



hay una versión en inglés  
<https://oxford.universitypressscholarship.com/view/10.1093/199271402.001.0001/acprof-9780199271405>

---

La anatomía de una crisis múltiple: qué tenía Argentina de especial y qué podemos aprender de ella

Author(s): Guillermo Perry and Luis Serven

Source: *Desarrollo Económico*, Oct. - Dec., 2002, Vol. 42, No. 167 (Oct. - Dec., 2002), pp. 323-375

Published by: Instituto de Desarrollo Económico Y Social

Stable URL: <https://www.jstor.org/stable/3455842>

---

JSTOR is a not-for-profit service that helps scholars, researchers, and students discover, use, and build upon a wide range of content in a trusted digital archive. We use information technology and tools to increase productivity and facilitate new forms of scholarship. For more information about JSTOR, please contact support@jstor.org.

Your use of the JSTOR archive indicates your acceptance of the Terms & Conditions of Use, available at <https://about.jstor.org/terms>



*Instituto de Desarrollo Económico Y Social* is collaborating with JSTOR to digitize, preserve and extend access to *Desarrollo Económico*

JSTOR

# LA ANATOMIA DE UNA CRISIS MULTIPLE: QUE TENIA ARGENTINA DE ESPECIAL Y QUE PODEMOS APRENDER DE ELLA\*

GUILLERMO PERRY\*\* Y LUIS SERVEN\*\*\*

## I. Introducción y resumen

La severidad de la crisis argentina y sus ingentes costos sociales han sorprendido a muchos observadores, incluso a aquellos que la venían prediciendo desde la devaluación brasileña de 1999. Antes de esa fecha, muy pocos habían anticipado la crisis. De hecho, la economía argentina parecía estar en relativa buena forma, al menos hasta la crisis de Rusia. Incluso en aquellos momentos la atención de los mercados y las instituciones Financieras Internacionales estaba centrada en Brasil, que presentaba desequilibrios macroeconómicos más visibles y había sufrido severos ataques especulativos en octubre de 1997 y tras la crisis rusa, los cuales pusieron fin a la banda cambiaria con la fuerte devaluación del real en enero de 1999.

La evolución económica de Argentina fue superior a la de la mayoría de las economías de la región hasta 1997 en términos de crecimiento per cápita –aunque la distribución del ingreso no mejoró y el desempleo se mantuvo en niveles elevados– bajo condiciones externas relativamente benignas (términos de intercambio, entrada de capitales y diferenciales de tipos de interés [*spreads*], crecimiento mundial), a pesar de una breve interrupción en 1995 debida al severo contagio de la llamada Crisis del Tequila. Luego de la gran desaceleración del crecimiento que afectó a toda la región en 1999, debido principalmente a la disminución del flujo de capitales fruto

\* Este trabajo es el resultado de un esfuerzo colectivo dirigido por los autores, y basado en notas técnicas sobre: (i) la situación fiscal, por Rodrigo de Jesús Suescum y Guillermo Perry; (ii) el tipo de cambio, por Humberto López y Luis Servén; (iii) el sector financiero, por Augusto de la Torre y Sergio Schmukler; y (iv) el volumen y coste de los flujos internacionales de capital, por Norbert Fless y Luis Servén. Estamos muy agradecidos a estos colegas por sus respectivas contribuciones. Sin embargo, las interpretaciones y conclusiones ofrecidas en este trabajo son de nuestra exclusiva responsabilidad y no deben ser atribuidas a ellos, ni tampoco al Banco Mundial, sus directores ejecutivos o los países que éstos representan. También estamos agradecidos a Christian Broda por su amable colaboración en temas cambiarios, a José Luis Machinea por útiles conversaciones, y a Mirna Alexander, Daniel Lederman, Paul Levy, Ernesto May, David Rosenblatt y Nick Stern por sus valiosos comentarios. Ana María Menéndez prestó eficiente asistencia en la elaboración de este trabajo.

\*\* Profesor Oficina del Economista Jefe, América Latina y el Caribe, Banco Mundial.

\*\*\* Profesor Oficina del Economista Jefe, América Latina y el Caribe, Banco Mundial.

de la crisis rusa, otros países de la región iniciaron una modesta recuperación, mientras que Argentina se hundió en una profunda recesión que revirtió muchos de sus logros previos en términos de reducción de la pobreza. En la Sección II exploramos en qué medida esta diferente evolución del crecimiento puede atribuirse a que Argentina recibió shocks externos más severos que otras economías en la región. Encontramos que Argentina no se vio más afectada que otros países latinoamericanos por el deterioro de los términos de intercambio que siguió a la crisis asiática, ni por la caída del crecimiento de los Estados Unidos y del mundo en 2001, ni por la reversión de los flujos de capitales y el aumento en los spreads tras la crisis rusa. En consecuencia, el hecho de que la evolución de Argentina fuese peor que la de otros países después de 1999 debe atribuirse a su mayor vulnerabilidad ante los shocks, a respuestas de política más débiles, o una combinación de ambas. De hecho, encontramos en la Sección II que la gran reversión del flujo de capitales en el 2001 fue fruto de factores específicos de Argentina. Ello constituye evidencia de que la súbita interrupción (*sudden stop*) del flujo de capitales fue un amplificador más que la causa primaria de la crisis.<sup>1</sup>

Así pues, la mayor parte de este trabajo está dedicada a examinar hasta qué punto y por qué la economía argentina era más vulnerable a los shocks externos adversos que otras economías latinoamericanas, y en qué medida fueron culpables de ello las políticas erróneas (particularmente durante el gobierno del presidente De la Rúa), como se afirma a menudo. Analizamos las vulnerabilidades debidas al ajuste deflacionario a los shocks bajo un tipo de cambio fijo en la Sección III; aquellas asociadas a una deuda pública elevada y una posición fiscal frágil en la Sección IV; y aquellas ocultas tras una fachada de solidez del sector bancario en la Sección V. Concluimos que, si bien existía un grado importante de vulnerabilidad en cada una de estas áreas, ninguna por sí sola era mayor que las que presentaban otros países de la región, y por ello no cabe identificar un principal sospechoso. Sin embargo, encontramos que dichas vulnerabilidades se refuerzan entre sí de forma tal que conjuntamente conducen a una vulnerabilidad ante shocks externos adversos mucho mayor que en cualquier otro país de la región.

En particular, la fijación del tipo de cambio y la inflexibilidad de los precios y salarios nominales domésticos obligaron a un lento ajuste deflacionario en respuesta a la depreciación del euro y del real, los shocks de los términos de intercambio y el shock de los mercados financieros mundiales de 1998, lo cual llevó a una importante sobrevaluación de la moneda y a un rápido deterioro de la posición neta de activos externos. Tales desequilibrios se vieron agravados por la debilidad de la política fiscal a lo largo de toda la década –especialmente después de 1995–. En la Sección III estimamos que a partir de 1997 todos estos factores condujeron a una creciente sobrevaluación de la moneda, que llegó a alcanzar el 55 % en 2001. La necesidad de disipar las crecientes dudas sobre la solvencia del sector público –debidas a su elevado endeudamiento–, a la debilidad del saldo primario, y al bajo crecimiento –condujo a aumentos de los impuestos y recortes presupuestarios en los años 2000 y 2001 que agravaron la contracción económica–. La reversión endógena de los flujos de capitales y el aumento de la prima de riesgo en 2001 amplificaron estos proble-

<sup>1</sup> Esta opinión contrasta con la interpretación propuesta en Calvo et al. (2002) aunque en muchos otros aspectos nuestras conclusiones concuerdan con las de ese trabajo.

mas al exigir un mayor ajuste de la cuenta corriente externa. Para agravar las cosas, un ajuste de semejante magnitud bajo un tipo de cambio fijo tenía que basarse en la reducción de la demanda y la deflación a nivel agregado –un proceso lento, costoso e incierto.

En la práctica, el tipo de cambio fijo ocultó el grave deterioro de la solvencia fiscal y la creciente tensión financiera. De hecho, el lento ajuste deflacionario requerido para realinear el tipo de cambio real bajo el régimen de tipo de cambio fijo habría erosionado inevitablemente la capacidad de pago del gobierno, los consumidores y las empresas del sector no transable –los deudores cuyos ingresos se habrían visto más adversamente afectados por la deflación<sup>2</sup>–. La devaluación nominal en 2002 puso de manifiesto la verdadera magnitud de estos problemas latentes, y los agravó por el sobreajuste (*overshooting*) del tipo de cambio y la interrupción del sistema de pagos derivada del congelamiento de los depósitos (el llamado “corralito”) –que podría haberse evitado, al menos en parte–, mediante políticas más acertadas. Finalmente, la tensión financiera se vio agravada por la gran exposición de los bancos y los Fondos de Pensión al creciente riesgo de insolvencia del gobierno. De este modo se produjo un círculo vicioso de contracción económica, penuria fiscal y tensión financiera.

Como se discute en la Sección VI, a partir de 1998 las autoridades hubieron de hacer frente a un grave dilema que les puso entre la espada y la pared. Una opción era aceptar un doloroso y prolongado ajuste deflacionario manteniendo la Caja de Conversión –e intentando conservar entre tanto la confianza de los mercados–. Ello hubiera puesto en un severo aprieto a las frágiles instituciones políticas y fiscales de Argentina. Tal vez una adopción temprana de la dolarización total habría reducido las penurias y la duración del ajuste deflacionario y de ese modo aumentado la probabilidad de éxito de esta opción.

La otra opción era permitir una devaluación nominal y adoptar un tipo de cambio flotante, en un intento de acelerar el lento ajuste deflacionario. Sin embargo, eso habría precipitado una latente crisis corporativa, bancaria y fiscal, debido a la posición deudora en moneda extranjera de los sectores público y privado, y al alto grado de sobrevaluación del peso. Para evitar este escenario, los contratos financieros tendrían que ser *pesificados* antes de flotar. Pero esto a su vez presentaba el serio peligro de una corrida bancaria, que hubiera forzado el congelamiento de los depósitos y/o algún tipo de plan Bonex, destruyendo por completo la confianza del público en el dinero como depósito de valor. En tal situación, las autoridades no utilizaron bien su limitado margen de maniobra. Adoptaron un insuficiente y tardío ajuste fiscal (que debía haberse realizado durante la expansión que terminó en 1999), vacilaron en la elección definitiva de régimen cambiario, pospusieron excesivamente la necesaria reestructuración de la deuda pública, y dieron lugar a una gran crisis financiera y de pagos –al reducir primero la liquidez del sistema bancario y aumentar excesivamente su exposición (así como la de los Fondos de Pensión) al riesgo de insolvencia del gobierno, y después al imponer la *pesificación* asimétrica y arbitraria de activos

<sup>2</sup> Mientras que algunos deudores del sector transable también podrían haber sido afectados por la deflación, el aumento en el valor real de la deuda, relativo al ingreso real debido a la recesión y la deflación en los precios, habría impactado más fuertemente en el sector no transable. Sobre ésto ver también la discusión en Roubini (2001).

y pasivos y la particularmente dañina congelación de los depósitos, que se mantuvo sin resolución durante un periodo de tiempo excesivamente largo. Tales medidas y omisiones agravaron la profundidad de la crisis y crearon innecesariamente problemas adicionales para la recuperación.

Estas difíciles opciones reflejaban un profundo problema estructural. Por un lado, la estructura del comercio de Argentina hacía altamente inadecuada una paridad fija con el dólar –desde el punto de vista de la economía real–. Por otro lado, la clara preferencia de los argentinos por el dólar como depósito de valor (a partir de las experiencias de hiperinflación y confiscación en la década de los ochenta) había desembocado en una economía altamente dolarizada en la que un tipo de cambio fijo o incluso la dolarización total parecían alternativas razonables –desde el punto de vista financiero–. No es de extrañar que los analistas favorecieran –y todavía lo hagan– elecciones opuestas de regímenes cambiarios dependiendo del peso relativo que asignan a los efectos de la economía real o financiera (o efectos de balance).

En retrospectiva, los años de boom hasta mediados de 1998 fueron una gran oportunidad perdida. Mantener el tipo de cambio fijo minimizando el riesgo derivado de los shocks externos adversos habría requerido varios ingredientes: (1) un significativo fortalecimiento fiscal, no sólo para proteger la solvencia sino también con el claro objetivo de abrir un espacio para la política fiscal anticíclica. Esto contrasta con la posición expansiva procíclica que de hecho se siguió durante la mayor parte de la década, y especialmente durante el boom desde fines de 1995 a mediados de 1998, una vez que la deuda implícita de las pensiones (así como otras obligaciones implícitas) habían salido a la luz por la reforma jubilatoria (como se documenta en la Sección IV); (2) una flexibilización considerable del mercado laboral y otros mercados domésticos (incluyendo los servicios públicos); (3) significativa apertura unilateral al comercio (nada de esto se hizo en los noventa); y (4) una regulación prudencial bancaria todavía más estricta que la que efectivamente se adoptó (a pesar del significativo progreso en esta área), llegando tal vez a un sistema bancario estrecho (*narrow banking*), mayores provisiones y/o requerimientos de capital para los préstamos a consumidores y empresas del sector no transable, y un “muro separador” entre los bancos y el gobierno (como se discute en la Sección V).

Alternativamente, esos años habrían sido el momento ideal para llevar a cabo un cambio ordenado del régimen de tipo de cambio. Pero la salida, ya sea hacia un exitoso régimen de tipo de cambio flexible con un ancla monetaria o hacia la dolarización total, hubiera requerido también significativas reformas estructurales e institucionales. En lugar de ello, esos años fueron un periodo de inacción y descuido en muchos frentes.

En América Latina las semillas de las crisis se plantan con excesiva frecuencia durante los periodos de auge, mediante conductas imprudentes o por falta de acciones preventivas cuyas consecuencias sólo se revelan con la llegada de los tiempos difíciles. Hay factores profundos de economía política que permiten explicar esta decepcionante trayectoria. Una lección clave de la experiencia argentina es la necesidad de adoptar instituciones políticas y económicas que generen los incentivos para hacer frente a opciones difíciles y faciliten las reformas a su debido tiempo y, en particular, que sean menos propensas a amplificar los ciclos económicos.

El análisis de la crisis argentina brinda muchas más lecciones útiles para otras economías latinoamericanas. Después de todo, el dilema de sistema de tipo de cambio que enfrenta una economía altamente dolarizada cuyo comercio con los Estados Unidos es sólo una fracción de su comercio internacional total, y con una economía mundial caracterizada por monedas altamente volátiles, no es exclusivo de Argentina. Pero incluso economías con dilemas estructurales menos graves enfrentan con frecuencia algún tipo de tensión entre la conveniencia de adoptar y mantener un régimen de tipo de cambio flexible con un ancla monetaria –que permite flexibilidad en el ajuste a los shocks– y la vulnerabilidad de los balances ante grandes variaciones del tipo de cambio real, debida a las posiciones netas deudoras en moneda extranjera de las empresas del sector no transable y el mismo gobierno<sup>3</sup>. Hasta esas economías podrían extraer lecciones de política de la debacle argentina. Y lo mismo podemos hacer nosotros, en las Instituciones Financieras Internacionales, puesto que debemos admitir que tardamos en entender algunos de los profundos problemas que aquí se discuten, y en reaccionar ante ellos.

## II. Evolución económica y shocks externos en los '90

Durante el periodo 1990-97, la evolución de Argentina fue superior a la de muchas otras economías en la región en términos de crecimiento (Tabla 2.1). Eran años de ambiente externo relativamente benigno (términos de intercambio, entrada de capitales, diferenciales de sus tipos de interés, y crecimiento mundial), con una corta pero abrupta interrupción en 1995 debido a la Crisis del Tequila, de la cual Argentina sufrió un severo contagio. El crecimiento siguió siendo razonablemente satisfactorio aún en 1998. Pero tras la desaceleración del crecimiento en toda la región en 1999 –consecuencia principalmente de la disminución de los flujos de capitales tras la crisis rusa– otros países latinoamericanos comenzaron una modesta recuperación, mientras que Argentina se sumergió en una larga recesión.

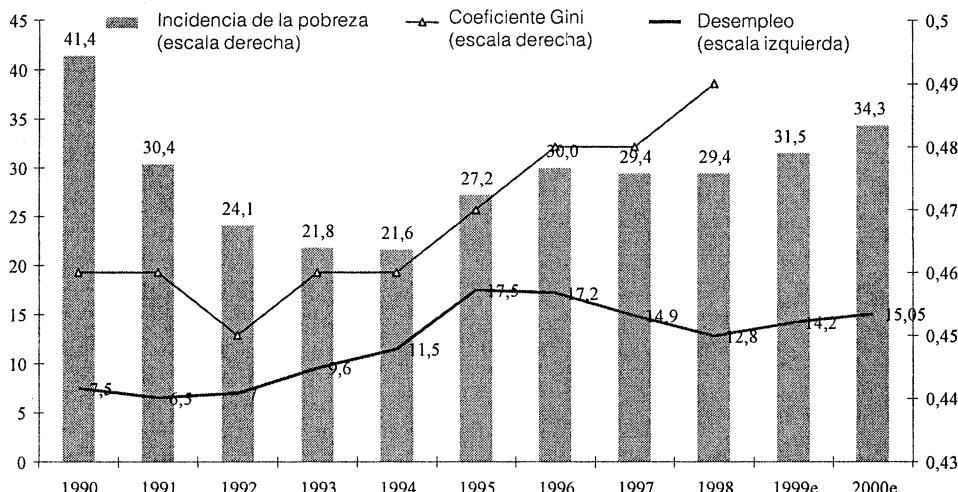
TABLA 2.1  
Tasa de crecimiento del PBI real  
(Porcentajes)

	1981-90	1991-97	1998	1999	2000-01
Argentina	-1,3	6,7	3,9	-3,4	-2,1
Bolivia	-0,4	4,3	5,5	0,6	1,5
Brasil	2,3	3,1	0,2	0,8	3,1
Chile	4,0	8,3	3,9	-1,1	4,3
Colombia	3,4	4,0	0,5	-4,3	2,2
Costa Rica	2,4	4,9	8,4	8,2	1,3
Ecuador	2,1	3,2	0,4	-7,3	3,9
México	1,5	2,9	4,9	3,8	3,3
Perú	0,0	5,3	-0,4	1,4	1,9
Venezuela	0,3	3,4	0,2	-6,1	3,3
Promedio	2,0	3,6	3,2	1,6	2,1

Fuente: World Development Indicators Database y Estudio Unificado.

<sup>3</sup> Lo que Calvo y Reinhart (2000) han llamado "dolarización de pasivos" que conduce al "miedo a flotar", y que Hausmann et al. (2000) han atribuido a la imposibilidad de emitir deuda a largo plazo en moneda local.

GRAFICO 2.1  
Pobreza, desigualdad y desempleo



Datos para áreas urbanas. Fuentes: Desempleo del INDEC, Coeficiente Gini e Incidencia de Pobreza del World Bank Poverty Assesment Report (2000) excepto para las cifras 1999-2000 que se estiman usando la tendencia observada por las incidencias del Gran Buenos Aires del INDEC.

El desempleo mantuvo una tendencia ligeramente creciente hasta la crisis del Tequila, en que saltó abruptamente (Figura 2.1). El hecho de que el desempleo aumentara aún cuando la economía crecía vigorosamente refleja una combinación de tasas crecientes de participación (estimuladas probablemente por el giro alcista del crecimiento), reestructuración productiva hacia actividades menos intensivas en trabajo, y probablemente también el deficiente funcionamiento del mercado laboral<sup>4</sup>. La tasa de desempleo cayó en los años de boom, entre 1996 y 1998, para recuperar su tendencia creciente durante la recesión que siguió.

Los indicadores de pobreza exhiben una trayectoria similar (Gráfico 2.1). La pobreza declinó abruptamente hasta 1994, pero aumentó nuevamente con la crisis del Tequila y luego siguió una tendencia ascendente durante la recesión de 1999-2000, de modo que para el 2000 la mayor parte de las ganancias en la reducción de la pobreza alcanzadas a principios de la década se habían evaporado. Aún más impresionante es la trayectoria de la desigualdad, que parece haber estado subiendo sin interrupción a partir de 1993, luego de una caída inicial en 1990-92.

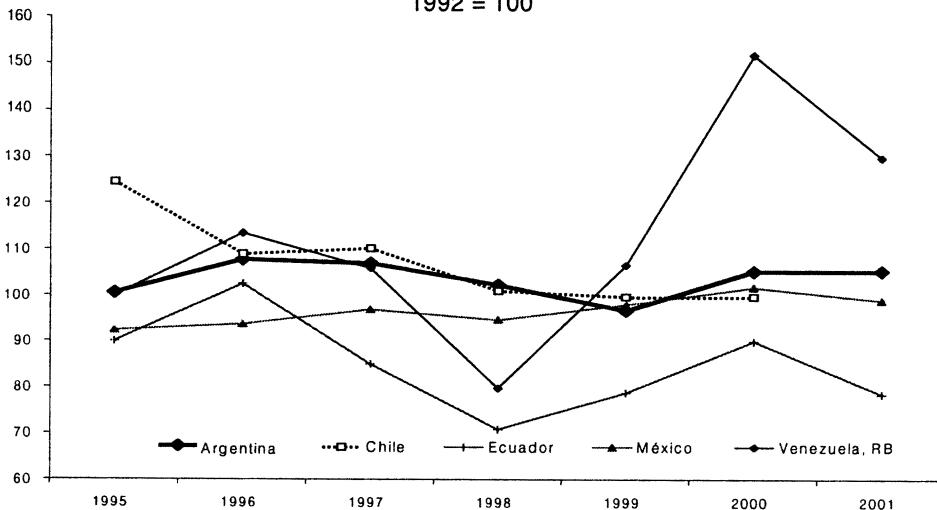
¿Fue la decepcionante evolución de Argentina a partir de 1999 un reflejo de shocks externos más adversos que los que afectaron a otros países latinoamericanos? Para responder a esta pregunta debemos considerar primero los shocks reales –aquejlos provenientes de cambios en los términos del intercambio y el crecimiento global– y luego las alteraciones de los flujos de capitales.

<sup>4</sup> Ver Galiani (2001) para un examen reciente del estado del mercado laboral de Argentina.

Comenzamos examinando los shocks de los términos de intercambio. Los términos de intercambio de Argentina se deterioraron alrededor del 10 % en 1998/99, pero se recuperaron rápidamente en 2000/01 (Gráfico 2.2). Además, esta caída transitoria vino después del aumento ocurrido en 1996/97. En comparación con otros países, el deterioro de los términos de intercambio de Argentina en 1998/99 fue menos severo que el que padecieron los países exportadores de petróleo como Venezuela y Ecuador, que sufrieron una contracción mucho más profunda en 1999 (Gráfico 2.2 a). Asimismo, el deterioro de los términos de intercambio acumulado desde 1997 hasta 2001 fue menos pronunciado para Argentina que para Chile, y mucho menos que el que experimentó Perú (Gráfico 2.2 b).

