

7/330/585

**UNIVERSIDAD NACIONAL DEL
CALLAO**

FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS

1903

**TESIS DE GRADO
PARA OPTAR**

TÍTULO PROFESIONAL DE ECONOMÍA

**LAS CRISIS FINANCIERAS DE PRIMERA
GENERACIÓN**

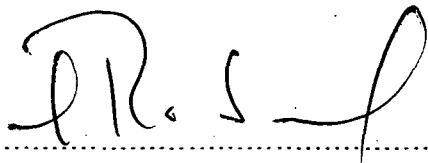
ARGENTINA 2001-2002

GRADUANDO: Br. EDDY DAVID SUÁZ PEVES 7

PATROCINADOR: ECON. CÉSAR AUGUSTO CARO ANCHAY

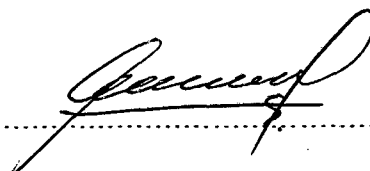
CALLAO, FEBRERO 2003

Jurado de Tesis



MG. ALEJANDRO RABANAL NUÑEZ

PRESIDENTE



Econ. LUIS ENRIQUE MONCADA SALCEDO

SECRETARIO

.....
ECON. MILTON OROCHE CARBAJAL

VOCAL



.....
ECON. AUGUSTO CARO ANCHAY

PATROCINADOR

Bellavista, 07 de Mayo 2003

DEDICATORIA

A mis padres y hermanos.

*A mi esposa y a mi hijo
Diego, por su ayuda y
consejo en todo momento.*

AGRADECIMIENTO

*A mis Universidad por
acogerme en tiempo de mi
permanencia, mis maestros por
todo lo que me enseñaron; en
especial a mi Decano Mg.
Carlos Choquehuanca
Saldarriaga y mi asesor Econ.
César Augusto Caro Anchay.*

Título: Las Crisis Financieras de Primera Generación, Argentina 2001-2002

Introducción	1
Capítulo I.....	2
Las crisis financieras.....	2
1.1 Los modelos de primera generación	3
1.2 Los modelos de segunda generación.....	7
1.3 Los modelos de tercera generación.....	12
Capítulo II.....	19
La crisis argentina	19
2.1 Antecedentes.....	20
2.2 Cronología	24
2.2.1 Cronología según Edwards.....	25
2.2.2 Cronología según Perry y Servén	29
2.3 Causas de la crisis	31
2.3.1 Sobrevaluación y deflación bajo un sistema de tipo de cambio fijo.....	33
2.3.2 Vulnerabilidades fiscales.....	36
2.3.3 El sistema bancario: grandes vulnerabilidades detrás de una fachada sólida	41
Capítulo III.....	44
Medidas de solución	44
3.1 Medidas implementadas	44
3.2 Dolarización versus Tipo de cambio flexible.....	46
3.2.1 La dolarización.....	46
3.2.2 El tipo de cambio flexible	54
Capítulo IV	59
Lecciones de Política	59
Anexo Estadístico.....	73
Bibliografía	79

Introducción

La crisis experimentada en Argentina en el año 2001 - cuyos efectos se perciben hasta la actualidad - fue uno de los casos más interesantes del colapso de un régimen de tipo de cambio fijo. A inicios de 1991, luego de una larga historia de malos manejos económicos, dos episodios de hiperinflación y pérdida total de credibilidad, Argentina adoptó una Junta de Convertibilidad.

Mientras algunos expertos señalan que el caso argentino es solamente el último episodio de salvataje financiero liderado por el Fondo Monetario Internacional (FMI), quien malgastó miles de millones de dólares tratando de salvar a una economía que él mismo llevó al borde del abismo; otros concuerdan que el problema argentino fue auto infligido debido al gasto excesivamente grande y a la corrupción existente en dicho país.

La cesación de pagos de la deuda externa, expresión final de la crisis argentina, fue el resultado de la implementación de políticas económicas fallidas durante más de una década. La comprensión de los errores cometidos proveerá importantes lecciones no sólo a los argentinos sino a toda la comunidad latinoamericana.

A pesar de la complejidad del tema, concepto compartido por representantes del propio FMI como Thomas Dawson, actual secretario de prensa, quien señaló que el caso argentino "es claramente uno de los más difíciles que el FMI ha tenido que lidiar", el presente documento busca analizar este fenómeno económico.

La tesis se divide en cuatro capítulos. El primero, que recoge el marco teórico, señala la literatura económica existente sobre las crisis de primera, segunda y tercera generación. Las causas de la crisis y una breve cronología de ella se muestran en el capítulo segundo. El tercer capítulo describe las medidas de solución tanto implementadas por las autoridades argentinas como las alternativas propuestas por prestigiosos economistas. Las lecciones de política emanadas de la experiencia argentina se presentan en el cuarto capítulo. Finalmente, se encuentran el anexo estadístico y la bibliografía.

Capítulo I

Las crisis financieras

Durante las últimas tres décadas, las crisis económicas y financieras que afectaron a varios países de Europa, de América y del Sudeste Asiático concitaron la atención mundial debido a que produjeron severas consecuencias sobre el crecimiento económico no sólo de los países en cuestión sino también del resto del mundo.

Para comprender el origen, desarrollo, contagio y solución de estos episodios de crisis, diversos economistas desarrollaron sendas teorías. Los primeros trabajos, conocidos como los modelos de primera generación, fueron elaborados en respuesta a las crisis cambiarias de países en desarrollo como México (1973 y 1982) y Argentina (1978-1981), las cuales estuvieron claramente precedidas por políticas domésticas expansivas. Los modelos de primera generación muestran cómo una política de tipo de cambio fijo combinada con un conjunto de medidas excesivamente expansivas, principalmente una política fiscal, empuja a que la economía ingrese a una situación de crisis.

Los modelos que les siguieron, de segunda generación, fueron diseñados para captar los rasgos de los ataques especulativos en los países de Europa y México en los años noventa. Esos ataques se diferenciaron de los estudiados por los modelos de primera generación en que el estado de la economía y el sistema bancario de dichos países restaron poder a las autoridades y les impidieron utilizar métodos tradicionales para apoyar paridades cambiarias. Asimismo, los ataques especulativos, principalmente los ocurridos en los países de Europa, no parecían estar relacionados con las variables fundamentales de la economía predichas por los modelos de primera generación.

Por su parte, los modelos de tercera generación se basan en la existencia de un episodio de iliquidez en el país afectado, el cual se origina cuando las fuentes de financiamiento de un país se interrumpen frente a la existencia de un riesgo de incumplimiento de pago del

sistema financiero doméstico, aún cuando ese riesgo sólo sea esperado por los agentes económicos.

Los principales representantes de los modelos de primera generación fueron Krugman (1979) y Flood y Garber (1984); mientras que el más importante economista en la escuela de los modelos de segunda generación fue Obstfeld (1994). Finalmente, Chang y Velasco (1998) fueron los pioneros de los modelos de tercera generación.

1.1 Los modelos de primera generación

El modelo de primera generación más simple es uno que representa a un país pequeño que fija el precio de su moneda en términos de la moneda de uno de sus mayores socios extranjeros. La fijación del tipo de cambio es responsabilidad de la autoridad monetaria, así el análisis involucra las acciones del gobierno y de los agentes privados en el mercado monetario doméstico.

El equilibrio en el mercado monetario doméstico está dado por:

$$m - p = \alpha (i) , \alpha > 0 \quad \dots (1)$$

donde, en logaritmos, m es la oferta monetaria, p es el nivel de precios domésticos, i es la tasa de interés en moneda local en niveles.

La oferta monetaria está respaldada por dos activos del banco central: el crédito doméstico (d) y las reservas internacionales (r). Por identidad contable, la oferta monetaria es igual a la suma del crédito doméstico y las reservas internacionales, esto es:

$$m = d + r \quad \dots (2)$$

Por otro lado, la tasa de interés en moneda nacional y el nivel de precios domésticos están sujetos al arbitraje internacional. El nivel de precios está regido por la Paridad del Poder de Compra:

$$p = p^* + s \quad \dots (3)$$

donde p^* es el nivel de precios extranjero y S el tipo de cambio determinado como el precio en moneda nacional de la divisa extranjera.

La tasa de interés responde a la paridad descubierta de tasas de interés:

$$i = i^* + s^{\circ} \quad \dots (4)$$

donde i^* es la tasa de interés de la moneda extranjera y S° es la esperada y efectiva modificación del tipo de cambio.

En un mundo de certidumbre y con el tipo de cambio fijo a $S = S^1$ se deriva que $S^{\circ} = 0$ y $i = i^*$.

Suponga que para el financiamiento del déficit fiscal se requiere que el crédito doméstico crezca a una tasa constante μ y que i^* y p^* son constantes. Sustituyendo (2), (3), (4) en (1) con $S^{\circ} = 0$, entonces:

$$r + d - p^* - s^1 = \alpha(i^*) \quad \dots (5)$$

Cuando el tipo de cambio, los precios extranjeros y la tasa de interés extranjera son fijos, d crece a μ y r decrece a la misma tasa $r^o = -\mu$. Claramente este país se quedará sin reservas y el tipo de cambio fijo colapsará. Para analizar esta situación extrema, se describirá a continuación qué hace el gobierno cuando se agotan sus reservas. Las diferentes reacciones del gobierno generarán diversas consecuencias sobre el *timing* y el tamaño de las crisis.

En episodios de crisis, los gobiernos permiten que el tipo de cambio flote (México en 1994) o que se devalúe la moneda nacional (países europeos en 1992-93). Supongamos que en una crisis los especuladores compran el resto de *stock* de reservas internacionales del gobierno inicialmente dedicado a defender el tipo de cambio y luego el gobierno decide dejar flotar el tipo de cambio. Se sabe que la fijación se romperá en algún momento, pero ¿cuándo?. Para encontrar el tiempo óptimo del ataque, se introduce la idea de tipo de cambio sombra, el cual es el tipo de cambio flotante que prevalecería si los especuladores comprasen el resto de las reservas y el gobierno no interviniera en el mercado de dinero.

El tipo de cambio sombra S^{\approx} es el tipo de cambio que ajusta el mercado de dinero luego de un ataque en el cual las reservas internacionales se agotan. El tipo de cambio que resuelve el mercado de dinero luego del ataque es consistente con¹:

$$d - s^{\approx} = \alpha (s^{\approx}) \quad \dots (6)$$

Tal tipo de cambio es:

$$s^{\approx} = \alpha\mu + d \quad \dots (7)$$

¹ Se asume que $i^* = p^* = 0$

Cuando $S^{\approx} > S^1$, quiere decir que existe una ganancia de capital para los especuladores por cada unidad de reservas comprada del gobierno. Los especuladores pueden prever la ganancia de capital y competirán unos contra otros por tal ganancia. La forma por la que ellos compiten es adelantarse al movimiento del resto y atacar primero.

Supongamos que el tamaño de un ataque especulativo es Δr , el cual es negativo. De la ecuación (7), el tipo de cambio comenzará a aumentar a una tasa μ después del ataque. Luego, la paridad de tasas de interés requiere que la tasa de interés doméstica aumente en μ . Este punto es clave para los modelos de primera generación: en el momento de un previsible ataque especulativo, la tasa de interés de la moneda nacional se incrementa reflejando la previsible depreciación de la moneda local.

Dos elementos se ajustan en el mercado de dinero en el momento del ataque:

1. la oferta monetaria se contrae en una magnitud igual a la del ataque.
2. la demanda por la moneda nacional se reduce porque la tasa de interés de la moneda local se incrementa como reflejo de la futura depreciación de la moneda.

El balance en el mercado de dinero durante el ataque requiere que la caída en la oferta de dinero sea igual a la caída en la demanda de dinero, es decir:

$$\Delta r = - \alpha \mu$$

Ya que el crédito doméstico sigue la siguiente tendencia:

$$d_t = d_0 + \mu t$$

Las reservas internacionales siguen:

$$r_t = r_0 - \mu t$$

En el momento del ataque, T , las reservas internacionales caen a cero.

