importante del país está planteando, como alternativa válida, desconocer la deuda y dejar de pagarla. El problema radica, en cómo hacerlo. La solución descansa, en definitiva, en el ámbito interno y en las opciones políticas que se asuman.

¹⁵La postguerra. El Cid Editor, Buenos Aires, 1982.