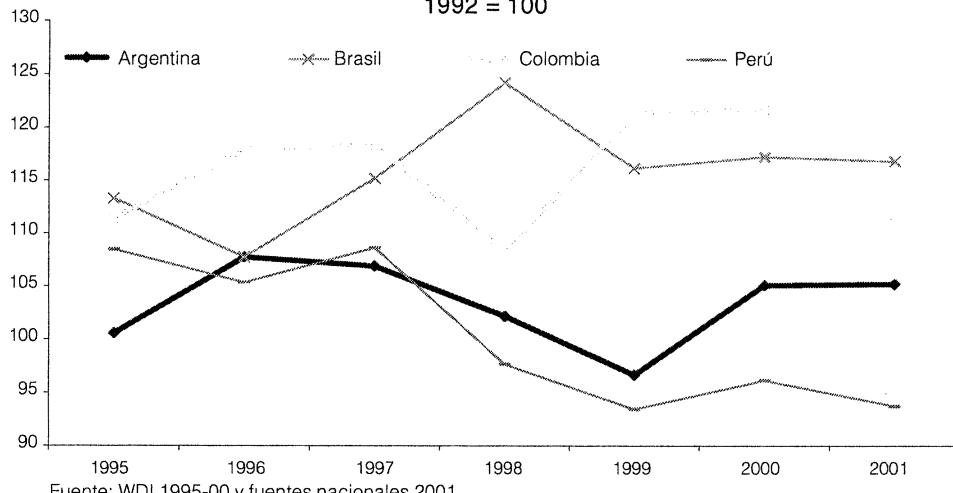
De todos modos, el impacto económico de estos movimientos en los términos de intercambio de Argentina es virtualmente insignificante comparado con otros países. La razón es que Argentina es una economía bastante cerrada, y por lo tanto los cambios en los términos de intercambio causan cambios muy modestos en el ingreso real. Esto se ve claramente en los gráficos 2.2 c y 2.2 d, que describen gráficamente el shock de los términos de intercambio sufrido por varias economías latinoamericanas, definido como el producto de los cambios en los precios de las importaciones y las exportaciones multiplicados por las respectivas magnitudes de importaciones y exportaciones relativas al PBI. En términos comparativos, es obvio que los shocks de términos de intercambio de Argentina en la segunda mitad de los '90 fueron de menor magnitud que los de cualquier otro de los países que aparecen en los gráficos, quizás con excepción de Brasil (que también posee una economía bastante cerrada). De hecho la pérdida de ingreso real de Argentina por la caída de los términos de intercambio en 1998-99 sumó menos del 0,5 % del PBI.

GRAFICO 2.2a  
Términos de intercambio  
1992 = 100



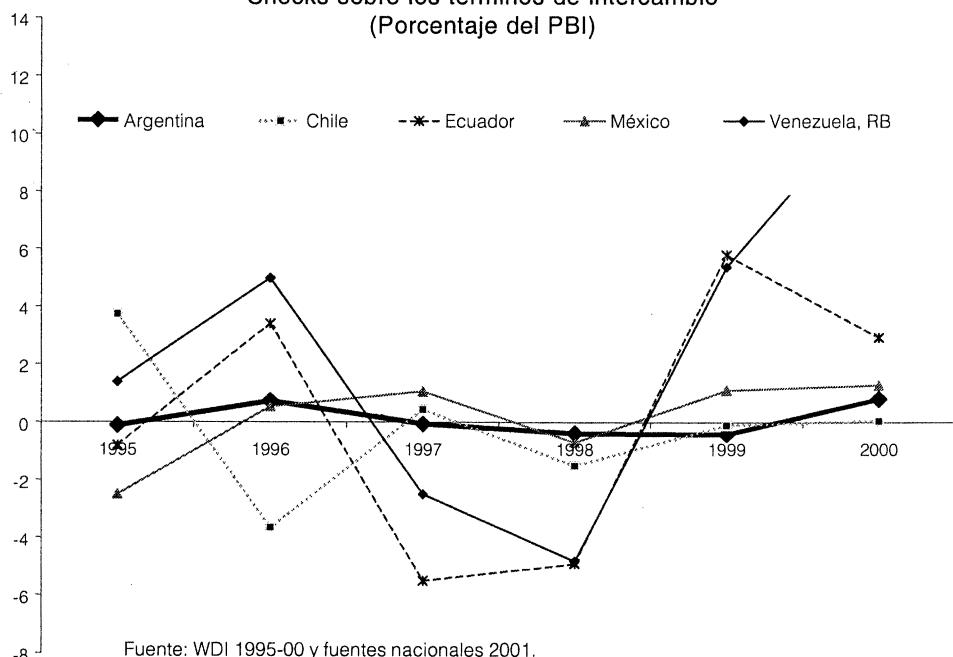
Fuente: WDI 1995-00 y fuentes nacionales 2001.

**GRAFICO 2.2b**  
**Términos de intercambio**  
**1992 = 100**

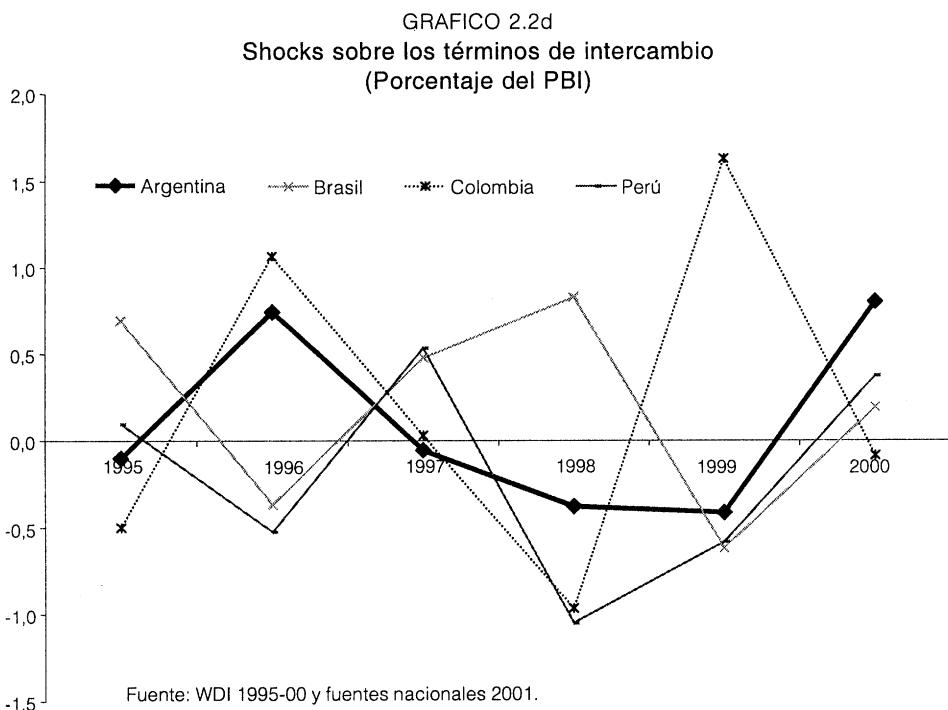


Fuente: WDI 1995-00 y fuentes nacionales 2001.

**GRAFICO 2.2c**  
**Shocks sobre los términos de intercambio**  
**(Porcentaje del PBI)**



Fuente: WDI 1995-00 y fuentes nacionales 2001.



La otra fuente de shocks reales adversos fue la caída del crecimiento global que comenzó en el 2000. Sin embargo, la desaceleración de los Estados Unidos (y del mundo) afectó a Argentina mucho menos que a otros países de la región. De nuevo la razón principal es que la economía argentina es más cerrada que la mayoría de las economías latinoamericanas. Además, la fracción de las exportaciones de Argentina destinada al mercado de los Estados Unidos es también mucho menor que en cualquier otro país en la región. Como resultado, la desaceleración del crecimiento de los Estados Unidos se tradujo en una modesta caída de la demanda de exportaciones de Argentina (Tabla 2.2).

Pasemos ahora a considerar las turbulencias provenientes de los mercados financieros mundiales. Tras la crisis rusa, los países latinoamericanos –así como otras economías emergentes– debieron hacer frente a un generalizado aumento en los spreads soberanos. En esta dimensión, Argentina no tuvo peor suerte que el resto de la región (Gráfico 2.3). De hecho, los diferenciales de tipos de interés de Brasil subieron por encima de los de Argentina en 1997-99, con ataques especulativos contra el Real en octubre de 1997 y octubre de 1998. Fue hacia fines de 2000 cuando el spread de Argentina comenzó a subir por encima del de Brasil. Lo mismo ocurrió con Venezuela y Ecuador, cuyos spreads aumentaron más que el de Argentina en 1998 y continuaron por encima de éste hasta el 2001.

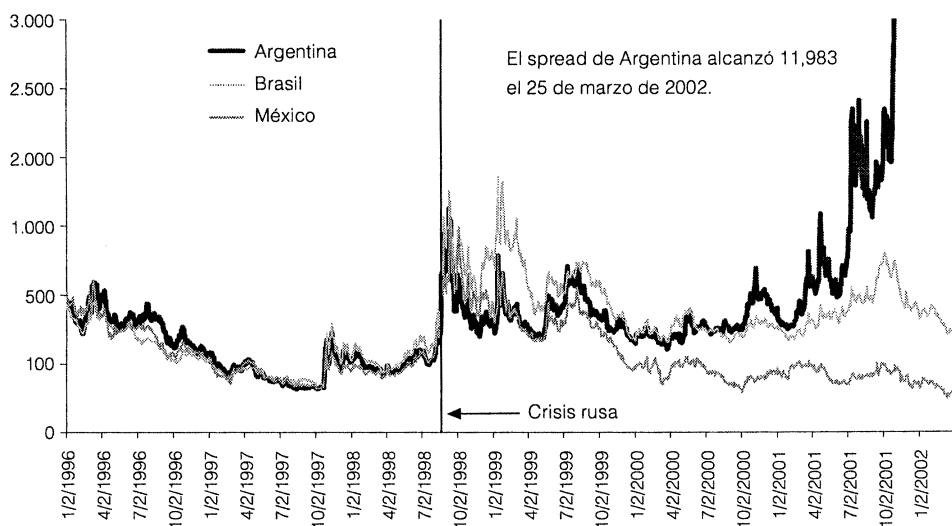
El comportamiento de los flujos de capitales es la imagen reflejada del comportamiento que siguieron los spreads. Los flujos financieros brutos (bonos, créditos bancarios e inversiones de cartera) hacia países latinoamericanos se contrajeron

TABLA 2.2  
El retraso global: impacto en la región.  
El efecto ingreso vía volumen de comercio

	Exportaciones/ PBI (%)	Exportaciones de bienes a EE.UU./Expor- taciones totales (%)	Impacto de la caída esperada del crecimiento de EE.UU. (% del PBI)	Impacto de la caída en las importaciones en los países industrializados (% del PBI)
	(a)	(b)	(c)=[(a)*(b)*0,022]*4,1	(d)=0,10
Argentina	10,77	11,37	-0,11	-1,08
Bolivia	17,10	33,20	-0,51	-1,71
Brasil	10,88	22,64	-0,22	-1,09
Chile	30,74	18,00	-0,50	-3,07
Colombia	19,03	50,27	-0,86	-1,90
Costa Rica	47,94	51,94	-2,25	-4,79
República Dominicana	32,25	12,79	-0,37	-3,23
Ecuador	42,43	38,38	-1,47	-4,24
Guatemala	20,26	34,31	-0,63	-2,03
Jamaica	51,40	32,61	-1,51	-5,14
México	31,85	88,40	-2,54	-3,19
Perú	16,07	29,09	-0,42	-1,61
Venezuela, RB	27,22	51,61	-1,27	-2,72

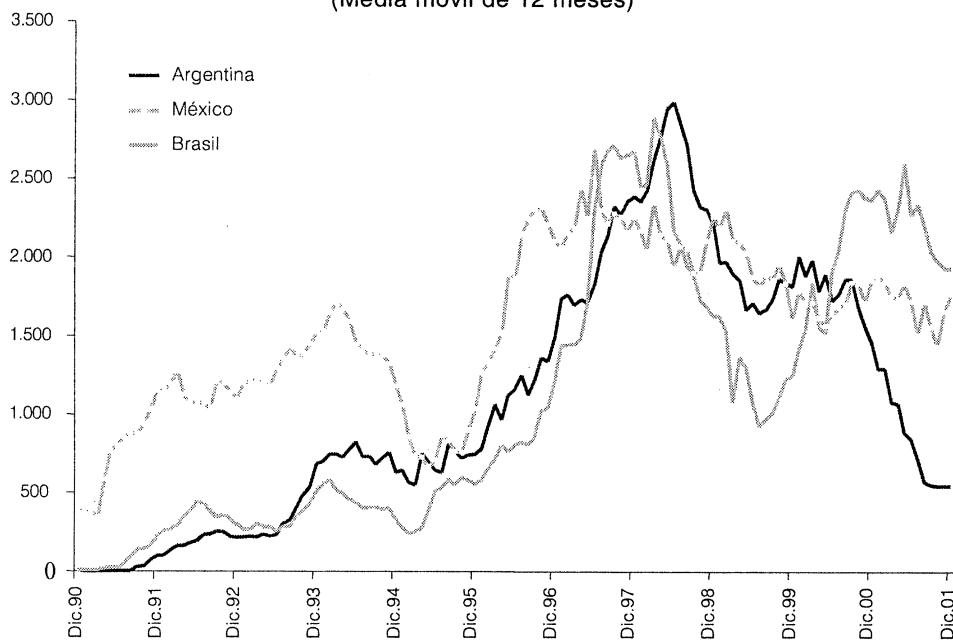
(a) Exportaciones de bienes y servicios y PBI de 2000, fuente: WDI. (b) Exportaciones de bienes en 1999 excepto 1997 para RD y Jamaica, Fuente: UN-Comtrade. (c) 2,2 es la elasticidad del consumo de EE.UU. (Clarida, 1994), y 4,1 % es la esperada en EE.UU. (d) 10 % es la caída esperada de importaciones de economías industrializadas.

GRAFICO 2.3  
Spreads soberanos



Fuente: JP Morgan.

GRAFICO 2.4  
Entrada bruta de capitales  
(Media móvil de 12 meses)



abruptamente luego de la crisis rusa (Gráfico 2.4). Sin embargo, la contracción inicial no fue mayor para Argentina que para cualquier otro país latinoamericano. De hecho, hasta mediados de 1999 Brasil debió hacer frente a una caída más abrupta en la entrada bruta de capitales que Argentina. Fue sólo en el 2000, y especialmente en el 2001, ya entrada la crisis, cuando cesaron abruptamente los flujos de capitales hacia Argentina.

La evolución comparativa de la cuenta de capital de los países de Latinoamérica narra la misma historia. Hasta el primer trimestre del año 2000, el superávit de la cuenta de capital de Argentina (como porcentaje del PBI) excedía al promedio de Latinoamérica (Gráfico 2.5 a). En efecto, el ajuste en la cuenta corriente que Argentina, como la mayoría de los países latinoamericanos, llevó a cabo en 1999—resultado de la reversión de los flujos de capitales a causa de la crisis rusa—fue verdaderamente modesto para los patrones regionales. Entre los países más grandes, sólo superó al de México, y fue mucho menor que el ajuste de cuenta corriente alcanzado por Chile, Colombia y Perú—por no mencionar el dramático ajuste de Ecuador y Venezuela, países exportadores de petróleo (Tabla 2.3).

En resumen, la evidencia muestra que la contracción global de los flujos de capitales que ocurrió en 1999 no afectó a Argentina tan severamente como (y ciertamente no más severamente que) a otros países latinoamericanos. Así, al principio Argentina pudo seguir manteniendo déficits de cuenta corriente, como había hecho en los años anteriores (Gráfico 2.5 b). Después de 1999, sin embargo, los flujos de

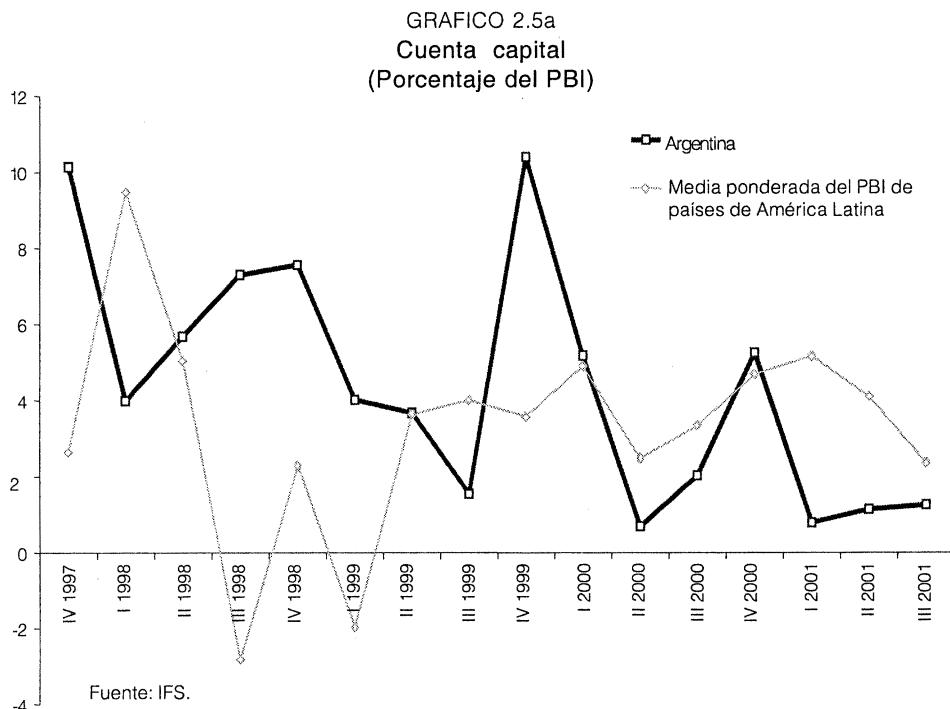
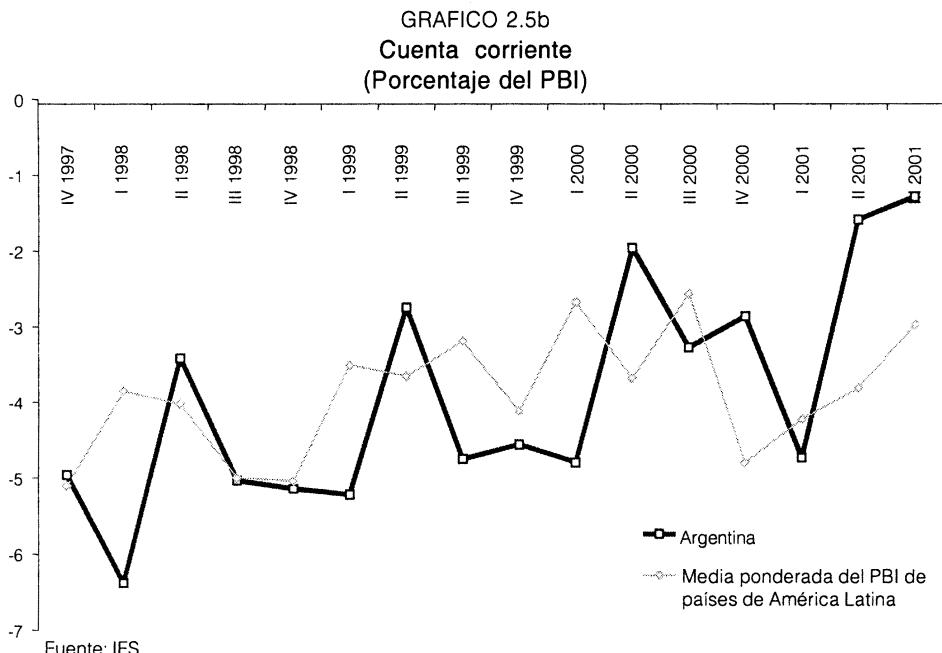


TABLA 2.3  
Ajuste en el déficit de la cuenta corriente

	Como porción del PBI		Como porción de las importaciones	
	1998-99	2000/01e	1998/99	2000/01e
Argentina	0,77	1,27	7,16	14,33
Bolivia	1,44	1,58	4,96	8,00
Brasil	1,11	-0,55	13,83	-7,33
Chile	5,56	-0,87	22,38	-3,67
Colombia	5,20	-3,14	34,37	-22,57
Costa Rica	-0,91	-0,31	-2,07	-0,76
Ecuador	15,84	-12,19	56,03	-41,14
Méjico	0,37	0,31	1,13	0,92
Perú	3,19	0,50	20,75	3,37
Venezuela, RB	7,24	-5,53	42,99	-41,44
Promedio	3,98	-1,89	20,15	-9,03

Ajuste de cuenta corriente (capital) está definido como la diferencia año por año en la cuenta corriente (capital) como porción del PBI o importaciones. Fuentes: importaciones de la Dirección de Comercio; PBI y balance de la cuenta corriente (u\$s de World Bank WDI).

capitales hacia la mayoría de los países de Latinoamérica se recuperaron en cierta medida, excepto para Argentina (y Venezuela), donde continuaron cayendo –especialmente en 2001. Por lo tanto, la conclusión es que el deterioro de los flujos de capitales hacia Argentina al final de la década refleja principalmente factores específicos argentinos más que factores globales.