La condición para que el ataque se realice es:

$$- \Delta r = r_0 - \mu T = \alpha \mu$$

Re-expresando:

$$T = \frac{r_0 - \alpha \mu}{\mu} \quad \dots (8)$$

La ecuación (8) muestra que a mayor *stock* inicial de reservas (r_0) ó a menor tasa de expansión del crédito (μ), más tiempo tomará que el régimen de tipo de cambio fijo colapse.

1.2 Los modelos de segunda generación

Los modelos de segunda generación estudian qué ocurre cuando la política del gobierno reacciona ante cambios en el comportamiento de los agentes privados o cuando el gobierno enfrenta una disyuntiva (*trade-off*) entre la política de tipo de cambio fijo y otros objetivos.

Las principales características de este tipo de crisis destacan el énfasis puesto en el conflicto de objetivos. Así, por ejemplo, para mantener un objetivo cambiario se propician

tasas de interés elevadas, sacrificando la competitividad y el crecimiento económico. Ese fue el caso de la crisis cambiaria europea de 1992. Al final, los costos de este sacrificio superan los beneficios que se esperaban del objetivo cambiario, con lo cual se termina abandonándolo y precipitando la crisis.

Un modelo simple se deriva de una solución para una regla monetaria con una cláusula de escape. El modelo a desarrollar es útil para ilustrar:

1. El rol de una optimización explícita del gobierno.
2. Las implicancias de las políticas no esperadas.
3. El grado óptimo de compromiso a un tipo de cambio fijo o alternativamente, la frecuencia óptima de ataques especulativos.

En este modelo, el comportamiento optimizador del gobierno es el centro del análisis mientras que el comportamiento de los agentes privados es estudiado en segundo plano. Se supone que el gobierno conduce la política cambiaria de acuerdo con:

$$\text{Min } L = \frac{\theta}{2} \delta^2 + \frac{(\delta - E \delta - \mu - \kappa)^2}{2} \quad \dots (1)$$

L es la función de pérdida social; δ es la tasa de depreciación de la moneda local; $E \delta$ es la tasa esperada de depreciación de moneda nacional; μ es una distribución con media cero y varianza σ^2 ; κ es una medida de distorsión y θ es el peso relativo relacionado al cambio de precios².

² Esta ecuación captura el intento del gobierno de minimizar tanto los cambios actuales de precios como una función de cambios no esperados de precios. El gobierno desea minimizar los cambios actuales de precios por

Todas las variables en este modelo son observables en el mismo período, excepto el operador de expectativas E , el cual se basa en información pasada.

Dos modos de formación de políticas son estudiados normalmente: una regla o una discreción. La regla requiere que el gobierno establezca una política independientemente del estado actual de la economía (por ejemplo, el disturbio μ); mientras que la discreción permite al gobierno establecer políticas después de observar la realidad, incluyendo expectativas predeterminadas.

La ecuación (1) es una adaptación de los modelos de inconsistencia dinámica de las políticas de Kydland y Prescott (1977)³ y Barro y Gordon (1983)⁴. Kydland y Prescott mostraron que la fijación de políticas es sistemáticamente inflacionaria cuando está basada en expectativas predeterminadas en un ambiente distorsionado. El gobierno está tentado cada período a aprovecharse de las expectativas ex ante de los agentes privados para expandir la economía y sobreponerse a la distorsión. El sector privado comprende la naturaleza de la tentación que el gobierno enfrenta, por lo que esperará inflación (devaluación en este modelo de segunda generación) y ello resultará óptimo para que el gobierno revalide sus expectativas.

Se calculará el valor esperado de la función de pérdida en (1) primero para la regla, la cual es un tipo de cambio fijo ($\delta = 0$); y luego, para la discreción.

Al formarse expectativas sobre la regla, el sector privado establece $E \delta = 0$, así:

motivos de credibilidad o para reducir las distorsiones en la demanda de saldos monetarios. El gobierno desea minimizar la función de cambios no esperados de los precios para estabilizar el empleo o el ciclo económico.

³ Kydland Fin y Edward Prescott, "Rules rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans". *Journal of Political Economy* 85, June, pp. 473-91, 1977.

⁴ Barro Robert y David Gordon, "A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model". *Journal of Political Economy* 91, August, pp. 589-610, 1983.

$$E L^R = \frac{\sigma^2 + \kappa^2}{2} \quad \dots (2)$$

donde $E L^R$ es el valor esperado de función de pérdida si el gobierno sigue la regla. Si el gobierno opta por la discreción el sector privado entiende esta política y forma:

$$E \delta^D = \kappa / \theta$$

Entonces, con $\theta = 1$ por simplicidad, el valor esperado de la función de pérdida se convierte en:

$$E L^D = \frac{\sigma^2 + \kappa^2}{4} \quad \dots (3)$$

Las ecuaciones (2) y (3) ilustran el resultado de Kydland y Prescott: ante ausencia de *shocks* ($\sigma^2 = 0$), la sociedad se muestra indiferente con respecto a la discreción o a la regla, pero cuando la regla no puede terminar el curso de una acción para cada *shock* posible que pudiera afectar a la economía, la discreción puede ser superior. Claramente $E L^D$ es mejor que $E L^R$ para altos niveles de σ^2 relativos a κ .

En general, el gobierno debería implementar una estrategia mixta: seguir la regla la mayor parte del tiempo e invocar a la cláusula de escape puntualmente cuando la distorsión resulte importante. Con una cláusula de escape, el gobierno sigue la regla cuando:

$$L^R < L^D + C$$

Donde C es un costo impuesto cuando la cláusula es escogida. En este modelo de segunda generación, invocar la cláusula de escape significa devaluar la moneda.

Para un valor de C , el problema del gobierno es decidir el valor de la distorsión que desatará la cláusula de escape. Ese valor es μ_0 , el cual resuelve:

$$L^R(\mu_0) = L^D(\mu_0) + C \quad \dots (4)$$

La ecuación (4) es no lineal a causa del problema estadístico que los individuos enfrentan al inicio de cada período cuando forman sus expectativas sobre la tasa de depreciación de la moneda nacional. Antes que ellos observen si se elige una regla o discreción, establecen su tasa de depreciación calculando un promedio con ponderados probabilísticos de la tasa esperada bajo un regla, $E \delta^R = 0$ y de la tasa esperada bajo discreción $E \delta^R > 0$.

Una implicancia importante de este política es que si la economía regularmente busca estar en un nivel de equilibrio, entonces el aumento de C (costo de devaluar) disminuye el valor de las distorsiones (μ), posibilita un ataque y hace que la crisis sea más probable.

La variable C debe ser vista como un compromiso establecido sobre el tipo de cambio. Por ejemplo, la convergencia del Sistema Monetario Europeo a la Unión Europea fue un incremento en el costo de romper con el compromiso de tipo de cambio fijo.

De acuerdo con este modelo, cuando los equilibrios múltiples son una seria posibilidad empírica, incrementar el compromiso hacia el tipo de cambio fijo puede ser exactamente la peor solución: aumentar el costo puede aumentar la ocurrencia de las crisis.

1.3 Los modelos de tercera generación

Supongamos una economía pequeña y abierta con tres períodos: $t=0$ (el período de planeamiento), $t=1$ (corto plazo) y $t=2$ (largo plazo). Existe un único y perecible bien de consumo en cada período. El bien de consumo es comercializado libremente en el mercado mundial; se tomará su precio mundial como numerario o, lo que es equivalente, se asumirá que el precio del consumo está fijado en una unidad de moneda internacional (dólar).

La economía está poblada por un número continuo de individuos idénticos ex ante, a los cuales se denominará depositantes. Cada depositante tiene una capacidad inicial del único bien $a \geq 0$ en $t=0$. Los depositantes maximizan su consumo esperado en $t=2$.

Los depositantes tienen acceso al mercado internacional de capitales donde la tasa de interés es cero. Cada depositante puede prestar tanto como desee en el mercado mundial; más precisamente, en cada período él puede comprar cualquier cantidad no negativa del activo líquido internacional, que rinde una tasa de interés igual a cero y que puede ser liquidada sin costo alguno en cualquier tiempo. En contraste, cada depositante puede prestarse hasta una cantidad $f > 0$ y sólo de un continuo de acreedores idénticos. Cada acreedor extranjero es neutral al riesgo, puede prestar o prestarse en el mercado internacional y maximiza su consumo esperado en el largo plazo. Por lo tanto, los acreedores prestarán a los agentes domésticos si y sólo si se les ofrece un retorno neto esperado de cero.

Los depositantes domésticos pueden también invertir en un activo de largo plazo con las siguientes características. Cada unidad del bien de consumo invertido en este activo en $t=0$ rinde R unidades de consumo en el $t=2$. Sin embargo, con una probabilidad \gg , la inversión es golpeada por un *shock* negativo, en el sentido que necesitará una mayor inversión de recursos en el $t=1$ si algún retorno se quiere recoger en $t=2$. Tal

requerimiento es $i < a + f$; y es independiente de la inversión inicial en el activo de largo plazo. En otras palabras cuando una inversión de largo plazo de tamaño K es golpeada por un *shock*, el resultado del $t=2$ es Rk si y sólo si invierte adicionalmente i en el $t=1$.

Se asume que $R(1 - \alpha) > 1$, esto es el retorno esperado del activo de largo plazo es mayor que la tasa de interés mundial aunque puede esfumarse si es golpeada por un *shock*. También se asume que el activo de largo plazo K puede ser liquidado en $t=1$ por rK unidades de ese período, donde $r \in (0, 1)$ ⁵. Estos supuestos aseguran que el activo de largo plazo es muy rentable en el largo plazo pero ilíquido en el corto plazo.

La información sobre la naturaleza de los acreedores es privada: si el agente tiene "mala suerte" en el sentido que su activo de largo plazo es golpeado por un *shock*, es sólo observado por él. Finalmente, los *shocks* a la inversión de largo plazo son idénticamente distribuidos entre los consumidores y no existe incertidumbre agregada, por lo que α es también la fracción de la población doméstica que tiene "mala suerte".

Claramente, en ausencia de *shocks* a la inversión ilíquida, cada residente doméstico se prestaría hasta su límite de crédito f e invertiría todos sus recursos en el activo ilíquido. Por otro lado, si él sabe anticipadamente que tiene "mala suerte", mantendría suficiente liquidez para financiar la inversión i en $t=1$. Esta incertidumbre hace el *trade-off* entre mantener o no suficiente liquidez muy desagradable para el agente. Él lo hará mejor si se une a un banco, como se verá a continuación.

Lo que hacen los bancos es permitir a los agentes predecir mejor sus necesidades por la costosa liquidez. El banco reúne los recursos de la economía (incluyendo la dotación inicial a y el máximo nivel de crédito f que pertenece a cada depositante) para maximizar el

⁵ Nótese que la inversión tiene un valor de liquidación positivo sin importar si es golpeada por el *shock*.

bienestar de sus miembros. Al hacerlo, se enfrenta a restricciones de recursos y de información.

Formalmente, el problema bancario es maximizar el consumo esperado sujeto a las siguientes restricciones. Primero, el banco debe distribuir los recursos del periodo 0, $w = a + f$ entre los activos de largo plazo y el activo líquido, por lo que debe respetar la restricción presupuestaria:

$$w \geq k + b \quad \dots (1)$$

donde b y k denotan respectivamente la inversión en los activos líquidos e ilíquidos. En el periodo 1, el banco puede o no gastar i para satisfacer cada una de las » demandas de inversión golpeadas por el *shock*. En el periodo 2, el banco recoge los resultados de su inversión, repaga la deuda externa f y paga C para cada depositante. Finalmente estas elecciones deben satisfacer la restricción de compatibilidad de incentivos:

$$c \geq i \quad \dots (2)$$

Para simplificar, se asume que los agentes con "mala suerte" no pueden mentir sobre su naturaleza. En contraste, agentes con "buena suerte" pueden argumentar que han sido golpeados por un *shock*, obtener i del banco y escapar con el pago. En tal caso, no serán atrapados pero no consumirán nada en $t=2$. Para prevenir este escape, C no puede ser menor que i .