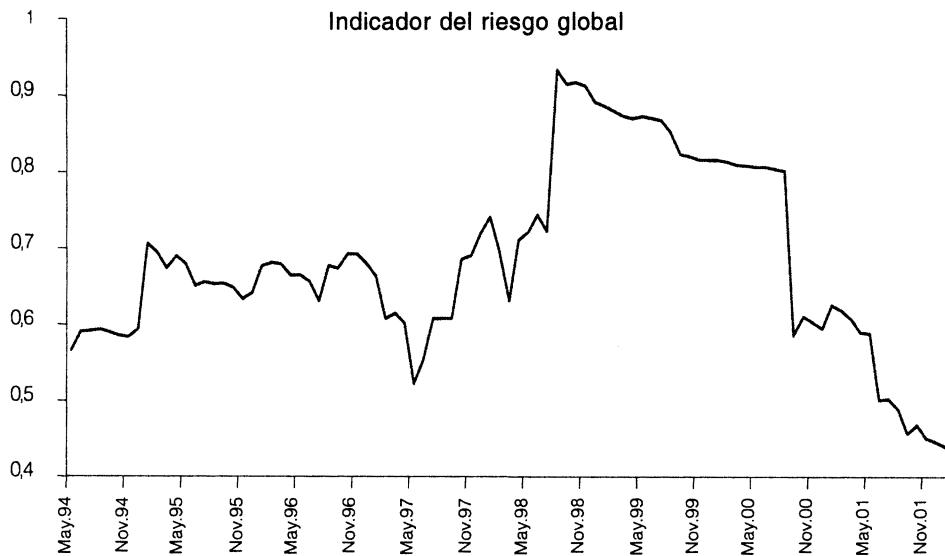
Podemos estimar más rigurosamente el papel relativo de los factores globales y de los factores específicos de cada país en el comportamiento observado de los flujos de capitales hacia Argentina y otros países usando un modelo empírico adecuado. En esencia, el modelo separa el componente común de los *spreads* de países emergentes –que, en términos coloquiales, refleja condiciones globales o “contagio”, y en consecuencia captura el riesgo sistémico– del componente específico del país, que refleja principalmente los factores fundamentales (*fundamentals*) económicos de cada país (o, más precisamente, las percepciones de los inversores acerca de ellos) y provee una medida de la prima de riesgo pura de cada país. Estos dos componentes se usan luego como variables explicativas para dar cuenta del comportamiento observado de los flujos de capitales hacia los países bajo análisis<sup>5</sup>.

Este procedimiento da como resultado el indicador de riesgo global representado en el Gráfico 2.6, que a su vez ofrece una medida del grado de co-movimiento entre los spreads de los mercados emergentes. Este indicador muestra un aumento abrupto en el momento de la crisis rusa, y una tendencia descendente luego<sup>6</sup>.

<sup>5</sup> Los detalles están explicados en Fiess (2002). En pocas palabras, usamos componentes principales para construir un indicador del co-movimiento del *spread* del EMBI de JP Morgan de fin de mes para Argentina, Bulgaria, Brasil, Ecuador, México, Nigeria, Panamá, Perú, Polonia, Rusia y Venezuela del periodo comprendido entre enero del 2001 hasta marzo del 2002. El indicador utiliza una ventana móvil de 24 meses. Como control de robustez, construimos un indicador global alternativo incorporando también los efectos de las tasas de interés de Estados Unidos sobre los *spreads* de los países. La diferencia entre los dos índices es virtualmente negligible. Otros controles de robustez se describen en Fiess (2002).

<sup>6</sup> Dada la utilización de ventanas móviles de 24 meses, cuando la observación correspondiente a la iniciación de la crisis rusa es excluida, el índice muestra un descenso abrupto a mediados del 2000. Otros ejercicios empíricos diversos usando diferentes amplitudes de la ventana o métodos empíricos alternativos (Fieß 2002) también apuntan claramente hacia reducidos co-movimientos de los spreads en los últimos dos años.

GRAFICO 2.6  
Indicador del riesgo global



Fuente: IFS.

TABLA 2.4  
Resultados de los tests de hipótesis  
sobre los determinantes empíricos de la entrada de capitales  
1997-2001

	Hipótesis	
	Factores domésticos no importan	Factores globales no importan
Argentina	Rechazada	No rechazada
Brasil	Rechazada	Rechazada
México	Rechazada	Rechazada

Combinando este indicador global con el correspondiente índice de condiciones específicas del país (o riesgo idiosincrático), podemos examinar sus respectivos papeles en la evolución de los flujos de capitales en los años recientes. Llevando a cabo este ejercicio para las tres mayores economías latinoamericanas –Argentina, Brasil y México– se revelan dos hechos consistentes en los tres países. Primero, los flujos de capital reaccionan a cambios del riesgo idiosincrático, en lugar de lo contrario<sup>7</sup>. Segundo, la dirección del efecto coincide con la esperada: menor riesgo idiosincrático, así como menor riesgo global, lleva a un aumento en la entrada de capitales.

Sin embargo, los roles de los factores globales e idiosincráticos no son los mismos en todos los países. La tabla 2.4 resume las discrepancias entre países, en términos de los resultados de los contrastes de hipótesis respecto de los determinantes de la entrada de capitales en cada país. Examinamos dos hipótesis extremas:

<sup>7</sup> En este experimento, el riesgo global es tomado como exógeno –es decir, asumimos que no está afectado por los flujos de capitales a países individuales.

primero, que los factores domésticos no importan –por lo que la única fuerza en juego es el contagio global– y segundo, que los factores globales no importan –por lo que sólo importa el riesgo específico del país.

Como muestra la tabla, para los tres países hay una fuerte evidencia de que los factores idiosincráticos (factores de atracción, o *pull factors*) jugaron un papel significativo en las entradas de capitales observadas. Esto parece bastante consistente con la disociación de los *spreads* de los países mencionados anteriormente. Por otro lado, no encontramos evidencia concluyente de que los factores globales (factores de empuje, o *push factors*) jugaran un papel importante en los flujos de capitales hacia Argentina. Esto contrasta con los resultados obtenidos para Brasil y México, donde sí encontramos evidencia significativa de efectos globales<sup>8</sup>.

Estos resultados se refieren al periodo completo considerado, y resulta revelador examinar cómo la estimación del modelo de los factores de empuje y atracción (o global y local) cambia en el tiempo. Esto está ilustrado en el Gráfico 2.7, que muestra los resultados de los mismos contrastes de hipótesis para Argentina utilizando una muestra temporal cambiante<sup>9</sup>. Cada una de las dos líneas en la figura corresponden a una de las dos hipótesis; valores por encima de la línea horizontal implican el rechazo de la respectiva hipótesis.

El gráfico claramente sugiere que la contribución de los factores de empuje y de atracción fue cambiando en el tiempo. Antes de la crisis rusa, hay fuerte evidencia de que ambos tuvieron un efecto significativo en los flujos de capitales hacia Argentina. Después de la crisis rusa, sólo el riesgo específico del país alcanza significatividad estadística, mientras que los factores de empuje se vuelven menos importantes –excepto para un breve intervalo a mediados de 2000–<sup>10</sup>. Desde mediados de 2001 en adelante, hay evidencia abrumadora de que sólo el riesgo específico del país juega un papel significativo.

En general, estos resultados basados en un modelo refuerzan la evidencia informal mostrada anteriormente de que Argentina no se vio afectada tan severamente como otros países por la desaceleración de los flujos de capitales a partir de 1999. Por el contrario, la abrupta reversión de los flujos hacia Argentina en el 2000 y 2001 fue principalmente impulsada por factores específicos del país. Esto sugiere claramente que la súbita interrupción (“*sudden stop*”) de los flujos de capital en 2000/2001 actuó como un *amplificador* de los efectos de los factores domésticos, más que como la principal causa exógena de la crisis.

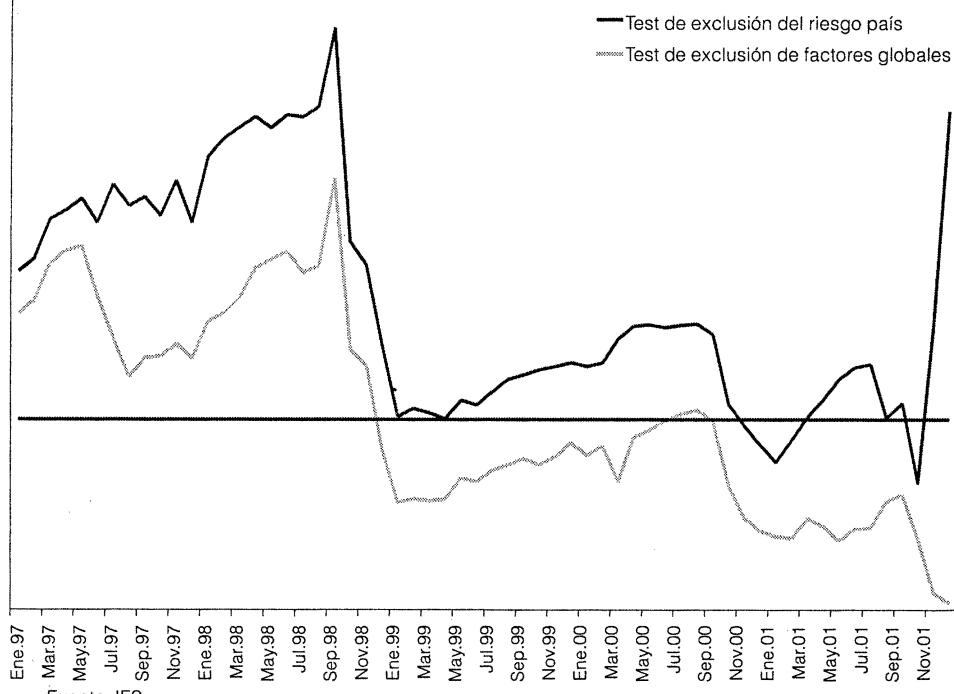
Para resumir esta sección, Argentina no sufrió golpes más duros que otros países latinoamericanos por el deterioro de los términos de intercambio tras la crisis asiática, ni por las reversiones de los flujos de capitales y aumentos de los *spreads* que siguieron a la crisis rusa, ni por la desaceleración de los Estados Unidos y el mundo que comenzó en el 2001. Por el contrario, la abrupta reversión de los flujos de capitales del 2000 en adelante fue principalmente un fenómeno específico de Argentina.

<sup>8</sup> La interpretación no es que los factores globales no tuvieran importancia para explicar el comportamiento de los flujos de capitales hacia Argentina, sino que en la muestra considerada su importancia es mucho menor que la de los factores idiosincráticos.

<sup>9</sup> Este gráfico se construyó con estimaciones recursivas del modelo empírico.

<sup>10</sup> Dos eventos pueden tener que ver con este intervalo: la tendencia descendente en el crecimiento de Estados Unidos, y el ascenso de México a *investment grade*.

GRAFICO 2.7  
Determinantes de la entrada de capitales a la Argentina



Fuente: IFS.

Como Argentina no recibió peores shocks externos que el resto de la región, el hecho de que a partir de 1998 su evolución económica fuese peor que la de otros países latinoamericanos debe atribuirse a mayores vulnerabilidades, políticas más deficientes, o ambas a la vez.

Es cierto que Argentina se vio particularmente afectada por otros eventos externos, tales como la apreciación del dólar y la depreciación de las monedas de sus principales socios comerciales. Pero esos efectos diferenciales fueron una consecuencia de decisiones de política –la paridad fija con el dólar fijo bajo la Caja de Conversión– y de las desventajas que crearon. La más importante de éstas era la gran vulnerabilidad de los balances ante shocks externos, que afectaba a toda la economía argentina. Pasamos a continuación a discutir estos temas.

### III. Sobrevaluación y ajuste deflacionario bajo tipo de cambio fijo: ¿Por qué las viejas lecciones sobre las Áreas Monetarias Optimas no deben olvidarse?

Pasamos ahora a evaluar el papel del tipo de cambio fijo en el deterioro de la situación de Argentina desde 1997 en adelante –cómo acentuó las vulnerabilidades externas y cómo obstaculizó el ajuste a los shocks reales.

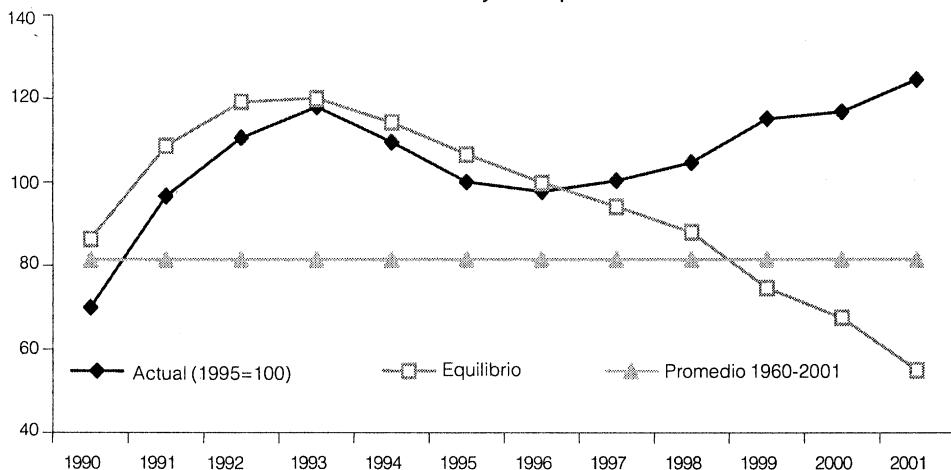
### A. ¿Había una sobrevaluación? ¿De dónde provenía?

El tipo de cambio real efectivo (esto es, ponderado por las participaciones en el comercio)<sup>11</sup> de Argentina (en lo sucesivo TCRE) experimentó una considerable apreciación durante los noventa. Entre 1990 y 2001, el TCRE subió<sup>12</sup> por encima del 75 % (Gráfico 3.1). El grueso de esta apreciación se produjo antes de 1994. De hecho, el TCRE se depreciaba después de esa fecha y hasta 1996, pero luego se apreció hasta alcanzar su máximo en 2001.

La evolución del TCRE fue debidamente reflejada en la evolución de las exportaciones argentinas. Aunque las exportaciones reales mostraron un crecimiento positivo durante 1991-2000, crecieron menos que en países comparables, y su tasa de expansión estuvo estrechamente asociada a la evolución del TCRE. Durante la apreciación real inicial, al establecerse la caja de conversión, las exportaciones de Argentina se estancaron. A medida que el TCRE se depreció después de 1993 las exportaciones se expandieron vigorosamente, a tasas similares o mayores que aquellas que experimentaron otros países. Cuando el TCRE comenzó a apreciarse nuevamente en 1997, el crecimiento de las exportaciones cayó significativamente por debajo del de los países comparables (Tabla 3.1)

La apreciación real no es necesariamente un síntoma de desequilibrio que necesite ser corregido. En verdad, durante los noventa –especialmente a principios de la década– diferentes observadores ofrecieron diversas razones para explicar la persistente apreciación real del peso como un fenómeno de equilibrio. En particular, se adujo que las reformas para aumentar la eficiencia a principios de los noventa habían llevado a un aumento permanente de la productividad en la economía argen-

GRAFICO 3.1  
TCRE actual y de equilibrio



<sup>11</sup> Los pesos o ponderaciones en el comercio son tomados de la Dirección de Estadísticas Comerciales del FMI y corresponden a 1995. Se refieren a comercio de bienes (importaciones y exportaciones)

<sup>12</sup> Definimos el TCRE de forma tal que un aumento representa una apreciación real.

TABLA 3.1  
Crecimiento promedio anual de las exportaciones reales

	(Bienes y servicios no-factores, porcentajes)			
	1992-1993	1994-1997	1998-2000	1992-2000
Argentina	1,8	14,4	3,5	8,0
7 mayores países de LA-c/s Argentina	7,7	11,1	9,5	9,8
Ingreso medio-alto LDCs	8,4	13,4	11,1	11,5
<i>Memo item:</i>				
Crecimiento del TCRE de Argentina	10,5	-4,0	5,2	2,1

Fuente: WDI, World Bank.

tina, que hubiera justificado una apreciación permanente del TCRE. No obstante, durante los últimos dos o tres años un creciente número de observadores independientes y actores del mercado financiero expresaron la visión de que el peso estaba sobrevaluado –a pesar de que la magnitud precisa de la sobrevaluación era un tema debatido– dependiendo de la medida del TCRE de equilibrio usada como patrón de comparación<sup>13</sup>.

En muchos casos, el tipo de cambio real era simplemente comparado con su valor histórico, bajo el punto de vista de que el TCRE de equilibrio es constante –la llamada Paridad del Poder de Compra (PPP)–. La Figura 3.1 ilustra el uso de este enfoque para evaluar el desalineamiento del TCRE de Argentina durante los noventa, tomando como valor de equilibrio el TCRE promedio de las últimas cuatro décadas (1960-2001). Este último está representado por la línea horizontal en la figura. La comparación con el TCRE actual sugiere que el peso estaba inicialmente subvaluado en 1990, pero se volvió cada vez más sobrevaluado después de la introducción de la Ley de Convertibilidad en 1991. La sobrevaluación tuvo un máximo inicial en 1993, declinó durante 1996, y aumentó luego hasta exceder el 40% en 2001.

Sin embargo, este enfoque descuida dos factores importantes que dan forma al TCRE de equilibrio. El primero es el nivel de productividad relativo entre países. Dadas las demás variables, un aumento de la productividad de los transables en un país dado relativo a sus socios comerciales debe llevar a una apreciación del TCRE<sup>14</sup> –precisamente el argumento defendido por algunos observadores para justificar la rápida apreciación real del peso argentino en los tempranos años noventa.

El segundo ingrediente es la suficiencia de la cuenta corriente para sostener los flujos de capitales de equilibrio. El tipo de cambio real debe ser consistente con una posición de balanza de pagos tal que cualquier desequilibrio de la cuenta corriente es financiado por un flujo sustentable de capital internacional –sin conducir a una acumulación explosiva de activos o pasivos externos–. El stock sustentable de activos extranjeros netos está dado por el valor presente de los futuros superávits comer-

<sup>13</sup> Por ejemplo, el Deutsche Bank observaba que el peso estaba un 20 % sobrevaluado en términos reales a mediados del 2000. En cambio, Sachs (2002) situaba la sobrevaluación del peso antes de la crisis en el rango 30-40 %. Muchos otros observadores acordaron con la visión de que el peso estaba significativamente sobrevaluado, sin adelantar ninguna cifra en particular; ver por ejemplo Rodrik (2002) y Hausmann y Velasco (2002).

<sup>14</sup> Este es el llamado efecto Balassa-Samuelson.

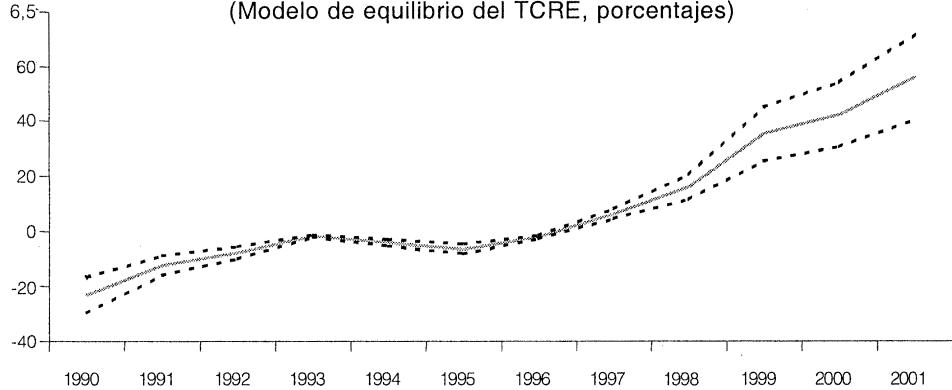
ciales. En este contexto, el TCRE de equilibrio es aquel que permite sostener la posición de activos financieros extranjeros netos de la economía en el largo plazo<sup>15</sup>.

Nuestra evaluación del tipo de cambio real de equilibrio argentino está basada en un modelo empírico que incluye estos dos ingredientes. Usando una estructura analítica que combina ambos aspectos<sup>16</sup>, tenemos en cuenta simultáneamente el equilibrio interno (productividad) y externo (posición de activos) de la economía para extraer inferencias sobre el equilibrio o desequilibrio general del tipo de cambio real.

La aplicación empírica a Argentina de esta estructura analítica usando datos para 1960-2001 arroja como resultado el TCRE estimado de equilibrio que se muestra en la Figura 3.1. La figura sugiere que la trayectoria del TCRE de equilibrio consta de dos etapas. Primero, una apreciación real inicial en 1991-93 –particularmente abrupta en los dos primeros años–. Segundo, una constante depreciación desde 1994 en adelante, que en 2001 había llevado al TCRE de equilibrio por debajo de su valor inicial.

El TCRE de equilibrio y el actual son comparados en la Figura 3.2, donde se presenta la desviación porcentual del TCRE actual de su valor de equilibrio, con un intervalo de confianza del 95 % derivado de la estimación econométrica del modelo de equilibrio del tipo de cambio real. En el gráfico, un valor positivo indica sobrevaluación, y uno negativo indica subvaluación. El gráfico revela dos etapas de desalineamiento real. Entre 1990 y 1995, el TCRE estaba subvaluado, aunque la subvaluación se había reducido al mínimo en 1994-95. De hecho, en 1996, el TCRE actual y el de equilibrio coinciden casi exactamente, implicando que el tipo de cambio real se encontraba correctamente alineado en ese año. Desde 1997 en adelante, sin embargo, se abrió una brecha entre el TCRE y su valor de equilibrio, que dio como

GRAFICO 3.2  
Sobre (+) o sub (-) valuación del TCRE  
(Modelo de equilibrio del TCRE, porcentajes)



<sup>15</sup> Mientras que esta visión de la determinación del tipo de cambio real basada en el stock de activos se ha convertido en la corriente principal, una visión alternativa basada en los flujos asigna a las fluctuaciones exógenas del flujo de capitales un papel dominante en la determinación del TCRE de equilibrio. De acuerdo con este enfoque, el nivel de equilibrio del tipo de cambio real es el que iguala el balance de la cuenta corriente y la oferta (exógenamente dada) de financiamiento extranjero neto.

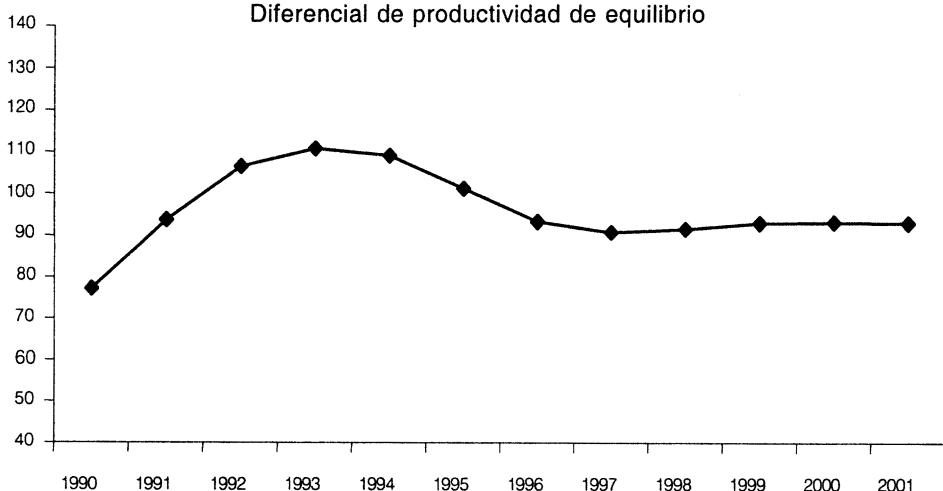
<sup>16</sup> Los detalles están explicados en Alberola et al. (1991) y Alberola y López (2001).

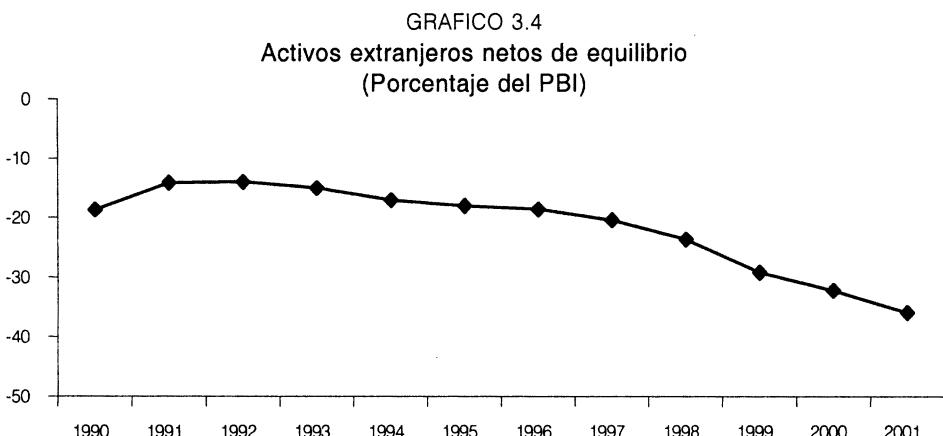
resultado una creciente sobrevaluación. Hacia el 2001, el TCRE excedía su valor de equilibrio en un 55 %.

Vale la pena destacar el contraste entre el grado de desalineamiento derivado del modelo de equilibrio y del que resulta de los cálculos de la PPP mencionada anteriormente. Mientras que por ambos criterios el peso estaba sustancialmente sobrevaluado hacia el año 2001, los cálculos de la PPP implican que la sobrevaluación del peso se produjo básicamente entre 1991 y 1993, con pocos cambios después, mientras que el modelo sugiere que el tipo de cambio real se mantuvo cerca de su valor de equilibrio hasta 1996, y que la sobrevaluación se originó después de esa fecha. ¿Qué hay detrás de estas evaluaciones contradictorias? Como se discutió anteriormente, el modelo analítico de equilibrio del TCRE usado aquí contiene dos determinantes principales del tipo de cambio: (i) el diferencial de productividad entre Argentina y sus socios comerciales, y (ii) la posición de activos extranjeros netos de Argentina. Nuestras estimaciones empíricas nos permiten calcular los valores de equilibrio de estos dos componentes, que conducen al TCRE de equilibrio. Resulta de interés examinar cada componente por separado.

La Figura 3.3 presenta la trayectoria temporal del diferencial de productividad de equilibrio. Un aumento representa una mejora en la competitividad de Argentina, y requiere una apreciación del TCRE de equilibrio. La figura muestra un aumento de la productividad relativa a comienzos de los noventa y en consecuencia, dadas otras cosas, una apreciación del TCRE de equilibrio entre 1990 y 1993-94. Gran parte de estas ganancias en productividad pueden provenir de las ganancias de eficiencia derivadas del final de la hiperinflación alcanzada en 1991. Después de 1993-94, sin embargo, no hubo ganancias adicionales de productividad relativa, y de hecho una reversión parcial tuvo lugar a partir de 1994. Esta ausencia de nuevas ganancias en productividad es consistente con el estancamiento del proceso de reforma estructural de Argentina en la segunda mitad de la década.

GRAFICO 3.3  
Diferencial de productividad de equilibrio





Si las ganancias de productividad iniciales son ampliamente responsables de la apreciación del TCRE de equilibrio a comienzos de los noventa, su depreciación a fines de la década está impulsada por los cambios en la posición neta de activos externos (AEN) de equilibrio, expuesta en el Gráfico 3.4. En el gráfico, un aumento representa una subida en la posición de AEN de equilibrio en Argentina (relativa al PBI) y, por tanto, requiere una apreciación del TCRE de equilibrio, dadas otras cosas. La figura muestra una subida inicial de los AEN de equilibrio en 1991, seguida por una caída continua entre 1993 y 2001. Durante este periodo la relación AEN/PBI de equilibrio cayó más del 20 %. La caída adquiere gran velocidad luego de 1997. Dado el estancamiento del diferencial de productividad que se muestra arriba, este deterioro en la posición de AEN de equilibrio es la fuerza conductora de la continua depreciación del TCRE de equilibrio a fines de los noventa.

La caída en la posición de AEN/PBI de equilibrio es sobre todo un reflejo de la tendencia creciente de las obligaciones externas relativas al PBI de Argentina a fines de la década del '90, resultado de la combinación de sustanciales déficits de cuenta corriente –particularmente grandes en 1997-99, como se mostró anteriormente– y, en los últimos años de la década, de un deterioro persistente del crecimiento. Es cierto que hacia 1999-2000 el desbalance de la cuenta corriente argentina, siendo grande, no era mucho mayor que la norma de la región –al menos si los amplios superávits de los países importadores de petróleo se excluyen de la comparación–. Pero Argentina incurría en dicho déficit en el medio de una severa recesión con intensificación del desempleo. Esto sugiere que el déficit de cuenta corriente de pleno empleo habría sido mucho más alto que el efectivamente observado<sup>17</sup>. En la siguiente sección examinaremos cómo se relacionan estos persistentes desequilibrios de cuenta corriente con las brechas fiscales desarrolladas a lo largo de la década.

Nuestra estructura empírica nos permite reconsiderar el papel de los shocks externos en el desalineamiento del peso argentino:

- *Shocks adversos de los términos de intercambio: como ya se discutió anteriormente, en 1998-99 los términos de intercambio de Argentina se deterioraron alrededor del 11 %. Sin embargo, el shock fue sólo transitorio, y se revirtió en el*

<sup>17</sup> Este punto lo subraya Roubini (2001).

2000. Además, ocurrió luego de un súbito aumento de los términos de intercambio en 1995-96. Por lo tanto, la trayectoria de los términos de intercambio tuvo presumiblemente un impacto muy modesto en la magnitud del desalineamiento del peso.

- La sobrevaluación del dólar americano (*o “atarse a la moneda incorrecta”*): se ha argumentado que gran parte de la sobrevaluación del peso puede atribuirse a la apreciación del dólar a finales de los noventa relativa a los principales socios comerciales de Argentina –por ejemplo, los países del área del euro–. Esto no es un “shock externo” en el verdadero sentido de la palabra, pero sí un shock auto-inflictedo por la elección del régimen monetario de Argentina. La Figura 3.5 muestra una estimación de este impacto<sup>18</sup>. El gráfico sugiere que a partir de 1998 la apreciación real del dólar explica una creciente porción de la sobrevaluación del peso –hasta el 20 % en 2001–. Así, entre un tercio y la mitad de la sobrevaluación efectiva observada del peso en el 2001 se debió directamente al mantenimiento de una paridad fija con un dólar que se apreciaba. Pero dado que la apreciación del peso parcialmente inducida por el dólar llevó a una caída de los activos externos netos relativos al PBI –y así a la caída del TCRE de equilibrio– la apreciación del dólar explicaría indirectamente una porción adicional de la sobrevaluación del peso. En suma, cabe conjeturar que el estar atado a un dólar fuerte podría explicar hasta la mitad de la sobrevaluación observada del peso.
- La devaluación del real: la devaluación brasileña de 1999 indudablemente contribuyó al desalineamiento del peso, así como a la reducción en la competitividad del sector transable argentino –otra consecuencia de “atarse a la moneda incorrecta”–. De hecho, el Gráfico 3.2 mostraba que la sobrevaluación del peso aumentó casi un 20 % en 1999. Los cálculos numéricos sugieren que la depreciación del real fue responsable de alrededor de la mitad de esta cantidad (11 %)<sup>19</sup>. Los mismos cálculos indican que para el año 2001 la depreciación del real había contribuido alrededor de 14 puntos porcentuales a la sobrevaluación total del peso en ese año (Gráfico 3.5). Nuevamente, esta figura corresponde sólo al efecto directo de la depreciación del real, dejando de lado efectos indirectos que acrecentaron la caída acelerada en la relación activos externos netos/PBI causada por la pérdida de competitividad de Argentina frente a Brasil.

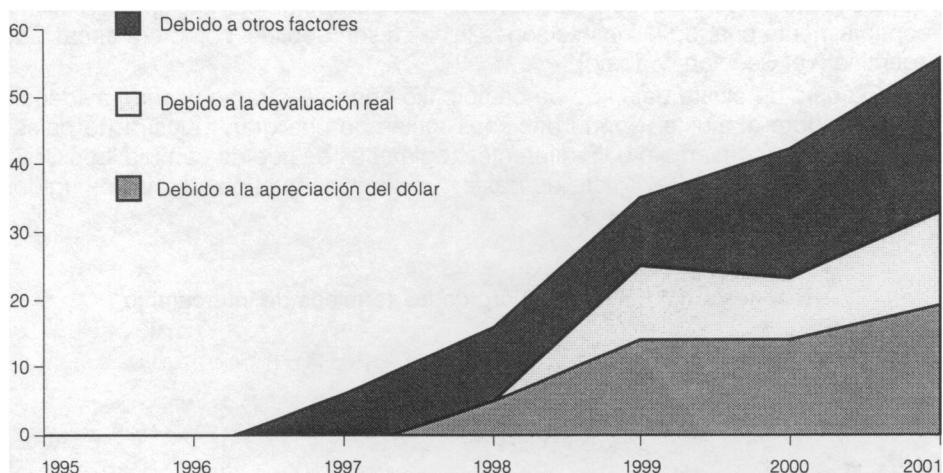
Para resumir la discusión anterior, concluimos que el TCRE se sobrevaluó a partir de 1996, como resultado del estancamiento de la productividad relativa y el aumento de las obligaciones extranjeras relativas al PBI. También encontramos que la apreciación del dólar americano y la depreciación del real brasileño aportaron una gran porción de la sobrevaluación del peso –quizás dos tercios, o incluso más cuando las dos fuerzas se combinan<sup>20</sup>.

<sup>18</sup> Para cuantificar este efecto, necesitamos ir más allá del tipo de cambio efectivo y computar los desequilibrios bilaterales del tipo de cambio real. El cálculo resultante sólo es aproximativo porque los terceros países tienen distinto peso en el TCRE de Argentina y Estados Unidos.

<sup>19</sup> Esta cifra es similar a la reportada por los principales analistas del mercado financiero.

<sup>20</sup> Sumar los efectos de la apreciación del dólar y la depreciación del real implica una cierta duplicación, ya que estos dos fenómenos no son independientes; es decir, el real ya está incluido entre las monedas frente a las que se mide la trayectoria del dólar. Sin embargo, el peso del real en la canasta comercial de Estados Unidos es casi negligible, por lo que esta duplicación no es preocupante.

**GRAFICO 3.5**  
**Impacto directo del dólar fijo en la sobrevaluación del TCRE**  
**(Porcentajes)**



Es importante subrayar que llegamos a estas conclusiones en un contexto donde las fluctuaciones de los flujos de capitales no juegan ningún papel en la determinación del TCRE de equilibrio. Esto es consistente con el análisis de la sección anterior, que encuentra poca evidencia de contagio global en la evolución observada de los flujos de capital hacia Argentina, especialmente desde 1998.

#### **B. Persistencia de los desalineamientos y el ajuste deflacionarios bajo regímenes de tipo de cambio fijo**

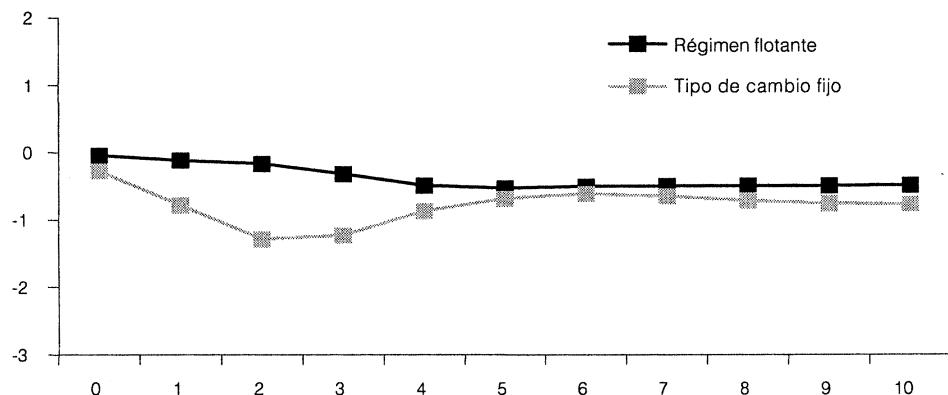
Los desalineamientos reales pueden ocurrir, y de hecho ocurren, tanto bajo regímenes de tipo de cambio fijo como de tipo de cambio flexible. La diferencia es que bajo un régimen flotante un desalineamiento real puede eliminarse rápidamente a través de un ajuste del tipo de cambio nominal. Así, si un boom transitorio del gasto hace que el tipo de cambio real se aprecie por encima de su valor de equilibrio, una vez que el boom desaparece el tipo de cambio nominal típicamente se depreciaría, ayudando a eliminar la sobrevaluación real.

En un régimen de tipo de cambio fijo, por el contrario, el ajuste del tipo de cambio real debe ocurrir a través de cambios en el nivel relativo de los precios domésticos frente a los precios externos. Perturbaciones que requieren una depreciación real –como la depreciación de Brasil o la apreciación del dólar recién analizadas– demandan una caída en el diferencial de inflación *vis-à-vis* los socios comerciales a fin de restaurar el TCRE de equilibrio. Si la inflación del socio comercial es baja, los precios domésticos deben caer en términos absolutos. En condiciones de inercia nominal –de salarios y otros precios– la deflación, a su vez, requiere una recesión, lo cual hace que el proceso de ajuste sea lento y costoso desde el punto de vista del

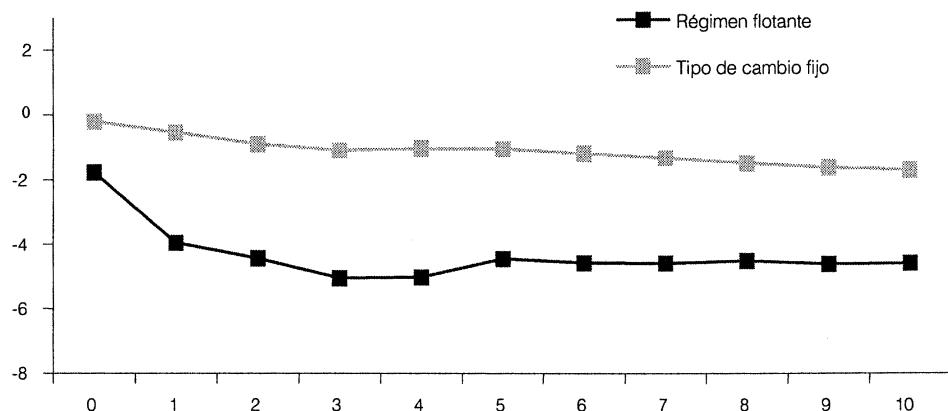
producto y el empleo. Esto genera una segunda diferencia con los regímenes flotantes: en presencia de una gran sobrevaluación, el hecho de que el necesario proceso de ajuste puede acarrear pérdidas cuantiosas (y políticamente difíciles) del producto podría socavar la confianza en la sustentabilidad del tipo de cambio fijo en sí mismo –especialmente cuando las instituciones fiscales son débiles, como era el caso de Argentina (ver Sección IV abajo).

El costo de ajuste bajo tipo de cambio fijo puede ilustrarse usando evidencia empírica sobre el ajuste a perturbaciones reales de una gran muestra de países industriales y en desarrollo bajo diferentes regímenes de tipo de cambio. Los Gráficos 3.6 y 3.7 muestran el ajuste de países con regímenes flotantes y fijos rígidos

**GRAFICO 3.6**  
**Respuesta del PBI al deterioro de los términos de intercambio**



**GRAFICO 3.7**  
**Respuesta del TCRE al deterioro de los términos de intercambio**



(tales como la caja de conversión de Argentina) a una trayectoria de los términos de intercambio similar a la experimentada por Argentina en 1998-99 –una caída acumulada del 11 %<sup>21</sup>. Las figuras muestran la evolución temporal del producto y el tipo de cambio real, en términos de desviaciones porcentuales del nivel inicial (pre-shock).

El Gráfico 3.6 muestra el ajuste del PBI real. En regímenes flotantes la pérdida de producto es pequeña y nunca excede el 0,5 % del PBI inicial. En regímenes fijos rígidos, por el contrario, el deterioro de los términos de intercambio lleva a una considerable contracción en el corto plazo –hasta el 2,5 % durante el segundo año–. La contracción inicial es seguida por una recuperación parcial del PBI, que se aproxima al nivel del régimen flotante en el quinto año.

La otra cara de la moneda se ve en el Gráfico 3.7, que presenta la senda temporal del tipo de cambio real, también distinguiendo entre regímenes flotantes y fijos rígidos. En regímenes flotantes, el deterioro de los términos de intercambio provoca una depreciación real inmediata. El TCR se deprecia más del 1,5 % en el momento del impacto y continúa depreciándose durante los períodos siguientes –hasta el 5 % en el tercer año–. Por el contrario, bajo un tipo de cambio fijo rígido la depreciación real es gradual y de modesta magnitud –alrededor del 1,5 % en su máximo– a pesar de la abrupta contracción del producto. Además, es posible demostrar que los patrones de ajuste bajo ambos regímenes son significativamente diferentes en el sentido estadístico del término.

Estos resultados empíricos concuerdan con la experiencia de Argentina. Como se señaló anteriormente, la sobrevaluación del TCRE de Argentina fue en parte un reflejo de las perturbaciones externas a las que la caja de conversión era vulnerable –tales como la apreciación del dólar y la devaluación real de Brasil–. En el ajuste a estas perturbaciones, los precios efectivamente cayeron, pero en una magnitud muy modesta –un total de alrededor del 3 % durante 1998-2000–. Esta deflación de precios fue totalmente insuficiente para compensar el impacto de los shocks en el desalineamiento del TCRE –aún cuando la deflación nominal era el único modo de llevar a cabo el ajuste del TCRE bajo el tipo de cambio fijo–. Sin embargo, una deflación más rápida habría resultado políticamente muy difícil, ya que hubiera requerido una recesión aún más profunda y un desempleo más alto que los efectivamente manifestados en 1999-2001.

### *C. Resumen*

Para resumir, podemos resaltar algunas lecciones que surgen de la exposición.

- Teniendo en cuenta el comportamiento de la productividad relativa de Argentina y su posición neta de activos externos, encontramos que la apreciación real del peso hasta 1993 fue en gran medida un fenómeno de equilibrio, que reflejaba las mejoras de eficiencia que tuvieron lugar en Argentina a comienzos de los '90. Por otro lado, también encontramos que hacia 1999-2001 el peso había alcanzado una sobrevaluación de grandes proporciones. Llegamos a estas conclusiones en un marco analítico en el que las posibles imperfecciones de los mercados financieros internacionales no juegan ningún papel.

<sup>21</sup> Esto se basa en una extensión a un trabajo anterior de Christian Broda (2001)

TABLA 3.2  
Estructura comercial de Argentina

	Composición geográfica de importaciones más exportaciones (porcentaje del total)
Brasil	24
Principales de AL sin Brasil	14
EE.UU.	13
Europa	25
Resto del Mundo	24

Fuente: UN-COMTRADE database. Figuras para 2000.

- Desde la perspectiva de la elección del régimen de tipo de cambio, la experiencia de Argentina ofrece una viva ilustración de las rigideces impuestas por un régimen de tipo de cambio fijo. La flexibilidad a la baja de los precios mostró ser completamente insuficiente para absorber los shocks reales que tuvieron impacto en la economía a finales de los '90. Si bien la deflación era el único mecanismo de ajuste del TCRE bajo este régimen, la deflación que se requería para absorber los shocks habría sido políticamente difícil o imposible de alcanzar<sup>22</sup>. En este sentido, el tipo de cambio fijo ofreció el mecanismo que permitió el desarrollo de un desalineamiento persistente y de gran magnitud del TCRE. Como veremos luego, también contribuyó a ocultar un creciente problema de solvencia fiscal.
- Relacionado al punto anterior, discutimos que una porción considerable (quizás dos tercios o más) de la sobrevaluación del peso en el 2001 puede derivarse del efecto combinado de la apreciación real del dólar y la depreciación real de Brasil. Esto muestra los peligros de fijar el peso a una moneda que sólo representa una porción relativamente pequeña del comercio externo total –menos del 15 % de acuerdo con la Tabla 3.2– y especialmente en una economía muy cerrada como Argentina, en la que el comercio con Estados Unidos representa menos del 3 % del PBI.
- En otras palabras, los argumentos convencionales de las uniones monetarias deben tenerse en cuenta al elegir el régimen cambiario –y en el caso de Argentina estos argumentos habrían pesado claramente en contra del régimen de convertibilidad–. Esto contrasta con los argumentos financieros, que habrían señalado la dirección opuesta, como discutiremos en la Sección VI.
- Un ingrediente clave detrás de la creciente sobrevaluación del peso luego de 1996 fue el declive en la posición neta de equilibrio de activos externos de Argentina. Esto a su vez se remonta a los grandes desequilibrios externos que se desarrollaron en los '90, que llevaron a un rápido ascenso de las obligaciones externas relativas al PBI –especialmente en el contexto de crecimiento lento o negativo al final de la década–. En estos últimos años, el déficit de cuenta corriente de pleno empleo habría excedido sin duda por un amplio margen los considerables déficits incurridos en medio de una severa recesión. El bajo cre-

<sup>22</sup> Esta visión también es enunciada por Rodrick (2002) y Sachs (2002).

cimiento de la productividad y, como discutiremos luego, los desequilibrios del sector público fueron elementos principales de este proceso.

#### IV. Vulnerabilidad fiscal: La mala gestión del boom y grandes contingencias fiscales asociadas a shocks externos adversos

##### A. Política fiscal durante el boom y la recesión

Hasta hace poco, muchos observadores han atribuido los males de Argentina a la falta de disciplina fiscal que era esencial para preservar la Caja de Conversión, mientras que otros sostenían que los indicadores convencionales de deuda y posición fiscal de Argentina no eran peores que los de la mayor parte de los países latinoamericanos hasta mediados del 2001 (Tabla 4.1).