Para caracterizar la solución (cuyos valores son denotados por estar acompañados de un asterisco), se ignorará la restricción de incentivos por el momento. Se muestra que el banco mantendrá suficiente liquidez para compensar las malas inversiones, esto es:

$$b^* = w - i \quad \dots (3)$$

lo cual implica que el consumo en el periodo 2 es:

$$c^* = Rk^* + (b^* - w + i) - f = R(w - i) - f \quad \dots (4)$$

Nótese que c^* no es sólo el consumo total en $t=2$, sino también la utilidad esperada de los depositantes.

Aún se tiene que comprobar que la restricción de los incentivos (2) se satisface, o que:

$$\frac{Rw - f}{1 + R} \geq i \quad \dots (5)$$

la cual se asumirá de ahora en adelante.

Hasta el momento se ha identificado la mejor distribución que los depositantes podrían alcanzar en un principio. En la práctica, el banco puede confiar en sistemas alternativos para intentar implementar el óptimo social. Siguiendo a la literatura, el resto del modelo se concentra en estudiar uno de estos sistemas, el cual se denomina Depósitos en Cuenta Corriente. El objetivo sobre este sistema tiene sentido no sólo porque se observa en la realidad, sino porque ellos son usados para implementar el óptimo social.

Dada la asignación óptima (c^*, k^*, b^*) , un depósito en cuenta corriente es un contrato que funciona de la siguiente manera: cada depositante acuerda entregar su dotación inicial y su capacidad de endeudamiento al banco en $t=0$. En el período 1, él puede retirar i del

banco, así podrá invertir en el activo ilíquido si es necesario. En el periodo 2, los depositantes tienen el derecho para retirar C^* .

Para financiar sus operaciones, el banco se endeuda por f en el periodo 0, invierte k^* en el activo de largo plazo y b^* en el de corto plazo. También se asumirá que la deuda externa contraída en el periodo 0 se debe pagar en $t=2$ con un interés convenido de 0 %; la importancia de este supuesto será mencionada luego. El banco acuerda utilizar $b^* = \gg i$ para financiar los retiros del periodo 1, y $Rk^* = R(w - \gg i)$ para repagar la deuda externa y cumplir con los retiros del periodo 2.

Se impondrá dos supuestos más a este sistema. Primero, en el periodo 1 el banco debe cumplir con los depositantes de la forma "el primero que llega, el primero que cobra". En el periodo 1, los depositantes visitan el banco aleatoriamente. Cuando llegan al banco, los depositantes retiran \dot{i} de sus cuentas para cumplir con estos retiros, el banco liquida su activo mundial b^* hasta que se agote, y luego procede a liquidar su activo de largo plazo. Si todos los activos se liquidan mientras existen depositantes en cola para retirar, el banco está en bancarrota y cierra. Segundo, si el banco no cierra en $t=1$, en $t=2$ se recoge el resultado, los depositantes y los acreedores extranjeros son pagados, y cualquier ganancia extra se distribuye entre los depositantes. Se asumirá que en el periodo 2, el banco cumple primero con aquellos depositantes que no retiraron \dot{i} en el periodo anterior.

En este sistema descrito, los depositantes se enfrentan a una decisión estratégica sobre cómo y cuándo retirar. En otras palabras, los depositantes están inmersos en un juego, cuyo equilibrio caracteriza los resultados del sistema. A continuación se describirá tales resultados.

una "corrida" bancaria será posible si y sólo si la liquidación del activo de largo plazo sea costosa.

En resumen, el sistema de depósitos en cuenta corriente puede emerger en esta economía. Como un intento colectivo para implementar el punto óptimo social. El sistema puede ser exitoso en este sentido si cada depositante cree que todos los depositantes se comportan honestamente. Sin embargo, el sistema puede también fallar: "corridas" bancarias auto-cumplidas son posibles porque el punto óptimo social puede implicar una situación de iliquidez internacional.

En este modelo la iliquidez y la insolvencia están cercanamente relacionadas. Se ha determinado que una condición de iliquidez debe ser satisfecha para que ocurra una "corrida". Pero en ese caso las "corridas" son auto-cumplidas porque precisamente llevan a la insolvencia. Los acreedores de bancos que no corren (o que no pueden hacerlo, como los acreedores externos) no obtienen nada en el periodo 2 porque todos los activos del banco han sido liquidados, y es precisamente la liquidación costosa que transforma a un banco líquido en uno insolvente.

Capítulo II

La crisis argentina

El 20 de diciembre del 2001, el presidente argentino Fernando de la Rúa dimitió a su cargo luego de fuertes protestas en las calles como respuesta a la grave situación económica que atravesaba su país.

La delicada situación económica y financiera de Argentina se podía simplificar de la siguiente manera:

- Argentina, visto como un agente económico particular, ha vivido más allá de sus medios. La absorción doméstica (consumo más inversión) había excedido persistentemente el nivel de producción. Si bien es cierto que este rasgo lo comparte con otras economías emergentes, la diferencia con Argentina era el ineficiente uso de los recursos prestados.
- La raíz del problema fue la política fiscal laxa: una combinación de una deficiente recaudación tributaria y una fallida reducción del gasto. Todo ello en un contexto financiero externo menos favorable desde el estallido de la crisis de Rusia en 1998. Asimismo, las políticas de empleo público diseñados para “comprar” estabilidad social (las llamadas “obras sociales”) fueron evidentes a niveles tanto del Gobierno Federal como del Provincial.
- El endeudamiento público desplazó la inversión del sector privado, limitando el crecimiento del Producto Bruto Interno.
- El crecimiento económico recibió el impacto negativo proveniente de la pérdida de competitividad. La apreciación real del peso argentino versus las monedas de sus principales socios comerciales (Brasil, por ejemplo) fue causada por la fijación de la

moneda local al dólar norteamericano, en la llamada Junta de Convertibilidad que operaba desde 1991.

- Las entidades argentinas públicas y privadas se endeudaron en los mercados internacionales, incrementando las cargas deudoras contra el resto del mundo. Los persistentes déficits de cuenta corriente fueron las contrapartidas de este hecho.
- La pérdida de acceso al financiero externo y el colapso de la confianza en el sistema financiero doméstico han hecho imposible que Argentina honre sus deudas.

Por todos estos rasgos, la crisis de Argentina tendría rasgos similares a una crisis de primera generación, las cuales se caracterizaban porque un sector público con persistentes déficit financiados a través de emisión inorgánica de dinero, perdían reservas defendiendo su tipo de cambio de ataques especulativos. Adicionalmente, el elemento particular de esta crisis es que los déficits fiscales argentinos se financiaban con emisión de deuda externa en los mercados internacionales de capitales.

2.1 Antecedentes

En el período 1990-1997, el crecimiento económico en la Argentina fue superior al de muchos países de la región (Tabla 1). Esos años fueron periodos de un panorama relativamente benigno (términos de intercambio, flujos de capitales y crecimiento económico mundial), con una abrupta pero momentánea interrupción en 1995 debido a la crisis mexicana, de la cual Argentina sufrió un severo contagio. El desempeño económico se mantuvo satisfactoriamente incluso hasta 1998. Pero luego de la recesión económica de la región en 1999 – como consecuencia de la salida de capitales producto de la crisis rusa – algunas economías latinoamericanas iniciaron una ligera recuperación, mientras que Argentina sufrió una profunda recesión.

El desempleo mantuvo una tendencia ligeramente creciente hasta la crisis mexicana, momento en el cual se incrementó considerablemente. (Tabla 2). El hecho de que el

desempleo aumentara aún cuando la tasa de crecimiento económico se elevara sería producto de una reestructuración productiva hacia actividades menos intensas en mano de obra y del deficiente desempeño del mercado laboral. El desempleo disminuyó en el período 1996-1998, para luego volverse a incrementar durante los últimos años.

Los indicadores de pobreza mostraron una tendencia semejante (Tabla 2). La pobreza disminuyó radicalmente hasta 1994, pero se incrementó con la crisis mexicana y continuó su tendencia creciente durante la recesión de los años 1999-2000. Así para el año 2000, los logros alcanzados en la reducción de la pobreza durante los primeros años de la década de los noventa ya se habían esfumado.

Una pregunta que surge es conocer si el pobre desempeño de la economía argentina a partir de 1999 en adelante fue resultado de recibir más drásticos *shocks* externos negativos comparados con los sufridos por otros países latinoamericanos. Para responderla, se considerará primero los *shocks* reales (términos de intercambio y crecimiento económico) y luego, los *shocks* de flujos de capitales.

Los términos de intercambio de la economía argentina disminuyeron más de 10% en el período 1998-1999, sin embargo se recuperaron rápidamente en el 2000-2001. Más aún, la caída temporal fue seguida por un incremento ocurrido en 1996-97. En términos relativos con otros países, la caída de los términos de intercambio de la Argentina en 1998-1999 fue menos severa que la sufrida por países exportadores de petróleo como Venezuela y Ecuador. Del mismo modo, la reducción acumulada de los términos de intercambio de 1997 hasta el 2001 fue menos pronunciada para Argentina que para Chile, y mucho menor a la que sufrió el Perú.

En cualquier caso, el impacto económico de estos cambios sobre los términos de intercambio de la economía argentina sobre prácticamente inexistentes si se comparan con los experimentados por otras economías de la región. La razón es que Argentina es prácticamente una economía cerrada, y por ello los cambios en los términos de intercambio

1903

generan sólo efectos modestos sobre el ingreso real. Por ello, la pérdida de ingreso real de Argentina producto de la caída de sus términos de intercambio en el período 1998-1999 registró menos del 0,5% de su Producto Bruto Interno (PBI).

La otra fuente de *shocks* reales adversos fue la reducción del crecimiento económico global que se inició en el año 2000. Sin embargo, la caída de la economía de Estados Unidos y mundial afectó mucho menos a la Argentina comparada con otros países de la región. Nuevamente la principal razón es que Argentina es una de las economías más cerradas de América Latina. Asimismo, la proporción de las exportaciones totales argentinas dirigidas al mercado norteamericano es la más baja de la región. Como resultado, la desaceleración del crecimiento económico de Estados Unidos se tradujo en una ligera reducción de la demanda de exportaciones argentinas (Tabla 3).

A continuación se analizará los disturbios producidos en los mercados financieros internacionales. Luego de la crisis rusa, los países latinoamericanos al igual que muchas economías emergentes tuvieron que lidiar con altos márgenes sobre sus bonos soberanos. En este campo, Argentina no fue quien registró los peores indicadores. Los márgenes de Brasil superaron los de Argentina en el período 1997-1999, mientras se realizaban los ataques especulativos sobre el real brasileño en octubre de 1997 y octubre de 1998. Fue solo hacia el final del año 2000 que los márgenes argentinos superaron a sus pares brasileños. Igual situación se dio en el caso de los bonos venezolanos y ecuatorianos cuyos márgenes se incrementaron más que los registrados por Argentina en 1998.

El comportamiento de los flujos de capitales fue un reflejo de lo acontecido con los márgenes de los bonos soberanos. Los flujos financieros brutos (bonos, créditos bancarios y portafolio de acciones) hacia los países latinoamericanos se contrajeron fuertemente luego de la crisis rusa. Sin embargo, la contracción inicial no fue mayor para Argentina. De hecho, hasta antes de mediados de 1999 Brasil tuvo que enfrentar mayores recortes de flujos de capitales que Argentina. Fue solo en el 2000 y especialmente en el 2001, ya desarrollada la crisis, que el influjo de capitales a la Argentina colapsó.