Comenzamos nuestro estudio examinando cómo y cuándo se desarrollaron las vulnerabilidades fiscales durante los '90. Muchos analistas han señalado el deterioro de las cuentas públicas (tanto a nivel Federal como Provincial) y el correspondiente aumento en los indicadores de deuda desde 1995 y, especialmente, desde 1999<sup>23</sup> (Gráficos 4.1 y 4.2).

Para estimar correctamente la posición fiscal estos gráficos deben ser corregidos de los efectos del ciclo y del aumento en las tasas de interés al final de la década. Desafortunadamente, no poseemos suficientes datos para intentar este ajuste cíclico al nivel del sector público consolidado, pero sí para el gobierno Federal. No obstante, el Gráfico 4.1 muestra que el perfil temporal de los déficits Federal y con-

TABLA 4.1  
Indicadores de deuda en países emergentes (2000)

	Pago de intereses de la deuda pública			Deuda pública (% del PBI)
	(% del PBI)	(% de la recaudación)	(% de la deuda pública)	
Argentina	4,6	21,6	8,7	55,9
Brasil	9,5	33,8	15,5	65,0
Colombia	5,0	25,3	9,8	50,8
México	2,6	25,7	9,4	27,7
Venezuela	3,3	18,7	9,3	35,3
Polonia	2,9	11,0	7,4	39,1
Rusia	3,0	7,9	5,7	52,3
Turquía	23,7	133,1	27,8	85,1

Fuente: Goldman Sachs, 2000.

<sup>23</sup> Los balances fiscales de Argentina durante la primera parte de los noventa parecían mejores de lo que realmente eran, ya que incluían por encima de la línea algunos ingresos por privatizaciones y ocultaban importantes obligaciones fiscales (en los sistemas previsionales Federal y Provincial y otros items tales como la acumulación de pagos de pensión y atrasos en obligaciones adeudadas a las Provincias) que luego fueron parcialmente reconocidas, especialmente desde 1994 en adelante. La deuda pública cayó hasta 1993 gracias al uso de grandes ingresos por privatizaciones y al plan Brady, mientras que desde 1994 en adelante la trayectoria de la deuda refleja el reconocimiento de muchas de las obligaciones anteriormente ocultas. Además, desde 1995 el Gobierno Federal absorbió los déficits de caja previamente incluidos en el sistema previsional Provincial. Este cambio no afectó el déficit consolidado (Federal + Provincias) pero sí a su composición.

GRAFICO 4.1  
Balance presupuestario general  
(Porcentaje del PBI)

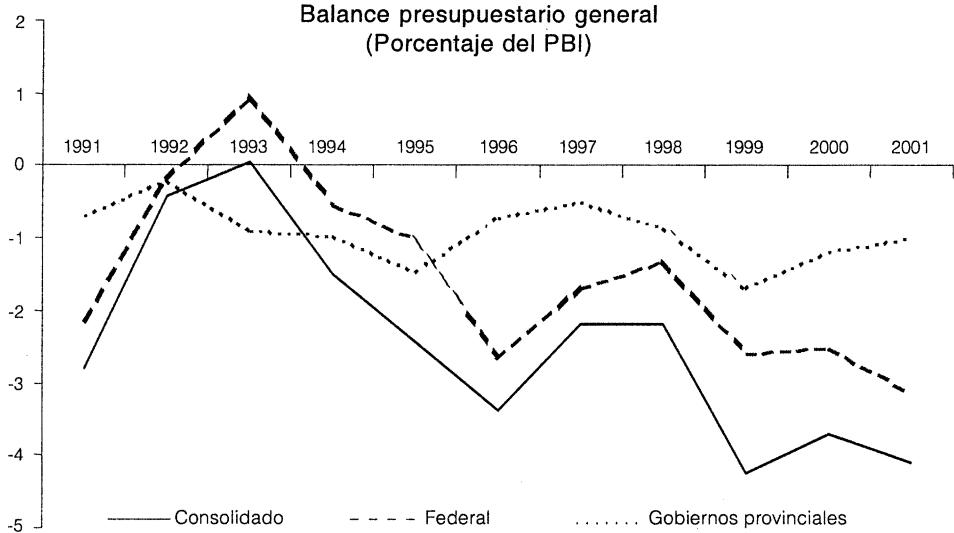
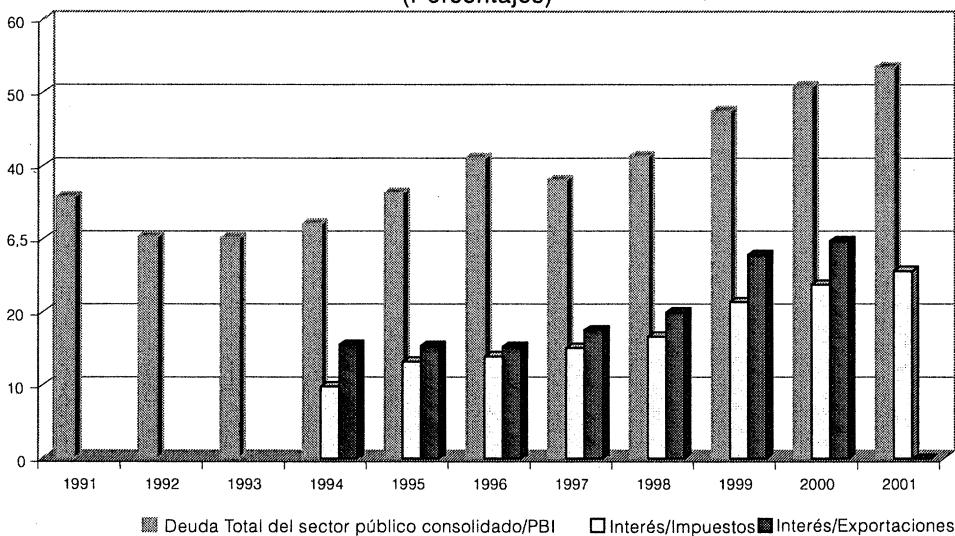


GRAFICO 4.2  
Deuda pública consolidada y servicios  
(Porcentajes)



solidado es muy similar, por lo que la situación fiscal ajustada cíclicamente también debería ser muy similar para ambas definiciones de gobierno.

Para computar las figuras cíclicamente ajustadas, construimos dos estimadores de producto potencial –uno a través del filtro Hodrick-Prescott, y otro sólo ajustando una línea recta–. Como es sabido, el filtro HP tiende a dar estimadores sesgados en

GRAFICO 4.3  
PBI y PBI Potencial  
(Tendencia Hodrick-Prescott y tendencia lineal)

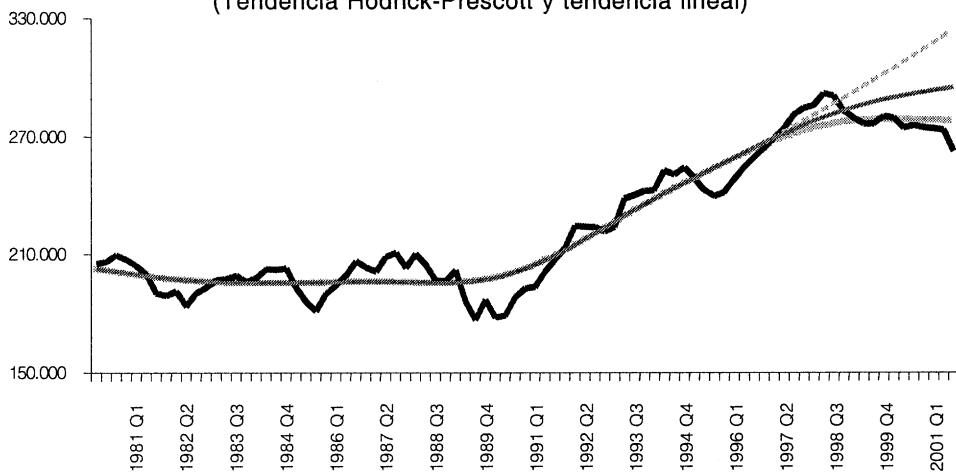


GRAFICO 4.4  
Balance presupuestario primario corriente y estructural del gobierno Federal  
(Porcentaje del producto potencial y desviación porcentual del producto potencial)

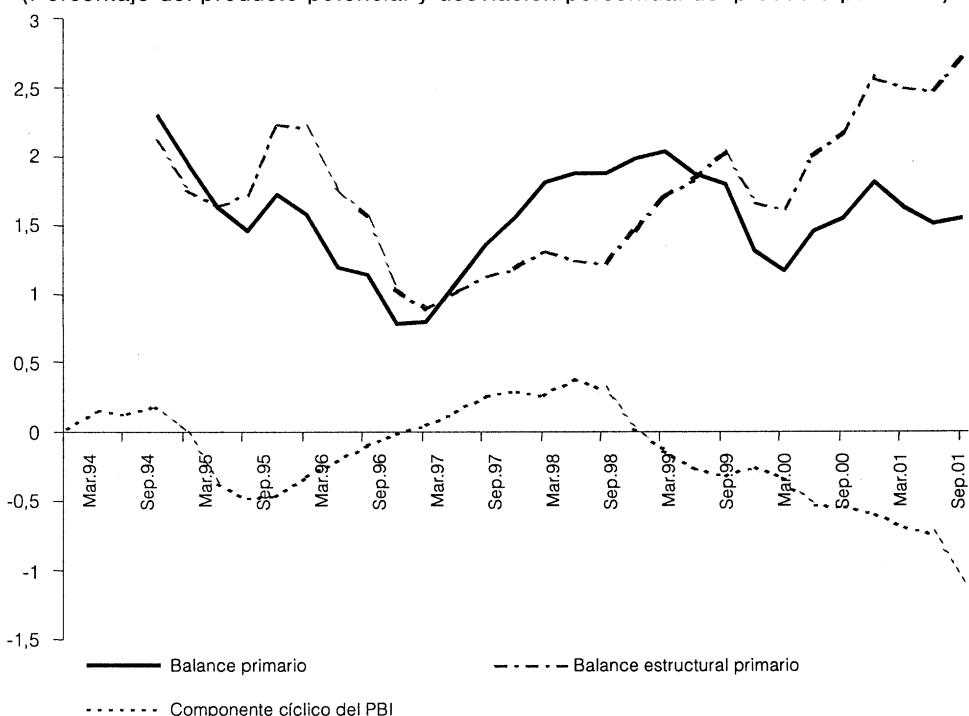
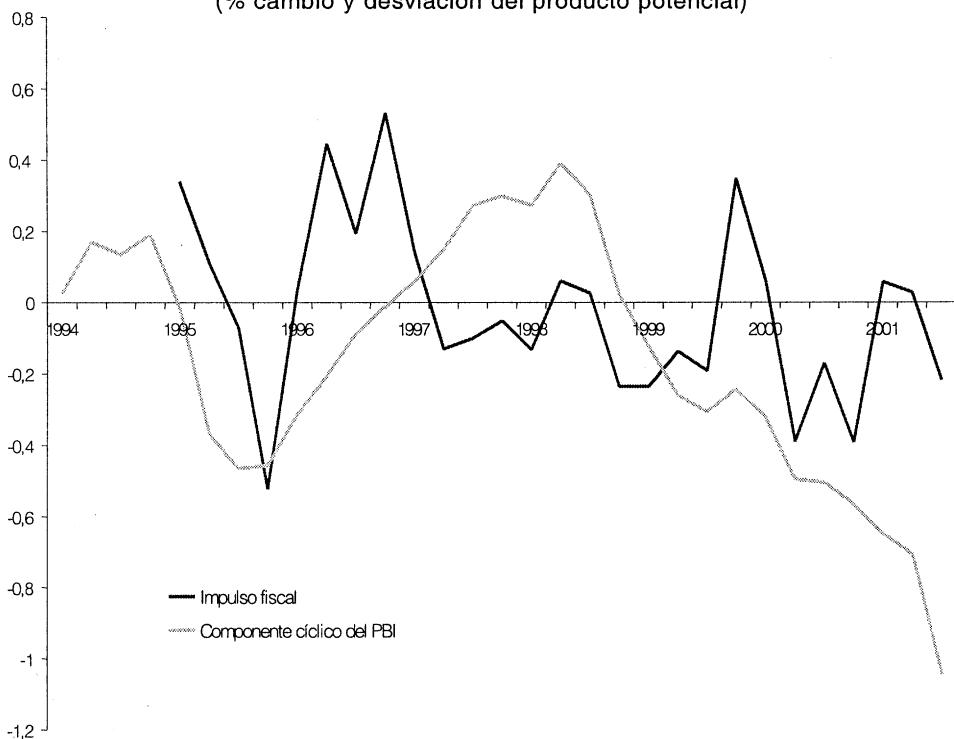


GRAFICO 4.5  
Impulso fiscal del Gobierno Federal  
(% cambio y desviación del producto potencial)

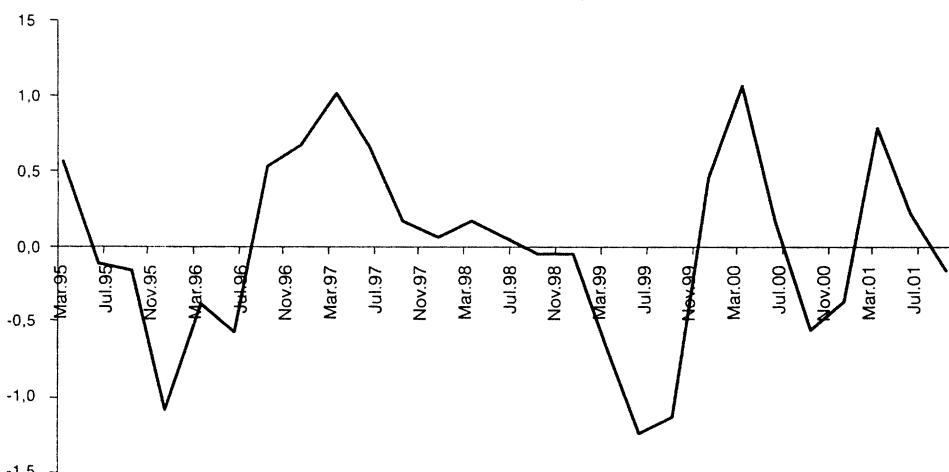


los puntos finales. En este caso parece subestimar el producto potencial al final del periodo (crecimiento cero o negativo), mientras que la aproximación de la línea recta probablemente lo sobreestime. Por esto, optamos por un estimador en el medio de estos dos (Gráfico 4.3).

Usando este estimador, corregimos el balance Federal primario de los efectos cílicos aplicando una elasticidad ingreso/PBI de 1.14. Encontramos que el Balance Fiscal Estructural Primario del gobierno Federal se deterioró de forma significativa (alrededor del 1,5 % del PBI) durante el período de boom, desde finales de 1995 a mediados de 1998, mientras que hubo un importante ajuste luego (ligeramente por encima del 1,5 % del PBI hasta mediados del 2001), interrumpido por sub-períodos de relajación, especialmente durante la campaña electoral de fines de 1999 (Gráfico 4.4). Más adelante veremos hasta qué punto este deterioro fiscal aparente refleja obligaciones no consolidadas en el sistema de pensión que fueron puestas de manifiesto por la reforma previsional –esto es, hasta qué punto la situación presupuestaria Federal ya era débil antes de 1995–, y la debilidad se hizo explícita cuando se llevó a cabo la reforma previsional.

Los estimadores del impulso fiscal, usando diferentes metodologías, muestran efectivamente una posición expansiva significativa del gasto del gobierno Federal

GRAFICO 4.6  
Indicador de Blanchard del impulso fiscal



durante el periodo de boom, seguida de un progresivo ajuste a partir de mediados de 1998 (excepto por algunos meses previos a las elecciones de 1999). El Gráfico 4.5 presenta los estimadores del impulso fiscal derivados de la Figura 4.4, mientras que el Gráfico 4.6 sigue el método de Blanchard<sup>24</sup>. Esta última representa una medida menos problemática del impulso fiscal ya que evita adoptar una posición acerca de la naturaleza de las fluctuaciones cíclicas o de la técnica de descomposición. Compara los ingresos y gastos efectivos con los que hubieran tenido lugar si las "circunstancias económicas" del año anterior (inflación, tasas reales de interés, desempleo y tendencia del producto) hubieran prevalecido. Como se ve en los gráficos, ambos estimadores cuentan esencialmente la misma historia.

En muchos casos los problemas fiscales de Latinoamérica se originan en booms, cuando las instituciones fiscales débiles y la complacencia política no facilitan el alcance de superávits. Como consecuencia la política fiscal ha de ser procíclica también durante los tiempos difíciles, contribuyendo a la profundización de las recessiones y las tensiones sociales –y ocasionalmente acabando en severas crisis fiscales-. Argentina en los noventa no fue una excepción a esta desafortunada tradición política latinoamericana.<sup>25</sup>

Sin embargo, el ajuste del balance estructural primario que tuvo lugar luego de 1998 no fue suficiente para compensar los crecientes pagos de intereses, como evidencia el Gráfico 4.7, que muestra cómo el balance general estructural del gobierno Federal se mantuvo negativo (alrededor del 1 % del PBI) desde fines de 1996. Efectivamente, los pagos de intereses aumentaron desde un 2 % del PBI en 1995/96 hasta el 3,4 % en 1999 y el 4,3 % en el 2001. Mucho de este aumento puede atribuirse a la subida de las tasas implícitas de interés de la deuda pública, que se aceleró

<sup>24</sup> Blanchard (1990).

<sup>25</sup> La procicilidad de la política fiscal en Latinoamérica ha sido examinada en Gavin y Perotti (1996); Gavin, et al. (1996) y Perry (2002).

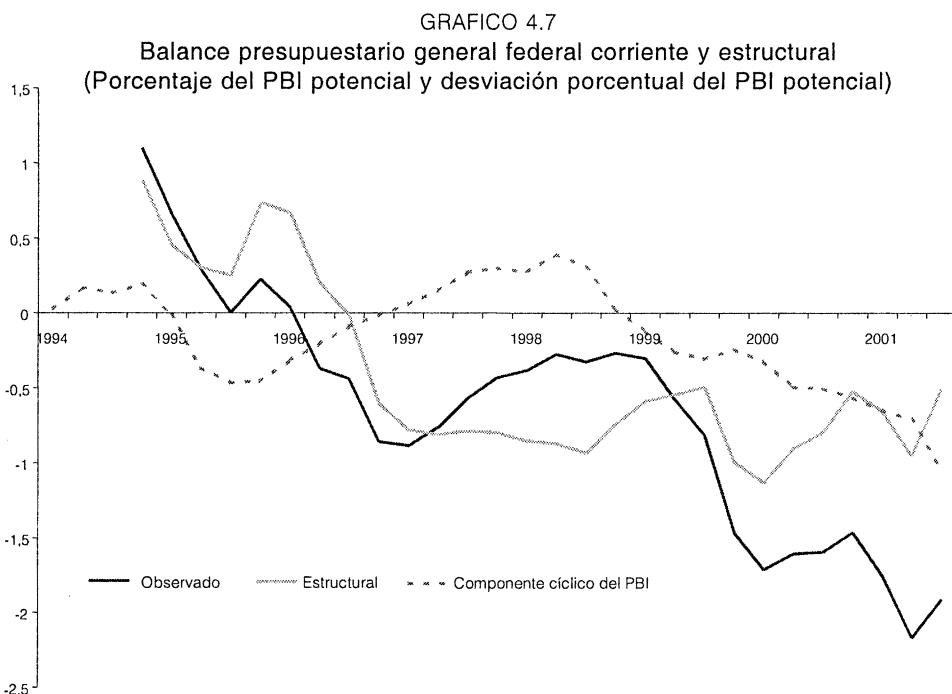


TABLA 4.2  
Pago de intereses de la deuda pública

	Pago de intereses de la deuda (porcentaje del PBI)	Cambio en los intereses cargados (porcentaje del PBI)	Contribución al cambio en los intereses cargados	
			Efecto cuantitativo	Efecto tasa de interés
1991	2,8			
1992	1,6	-1,1	-0,4	-0,8
1993	1,4	-0,2	0,1	-0,3
1994	1,6	0,1	0,1	0,0
1995	1,9	0,3	0,2	0,1
1996	2,1	0,2	0,1	0,1
1997	2,3	0,3	0,1	0,2
1998	2,6	0,3	0,2	0,1
1999	3,4	0,8	0,4	0,3
2000	4,1	0,6	0,3	0,4
2001	4,3	0,3	0,3	0,0
Total				
1991-2001		1,5	1,4	0,1
1993-2001		2,9	1,7	1,2

después de la crisis rusa y especialmente en 1999-2000 debido a la percepción de debilitamiento de los factores fundamentales de Argentina, como se discutió más arriba (Tabla 4.2). El deterioro adicional en el balance general del gobierno Federal

Fuente: Goldman Sachs, 2000.

(la diferencia entre las dos líneas continuas del Gráfico 4.7) puede atribuirse a los efectos de la desaceleración.

### *B. Estimaciones de Solvencia Fiscal*

Pasemos ahora a explorar la cuestión de la sustentabilidad de la deuda. Primero intentamos reproducir los ejercicios de sustentabilidad de la deuda sobre la base de la información disponible para cada año. Estos ejercicios, como se reportan en la Tabla 4.3, revelan que las proyecciones declinantes del crecimiento de largo plazo (influenciadas por el ajuste deflacionario bajo tipo de cambio fijo) deben haber sido aún más importantes que los aumentos de las tasas de interés implícitas de la deuda pública en la evaluación de la sustentabilidad fiscal. En efecto, asumiendo que los mercados estimaban el crecimiento potencial de largo plazo a partir de una ventana móvil (de 3 ó 5 años), las simulaciones indican que en el año 2000, y ciertamente en 2001, la sustentabilidad de la deuda estaba claramente en duda, en el sentido que requería que el balance primario del gobierno consolidado alcanzara o hasta excediera el 4 % del PBI, algo que parecía improbable dada la historia y las instituciones fiscales de Argentina. En la práctica, si bien la disciplina fiscal ha sido materia de preocupación desde hace muchos años, es justo decir que muchos analistas tanto en bancos de inversión como en otros lugares comenzaron a cuestionar seriamente la solvencia fiscal en estos años y no antes. Debe señalarse, sin embargo, que los economistas argentinos centraron el debate del año electoral de 1999 en la necesidad de un ulterior ajuste y en que la Ley de Responsabilidad Fiscal fuera sancionada a mediados de 1999 como medio para garantizar la solvencia fiscal. El hecho de que no se cumplieran sus objetivos en el marco de las elecciones, ni tampoco después, contribuyó a socavar la confianza en la solvencia del sector público.