La evolución comparativa de la balanza de capitales entre los países latinoamericanos muestra la misma historia. Hasta el primer trimestre del año 2000, el superávit de Argentina (como porcentaje de su PBI) excedía el promedio de los países de la región. Verdaderamente, el ajuste de la cuenta corriente que Argentina, como muchos otros países, realizó en 1999 – como resultado de la salida de capitales luego de la crisis rusa – fue relativamente modesto comparado con estándares regionales. Entre los países más grandes, el déficit en cuenta corriente fue sólo superado por el de México y fue visto como minúsculo por los realizados por Colombia, Chile y Perú – sin mencionar los dramáticos ajustes realizados por los países exportadores de petróleo como Venezuela y Ecuador.

En resumen, la evidencia muestra que la contracción global de flujos de capitales que ocurrió en 1999 no afectó a la Argentina tan severamente (y ciertamente no más severamente) que a otros países de América Latina. Así, Argentina pudo continuar registrando grandes déficits de cuenta corriente, como lo hizo los años previos. Después de 1999, sin embargo, los flujos de capitales para América Latina se recuperaron ligeramente, excepto para Argentina y Venezuela, donde ellos continuaron disminuyendo – especialmente en el año 2001. Por lo tanto, la conclusión es que mucho del deterioro de los flujos de capitales hacia la Argentina hacia el final de la década reflejó factores locales en vez de factores externos.

Perry y Servén (2002) definieron con más exactitud el rol relativo de los factores externos y locales sobre el comportamiento del flujo de capitales hacia la Argentina y otros países de la región utilizando un modelo empírico más apropiado. En esencia, el modelo separa los componentes comunes de los márgenes (*spread*) de los bonos soberanos regionales – los cuales reflejan condiciones globales o de “contagio”, y por lo tanto capturan el riesgo sistémico – de los componentes específicos, los cuales deberían reflejar las variables económicas fundamentales de cada país (o las percepciones de los inversionistas sobre estas variables) y provee una medida de la prima por riesgo para cada país. Estos dos componentes son luego utilizados como variables explicativas para observar el comportamiento de los flujos de capitales de los países analizados.

De los resultados obtenidos se refuerza la evidencia de que Argentina no fue afectada tan severamente como otros países de la región por la reducción de los flujos de capitales a partir de 1999. Al contrario, la fuerte salida de capitales de la Argentina en los años 2000 y 2001 fue impulsada por factores específicos al país. Ello sugiere que el “brusco freno” de la llegada de capitales en el 2000-2001 actuó como un amplificador de los efectos de los factores domésticos, en vez de ser una causa primaria y exógena detrás de la crisis.

Dado que Argentina no recibió peores *shocks* externos negativos que los sufridos por otros países de la región latinoamericana, el hecho de que Argentina se desarrollara peor que otros países luego de 1998 debe reflejar una mayor vulnerabilidad y/o ineficientes medidas de solución.

2.2 Cronología

El propósito de esta sección es presentar una breve cronología del proceso que llevó a la crisis cambiaria y cesación de pagos de la Argentina en el período 2001-2002.

Edwards (2002) realizó un importante esfuerzo para resaltar los eventos más importantes en la historia económica de Argentina en el período 1991-2002. No obstante, con miras a brindar una mayor información, la cronología propuesta empieza con el Plan de Estabilización Heterodoxo Austral de 1985. Al momento de preparar esta cronología, el autor trató de resaltar aquellas políticas que se repiten en más de una fase, lo cual refleja que en la última década Argentina ha fallado en resolver sus principales problemas económicos tratando de ejecutar las mismas medidas inefectivas. Asimismo, se muestra los principales hechos políticos realizados durante el período de estudio (ellos aparecen en *letra cursiva*).

Por otro lado, Perry y Servén (2002) prepararon también una breve cronología del “Vía Crucis” argentino recopilando los hechos económicos y políticos más importantes desde diciembre de 1999 hasta el estallido de la crisis (diciembre de 2001).

2.2.1 Cronología según Edwards

1. Introducción: Una historia de inflación, malos manejos e Hiperinflación

- 1985-1989: El Plan Austral
- Estableciendo una ancla creíble
- Eliminando la inercia inflacionaria
- Déficits fiscales y dos episodios de hiperinflación
- *Elección de Carlos Saul Menem como Presidente*

2. 1991: La Junta de Convertibilidad

- Estableciendo credibilidad
- Nueva Ley Orgánica del Banco Central
- El tipo de cambio inicial (1 peso = 1 dólar)

3. 1991-1994: Reformas básicas: Privatizaciones, Desregulación parcial, Reforma del Sistema de Pensiones, Liberalización Financiera y Apertura Comercial Regional

- Re-iniciando el crecimiento
- Reformas básicas
- Programa de privatizaciones
- Reforma tributaria
- Ley de Co-Participación (Finanzas Públicas de las Provincias) y “Pactos Fiscales”
- Influjos de capitales, “Enfermedad Holandesa” y apreciación del tipo de cambio real
- Crecimiento de la deuda doméstica

4. 1995-96: la “Crisis Mexicana” y su contagio

- Contagio
- Falta de un prestamista de última instancia
- Debilidad del sector bancario, en especial al nivel provincial
- Federalismo fiscal y la debilidad de la Ley de Co-Participación
- *“Pactos de Olivos” y la Re-elección del Presidente Menem*
- Crecimiento acelerado de los gastos del sector público y de la deuda pública
- Reforma de la Seguridad Social e incremento de la deuda pública
- Reforzamiento del sector bancario: fusiones, “internacionalización” y establecimiento de líneas de crédito contingentes con bancos internacionales
- Alto y persistente desempleo
- *1996: Salida del ministro de economía Cavallo e ingreso de Roque Fernández*

5. 1996-98: La economía aletargada

- Crecimiento de la deuda pública
- Imposibilidad de re-negociar la Ley de Co-Participación
- Sobrevaluación y falta de competitividad internacional
- Persistente alto desempleo
- Imposibilidad (o falta de voluntad) de emitir una reforma laboral
- Los costos del sistema de seguro social ineficiente, incluidos las “obras sociales”
- Profundización del MERCOSUR
- Incremento del déficit en cuenta corriente en 1998
- Contagio del ataque a Hong Kong (octubre 1997)
- Rusia y el *Long Term Capital Management*^o: el panorama externo se vuelve hostil
- *Shocks* a los términos de intercambio

6. 1999: Política y crecimiento de la deuda pública

- Elecciones presidenciales y gubernamentales: el ciclo político
- Crisis de confianza
- Persistente alto desempleo
- *Shocks* a los términos de intercambio
- La crisis del Brasil como una devaluación competitiva
- La dolarización como una opción
- El colapso del crecimiento económico
- “Ley de Responsabilidad Fiscal” como un intento de recuperar la confianza
- Imposibilidad de renegociar la Ley de Co-Participación
- *Menem tentado a postular por un tercer período*
- Crecimiento de la deuda pública
- *Candidato de la Alianza Fernando de la Rúa es elegido presidente; José Luis Machinea es nombrado nuevo ministro de economía*
- Las transferencias a las provincias se renegocian. En vez de una proporción de los ingresos tributarios, se acuerda un monto fijo de US\$ 1 364 billones mensuales.

7. 2000-01: El Periodo De la Rúa-Machinea

- El “impuestazo” como un intento de aligerar el déficit
- El debate de la dolarización toma importancia
- Persistentes *shocks* de términos de intercambio
- Nulo crecimiento económico
- Persistente alto desempleo
- Imposibilidad de renegociar la Ley de Co-Participación
- Imposibilidad de re-negociar

³ Fondo de capital de riesgo de los Estados Unidos que revolucionó el mercado mundial de capitales.

- Reforma laboral es aprobada parcialmente
- Primeras discusiones sobre reestructuración de deuda
- *Renuncia del Vicepresidente Carlos Alvarez*
- Esfuerzos insuficientes para reducir gastos primarios
- Incremento del *spread* de riesgo país
- Programa económico dirigido por el FMI (noviembre 2000): “El blindaje”
- Febrero 2001: renuncia de Machinea. Nuevo ministro Ricardo Lopez-Murphy (ocupa el cargo por dos semanas)
- Oposición sistemática del ex presidente Alfonsín a cualquier intento de ajuste

8. 2001: El retorno de Cavallo

- Diagnóstico
- Planes competitivos para diferentes sectores
- Buscando una política monetaria activa con una junta de convertibilidad, y la salida del presidente del Banco Central, Pedro Pou
- El gran intercambio de deuda
- Corte de salarios del gobierno federal
- El programa stand-by con el FMI
- *Elecciones parlamentarias (octubre)*
- El colapso de los ingresos tributarios
- El incremento del *spread* de los bonos: récords históricos
- Límites a las tasas de interés y reestructuración de deuda doméstica
- La “corrida” de los bancos
- El congelamiento de los depósitos: “el corralito”
- El FMI niega apoyo a la Argentina

2.2.2 Cronología según Perry y Servén

- Cuando el presidente De la Rúa tomó el poder en diciembre de 1999, el país ya estaba en recesión y la deuda pública había alcanzado altos niveles.
- El gobierno trató de ganar confianza realizando ajustes fiscales.
- El “impuestazo” se implementó en enero de 2000. El nuevo esquema tributario incluía un incremento de los bienes de consumo tributables, una extensión del Impuesto al Valor Agregado a los seguros de salud y al transporte, y la extensión de la base del impuesto a la renta.
- El ajuste fiscal no se tradujo en crecimiento económico.
- Por otro lado, la recesión se profundizó y las dudas sobre la sostenibilidad de la deuda resurgieron.
- La debilidad política del gobierno de De la Rúa se hizo evidente tras la renuncia del vicepresidente Carlos Álvarez en octubre de 2000.
- En diciembre del 2000, el ministro de economía Machinea negoció un paquete por US\$ 40 mil millones con las instituciones financieras domésticas y extranjeras para extender la maduración de la deuda pública y tratar de aliviar los miedos por un posible *default*.
- El gobierno apostó que una vez los miedos se aliviaran y el crecimiento económico se reiniciaría.
- El crecimiento no se produjo hasta marzo del 2001, por ello Machinea renunció.
- Dos semanas después de la renuncia de Machinea, el nuevo ministro Lopez Murphy también lo hizo, como resultado de la gran oposición al paquete de medidas que envió al Congreso el 16 de marzo. Tal paquete se basaba en una fuerte reducción del déficit fiscal.
- Cavallo tomó nuevamente las riendas del ministerio de economía.
- El 16 de abril de 2001, Cavallo envió al Congreso una modificación de la Ley de Convertibilidad, por la cual el peso se ataba a una canasta de monedas consistente de dólares y euros en proporciones semejantes cuando ambas monedas alcancen el ratio 1:1. El Congreso aprobó la modificación en junio.

- La racionalidad de esta medida fue alinear más el peso con la moneda de su principal socio comercial.
- El 15 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 fuera obligado a pagar una tasa de 1 410 puntos básicos por una emisión de papeles comerciales. El Gobierno anunció la regla del “déficit cero”.
- Dado la falta de capitales en el mercado internacional, Argentina se esforzó por obtener un acuerdo con el FMI. Para ello, necesitaba un acuerdo con sus provincias sobre redistribución de impuestos.
- El 26 de octubre de 2001, las negociaciones entre el gobierno central y las provincias fallaron nuevamente.
- Al mismo tiempo, John Taylor (miembro del Tesoro de Estados Unidos) dijo que no habría ninguna ayuda financiera externa a Argentina hasta que ésta cumpla su meta de déficit cero.
- El 28 de octubre de 2001, Cavallo trató de establecer garantías con funcionarios del FMI y el Tesoro Americano para emitir nuevos bonos para intercambiarlos por antigua deuda local e internacional. Hizo lo mismo con funcionarios del Banco Mundial y del Banco Interamericano de Desarrollo.
- El 29 de octubre de 2001, Cavallo definió el intercambio de deuda como una operación voluntaria que daría a su poseedor bonos con una tasa de interés de 7% anual y que tendría como garantía los ingresos tributarios. Sin embargo, el FMI y el Tesoro Americano seguían demandando el cumplimiento del déficit cero y el acuerdo con las provincias. Las negociaciones tomaron más de un mes.
- El 19 de noviembre de 2001, el FMI anunció que no daría ningún desembolso hasta que Argentina cumpla con los dos objetivos antedichos.
- El 2 de diciembre de 2001, el gobierno anunció medidas restrictivas sobre el retiro de depósitos en el sistema bancario, llamadas “corralito”, donde se restringió el retiro de 250 pesos semanales por cada cuenta.
- El 19 de diciembre de 2001, Cavallo y otros ministros renunciaron a sus puestos.