El lento ajuste deflacionario a los shocks externos impuesto por el régimen de tipo de cambio fijo con el dólar (tal como se discutió anteriormente) tuvo así un efecto importante sobre las percepciones de sustentabilidad de la deuda, a través de dos canales. Por un lado, reduciendo las expectativas de crecimiento de largo plazo, y por otro haciendo que los ulteriores ajustes fiscales fueran más difíciles y dolorosos mientras la relación ingreso/PBI seguía cayendo. En este contexto, ulteriores aumentos repentinos de los impuestos (como el “impuestazo” en el 2000) o reducciones en el gasto (como las habidas en la segunda mitad del 2001) agravaron la recesión y las consiguientes tensiones sociales y políticas.

Aún más, el ajuste observado en el balance estructural primario fue claramente insuficiente si tenemos en cuenta los efectos directos e indirectos de la sobrevaluación del tipo de cambio posterior a 1997 en el balance del gobierno. Nuestros cálculos indican que en el año 2000 la sobrevaluación del tipo de cambio, estimada arriba, implicó que las mediciones contables convencionales de la relación deuda pública/PBI estuviesen subvaluadas al menos un 40 %, ya que gran parte de la deuda estaba denominada en dólares mientras que los activos del gobierno (sobre todo su capacidad de recaudar impuestos) no lo estaban. Aún si la Caja de Conversión no se hubiese venido abajo, el ajuste del TCRE requerido –a través de un proceso deflacionario– habría puesto de manifiesto la reducida capacidad del gobierno de repagar su deuda, y habría requerido un superávit primario adicional de alrededor del 2 % del PBI.

TABLA 4.3  
Indicadores de sustentabilidad fiscal

	Tasa de crecimiento promedio (promedio de los tres años precedentes) (porcentaje)	Tasa de interés implícita de la deuda del gobierno (porcentaje)	Balance primario del gobierno consolidado (porcentaje del PBI)	Balance sustentable (tasa de crec. promedio basado en las 3 últimas observaciones) (porcentaje del PBI)	Balance sustentable (tasa de crec. promedio basada en las 5 últimas observaciones) (porcentaje del PBI)
1991	0,7	8,6	-0,4	2,7	2,8
1992	5,7	6,2	1,2	0,1	1,4
1993	7,3	5,0	1,5	s.p.s.	0,5
1994	6,5	5,1	0,1	s.p.s.	s.p.s.
1995	2,6	5,4	-0,5	0,8	0,1
1996	2,8	5,6	-1,2	0,9	0,4
1997	3,6	6,1	0,3	0,9	0,6
1998	5,8	6,4	0,5	0,2	0,8
1999	2,9	7,2	-0,8	1,7	2,0
2000	-0,1	8,0	0,5	3,8	2,4
2001	-0,7	8,0	0,3	4,5	3,0

s.p.s.: sin problema de sustentabilidad.

TABLA 4.4  
Sustentabilidad fiscal y el tipo de cambio

	Índice de TCR de equilibrio	Relación deuda-producto	Relación deuda-producto ajustado por TCR	Balance sustentable ajustado por TCRE (porcentaje del PBI)	Balance sustentable (tasa de crec. promedio basado en las 3 últimas observaciones) (porcentaje del PBI)	Balance primario del gobierno consolidado (porcentaje del PBI)
1991	0,88	0,32	0,28	2,1	2,7	-0,4
1992	0,92	0,26	0,24	0,1	0,1	1,2
1993	0,98	0,29	0,28	s.p.s.	s.p.s.	1,5
1994	0,96	0,31	0,30	s.p.s.	s.p.s.	0,1
1995	0,93	0,35	0,32	0,8	0,8	-0,5
1996	0,98	0,37	0,36	0,9	0,9	-1,2
1997	1,06	0,38	0,40	0,9	0,9	0,3
1998	1,16	0,41	0,48	0,2	0,2	0,5
1999	1,35	0,47	0,64	2,0	1,7	-0,8
2000	1,42	0,51	0,72	5,2	3,8	0,5
2001	1,56	0,54	0,84	6,3	4,5	0,3

s.p.s.: sin problema de sustentabilidad. La tasa de crecimiento de la economía mayor que la tasa de interés.

anual para evitar una dinámica explosiva de la deuda (Tabla 4.4). *El tipo de cambio fijo efectivamente ocultó este agudo deterioro de la posición fiscal e hizo más difícil recabar suficiente apoyo político para un ajuste adicional.*

En la misma línea, aún si la Caja de Conversión se hubiese mantenido, los consumidores y las empresas del sector no transable habrían sufrido serias dificultades financieras por el ajuste requerido del TCRE, mientras que su capacidad de

repago de sus deudas en dólares y pesos hubiera sido erosionada por el ajuste deflacionario. Esto habría tenido un gran impacto sobre la calidad de las carteras de los bancos, y el gobierno habría tenido que hacer frente a significativas contingencias fiscales (aunque probablemente no tan grandes como las ocurridas después de la devaluación nominal). Este tema se discutirá luego en la Sección V.

Como se mencionó previamente, es importante observar que una parte del deterioro fiscal cíclicamente ajustado en esos años se debió a los costos efectivos de mediano plazo de la reforma previsional (ver Gráfico 4.8), cuyo objetivo era precisamente mejorar la posición fiscal estructural de largo plazo del país. La reforma previsional sacó a la luz una deuda oculta del sector público (al igual que la devaluación nominal del 2002 puso de manifiesto el verdadero volumen de deuda pública explícita), escondida bajo el anterior sistema de reparto (tal como hizo con la deuda convencional desde 1997 el tipo de cambio fijo). Así, la situación fiscal de Argentina hasta 1994 era peor de lo que muestran las cifras publicadas. Estrictamente hablando, lo mismo es cierto para cualquier país latinoamericano que no haya llevado adelante una reforma previsional<sup>26</sup>. En este sentido, debe concluirse que los desequilibrios fiscales (explícitos e implícitos) prevalecieron durante toda la década.

No obstante también es importante notar que sólo parte –alrededor del 1 % del PBI– del aumento observado en las transferencias netas de la Seguridad Social (Gráfico 4.8) se debieron a la reforma. El resto fue resultado de una reducción en las contribuciones de los trabajadores y otros factores<sup>27</sup>. Más aún, la cifra del 1 % del PBI es pequeña en comparación con la corrección fiscal que se habría requerido para resolver el problema de sustentabilidad fiscal identificado en las tablas previas. En otras palabras, la conclusión de que las finanzas públicas se encaminaban hacia la insolvencia desde 1999 es válida, independientemente de que se incluya o excluya del análisis el aumento de las transferencias de la Seguridad Social.

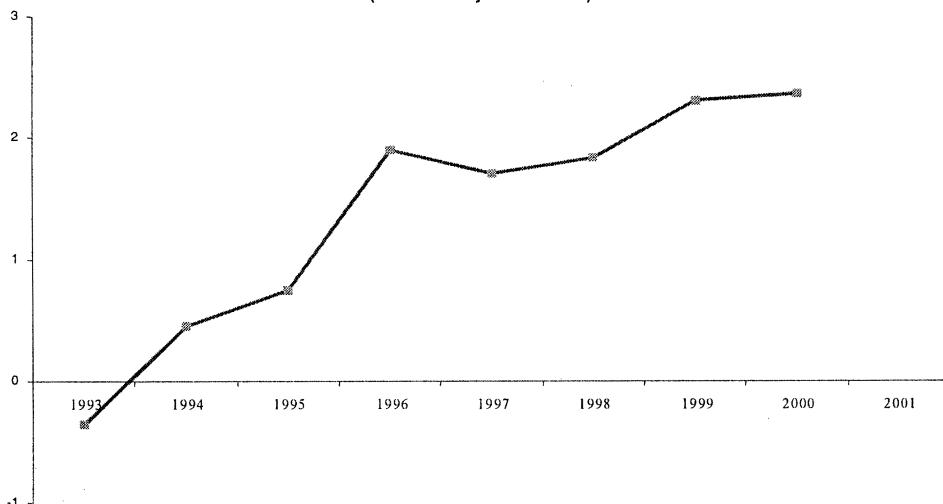
Sin embargo, el hecho de que la reforma previsional llevara a un déficit fiscal más alto todavía comporta otra lección. Desde la perspectiva económica, en este caso opuesta a la contable, el déficit mayor ya existía, y el “levantamiento del velo” sólo lo puso en evidencia. Pero la conversión de deuda implícita en explícita sí impactó en dos dimensiones. Primero, las necesidades financieras del sector público aumentaron por la amortización de la deuda que se acababa de reconocer –cuya cuantía venía dada por los beneficios que el sector público debía seguir pagando– y esto implicaba demandas adicionales sobre los mercados financieros domésticos y/o extranjeros. Segundo, las percepciones del mercado acerca de la posición fiscal argentina se vieron afectadas también, en la medida en que los mercados no hubieran podido ver con claridad a través del velo que separaba la deuda explícita de la implícita.

La lección es que se necesita tomar precauciones adicionales acerca de las consecuencias que puede tener para el mercado la revelación de obligaciones previsionales ocultas: en particular, debemos reconocer que aún si haciéndolo mejora la posición fiscal de largo plazo, ello debe ser acompañado de ulteriores ajustes

<sup>26</sup> Como ya se mencionó, en Argentina los pasivos ocultos también se refieren a los sistemas previsionales provinciales, que fueron absorbidos luego de 1995 por el Gobierno Federal.

<sup>27</sup> Aún más, todavía existen algunos pasivos ocultos en el sistema; ver Tejeiro (2001).

GRAFICO 4.8  
Transferencias de seguridad social netas  
(Porcentaje del PBI)



en el corto plazo (para absorber al menos una parte del aumento del déficit de caja de mediano plazo) y de buenos instrumentos de deuda doméstica de largo plazo<sup>28</sup>. En retrospectiva, el periodo de boom desde fines de 1995 hasta mediados de 1998 fue una gran oportunidad perdida para corregir los desequilibrios fiscales que había sacado a la luz la Reforma Previsional (y la crisis del Tequila).

Finalmente, podemos examinar hasta qué punto los desequilibrios fiscales contribuyeron al persistente déficit de cuenta corriente durante los noventa. Las grandes brechas de la cuenta corriente planteaban dos amenazas: aumentaban la vulnerabilidad ante reversiones de los flujos de capitales, y contribuían a la sobrevaluación de la moneda –ya que, como vimos antes–, parte de la sobrevaluación del peso surge del deterioro de la posición neta de activos externos del país.

Como mostraba el Gráfico 2.4 b, la economía argentina exhibió considerables déficits de cuenta corriente a lo largo de la década. ¿Cuáles fueron las contribuciones del sector público y del sector privado a este desbalance general? Esto se ilustra en el Gráfico 4.9, que muestra el balance de cuenta corriente conjuntamente con el balance fiscal general del gobierno consolidado (excluyendo los ingresos por privatizaciones) y el superávit del sector privado – este último definido como la diferencia entre la cuenta corriente y el balance fiscal.

La figura muestra que ambos sectores, el público y el privado, exhibieron considerables desequilibrios a lo largo del periodo bajo análisis, pero a partir de 1994 el sector privado incurrió en un déficit sólo en los años de boom de 1997-98. Excepto en esos dos años, la situación presupuestaria del sector público fue más débil que la del

<sup>28</sup> Otros ejemplos relevantes son Bolivia y Colombia.

GRAFICO 4.9  
Cuenta corriente y tasas de ahorro privada y público  
(Porcentaje del PBI)

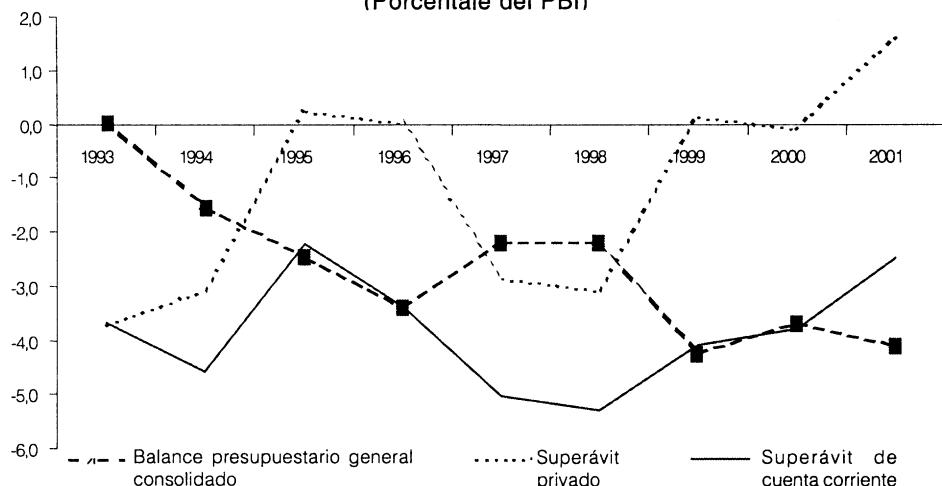
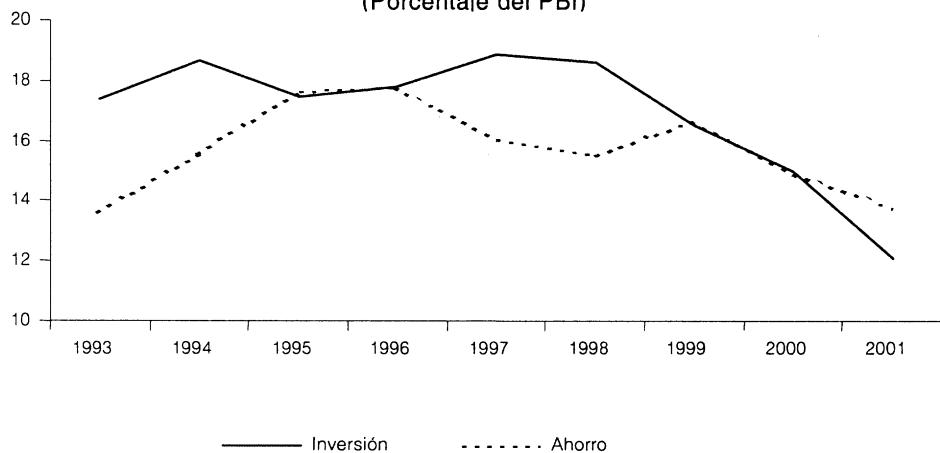


GRAFICO 4.10  
Ahorro e inversión privados  
(Porcentaje del PBI)



sector privado. Para 1999 el sector privado había alcanzado una posición de superávit, mientras que el sector público continuaba mostrando un gran déficit.

En suma, ¿fue el proceso de intensificación de la deuda externa de Argentina dominado por el sector público o el sector privado? La Tabla 4.5 muestra que la relación deuda externa total de la economía/PBI aumentó del 27,7 % al 58,3 % entre 1993 y 2001. Alrededor de un tercio de este cambio refleja un mayor endeudamiento

TABLA 4.5  
Deuda Externa  
(Porcentaje del PBI)

Deuda externa total	Deuda del gobierno consolidado			Deuda externa financiera y no financiera privada	Deuda externa privada neta de las tenencias de bonos del gobierno
	Total	De la cual		(b)	(c)=(b)-(a)
		Externa	Doméstica (a)		
1993	27,7	28,7	22,1	6,6	5,6
1994	29,6	30,9	23,5	7,4	6,1
1995	39,0	34,8	26,8	8,0	12,1
1996	41,8	36,6	27,3	9,3	14,5
1997	44,8	38,1	28,2	9,9	16,6
1998	48,6	41,3	30,5	10,8	18,0
1999	53,6	47,4	33,2	14,2	20,4
2000	54,0	51,0	33,9	17,1	20,1
2001	58,3	54,1	33,2	20,9	25,1

público, mientras que el resto (2/3) parece haber sido consecuencia de los agresivos préstamos extranjeros al sector privado. De hecho, la deuda externa privada aumentó del 5,6 % del PBI al 25,5 % durante ese periodo. Uno podría considerar ésto como evidencia de que fue el sector privado, en lugar del sector público, el principal culpable de la acumulación de pasivos externos netos.

Sin embargo, al mismo tiempo el sector público se estaba endeudando masivamente con el sector privado en el mercado interno de capitales (ver tabla 4.5). De hecho, aunque el ratio deuda pública externa/PBI mostró pocos cambios a partir de 1998, los préstamos internos al sector público subieron más del 10 % del PBI. Esto efectivamente significa que el sector privado estaba tomando prestado en el extranjero en pro del gobierno. Como el gobierno estaba ejerciendo presión en los mercados financieros internos, el sector privado se vio forzado a acudir a los mercados externos para satisfacer sus necesidades financieras.

En conclusión, los grandes desbalances externos de Argentina y el deterioro de la posición de activos externos fueron resultado de la acción tanto del sector privado como del sector público en diferentes momentos. Durante el boom de 1997-98, el sector privado mostraba el mayor desequilibrio. Pero la ausencia de un esfuerzo de contrapeso por parte del sector público en esos años (especialmente después de que parte de los pasivos ocultos en el sistema previsional se hicieran explícitos como consecuencia de la reforma previsional) representó una oportunidad perdida para poner las finanzas del gobierno y del país sobre una base más firme. En cambio, después de 1998 la creciente brecha entre ahorro e inversión del sector público fue la principal fuerza motriz del aumento de las obligaciones externas de la economía argentina.

## V. El sistema bancario: Vulnerabilidad oculta tras una fachada de fortaleza

### A. Los puntos fuertes

La hiperinflación y la confiscación de los depósitos a finales de los ochenta<sup>29</sup> destruyeron la confianza en el peso y en la intermediación financiera doméstica. Con el establecimiento de la Convertibilidad se puso en marcha un gran esfuerzo para volver a crear un sistema financiero sólido basado principalmente en depósitos y préstamos denominados en dólares. En 1995 el contagio del Tequila llevó a una corrida del 18 % de los depósitos totales y a una liquidez sistemática que, en ausencia de un prestamista doméstico de última instancia, requirió del pronto apoyo de las instituciones financieras internacionales para evitar el colapso del sistema bancario y del sistema de pagos. Las autoridades respondieron "construyendo" un gran amortiguador de liquidez y a través de otras reformas ambiciosas con el fin de consolidar un sistema financiero altamente flexible. Los resultados fueron impresionantes. Hacia 1998 Argentina se posicionaba en segundo lugar (luego de Singapur, a la par de Hong Kong, y delante de Chile) en términos de la calidad de su marco regulatorio, de acuerdo al sistema de *rankings Camelot* desarrollado por el Banco Mundial<sup>30</sup> (Tabla 5.1).

El sistema bancario estaba aparentemente en una posición muy sólida no sólo en 1998, antes de la devaluación brasileña de enero de 1999, sino también después y hasta fines de 2000, a pesar de la continua contracción económica posterior a

TABLA 5.1  
Ratings de Camelot para la regulación del sistema bancario

País	Puntaje total
Singapur	16
Argentina	21
Hong Kong	21
Chile	25
Brasil	30
Perú	35
Malasia	41
Colombia	44
Corea	45
Filipinas	47
Tailandia	52
Indonesia	52

\* Menores puntajes indican mejor ranking.

Fuente: World Bank. Argentina Financial Sector Review (1998).

<sup>29</sup> El llamado Plan Bonex instituido en 1989.

<sup>30</sup> El índice CAMELOT combina rankings separados para los requerimientos de capital (C); normas de provisionamiento de incobrables y definición de préstamos vencidos (A); management (M), definido por el grado de presencia de bancos extranjeros de alta categoría; requerimientos de liquidez (L); ambiente de operación (O) medido por rankings con respecto a derechos de propiedad, derechos del acreedor, y coacción; y transparencia (T), medida de acuerdo a cómo están calificados los bancos por las agencias de riesgo internacional y por un índice de corrupción. Argentina calificó 1 para C (igual que Singapur), 4 para A, 3 para M, 4 para L, 7 para O, y 2 para T. Para más discusión ver World Bank (1998)

TABLA 5.2  
Indicadores seleccionados del sistema bancario  
(Porcentajes al final del año)

	1997	1998	1999	2000
Patrimonio neto/Activos	12,11	11,44	10,72	10,52
Capital/Activos bancarios ajustados por riesgo	18,13	17,64	18,56	21,18
Préstamos morosos/total de préstamos (a)	8,23	5,98	7,14	10,21
Previsiones/total de préstamos	7,70	7,10	7,82	8,65
Previsiones/préstamos morosos (a)	108,64	140,40	122,25	77,13
Líquidez sistémica (b)	42,98	39,58	40,89	38,69
Rentabilidad sobre Patrimonio antes de Previsiones	22,59	10,61	8,43	7,76
Rentabilidad sobre Patrimonio después de Previsiones	7,41	-2,24	-6,71	-9,42
Rentabilidad sobre activos después de Previsiones	1,04	-0,27	-0,77	-1,01
Deuda/Patrimonio neto	6,11	7,26	7,74	8,33

Fuente: Banco Central de la República Argentina.

(a) Préstamos morosos se define como la suma de préstamos con problemas (categoría 3); préstamos con alto riesgo (categoría 4) y préstamos no-recuperables (categorías 5 y 6). (b) definido como la proporción de las reservas internacionales del Banco Central en divisas extranjeras y otros activos líquidos en el exterior y depósitos totales.

1998. En efecto, a lo largo del año 2000 los indicadores de salud financiera mostraban un sistema bancario bien capitalizado, fuertemente provisionado, y altamente líquido, a pesar de que sufría pérdidas y crecientes obligaciones por morosidad después de 1998<sup>31</sup> (Tabla 5.2). Los amortiguadores prudenciales del sistema bancario fueron suficientes para permitirle resistir considerables shocks de liquidez y solvencia –incluyendo la fuga de más de un tercio de los depósitos del sistema así como también un repentino volumen de fallidos de hasta el 10 % de la cartera de préstamos– sin poner en peligro la Convertibilidad<sup>32</sup>. La importante presencia de respetados bancos extranjeros en el sistema doméstico (que contabilizaban más del 70 % del total de activos bancarios en el 2000) era ampliamente percibida como un refuerzo a estos amortiguadores de solvencia y liquidez (Tabla 5.3). De estos bancos se esperaba que respaldaran el capital y la liquidez de sus sucursales en Argentina, al menos en los estados adversos de la naturaleza asociados con la mala suerte (pocos pensaban en ese momento en estados adversos de la naturaleza causados directamente por políticas gubernamentales confiscatorias).