- El 20 de diciembre de 2001, el presidente De la Rúa también renunció, siendo reemplazado por Ramón Puerta.
- El 23 de diciembre de 2001, Rodríguez Saa, gobernador de una de las provincias, se convirtió en presidente provisional por 60 días, hasta las elecciones del 3 de marzo del 2002. Declaró la moratoria de deuda externa por 60 días.
- El 24 de diciembre de 2001, el gobierno anunció la creación de una nueva moneda sin la atadura a una moneda extranjera, el “argentino”.
- El 30 de diciembre de 2001, Rodríguez Saa renunció y Eduardo Duhalde fue electo por la Asamblea Legislativa como nuevo presidente. Asumió el 2 de enero, poniendo fin a la junta de convertibilidad y dejando flotar el peso.

2.3 Causas de la crisis

Según Stiglitz (2002), el colapso de la economía argentina es el incumplimiento de pago más grande la historia. Tratando de encontrar las causas de este hecho, Stiglitz señala que quienes buscan encontrar el origen de la crisis en meras causas internas (gasto gubernamental desmedido e ineficiente) o en causas externas (una supervisión laxa por parte del FMI), están perdiendo de vista el punto central: la moratoria en el pago de la deuda externa fue el resultado de un conjunto de errores de medidas económicas llevados a cabo durante más de una década.

Para Stiglitz, el problema empezó con la hiperinflación de la década de los ochenta. Para reducir la inflación, las expectativas necesitaban cambiar; “anclando” el peso al dólar se lograría tal objetivo. Tal prescripción fue efectiva para algunos países por un tiempo, pero fue muy riesgosa para Argentina como la historia lo mostró. Por ello, una primera causa puede encontrarse revisando la política monetaria argentina basada en la Junta de Convertibilidad (*Currency Board*, en inglés)⁷.

⁷ El primer país que instauró este régimen fue Mauritania en 1846.

Edwards (2000) define este régimen de tipo de cambio como un sistema de tipo de cambio fijo estricto, con restricciones institucionales (legales e incluso constitucionales) sobre la política monetaria y sin alternativas para alterar la paridad. Entre los principales beneficios de la Junta de Convertibilidad se señalan que el sistema maximiza la credibilidad y reduce (o elimina) los problemas de “inconsistencia dinámica”. Sin embargo, genera ciertas dificultades como que el sistema brinda credibilidad pero resta flexibilidad. Los grandes *shocks* externos no pueden acomodarse mediante el canal del tipo de cambio sino totalmente absorbidos por cambios en el nivel de empleo y en la actividad económica. Asimismo, el banco central pierde su rol de prestamista de última instancia. Históricamente, un número de pequeñas economías ha utilizado este sistema. Algunos de ellos, sin embargo, no han tenido éxito. Cuando tuvieron que enfrentar grandes *shocks* externos, estos países tuvieron que abandonar el régimen. Actualmente, Hong Kong, Estonia y Bulgaria tienen Juntas de Convertibilidad.

Por otro lado, otro factor que desató la crisis fue el ineficiente e irresponsable gasto gubernamental. Muchos analistas han señalado que la disciplina fiscal es esencial para preservar el régimen de Junta de Convertibilidad, condición que no fue respetada por los políticos argentinos.

Finalmente, Stiglitz señala que otro de los errores de las reformas emprendidas por Argentina en la década de los noventa fue el permitir que la propiedad de los principales bancos pertenezca a grupos extranjeros. Si bien es cierto ello llevó en un primer momento a un sistema bancario más estable, luego se notó que éste no financiaba a las empresas medianas y pequeñas. Después del inicio del crecimiento económico cuando la hiperinflación terminó, la economía comenzó a desacelerarse, debido parcialmente a que las empresas no tuvieron el financiamiento adecuado.

2.3.1 Sobrevaluación y deflación bajo un sistema de tipo de cambio fijo

El tipo de cambio efectivo⁸ real de la Argentina (TCER, en adelante), experimentó una considerable apreciación durante la década de los noventa. Entre 1990 y 2001, el TCER se incrementó en 75% (Gráfico 1). La mayor parte de la apreciación se produjo antes de 1994. De hecho, el TCER se depreció después de ese año y hasta 1996, pero luego se apreció nuevamente hasta alcanzar su nivel máximo en el año 2001.

La evolución del TCER se reflejó directamente en el desempeño de las exportaciones argentinas. Mientras que las exportaciones reales mostraron un crecimiento positivo entre 1991 y 2000, ellas crecieron menos que en países comparables, y su tasa de expansión estuvo fuertemente relacionada con la evolución del TCER. Durante el período inicial de apreciación real cuando la Junta de Convertibilidad se implementaba, las exportaciones argentinas se estancaron. Luego de la depreciación del TCER después de 1993, las exportaciones se expandieron vigorosamente, a tasas similares o mayores incluso que aquellas experimentadas por otros países. Cuando el TCER volvió a apreciarse en 1997, el desempeño de las exportaciones cayó significativamente detrás del de otras de países latinoamericanos.

La apreciación real no es necesariamente un síntoma de desequilibrio que se necesite corregir. En verdad, durante la década de los noventa - especialmente en la primera parte - un grupo de razones fue dada por diversos especialistas para explicar la persistente apreciación del peso argentino como un fenómeno de equilibrio. Se argumentó que el mejoramiento de la eficiencia producido por las reformas llevó a un incremento persistente de la productividad en la economía, lo cual pudo justificar un aumento persistente del TCER. No obstante, en los últimos tres años un importante número de analistas han expresado el punto de vista de que el peso estuvo sobrevaluado - aunque el número exacto

⁸ Efectivo porque se pondera por el intercambio comercial de la Argentina con sus principales socios comerciales. Los ponderadores son tomados de la publicación del FMI "Direction of Trade Statistics" (1995). Se refiere a comercio de bienes, únicamente.

de tal sobrevaluación aún se disputa – dependiendo de la medida de TCER de equilibrio utilizada como medida de comparación⁹.

En muchos casos, el tipo de cambio real es simplemente comparado con su valor histórico, bajo el punto de vista que el TCER de equilibrio es constante – la teoría de la Paridad de Poder de Compra. El Gráfico 1 ilustra el uso de esta aproximación para determinar el desalineamiento del TCER argentino sobre la década de los noventa, tomando como equilibrio el valor promedio del TCER para las últimas cuatro décadas (1960-2001). Este último es representado por la línea horizontal en el gráfico. Comparando con el TCER, se observa que el peso estaba inicialmente subvaluado en 1990, pero se sobrevaloró rápidamente luego de la introducción de la Junta de Convertibilidad en 1991. La sobrevaluación alcanzó un nivel máximo en 1993, declinó luego hasta 1996, y se incrementó nuevamente hasta superar el 40% en el 2001.

Sin embargo, esta aproximación rechaza dos importantes factores que dan forma al TCER de equilibrio. El primero se relaciona con el nivel relativo de las productividades entre países. Todo lo demás constante, un incremento de la productividad de los bienes comercializados en un país determinado relativo a la de sus socios comerciales llevará a una apreciación del TCER (el efecto Balassa-Samuelson) – precisamente el argumento brindado por algunos analistas para justificar la apreciación del peso.

El segundo factor es la posibilidad de la cuenta corriente para sostener influjos de capitales. La tasa real de cambio debe ser consistente con un nivel de balanza de pagos donde cualquier desbalance en la balanza de pagos debe ser financiado con flujos de capitales extranjeros. El nivel sostenible de activos externos netos está dado por el valor presente de los superávits futuros de balanza comercial. En esta aproximación, el TCER de equilibrio es aquel que permite la sostenibilidad de la posición de activos externos netos de largo plazo.

⁹ Por ejemplo, el Deutsche Bank percibió que el peso estaba 20% sobrevaluado a mediados de 2000. Por su parte, Sachs (2000) señalaba un sobrevaluación de 30 a 40%.

Alberola y López (2001) utilizando un modelo econométrico incluyen estos dos factores, para tomar en cuenta simultáneamente los equilibrios internos (productividad) y externos (posición acreedora) de la economía para determinar inferencias sobre el equilibrio o desequilibrio total del tipo de cambio real. Los autores utilizando data de 1960-2001, estimar el TCER de equilibrio mostrado en el Gráfico 1. Tal gráfico señala que la trayectoria del TCER de equilibrio comprende dos etapas. La primera – una apreciación del peso entre 1991 y 1993 – particularmente acentuada en los dos primeros años. La segunda, una depreciación estable a partir de 1994, la cual para 2001 había llevado al TCER de equilibrio por debajo de sus niveles iniciales.

Se debe apreciar el grado de desalineamiento derivado de este modelo y de la aproximación de Poder de Paridad de Compra. Mientras que para ambas aproximaciones el peso estaba sustancialmente sobrevalorado en 2001, los cálculos del Poder de Paridad de Compra señalaban que la sobrevaloración del peso se desarrolló principalmente entre 1991 y 1993, el segundo método señala que el tipo de cambio real se movía cercano al del equilibrio hasta 1996, y la sobrevaloración se incrementó a partir de esa fecha.

El modelo desarrollado por Alberola y López permite determinar el rol de los *shocks* externos en la desalineación del peso argentino:

- **Los *shocks* adversos en los términos de intercambio:** como ya se discutió, los términos de intercambio cayeron 11% en el período 1998-99. Sin embargo, el *shock* fue sólo temporal y se revirtió en el 2000. Adicionalmente, ello sucedió luego de la ganancia no esperada de términos de intercambio de 1995-1996. Por lo tanto, la trayectoria de los términos de intercambio tuvo presumiblemente un pequeño impacto sobre la desalineación del peso.
- **La sobrevaluación de dólar (“apego a una mala moneda”):** se ha argumentado que mucha de la sobrevaluación del peso se relaciona con la apreciación del dólar a

finales de los noventa relativa a los principales socios comerciales de Argentina – es decir los países de la zona del Euro. Ello no es un “*shock* externo” en sentido estricto, pero un *shock* propiamente infligido por la elección de dicho país. Algunos analistas han estimado que la apreciación del dólar iniciada en 1998 explicó hasta el 20% de la sobrevaluación del peso argentino.

- **La devaluación del real:** la devaluación del real brasileño en 1999 influyó indudablemente para la desalineación del peso. Asimismo, redujo la competitividad de su sector transable – otra consecuencia de apegarse a la mala moneda. Algunos cálculos sugieren que la depreciación del real fue responsable del 11% de la sobrevaluación del peso en 1999.

Para finalizar, se puede concluir que el TCER se sobrevaloró considerablemente después de 1996, debido al mantenimiento de la productividad relativa y el incremento de los pasivos extranjeros con respecto al PBI. También se puede señalar que la apreciación del dólar y la depreciación del real brasileño explicaron una importante porción de la sobrevaloración del peso – quizás dos tercios o más, cuando ambos factores se combinan.

2.3.2 Vulnerabilidades fiscales

Muchos observadores, hasta la fecha, han señalado que mucha de la culpa de los problemas argentinos reside en la falta de disciplina fiscal que es esencial para preservar la Junta de Convertibilidad, mientras que otros arguyen que los indicadores de deuda y de situación fiscal no eran peores que los de otros países de América Latina, aún incluso hasta mediados del año 2001. (Tabla 4).

Muchos analistas han señalado que el deterioro del déficit fiscal (en sus niveles federales y provinciales) y el incremento de los indicadores de deuda se iniciaron en 1995, y especialmente en 1999. (Gráfico 2).