<sup>31</sup> Los beneficios se habían vuelto negativos ya en 1998, y fueron aún más negativos durante 1999-2000 principalmente por la necesidad de constituir provisiones para hacer frente al aumento de los préstamos incobrables. La cartera de morosos alcanzó el 10,2 % de los préstamos totales en el 2000, desde el 7,1 % el año anterior, y el aumento de provisiones comenzó a retrasarse (Tabla 5.3).

<sup>32</sup> La Tabla 5.3 sitúa la liquidez sistemática (reservas internacionales disponibles del Banco Central más moneda extranjera en efectivo o quasi-efectivo en bancos en el exterior) por encima del 35 % de los depósitos del sistema bancario. Sin embargo, había una varianza significativa en la distribución de dicha liquidez entre los bancos. Esto explicaría por qué el "corralito" se impuso a fines del 2001 antes de que los depósitos cayeran el 30 %.

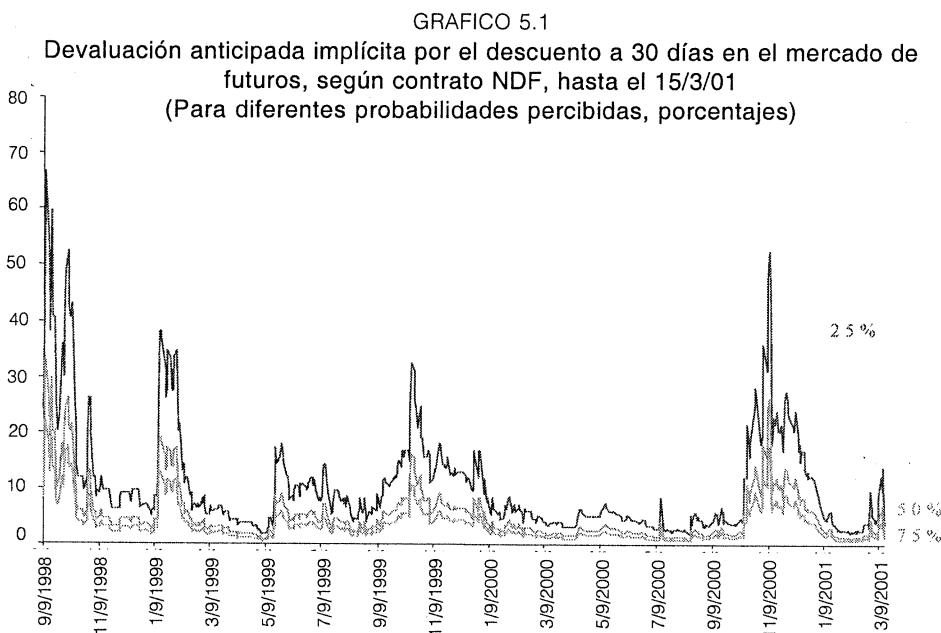
TABLA 5.3  
Consolidación e internacionalización del sistema bancario

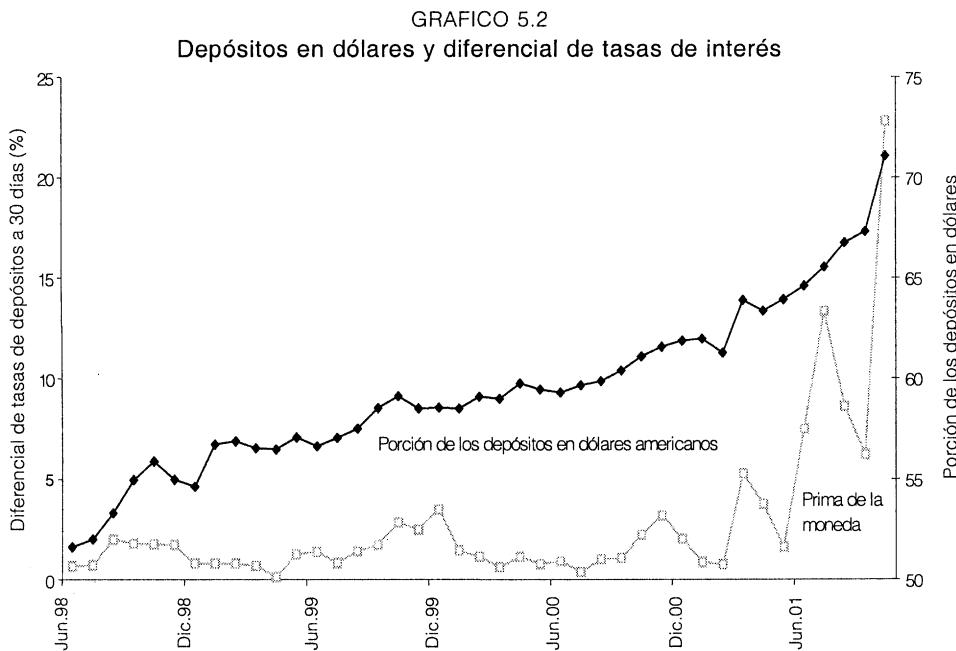
	Diciembre 1994	Diciembre 1998	Diciembre 2000
Número total de bancos	166	104	89
Bancos extranjeros			
Número de bancos	31	39	39
Números de sucursales	391	1,535	1,863
Porción del total de activos (%)	15	55	73
Número de bancos públicos	32	16	15

Fuente: Banco Central de la República Argentina.

### B. Vulnerabilidades

Con el refuerzo de la viabilidad de la Convertibilidad como orientación básica de las políticas, no tenía sentido para las autoridades dictar normas prudenciales que disuadieran el uso del dólar en contratos financieros *per se*. Aun así, los mercados no pensaban que la permanencia de la Caja de Conversión estaba fuera de toda duda –el llamado “problema del peso” (*peso problem*) se mantuvo a lo largo de la década del noventa, como lo evidencia el hecho de que el riesgo de cambio implícito en los contratos a futuro fuera siempre positivo, y se disparase durante los tiempos turbulentos (Gráfico 5.1). Empero, las autoridades no podían señalar la posibilidad de una devaluación *nominal* en las normas prudenciales sin socavar al mismo tiempo sus propios esfuerzos por apuntalar la credibilidad de la convertibilidad. El tipo de cambio fijo y la regulación prudencial contribuyeron así a que una parte elevada de





Fuente: depósitos del Ministerio de Economía. <http://www.mecon.org>. Tasas de interés de depósitos a 30 días en pesos y dólares de Bloomberg. Prima de la moneda definida como la diferencia de las tasas de interés en pesos y dólares americanos.

los depósitos y los préstamos del sistema financiero doméstico estuviesen denominados en dólares (Gráfico 5.2). La participación de los depósitos en dólares en el total aumentó después de la crisis rusa y la devaluación brasileña, y especialmente a partir de mediados de 2001 a medida que las expectativas de devaluación se dispararon.

Así pues, no era ningún secreto que una ruptura desordenada de la regla de un peso-un-dólar arruinaría al sistema bancario, ésta era la principal razón por la que muchos economistas argentinos y analistas externos preferían una salida de la Caja de Conversión hacia la dolarización total, en lugar de hacia un régimen de tipo de cambio flexible y un ancla monetaria (y algunos todavía sostienen esta opinión).

En retrospectiva, podemos identificar al menos tres vulnerabilidades cruciales en el sector financiero y debilidades en la estructura regulatoria, aún bajo la hipótesis de que la Caja de Conversión hubiera sido permanente. Las deficiencias surgen de:

- El vínculo entre la capacidad de pago del deudor y el ajuste deflacionario a un tipo de cambio real de equilibrio más depreciado;
- La creciente exposición del sistema bancario a la insolvencia del gobierno; y
- La insuficiente comprensión de que los encajes *generales* de liquidez, aún si son altos, no protegen adecuadamente el sistema de pagos frente a una corrida.

La primera vulnerabilidad tiene que ver con el riesgo crediticio –es decir la cartera de morosos en el contexto de un desalineamiento del tipo de cambio real

(TCR) relativo a un nivel de *equilibrio* más depreciado-. Como se mencionó, se estima que en el año 2001 el TCR de Argentina se encontraba sobrevaluado alrededor del 55 %. Bajo la convertibilidad, el ajuste del TCR hacia el equilibrio estaba destinado a provocar una extensa y dolorosa deflación y recesión, que habría indudablemente erosionado la capacidad de pago de los deudores cuyos ingresos provenían del sector no transable<sup>33</sup>. En consecuencia, la primera deficiencia prudencial fue la falta de reconocimiento del especial riesgo de los préstamos a deudores en el sector no transable –un riesgo crediticio que se materializaría en el caso de shocks adversos significativos que llevasen a un ajuste deflacionario-. Tomando como dada la regla un-peso-un-dólar, habría sido aconsejable para las autoridades requerir relativamente más provisiones (o asignar una ponderación mayor al establecer los requerimientos de capital) para los préstamos al sector no transable, al margen de si los préstamos estaban denominados en pesos o en dólares<sup>34</sup>.

La segunda vulnerabilidad y deficiencia prudencial también tiene que ver con el riesgo crediticio, pero derivado de la exposición al riesgo gubernamental. Consistía en la incapacidad de aislar la solvencia del sistema bancario de la solvencia del gobierno. En países con recurrentes problemas fiscales, como Argentina, parece útil intentar desligar la solvencia del sistema financiero de la solvencia fiscal, a través del uso de normas prudenciales. Las autoridades se movieron tardíamente en esta dirección, en el 2000, cuando introdujeron normas de valoración a precios de mercado para las tenencias de bonos del gobierno y asignaron una ponderación positiva a los préstamos al gobierno en la determinación de los requerimientos de capital. Habría sido aconsejable complementar este planteo evitando que los títulos del gobierno contaran como parte de los activos aceptados para cumplir con los requerimientos de liquidez. De este modo, la estabilidad del sistema bancario y la viabilidad de la convertibilidad habrían estado más aisladas de los caprichos del proceso fiscal, incluyendo una eventual suspensión de pagos del gobierno. La exposición directa de los bancos al riesgo del gobierno no era alta hasta el 2000 –menos del 20 % de los activos totales-. Sin embargo, en el 2001 el gobierno comenzó a proveerse de fondos usando la liquidez disponible en el sistema bancario en respuesta a las crecientes restricciones en los préstamos del exterior (ver Gráfico 5.3 y Sección VI). Otros componentes del sistema financiero, en particular, los fondos de pensión privados, tenían una exposición aún más alta al riesgo del gobierno.

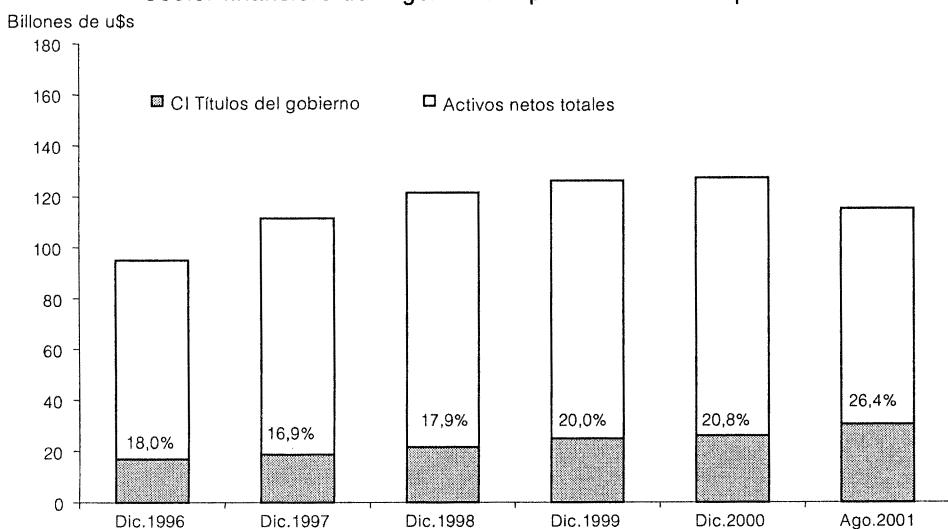
La tercera vulnerabilidad y deficiencia de regulación prudencial está relacionada con la insuficiente comprensión de que las garantías *generales* de liquidez, aún siendo más altas, no protegen adecuadamente el sistema de pagos ante una corrida.

<sup>33</sup> Por el contrario, en un país con tipo de cambio flexible (es decir, donde una paridad fija *no* es parte del contrato social) y *sin* un problema de dolarización de los pasivos, el ajuste a un TCR de equilibrio más depreciado hubiera provenido de una depreciación nominal, que habría estado asociada a una *mejoría* (a través de la licuación de la deuda) en la capacidad de pago de los deudores en el sector no transable.

<sup>34</sup> Dado que los problemas de información asimétrica en tiempos de auge llevan a aumentar la exposición de los bancos al sector no transable sin la adecuada internalización de los riesgos, un sistema de provisiónamiento contracíclico, como el establecido a fines de 1999 por el Banco de España (Circular N° 9/1999 del 17 de diciembre de 1999), podría haber sido adoptado en Argentina para hacer frente al riesgo de los préstamos al sector no transable. Un sistema tal requiere la construcción de provisiones contracíclicas (para frenar la distribución excesiva de dividendos en los buenos tiempos), que se convierten en provisiones específicas en los malos tiempos (sin pasar por la cuenta de resultados) a medida que la cartera de préstamos se deteriora.

GRAFICO 5.3

## Sector financiero de Argentina: Exposición al sector público



\* Activos Netos Totales corregidos por la doble cuenta. Los títulos del gobierno incluyen bonos públicos en moneda extranjera y local y préstamos (netos de provisiones) al sector público en moneda local y extranjera.

Fuente: Banco Central de la República Argentina.

Sin duda, unos requerimientos elevados de liquidez, como los vigentes en Argentina durante la segunda mitad de los noventa, acrecientan la fortaleza del sistema bancario –amortiguan los shocks de liquidez y disuaden las corridas–, con lo cual se reducen las posibilidades de equilibrios múltiples. Gracias a estos requerimientos de liquidez, el sistema bancario de Argentina resistió a un prolongado y severo proceso de salida de depósitos durante el 2001. Pero al mismo tiempo la experiencia argentina ilustra que una vez que una corrida se pone en marcha, relajar los requerimientos de reservas líquidas puede tener efectos de señalización adversos que exacerbaban la corrida contra el peso (en lugar de estimular el crecimiento del crédito como el Ministro Cavallo había erróneamente esperado<sup>35</sup>), lo cual debilita aún más la confianza.

Por otra parte, el caso argentino muestra que cuando se hunde la confianza un requerimiento *general* de liquidez (disponible para todos los depósitos) falla en su más básica función –no protege el sistema de pagos–. La lección es clara. En ausencia de un prestamista de última instancia creíble, el sistema de pagos es vulnerable, y se puede venir abajo ante una corrida aún si la liquidez es alta, pero constituye solamente una fracción de los depósitos que está disponible para pagar *cualquier* retirada de depósitos. Pareciera entonces que, bajo una caja de conversión y dolarización formal, la protección del sistema de pagos de corridas bancarias requeriría efectivamente alguna forma más estrecha de estructura bancaria. Esto es, una estructura donde hay liquidez bancaria total para balances de transacciones (depó-

<sup>35</sup> Muchos analistas efectivamente advirtieron de los potenciales efectos negativos de este proceder, y el alcance de la reducción fue una causa mayor de disputa entre el Banco Central y el gobierno.

sitos a la vista). La liquidez estaría específicamente asignada a estos balances, y así sería capaz de preservar el funcionamiento del sistema de pagos (y evitar congelamientos de los depósitos e interrupciones del sistema de pagos) aún en el escenario extremo donde los bancos no son capaces de hacer frente a la retirada de depósitos.

## VI. Dilemas y opciones de política

### A. *El via crucis de Argentina: las políticas bajo el gobierno de De la Rúa y después*

Desde el comienzo, la administración de De la Rúa (que asumió el poder en diciembre de 1999) se encontró en una trampa de bajo crecimiento, requerimientos altos y crecientes de refinanciación de la deuda, y un tipo de cambio sobrevaluado y predeterminado. La estrategia del gobierno para salir de esta trampa se centró en reactivar el crecimiento y reducir al tiempo los desequilibrios fiscales, aunque los medios para alcanzar este objetivo cambiaron de forma dramática después de abril de 2001, cuando Domingo Cavallo ocupó el puesto de Ministro de Economía (Ver Anexo 1). Durante el año 2000, la reanudación del crecimiento se buscó indirectamente –tratando de recuperar la confianza de los inversores a través del ajuste fiscal–. Se esperaba que la mejora de la confianza llevara eventualmente a tasas de interés menores, mayor entrada de capitales y crecimiento, haciendo sostenibles la deuda y la cuenta corriente. Sin duda, las autoridades intentaron también resolver el problema de sobrevaluación de la moneda a través de la flexibilización de los mercados laborales –sin embargo, el trámite de la reforma laboral a través del Congreso estuvo asociado a un escándalo por sobornos que llevó a la renuncia del Vicepresidente, lo cual agravó los problemas de confianza y debilitó la gobernabilidad–. Además, como la confianza no se recuperaba y el crecimiento seguía sin repuntar, las autoridades concentraron su atención en calmar los temores de una posible suspensión de pagos sobre la deuda. Fue con ese objetivo que se negoció el paquete del Fondo Monetario Internacional (FMI) de diciembre del 2000 (u\$s 40.000 millones). Sin embargo, ninguna de estas acciones alcanzó los resultados deseados y las esperanzas de reavivar el crecimiento se desvanecieron.

El Ministro Cavallo apeló a su prestigio personal para intentar el rescate. Se centró también en reavivar el crecimiento, pero esta vez más directamente, a través de medidas heterodoxas (además de establecer un impuesto a las transacciones financieras). Estas incluían un impuesto a las importaciones y un subsidio a las exportaciones (una devaluación fiscal para las transacciones comerciales), bajando los requerimientos de reservas, y anunciando el establecimiento de una paridad fija del peso frente al dólar y al euro (con iguales ponderaciones), una vez que estas dos monedas alcanzaran la paridad entre ellas. En retrospectiva, está claro que esta estrategia centrada en el crecimiento, particularmente en la versión heterodoxa de Cavallo, fue ingenua: no sólo fracasó en impulsar el crecimiento, sino que también aumentó la incertidumbre acerca de los otros dos componentes de la trampa, a saber, la refinanciación de la deuda y el régimen monetario. En estas condiciones, la trampa se hizo más estrecha.

Las dudas acerca de la convertibilidad aumentaron desmesuradamente –la regla de un-peso-un-dólar había sido quebrantada a escondidas para las transacciones comerciales y podía quebrantarse fácilmente también para las transacciones financieras–. Examinaremos luego hasta qué punto estas dudas fueron el detonante de la crisis, como han sostenido algunos observadores. Más importante es el hecho de que el gobierno evitó tomar una decisión en el tema de la deuda. En lugar de reconocer que la reestructuración de la deuda se estaba convirtiendo en una necesidad luego de los intentos fallidos de restaurar la confianza y el crecimiento, el gobierno evitó los atrasos en el servicio de la deuda agotando la liquidez del sistema financiero<sup>36</sup>. Esto aumentó la exposición del sistema financiero a la insolvencia del gobierno y generó preocupación acerca del potencial abandono de la caja de conversión – dado que las posibilidades de financiar el déficit a través de la deuda se reducían rápidamente–, el recurso a la emisión de dinero se veía como una posibilidad cada vez más cercana.

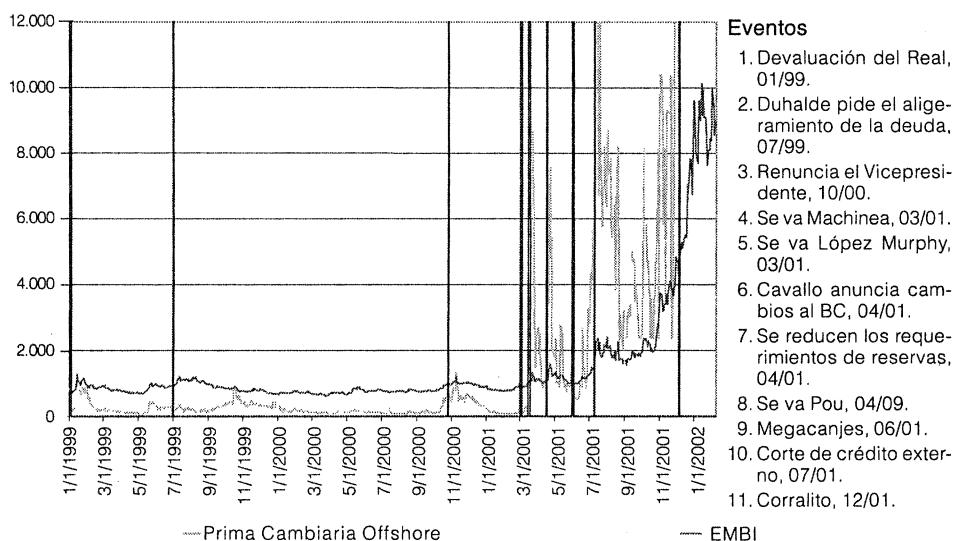
A lo largo del proceso, el futuro de las finanzas públicas, del sistema bancario y de la moneda quedaron estrechamente vinculados. Este vínculo presagió la catástrofe –un abandono desordenado de la regla de un-peso-un-dólar en una economía con una vulnerabilidad generalizada de los balances (es decir, deudores en dólares con ingresos en pesos) tanto del sector público como privado–. Como resultado, la poca confianza que quedaba se hizo añicos, y la crisis estalló cuando los inversores y depositantes corrieron hacia la salida, forzando el congelamiento de los depósitos (el “corralito”) y el cambio de gobierno.

Examinemos brevemente la pregunta de si, como se argumenta frecuentemente, lo que llevó a la percepción de insustentabilidad fiscal fue una creciente percepción de “riesgo cambiario” asociada con “noticias” que podrían haber puesto en cuestión la permanencia de la caja de conversión y por lo tanto del sistema bancario, dadas las grandes contingencias fiscales asociadas con la devaluación nominal. Vimos antes que estas contingencias fueron una consecuencia del desalineamiento del TCRE, independientemente de si su corrección debía hacerse a través de la deflación o de la devaluación nominal, pero las percepciones del mercado parecen haber estado centradas sólo (o principalmente) en la última alternativa. Además, puede argumentarse que las contingencias fiscales asociadas a las deudas de los consumidores y las empresas del sector no transable habrían sido mucho mayores bajo una devaluación nominal, porque bajo una corrección deflacionaria gradual del TCRE los agentes económicos habrían tenido más tiempo para capitalizar y recomponer sus balances, limitando así la ola de quiebras, y porque además era probable que dejar flotar el tipo de cambio llevaría a un sobreajuste en estas circunstancias. Esta situación habría constituido un caso de equilibrio dual de libro de texto, y tales “noticias” podían haber actuado como el disparador desde un equilibrio malo hacia otro peor.

Los Gráficos 6.1 y 6.2 indican que las “noticias” que podían afectar las percepciones acerca de la permanencia de la Caja de Conversión (el anuncio de cambios en el tipo de cambio fijo, el factor de Convergencia, la expulsión del Presidente del

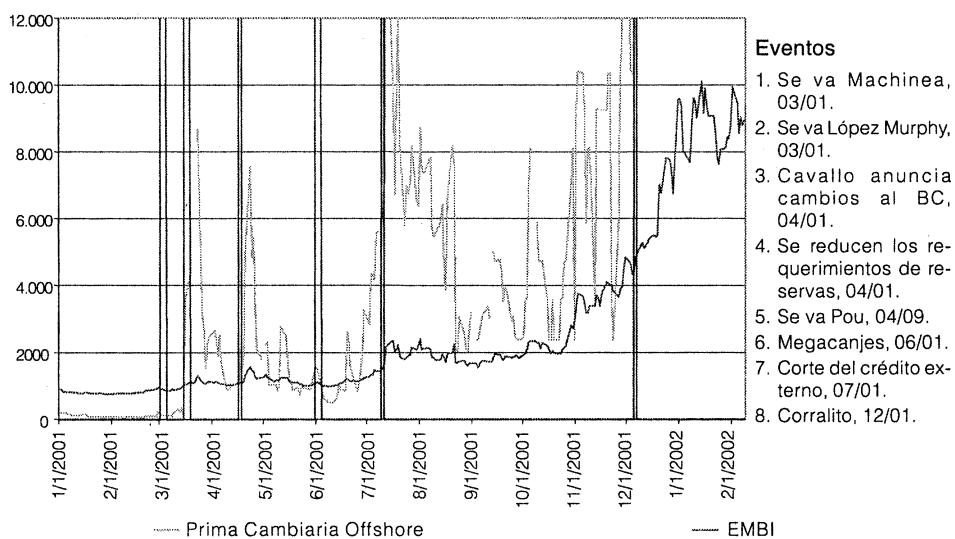
<sup>36</sup> Con este fin, se introdujeron enmiendas para permitir a los bancos mantener una mayor proporción de la liquidez requerida en la forma de títulos del gobierno. Esto permitió colocar en los bancos la mayor parte de la emisión de bonos de julio del 2001.

GRAFICO 6.1  
Riesgo cambiario y riesgo país  
(1999-2002)



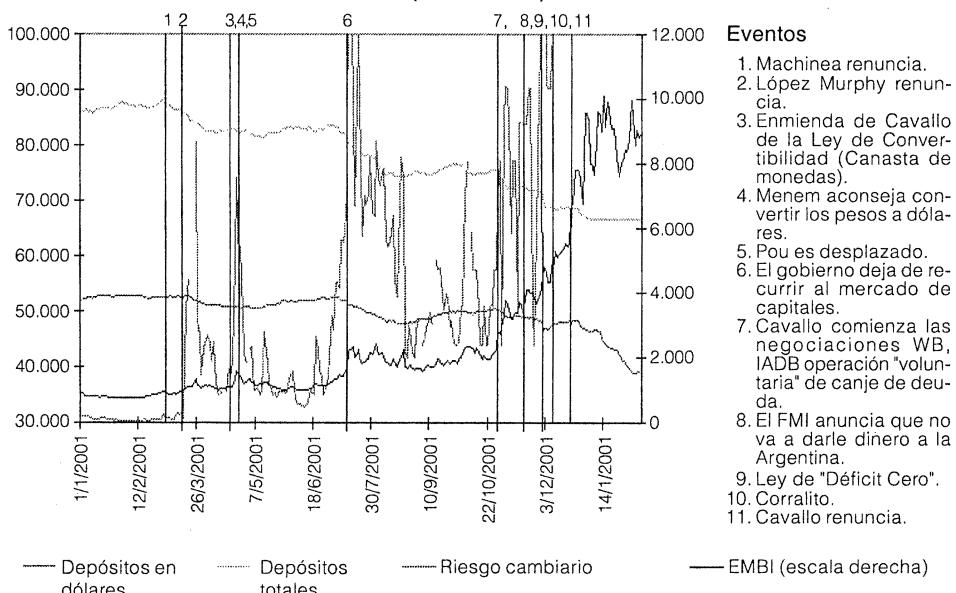
Fuente: World Bank. Argentina Financial Sector Review (1998).

GRAFICO 6.2  
Riesgo país y cambiario  
(2001-2002)



Fuente: World Bank. Argentina Financial Sector Review (1998).

GRAFICO 6.3  
Riesgo cambiario, riesgo país y depósitos en pesos y dólares  
(2001-2002)



Banco Central, los cambios en los requerimientos de reservas de liquidez de los bancos) provocaron de hecho un significativo aumento del riesgo cambiario, seguido de un aumento del riesgo país, pero estos efectos fueron transitorios (ambos, el riesgo cambiario y el riesgo país, retornaron después de un tiempo a un nivel similar al de antes de las "noticias"). Los efectos irreversibles comenzaron a aparecer en julio de 2001 y se tornaron exponenciales desde noviembre de 2001. Grandes corridas bancarias ocurrieron también en estas dos fechas (Gráfico 6.3). En julio de 2001 el gobierno por primera vez se vio incapaz de refinanciar la deuda doméstica a un coste razonable, y sobrevino una salida de depósitos<sup>37</sup>. No está totalmente claro qué precipitó este evento. Parece que en ese momento los destinos de la solvencia del gobierno, el sistema bancario (cuya liquidez había sido agotada a favor de extender el financiamiento al sector público) y la Caja de Conversión estaban intrincadamente relacionadas, como se discutió anteriormente. Las "noticias" de noviembre estaban ligadas al hecho ya evidente de que la comunidad financiera internacional y el FMI no deseaban continuar apoyando el programa argentino en curso.

#### *B. Dilemas y opciones de política*

Volvemos ahora a la discusión de los difíciles dilemas de política que las autoridades argentinas confrontaron a partir de 1998. Mantener el tipo de cambio fijo, que

<sup>37</sup> Una salida menor había ocurrido en marzo luego de las renuncias de los ministros Machinea y López Murphy.

había funcionado tan bien hasta ese momento, requería un lento ajuste deflacionario para volver a llevar el TCRE al equilibrio, dado el alto grado de sobrevaluación que se había alcanzado como consecuencia de los shocks externos adversos y la insuficiente flexibilidad de los precios, así como también del deterioro de la posición neta de activos externos. Tal ajuste deflacionario habría reducido la capacidad de repago de la deuda de consumidores y empresas (especialmente aquellos en el sector no transable) y, junto con la larga recesión, habría deteriorado la cartera de préstamos de los bancos. Habría reducido también la capacidad de pago del Gobierno, incrementando las dudas acerca de la sustentabilidad de su deuda y requiriendo grandes recortes del gasto, en vista de la caída de los ingresos. El severo ajuste deflacionario que debía ser inevitablemente impuesto para restaurar la solvencia también habría sumado a la recesión, complicando todavía más el ajuste para los consumidores, las empresas, los bancos y el Gobierno. Las frágiles instituciones de Argentina (tanto económicas como políticas) se habrían visto sometidas a una difícil prueba.

Acelerar la depreciación requerida del TCRE, con el objetivo de acortar este severo y doloroso ajuste deflacionario, habría requerido una mayor devaluación nominal. Esta, sin embargo, habría llevado inmediatamente a la quiebra a un gran número de consumidores y empresas del sector no transable con deudas denominadas en dólares, deteriorando súbitamente la cartera de créditos de los bancos. La relación deuda pública/PBI se habría inflado y de pronto el gobierno se habría hallado privado de crédito. Si bien todos estos efectos habrían ocurrido gradualmente de cualquier modo bajo el régimen de tipo de cambio fijo, la brusquedad de los efectos del balance habría precipitado una mayor ola de bancarrota que en el escenario alternativo y, como consecuencia, la insolvencia del sistema bancario y una mayor fuga de depósitos. Una simple devaluación en una economía con tan grandes desajustes en los balances de ambos sectores, el público y el privado, habría llevado muy probablemente a una inmediata crisis bancaria y fiscal, como muchos analistas, incluidos nosotros, predijimos en su momento.

¿Cuáles eran las alternativas? Las autoridades podrían haber intentado una *pesificación* forzada de todos los contratos domésticos antes de devaluar, para limitar los efectos adversos de la devaluación sobre los balances de las empresas del sector no transable con deudas en moneda extranjera, y sobre el Gobierno y su deuda externa, brindando así una mayor protección al sector financiero. Sin embargo, romper abruptamente los contratos de depósito en dólares habría llevado muy probablemente a una mayor fuga de depósitos y habría requerido el congelamiento de los depósitos para proteger el sistema de pagos. Además, esta opción habría exigido enormes esfuerzos para restaurar la confianza en el peso como depósito de valor y lograr credibilidad en las nuevas autoridades monetarias y la creación de un ancla alternativa al tipo de cambio fijo. La forma desordenada en la que efectivamente se llevó a cabo este proceso, la creciente exposición del sistema financiero a la deuda del Gobierno, la violación generalizada de los derechos de propiedad a través de la *pesificación* asimétrica y arbitraria, las prácticas discriminatorias, el mantenimiento del congelamiento de los depósitos por un largo periodo de tiempo con reglas cambiantes, gran incertidumbre acerca de la verdadera posibilidad de recuperación, y el casi ilimitado apoyo del prestamista de última instancia a los bancos más débiles (en lugar de confrontar la necesidad de su resolución a través de la inyección

de capital o la liquidación), todo contribuyó a magnificar estos (hasta cierto punto inevitables) efectos adversos.

Las autoridades podrían haber aceptado la necesidad de un prolongado ajuste deflacionario y haber tomado el camino opuesto, estableciendo la dolarización total, para eliminar el riesgo cambiario y, con un poco de suerte, obtener una reducción de las tasas de interés y así limitar en cierto modo la duración de la recesión y aliviar el ajuste fiscal requerido. Esta habría sido una opción con inferiores costos en el corto plazo, de haber sido políticamente viable. Sin embargo, habría dejado a Argentina expuesta a similares episodios en el futuro, en que grandes shocks externos adversos hubieran requerido severos y prolongados ajustes deflacionarios. Para minimizar estos potenciales costos futuros, las autoridades habrían tenido que lograr un significativo fortalecimiento fiscal (no sólo para proteger la solvencia, sino también para dar margen a una política fiscal anticíclica), regulaciones prudenciales más estrictas (que probablemente llevarían a un sistema bancario estrecho, mayores provisiones o requerimientos de capital para los préstamos a los consumidores y empresas del sector no transable, y un “muro de separación” entre los bancos y el gobierno) y una considerable flexibilización del mercado laboral y de otros mercados domésticos (incluyendo los servicios). Esas acciones habrían tenido efectos beneficiosos también bajo un futuro régimen de tipo de cambio flexible, pero eran sumamente necesarias bajo el régimen de tipo de cambio fijo o de economía dolarizada.

Obviamente cualquiera de estos cursos alternativos habría resultado más fácil y menos costoso antes de que aparecieran dudas acerca de la solvencia. El “mejor” periodo para una salida ordenada, ya fuese hacia la *pesificación* y flotación o la dolarización total, habría sido durante el boom de los años 1996/97. Cualquiera de estos cursos de acción debía, por supuesto, estar acompañado por un ajuste fiscal (en lugar de la política fiscal expansionista de aquél momento) y un considerable fortalecimiento institucional (para permitir una política monetaria creíble en el primer caso; para reducir las consecuencias deflacionarias de futuros shocks adversos en el segundo). Sin embargo, esos eran precisamente los momentos cuando todo iba bien, nadie pedía cambios, y habría sido difícil obtener apoyo político para un gran giro de política y construcción institucional. Esto no es ningún descubrimiento: sabemos desde siempre que la salida de un régimen de tipo de cambio debe hacerse durante los períodos de prosperidad, precisamente cuando nadie ve la necesidad de tal salida. Aun así, habría sido conveniente al menos fortalecer la posición fiscal (en lugar del debilitamiento estructural que se estaba produciendo, incluso después de la reforma previsional y del reconocimiento de otros pasivos ocultos que revelaron la verdadera gravedad de los problemas fiscales) así como adoptar regulaciones prudenciales aún más estrictas en el periodo de boom.

Como se mencionó en la introducción, estos graves dilemas no eran más que el reflejo de un profundo problema estructural. Por un lado, la estructura del comercio de Argentina hacía altamente inadecuada una paridad fija con el dólar –desde el punto de vista de la economía real–. Por otro lado, la clara preferencia de los argentinos por el dólar como depósito de valor (a partir de las experiencias de hiperinflación y confiscación de la década de los ochenta) había desembocado en una economía altamente dolarizada en la que un tipo de cambio fijo o incluso la dolarización total parecían alternativas razonables –desde el punto de vista financiero–. Frente a tal

dilema, o bien las autoridades tienen éxito en restablecer la confianza en el peso como depósito de valor –para que un régimen de tipo de cambio flotante y un ancla monetaria tengan posibilidades razonables de éxito– o se verán obligadas a optar por la dolarización total, lograr suficiente flexibilidad de los mercados y adoptar una posición fiscal especialmente fuerte y una regulación prudencial estricta, de modo que en el futuro la economía sea capaz de ajustarse de forma menos costosa a los shocks adversos externos. En cualquiera de los casos las autoridades tendrán que construir instituciones más fuertes y flexibles. Después de la reciente confiscación de depósitos y la ruptura forzosa de los contratos, restaurar la confianza en las instituciones, en el peso y en el sistema financiero (bajo cualquier régimen de tipo de cambio y arreglo monetario) será un gran desafío. Es probable que Argentina tenga que salir adelante temporalmente con alguna forma de sistema bancario estrecho, lo cual dará una prima extra al desarrollo de un sólido mercado de capitales y al restablecimiento del acceso al crédito externo. Las crisis profundas, sin embargo, ofrecen la oportunidad para llevar a cabo cambios audaces, y sólo nos cabe esperar que la sociedad argentina aproveche ésta para construir instituciones más fuertes que las del pasado y una economía más sólida y flexible, libre de las grandes vulnerabilidades y los graves dilemas que caracterizaron a la economía que acaba de derrumbarse.

## REFERENCIAS

### Anexo 1

#### *El Via Crucis de Argentina*

- Cuando el Presidente Fernando De la Rúa tomó el poder en diciembre de 1999, el país ya se encontraba sumido en una recesión y la deuda pública había alcanzado niveles elevados.
- El gobierno intentó ganar confianza realizando un ajuste fiscal.
- El ajuste fiscal no logró crecimiento.
- Por otro lado, la recesión se profundizó y aumentaron las dudas acerca de la sustentabilidad de la deuda.
- La debilidad política de la administración del presidente De la Rúa se hizo evidente cuando el vicepresidente Carlos Alvarez presentó su renuncia en octubre de 1999.
- En diciembre del 2000, el Ministro de Economía José Luis Machinea, negoció un gran paquete de 40.000 millones de dólares con las instituciones financieras internacionales y las instituciones financieras domésticas para alargar el plazo de vencimiento de la deuda pública e intentar serenar los miedos a la suspensión de pagos en los siguientes dos años.
- La apuesta del gobierno era que una vez eliminados estos miedos, el crecimiento se reanudaría.
- El crecimiento no aumentó para marzo de 2001, por lo que el Ministro Machinea renunció.
- Dos semanas después de la renuncia de Machinea, el nuevo Ministro de Economía Ricardo López Murphy renunció también, por la gran oposición al nuevo paquete que había enviado al Congreso el 16 de marzo. Su paquete se basaba en una fuerte reducción del déficit fiscal.

- Domingo Cavallo asumió una vez más como Ministro de Economía e intentó diferentes medidas para reavivar el crecimiento.
- El 16 de abril de 2001, el ministro Cavallo envió al Congreso una propuesta de enmienda a la Ley de Convertibilidad, por la que el peso estaría fijado a una canasta formada por el dólar y el euro con igual ponderación, cuando el dólar-euro alcanzara el 1=1. El Congreso aprobó la ley a mediados de junio.
- La razón de este cambio en la caja de conversión era alinear el peso con los patrones de comercio de Argentina.
- El 25 de abril de 2001, Cavallo reemplazó a Pedro Pou por Roque MacCarone como nuevo presidente del Banco Central.
- El 10 de julio de 2001 el gobierno, al verse forzado a pagar una tasa de interés de 1.410 puntos básicos a la emisión de un bono a corto plazo, anunció la regla de "déficit cero". Se volvió evidente entonces que el gobierno no podía intervenir en los mercados de capitales sin que la deuda explotara.
- Dada esta falta de acceso al mercado, el gobierno hizo grandes esfuerzos para obtener un nuevo acuerdo con el Fondo Monetario Internacional. Para lograrlo, necesitaba un acuerdo con las provincias acerca de la redistribución de la renta impositiva.
- El 26 de octubre de 2001, las negociaciones para el acuerdo en la distribución de impuestos a las provincias por parte del gobierno central fracasaron nuevamente.
- Al mismo tiempo, John Taylor (Tesorero de los Estados Unidos) anunció que no habría ninguna ayuda externa para Argentina hasta que no alcanzara su objetivo de déficit cero.
- El 28 de octubre de 2001, el Ministro Cavallo inició las negociaciones para obtener garantías del FMI y del Tesoro americano para los nuevos bonos emitidos en un canje por la deuda externa y local, que ascendía a más de 100.000 millones de dólares. También intentaba obtener más garantías del Banco Mundial y del Banco Interamericano de Desarrollo.
- El 29 de octubre de 2001, Cavallo definió la operación de canje de la deuda como un cambio voluntario por bonos que pagaría 7 % por año de interés pero tendrían como garantía la recaudación impositiva. Sin embargo, el FMI y el Tesoro aún demandaban el déficit cero y el acuerdo con las provincias sobre la distribución de impuestos antes de otorgar cualquier garantía. Estas negociaciones duraron más de un mes.
- El 19 de noviembre de 2001, el FMI anunció que no haría ningún desembolso para Argentina antes de tener la seguridad de que se alcanzarían las metas previamente definidas.
- El 2 de diciembre de 2001, el gobierno anunció severas medidas que restringían las extracciones de todas las cuentas bancarias, el llamado "corralito", imponiendo un límite de extracción de 250 pesos (dólares) por semana por cada cuenta.
- El 19 de diciembre de 2001, Cavallo y todos los demás ministros renunciaron.
- El 20 de diciembre de 2001, el Presidente De la Rúa también renunció y Ramón Puerta fue nombrado presidente provisional.
- El 23 de diciembre de 2001, Adolfo Rodríguez Saa, gobernador de una de las provincias, tomó el cargo de presidente provisional por los siguientes 60 días, hasta las elecciones del 3 de marzo de 2002. Declaró la suspensión de los pagos de la deuda externa por al menos 60 días.
- El 24 de diciembre de 2001, el gobierno anunció que sería creada una nueva moneda sin respaldo de otra moneda extranjera, llamada "argentino".
- El 30 de diciembre de 2001, Rodríguez Saa renunció y Eduardo Duhalde fue electo por la Asamblea Legislativa como el nuevo presidente. Asumió el 2 de enero, terminando con la Caja de Conversión y dejando flotar el peso.

## RESUMEN

*Este trabajo analiza las causas y las lecciones del desastre argentino. La crisis no fue resultado de choques externos más adversos que los sufridos por otras economías de América Latina. Ni las perturbaciones reales –que fueron de menor magnitud que en otros países– ni la caída en la entrada de capitales a fines de los noventa –reflejo, más que causa, del deterioro de la situación económica– permiten explicarla. Por el contrario, el origen de la crisis se encuentra en la excesiva vulnerabilidad de la economía argentina ante perturbaciones externas, lo cual a su vez era reflejo de la rigidez del régimen cambiario, la fragilidad de la situación fiscal, y la vulnerabilidad del sistema bancario oculta tras su fachada de solidez. Durante el boom de me-*

*diados de los noventa las autoridades desperdiciaron una gran oportunidad de reducir la vulnerabilidad de la economía y, como consecuencia, la recesión que comenzó en 1998 les planteó un grave dilema de política económica: –mantenimiento de la Convertibilidad, con deflación prolongada de inciertos resultados en medio de una caída de la confianza, o abandono de la Convertibilidad con efectos inmediatos sobre la solvencia de los deudores en moneda extranjera y, especialmente, el sistema financiero. Las dudas de las autoridades sobre el curso a seguir, y los errores de política económica, contribuyeron al estallido de la crisis y agravaron su magnitud. El proceso ofrece importantes lecciones de política para otros países emergentes.*

## SUMMARY

*This paper examines the causes of the Argentina debacle and the lessons that can be extracted from it. The crisis was not the result of external shocks more adverse than those experienced by other Latin American economies. Neither real disturbances –which were of smaller magnitude than in other countries– nor the fall in capital inflows at the end of the 1990s –a result, rather than a cause, of the deteriorating economy– provide the explanation. On the contrary, the roots of the crisis lie in the excessive vulnerability of the Argentine economy to external shocks, itself a reflection of the rigid exchange rate regime, the fragile fiscal position, and the hidden vulnerability of the banking system behind*

*its strong façade. During the boom of the mid 1990s the authorities missed the chance to reduce the economy's vulnerability and, as a consequence, in the recession years after 1998 they faced an increasingly harsh policy dilemma –either maintaining the hard peg, with a protracted deflationary adjustment of uncertain result in the midst of a confidence collapse, or abandoning it, with an immediate impact on the solvency of dollar debtors in general and the banking system in particular. The authorities' hesitations about the course of action and their misguided policy measures precipitated the crisis and amplified its magnitude. The process offers major policy lessons for other emerging markets.*

## REGISTRO BIBLIOGRAFICO

PERRY, Guillermo, y SERVEN, Luis

"La anatomía de una crisis múltiple: qué tenía Argentina de especial y qué podemos aprender de ella". *DESARROLLO ECONOMICO – REVISTA DE CIENCIAS SOCIALES* (Buenos Aires), vol. 42, N° 167, octubre-diciembre 2002 (pp. 323-375).

Descriptores: <Argentina> <Crisis económica> <Política económica> <Política monetaria><Política fiscal>.