Sin embargo, esas cifras deberían ser corregidas por los efectos del ciclo económico y del incremento de las tasas de interés hacia el final de la década para determinar correctamente la postura de la política fiscal.

Utilizando un filtro de Hodrick-Prescott, Perry y Servén (2002), corrigen el déficit primario federal de los efectos cíclicos aplicando un elasticidad ingreso de 1,14 en relación al PBI. Encuentran que el Saldo Fiscal Primario Estructural del gobierno federal se deterioró en una forma significativa (aproximadamente 1,5% del PBI) durante el periodo de *boom* de finales de 1995 hacia mediados de 1998, mientras que se produjo un ajuste importante luego (ligeramente superior al 1,5% del PBI hasta mediados de 2001), con sub periodos de relajo, principalmente durante las elecciones hacia finales de 1999.

La mayoría de analistas, utilizando diversas metodologías, concuerdan que la política fiscal mostró una postura expansiva durante el periodo de apogeo económico, seguida por un ajuste progresivo después de la mitad de 1998 (excepto por algunos meses cercanos a las elecciones de 1999).

Los problemas fiscales de América Latina se originan persistentemente en los *booms* económicos cuando las débiles instituciones fiscales no posibilitan el logro de superávits. Como consecuencia de ello, la política fiscal tiene que ser procíclica también en épocas malas, lo cual contribuye a la profundización de las recesiones y las tensiones sociales – y ocasionalmente terminan en severas crisis financieras. Argentina en los noventa no fue la excepción a esta desafortunada tradición de política en América Latina.

El ajuste en el saldo primario estructural iniciado en 1998, sin embargo, no fue suficiente para compensar los pagos crecientes de intereses: el saldo global del gobierno federal se mantuvo en negativo (cerca de 1% del PBI) desde fines de 1996; mientras que los pagos de intereses se incrementaron de 2% del PBI en 1995-1996 a 3,4% en 1999 y 4,3% en 2001. Mucho de este incremento puede ser atribuido al aumento en las tasas implícitas de interés de la deuda pública, que fue acelerado luego de la crisis rusa y especialmente en el

periodo 1999-2000 debido a la percibida debilidad de los fundamentos económicos. El deterioro adicional del saldo fiscal del gobierno federal puede ser atribuido a los efectos de la recesión económica.

A continuación se explorará la sostenibilidad de la deuda argentina. Primero, se trata de realizar ejercicios de sostenibilidad de deuda sobre la base de la información de cada año. Estos ejercicios, mostrados en la Tabla 5, revelan que las menores proyecciones de crecimiento económico de largo plazo pudieron ser más importantes que las tasas de interés públicas implícitas en el incremento de la sostenibilidad fiscal. De hecho, asumiendo que los mercados determinan el crecimiento económico de largo plazo (3 a 5 años) a partir de un promedio móvil, las simulaciones indican que para el año 2000, y ciertamente para el 2001, la sostenibilidad de la deuda estaba en duda, en el sentido de que el resultado fiscal requerido del sector público consolidado alcanzaba o incluso superaba el 4% del PBI, una cifra que era vista como improbable dado la historia fiscal y las instituciones argentinas. En la práctica, aunque la disciplina fiscal se había convertido en una preocupación, es justo decir que muchos analistas en banca de inversión y de otras ramas comenzaron a preocuparse seriamente sobre la solvencia fiscal en esos años (2000 y 2001) y no antes. Se debería mencionar, sin embargo, que los economistas argentinos centraron el debate electoral del año 1999 en la necesidad de mayores ajustes fiscales y que la Ley de Responsabilidad Fiscal fue emitida a mediados de 1999 como un medio para garantizar la solvencia fiscal. La no adhesión a sus objetivos en la segunda vuelta de las elecciones contribuyó a disminuir la confianza en la solvencia.

Los ajustes deflacionarios debido a los *shocks* externos impuestos por el régimen cambiario tuvieron entonces un efecto importante sobre la percepción de la sostenibilidad de la deuda a través de dos canales. De un lado, reduciendo las expectativas de crecimiento de largo plazo, y por otro haciendo que los ajustes fiscales sean más difíciles y dolorosos cuando el ratio de ingresos sobre PBI colapsaba. En este contexto, mayores incrementos de impuestos (“impuestazo” en el año 2000) o recortes de gastos (como los producidos durante la

segunda mitad del 2001) agravaron la recesión y consecuentemente las tensiones sociales y políticas.

Aún más, el ajuste observado del resultado fiscal primario estructural fue claramente insuficiente si se toma en cuenta los efectos directos e indirectos de la sobrevaluación del tipo de cambio desde 1997 sobre las hojas de balance del gobierno. Los cálculos de Perry y Servén (2002) indican que en el año 2000 la sobrevaluación del tipo de cambio implicó que las medidas contables convencionales de la deuda pública con respecto al PBI estuvieran subvaluadas en un mínimo de 40%, ya que mucha de la deuda pública estaba denominada en dólares mientras que los activos del gobierno, no lo estaba. Aún si la Junta de Convertibilidad no hubiese colapsado, el ajuste requerido del TCER – a través de un proceso deflacionario - habría revelado eventualmente la capacidad reducida del gobierno para repagar su deuda y habría requerido un superávit adicional de aproximadamente 2% del PBI anualmente para evitar una dinámica explosiva de la deuda. El régimen cambiario escondió de la vista pública este agudo deterioro de la posición fiscal y dificultó el apoyo político para mayores ajustes.

Finalmente, se debe señalar el ámbito en el cual los desbalances fiscales contribuyeron a un persistente déficit de cuenta corriente en la década de los noventa. La amplia brecha de cuenta corriente sugiere dos amenazas: ella incrementa la vulnerabilidad de la economía a salidas de capitales y junto con la sobrevaluación de la moneda, el deterioro de la posición de activos externos netos del país.

La economía argentina registró déficits en cuenta corriente considerables a lo largo de la década. ¿Cuáles fueron las contribuciones de los sectores público y privado a este desbalance general?

El análisis sugiere que ambos sectores exhibieron desbalances considerables sobre el período de análisis. Pero luego de 1994, el sector privado exhibió un déficit sólo en los años de bonanza económica de 1997-1998. Excepto en esos dos años, el presupuesto del

sector público fue más débil que el del sector privado. Para 1999, este último se había convertido en una situación de superávit, mientras que el primero continuaba mostrando un importante déficit.

En resumen, ¿el proceso de acumulación de deuda en Argentina fue liderado por el sector público o por el privado?. Tomando en cuenta que la deuda externa total aumentó de 27,7% a 58,3% del PBI entre 1993 y 2001, cerca de un tercio de este cambio fue reflejo del mayor endeudamiento público, mientras que el resto fue resultado de los agresivos préstamos del sector privado en el exterior. De hecho, la deuda externa privada se incrementó de 5,6% del PBI a 25,5% del PBI durante ese periodo. Se podría deducir entonces que fue el sector privado, en vez del público, el principal culpable de la acumulación de pasivos netos del exterior.

Sin embargo, al mismo tiempo el sector público se estaba prestando masivamente del sector privado en el mercado de capitales doméstico. De hecho, mientras que el ratio deuda pública externa sobre PBI se mantenía en niveles de 1998, el endeudamiento público doméstico se incrementó en más de 10 puntos del PBI. Ello efectivamente señala que el sector privado se financiaba en el exterior por encargo del sector público. Mientras que el gobierno presionaba al mercado financiero doméstico, el sector privado estaba forzado a buscar el financiamiento necesario en los mercados internacionales.

En conclusión, los desbalances externos y el deterioro de la posición acreedora neta de la Argentina reflejó la acción tanto del sector privado como del sector público en diferentes momentos. Durante el *boom* de 1997-1998, el sector privado fue el que mostró mayores desbalances. Pero la ausencia de un esfuerzo contrario por parte del sector público durante esos años (especialmente luego de que parte de los pasivos escondidos del sistema de pensiones fue convertidos en explícitos como consecuencia de la reforma pensional) representó una oportunidad perdida para mejorar las finanzas del gobierno y del país. A su turno, después de 1998 la brecha de ahorro e inversión del sector público fue la fuerza

principal detrás del incremento de pasivos internacionales por parte de la economía argentina.

2.3.3 El sistema bancario: grandes vulnerabilidades detrás de una fachada sólida

La hiperinflación y la confiscación de los depósitos al final de los ochenta (el Plan Bonex en 1989) retiraron la confianza en el peso y en la intermediación del sistema financiero. Luego de la Junta de Convertibilidad, importantes esfuerzos fueron realizados para establecer un sistema financiero sólido basado en depósitos y en préstamos denominados en dólares. El contagio de la crisis mexicana produjo un retiro de depósitos por 18% del total y una situación de iliquidez, la cual dada la ausencia de un prestamista de última instancia, requirió un inmediato apoyo de las instituciones financieras para evitar el colapso del sistema bancario y del sistema de pagos. Las autoridades respondieron con la creación de un gran amortiguador de liquidez y de otras reformas ambiciosas con miras a consolidar el sistema financiero. Los resultados fueron impresionantes. Para 1998 Argentina ocupaba el segundo lugar (detrás de Singapur y Hong Kong y por delante de Chile) en términos de calidad de su sistema regulador, de acuerdo con una clasificación desarrollada por el Banco Mundial llamada CAMELOT. (Tabla 6).

El sistema bancario se encontraba aparentemente en una posición sólida no sólo en 1998, antes de la devaluación del real brasileño en enero de 1999, sino también antes y durante el final del año 2000, a pesar de la contracción económica post-1998. De hecho, los indicadores convencionales al 2000 mostraban un sistema bien capitalizado, fuertemente provisionado y con una gran liquidez, aunque experimentaba pérdidas y acumulaba préstamos impagos desde fines de 1998. (Tabla 7). Los amortiguadores prudenciales del sistema bancario fueron suficientes para proteger al sistema de *shocks* de liquidez y solvencia – incluyendo una salida de depósitos por más de la tercera parte y un impago de los créditos por 10% del total de la cartera – sin perjudicar la Junta de Convertibilidad. La presencia de reputados bancos internacionales en el sistema bancario doméstico (quienes poseían el 70% de los activos del sistema bancario al año 2000) era un seguro implícito

visto desde el exterior. (Tabla 8). Se esperaba que las matrices de estos bancos respondan por sus filiales en Argentina, al menos en malos momentos causados por fuerzas externas.

Debido al intento de política de reforzar la viabilidad de la Convertibilidad, no tenía sentido que las autoridades emitan normas prudenciales que disuadan al público del uso del dólar en los contratos financieros. El régimen cambiario y la regulación prudencial contribuyó así a un importante aumento de la participación del dólar sobre el total de depósitos y de colocaciones en el sistema doméstico financiero. Tal participación se incrementó luego de la crisis rusa, la devaluación brasileña y el aumento de las expectativas de devaluación de mediados de 2001.

Se puede identificar al menos dos vulnerabilidades en el sector financiero y debilidades en el esquema regulatorio, aún con la hipótesis de que la Convertibilidad hubiera permanecido:

- El vínculo entre la capacidad de pago del deudor y los ajustes deflacionarios hacia una mayor depreciación del tipo de cambio real de equilibrio.
- La creciente exposición del sistema bancario al riesgo de impago del gobierno.

La primera vulnerabilidad se relaciona con el riesgo de crédito – los préstamos potenciales de no pago en el contexto de una desalineación del tipo de cambio real relativo a su nivel de equilibrio. Como se mencionó, para el año 2001, se estimaba que el tipo de cambio real estaba sobrevaluado en 55%. Bajo la convertibilidad, el ajuste del tipo de cambio real hacia su nivel de equilibrio implicaba ciertamente procesos prolongados y dolorosos de recesión y deflación, los cuales ciertamente hubiesen erosionado la capacidad de pago de los deudores cuyos ingresos provengan del sector no transable. Por lo tanto, el primer problema prudencial fue la falla de reconocer el riesgo especial de estos préstamos.

La segunda vulnerabilidad también se relaciona con el riesgo de crédito, pero en su exposición al riesgo de gobierno. Esta consistía en la imposibilidad de separar la solvencia del sistema bancario con la del gobierno. En países con recurrentes problemas fiscales, como Argentina, era importante separar ambas solvencias a través del uso de normas prudenciales. Las autoridades se movieron hacia esta dirección muy tarde, para el 2000, cuando introdujeron requerimientos para las inversiones en bonos del gobierno y provisiones para las colocaciones a dicho sector. La exposición directa de los bancos al riesgo de gobierno no fue elevada sino hasta el 2000, menos del 20% del total de activos. Sin embargo en el 2001 el gobierno empezó a financiarse utilizando la liquidez disponible en el sistema bancario como respuesta de las restricciones de crédito en el exterior. Otros componentes del sistema financiero, como el sistema de pensiones tenían incluso mayores niveles de exposición al riesgo de gobierno.

Capítulo III

Medidas de solución

Argentina fue alguna vez una de las naciones más prósperas del mundo. Como lo señala Schuler (2002), una y otra vez el pueblo argentino escogió o al menos toleró líderes que no tenían la más mínima idea sobre la creación y preservación de la riqueza. La crisis cambiaria y la recesión económica argentina provinieron de una falla de entendimiento.

Tal falla sobrepasó las fronteras argentinas. El FMI y el Grupo de los Siete han brindado malos o ningún consejo al gobierno argentino. Antes de que se decidiera que el peso flotara, el FMI no se decidía si aconsejar sobre la flotación o la dolarización. El FMI propugnaba que ambos esquemas eran igualmente óptimos para Argentina, aunque bajo el primero, el peso tendría que depreciarse por un factor de 10,000,000,000,000. Cuando se le preguntó sobre la propuesta de dolarización en una conferencia de prensa el 11 de enero del 2002, Anne Krueger, la directora suplente del FMI dijo “mi opinión es que en este momento no es factible”. En verdad, la dolarización siempre es técnicamente factible a cualquier tipo de cambio. John Taylor, el secretario de relaciones internacionales del Tesoro Americano, admitió en una sesión del Congreso Americano que según él, la dolarización hubiese sido una mejor opción que el congelamiento de los depósitos que el gobierno de De la Rúa impuso en diciembre del 2001, pero él no comunicó su opinión al gobierno argentino.

3.1 Medidas implementadas

El hecho más notable entre el tiempo intermedio producido entre los tres últimos gobiernos argentino (De la Rúa – Rodríguez Saá – Duhalde) fue la moratoria de pagos de la deuda extranjera por el aquel entonces presidente Adolfo Rodríguez Saá el 23 de diciembre del 2001. El impago se venía venir dada la desorganización del gobierno. Sin embargo, el gobierno aún tenía posibilidades de aislar sus propios problemas financieros del resto de la economía. En vez de ello, el presidente Duhalde prefirió contagiar a la economía. Su

principal idea en política económica fue retirar el dólar del sistema financiero. La Ley de Emergencia Pública y la Reforma del Régimen del Tipo de Cambio, emitidas el 6 de enero del 2002, y las medidas que desde entonces el gobierno ha ejecutado han destruido los derechos de propiedad. Esas medidas fueron:

- La devaluación del peso a 1,4 por dólar y luego la elección de un régimen de tipo de cambio flotante. (La rápida depreciación del peso ha llevado al gobierno a considerar el fijar el peso a 3 -3,5 por dólar)
- El forzar la pesificación de los depósitos bancarios en dólares a una tasa de 1,4 y de los préstamos a una de 1 peso por dólar.
- El forzar la pesificación de los contratos en dólares a una tasa de 1 peso por dólar.
- El congelamiento de las reservas en dólares de los bancos.
- Los controles de cambios (restricciones en la venta de dólares y otras monedas).
- Los cambios en la Ley de Bancarota perjudicando a los acreedores.
- Nuevos impuestos y regulaciones, introducidos sin coordinación alguna.

Asimismo, el presidente Duhalde y su ministro de economía, Jorge Remes Lenicov, buscaron infructuosamente el apoyo del Congreso para forzar la conversión de muchos depósitos bancarios en bonos del gobierno. Remes Lenicov renunció el 23 de abril luego de que quedara claro que el Congreso no iba a aprobar tal moción.

A pesar de los intentos del gobierno de desaparecer el dólar, los dólares son ahora más buscados y el tipo de cambio dólar-peso tiene más atención que desde 1991, antes de que el sistema de convertibilidad se establezca.

Una ola de impagos y problemas de liquidez entre las principales empresas argentinas comenzaron en marzo. Entre ellas destacan las eléctricas Metrogas, Telecom Argentina y Aguas Argentinas y los bancos Banco Galicia y Scotiabank Quilmes. El resultado puede ser la nacionalización de las empresas pertenecientes a los sectores eléctricos, financiero y

otros. El gobierno de Duhalde está aplicando en la Argentina los modelos fallidos que causaron tantos problemas en la década de los ochenta.

3.2 Dolarización versus Tipo de cambio flexible

A pesar de que las autoridades argentinas decidieron optar por un sistema de tipo de cambio flexible (a octubre del 2002, el tipo de cambio alcanza 3,5 pesos por dólar, aproximadamente), muchas voces autorizadas del mundo académico señalaron en su momento que el régimen monetario que Argentina necesitaba era la dolarización total de su economía.

3.2.1 La dolarización

A raíz de las repercusiones de la crisis asiática y de la crisis rusa sobre las economías latinoamericanas, en especial, sobre la estabilidad de sus sistemas cambiarios, se inició un debate entre académicos y hacedores de política económica sobre la conveniencia de que las economías de la región eliminen sus propias monedas y las reemplacen por el dólar norteamericano. Se señalaba que esta sustitución total de monedas domésticas sería un proceso más fácil de realizar en economías con altos niveles de dolarización como lo eran Argentina, Bolivia, Perú y Uruguay.

En un sistema completamente dolarizado, el banco central no afecta la determinación de la cantidad de dinero disponible en la economía, sino que ésta es el resultado de la balanza de pagos, esto es, de los flujos de entradas y salidas de dólares de la economía con el resto del mundo. Un superávit comercial o en la cuenta de capitales incrementará la oferta monetaria y la disponibilidad de crédito, reduciendo las tasas de interés; mientras que una salida de capitales o un mayor déficit comercial tendría un impacto negativo sobre el dinero y el crédito porque habría menos dólares en la economía, incrementándose así el costo del dinero. En un sistema completamente dolarizado, a estabilidad de la oferta monetaria y de

las tasas de interés están determinadas por la estabilidad de los flujos de divisas de la balanza de pagos.

La política monetaria doméstica desaparece y es reemplazada por la política monetaria de la Reserva Federal de los Estados Unidos. Actualmente, dada la importancia de la economía norteamericana en la economía mundial, la política monetaria de la Reserva Federal ya afecta, a través de los cambios en su tasa de interés, la política monetaria de economías de países emergentes. Con la dolarización total este mecanismo se acentuaría.

El uso de una moneda como el dólar de los Estados Unidos, que mantiene su poder adquisitivo en el tiempo con tasas anuales de inflación entre 2% y 3%, favorecería la convergencia de la tasa de inflación interna hacia dichos niveles, debido principalmente a las menores expectativas de inflación. Asimismo, las tasas de interés internas se reducen, al eliminarse las expectativas de devaluación. Lo anterior no significa que la tasa de interés en el país se iguale a la tasa de interés vigente en los Estados Unidos, porque existe el factor de riesgo país reflejado en las tasas de interés en dólares de las operaciones locales.

La dolarización de una economía no es beneficiosa, sus potenciales beneficios y costos dependen de las características mismas de la economía. En algunos países podría permitir reducir la inflación y alcanzar mayor estabilidad, mientras que en otros países podría generarles una mayor volatilidad. Si la economía se caracteriza por que las exportaciones son altamente diversificadas y por la existencia de un sistema financiero plenamente integrado al sistema financiero internacional – y por consiguiente la presencia de un flujo de divisas bastante estable – la dolarización total no implicaría volatilidad en la liquidez, el crédito y las tasas de interés, además se generaría estabilidad a través de bajas tasas de inflación y la eliminación del riesgo cambiario.

Esas características no se observan en la mayoría de los países de América Latina, en los que las exportaciones están concentradas principalmente en productos primarios –

altamente sensibles a las variaciones de los términos de intercambio – y en los que los flujos de capitales son considerablemente volátiles.

Un primer argumento para dolarizar completamente una economía es la falta de una política monetaria doméstica efectiva que permita mantener estable el poder adquisitivo de su moneda. Al igual que un sistema de convertibilidad, ésta es una media extrema que permite generar credibilidad en las políticas macroeconómicas locales. Al igual que en Argentina, este fue el caso de Estonia y Lituania en 1992 y 1994, países que en dichos años instauraron sistemas de convertibilidad.

Una segunda razón propuesta a favor de la dolarización total es el incentivo que genera la estabilidad macroeconómica, y en particular a la disciplina fiscal. Sin embargo, no es claro porqué en una economía con un sector externo sujeto a frecuentes shocks, el esquema de dolarización reduciría la magnitud de las fluctuaciones del ciclo económico.

Por el contrario, en una economía totalmente dolarizada habrá una mayor volatilidad porque por definición los shocks externos, por ejemplo generados en una caída de los precios de exportación, se traducirán en movimientos de la liquidez, el crédito y las tasas de interés. Nótese, que justamente se ha perdido la política monetaria para amortiguar dicha fluctuación. Naturalmente se podría argumentar que la política fiscal sería la llamada a cargar con el peso de la estabilización, pero debe recordarse también que el fisco no cuenta con fuentes abundantes de financiamiento en épocas de recesión.

Otro elemento característico de una economía totalmente dolarizada es que no existe un prestamista de última instancia, debido a que el país no tiene la capacidad para crear dólares. En ese sentido, el sistema financiero es más frágil ante una corrida bancaria, o ante una salida brusca de capitales, por lo que shocks al sistema podrían propagarse rápidamente y tener efectos reales significativos y mayores a los que hubieran ocurrido, si el banco central hubiera tenido oportunidad de actuar. En el caso de Argentina, este

potencial problema se trato de resolver con el uso de líneas contingentes de crédito, como se señala en el siguiente capítulo.

Adicionalmente, el esquema de dolarización total tiene un costo adicional para el país. Este costo es la pérdida de señoreaje por parte del gobierno. El señoreaje es el ingreso que obtiene el Estado por tener el monopolio de crear dinero y se constituye a partir de mantener en el balance del Banco Central pasivos no remunerados (emisión primaria) y activos remunerados (reservas internacionales netas). Esta puede ser una fuente importante de recursos para algunos países. En el caso peruano, la posición de cambio del Banco Central genera intereses por US\$ 100 millones al año, los cuales dejarían de percibirse, dándose la figura de una transferencia de recursos hacia la Reserva Federal de los Estados Unidos. Sobre la posibilidad de que los Estados Unidos compense a los países por adoptar su moneda, ha habido expresiones oficiales en contra por parte de funcionarios del Tesoro Americano y de la Reserva Federal.

Una fuente adicional de vulnerabilidad y volatilidad generada por un esquema de dolarización completa en una economía proclive a shocks en el sector externo, está dada por la eliminación de la posibilidad de ajustar a su economía por la vía de una depreciación de la moneda. Como es de esperar con un tipo de cambio flexible, modificaciones por ejemplo en los términos de intercambio generan ajustes en el tipo de cambio nominal, y por esta vía en el tipo de cambio real. Cuando se cierre la vía de una depreciación nominal, el ajuste del tipo de cambio real tendrá que venir por la vía de la deflación o la caída de precios y sueldos en la economía para que repongan el equilibrio externo. En vista de que los ajustes generalizados de precios a la baja son normalmente difíciles de lograr, es de esperar que la economía sufra un ajuste en las cantidades: menor producción y menor empleo.

Uno de los autores más fervorosos en pro de la dolarización total en la Argentina fue Kurt Schuler, economista principal del Comité Económico del Congreso de los Estados Unidos. Schuler (2002) señalaba que entre los problemas más difíciles que necesitaban ser resueltos

en Argentina para restaurar el crecimiento económico eran la moneda, el sistema financiero y el sistema tributario. Debido a que nadie confiaba en la moneda local, la gente no hacía las compras, las ventas, los ahorros y la inversión necesaria para generar crecimiento y trabajo. Existían, a su entender, otros muchos aspectos de la economía que necesitaban ser resueltos pero era el problema de la moneda el más urgente.

El sistema de convertibilidad, aunque imperfecto, era una fuerza estabilizadora en la economía argentina. La rápida depreciación del peso bajo el régimen de tipo de cambio flexible es el signo más visible de la falta de confianza en la economía y en el gobierno. Según el economista, la dolarización es el paso más rápido y efectivo para que el gobierno pueda restaurar la confianza en la economía. El dinero es la forma de propiedad más reconocida en la sociedad y la dolarización comenzaría a revertir la destrucción de los derechos de propiedad que habían sido tan desastrosa para Argentina, como se mencionó en la sección anterior.

Al 19 de abril, el último día hábil antes del feriado bancario, el banco central argentino (BCA) tenía pasivos monetarios (la base monetaria) de 20,4 mil millones de pesos, de los cuales 14 mil millones de pesos eran billetes y monedas en circulación. Asimismo, existían 2 mil millones de pesos en bonos nacionales y un estimado de 2,9 mil millones de pesos de bonos de gobiernos provinciales que circulaban como billetes. La base monetaria expandida era de 25,3 mil millones de pesos. Los depósitos en los bancos alcanzaban los 74,2 mil millones de pesos.

Schuler trata de determinar cuántos dólares tiene y necesita Argentina para “apoyar” los montos antes mencionados. La Tabla 9 muestra algunos datos útiles para responder esas interrogantes.

Se argumentaba que Argentina no contaba con los dólares para dolarizarse. A un tipo de cambio dado, sin embargo, siempre existen los suficientes dólares para que un sistema monetario se dolarice, aún en condiciones donde la confianza es inicialmente baja.

El BCA declaró que poseía US\$ 12,3 mil millones de reservas internacionales al 19 de abril. ¿Eran estos números confiables? Cuando a Steve Hanke, secretario de prensa del FMI, le fue preguntado ello en una conferencia de prensa el 17 de enero, trató de evadir la respuesta y no respondió si es que las cifras del BCA eran confiables o no.

El BCA había tomado los dólares inicialmente depositados por los bancos comerciales o mantenidos en sus bóvedas. Casi todos los dólares en el sistema financiero eran propiedad del BCA. Los depósitos de los bancos comerciales en moneda extranjera en el BCA eran US\$ 15 millones el 19 de abril, versus un pico de US\$ 6,6 mil millones en enero 14.

El público mantenía una considerable cantidad de billetes americanos. Un reporte del Tesoro Americano de enero del 2000 estimó que los argentinos mantenían US\$ 25 mil millones de billetes - casi US\$ 700 por persona. Esto es más dinero por persona que en el propio Estados Unidos. El economista argentino Eduardo Levy Yeyati sugirió que las tenencias de billetes eran mucho menores, quizá US\$ 7 mil millones. Aún si él tuviese la razón, a la actual tasa de cambio los billetes mantenidos por los argentinos exceden largamente el encaje de los bancos, el cual alcanzaba los 12,8 mil millones en marzo.

El número de dólares necesarios para llevar a cabo la dolarización depende del tipo de cambio que el gobierno escoja, el cual se discutirá más adelante. También depende de la forma particular que Argentina establezca. Bajo el sistema de convertibilidad, aproximadamente dos tercios de las reservas en dólares del BCA cubrían los billetes y monedas de pesos en circulación, y sólo un tercio, contra los depósitos que los bancos comerciales utilizaban para compensar sus cuentas. Un sistema dolarizado tiene dos medios para reducir el uso de los dólares (billetes, monedas y depósitos de la Reserva Federal) sin perjudicar el régimen cambiario. Uno es permitir que los bancos comerciales emitan sus propios billetes denominados en dólares. Tales billetes, al igual que los depósitos bancarios denominados en dólares, serían redimibles en dólares de la Reserva Federal, pero si el público les tenía suficiente confianza, las redenciones efectivas serían pocas.

La otra forma es evitar imponer requerimientos de encaje a los bancos comerciales. Obligarlos a mantener más reservas de las que ellos necesitan sería imponerles un sobrecosto e incrementar el requerimiento de dólares para hacer efectiva la dolarización.

Para determinar el tipo de cambio apropiado para proceder a dolarizar, Schuler recomendaba los siguientes pasos:

1. *Determinar qué pasivos necesitarían de ser redimidos con dólares.* La base monetaria expandida, aproximadamente 25,3 mil millones de pesos al 19 de abril, parecían ser el estimado máximo apropiado.
2. *Determinar la posición financiera del BCA y del gobierno.* Como ya se apreció anteriormente, el BCA señaló que poseía US\$ 12,3 mil millones de reservas internacionales. Si no todas estas reservas eran de libre disponibilidad, era una obligación del BCA informarlo. El BCA debía publicar una descripción detallada de sus reservas en dólares, señalando que cantidades habían sido invertidas en qué valores. El gobierno también tenía la posibilidad de prestarse dinero del FMI para apoyar a la dolarización, aunque ello no sería necesario.
3. *Anunciar que la dolarización ocurrirá y permitir que el peso flote libremente por una semana. Una flotación limpia implicaría remover los controles para comprar y vender moneda extranjera.* Para establecer un tasa de cambio apropiada para convertir los precios en pesos a precios en dólares, el mejor indicador es la tasa de mercado que se obtendría cuando los agentes económicos sepan que el valor del peso será pronto fijado al dólar con el subsecuente reemplazo del peso. El gobierno no debería tratar de manipular el intercambio; debería permitir que los participantes del mercado determinar libremente la tasa de cambio óptima.

4. *Al final del periodo de flotación, declarar un tipo de cambio fijo con el dólar y anunciar inmediatamente que el dólar es la moneda de curso legal forzoso.* Luego del periodo de libre flotación, el tipo de cambio se situará en el rango de las tasas de mercado alcanzadas en dicho periodo, particularmente hacia el final de éste. El establecimiento de un tipo de cambio es más un arte que una ciencia, y no existe una fórmula mecánica para este proceso. Si existe alguna duda sobre la tasa apropiada, es mejor errar aparentando una ligera subvaluación que una sobrevaluación, y no causar así una reducción del crecimiento económico. La experiencia indica que una economía se ajustará rápidamente a un tipo de cambio que es aproximadamente correcto.

El banco central será requerido para intercambiar los pasivos en pesos por activos en dólares - algunos billetes y monedas de la Reserva Federal, pero la mayor parte probablemente valores del Tesoro Americano. El dólar será declarado moneda "doméstica", con todos los derechos que ella tiene.

5. *Reconvertir los depósitos originalmente denominados en dólares en sus montos originales en dólares.* Los depósitos que fueron originalmente dólares pero que fueron "pesificados" deberían ser reconvertidos en sus montos iniciales, si continúan en el sistema bancario (algunos depósitos abandonaron el sistema a pesar del congelamiento de las cuentas puesto que sus dueños ganaron juicios permitiéndoles su retiro). Este paso no será dado si es que el gobierno realiza una conversión forzada de los depósitos a plazo en bonos del gobierno a largo plazo. Tal conversión cambiaría un problema de finanzas bancaria en uno de finanzas públicas.
6. *Anunciar un periodo de transición de no más de 30 días para reemplazar los salarios y los precios en moneda local a sus contrapartes en dólares.* Durante el periodo de transición, los salarios pueden ser todavía denominados en pesos, para que los empleadores y los bancos tengan tiempo para modificar sus sistemas de contabilidad y de computación. Los precios pueden también seguir denominados opcionalmente en pesos durante ese periodo, para aliviar el problema de los comerciantes de denominar

nuevamente los bienes de sus bodegas. Luego del período de transición, los salarios y los precios deben dejar de estar denominados en pesos.

7. *Liquidar los activos y pasivos financieros del BCA.* Sin una moneda local, no existe una buena razón para mantener el BCA en su forma inicial. El banco central debería liquidar sus activos y pasivos financieros. Los depósitos de las instituciones financieras en el BCA pueden ser retomados a sus dueños o transferidos a otros bancos. Los otros activos financieros del BCA pueden ser transferidos a cuentas de otras instituciones financieras - el banco público Banco de la Nación Argentina, bancos privados en Argentina o bancos en el exterior.

3.2.2 El tipo de cambio flexible

Sebastián Edwards, profesor de Economía de la Universidad de California en Los Angeles (UCLA), se ha distinguido por estudiar los diversos regímenes de tipos de cambio presentes en América Latina en los últimos doce años, dentro del contexto de las reformas de la arquitectura financiera internacional. Particularmente, su interés se ha centrado en la relación entre las políticas de tipo de cambio y las crisis cambiarias. Su análisis busca determinar el tipo de regímenes cambiarios que deben ser fuertemente rechazados por organismos internacionales como el FMI para evitar la existencia de problemas de riesgo moral.

Los defensores de regímenes estrictos de tipo de cambio, según Edwards, como las juntas de convertibilidad y la dolarización han señalado que estos sistemas brindan credibilidad, transparencia, niveles bajos de inflación y estabilidad monetaria y financiera. Un rasgo particular de estos regímenes es que, en principio al reducir los riesgos devaluatorios y especulativos, las tasas domésticas de interés se reducen y son más estable que bajo otros sistemas cambiarios alternativos.

Sin embargo, para que los regímenes fijos sean verdaderamente creíbles, algunos puntos deben ser desarrollados exitosamente:

- La solvencia fiscal. En la versión más fuerte de los modelos fijos, la solvencia fiscal es tomada en cuenta instantáneamente, ya que las autoridades comprenden que no tienen otra alternativa que ejecutar una política fiscal sostenible. Ello sucede porque las autoridades son conscientes que la fuente tradicional de reducir el valor real de la deuda pública a través de una devaluación no esperada ya no es factible. La responsabilidad fiscal impuesta, de hecho, es considerada como uno de los principales aspectos positivos de estos regímenes. Sin embargo, el requerimiento fiscal debe ir más allá de la solvencia y debe incluir aspectos operacionales específicos. En particular, el país en cuestión debe desarrollar un marco institucional que le permite aplicar políticas fiscales contracíclicas.
- La función de prestamista de última instancia, la cual bajo regímenes flexibles y fijos pero ajustables es proporcionada por un banco central, debe ser delegada a otra institución. Ella puede ser un consorcio de bancos extranjeros, con lo cual se contrata una línea de crédito contingente, un país extranjero con el que se firme un tratado monetario o una institución multilateral.
- Relacionado al punto anterior, en un régimen de tipo de cambio fijo el sector bancario doméstico debe ser particularmente sólido, con miras a minimizar las posibilidades de una crisis bancaria. Ello puede ser tratado de diversas maneras, incluyendo la implementación de una apropiada regulación, la imposición de altos requerimientos de liquidez a los bancos o permitiendo la presencia mayoritaria de bancos internacionales de primera categoría en el sector bancario doméstico.
- Las juntas de convertibilidad requieren que la autoridad monetaria mantenga la suficiente cantidad de reservas - un monto que de hecho exceda la base monetaria. Si es que las autoridades deben mantener grandes niveles de reservas bajo un régimen de

dolarización es aún un tema de debate. Lo que es claro, sin embargo, es que la dolarización no significa que la tenencia de reservas deba ser nula. Los Estados Unidos de América, el país dolarizado por definición, mantiene un nivel significativo de reservas internacionales.

De acuerdo con los modelos tradicionales de Mundell-Fleming, una limitación de los regímenes fijos de tipo de cambio es que los *shocks* externos negativos tienden a ser amplificados. Asimismo, en la medida de que es difícil lidiar con los cambios en los precios relativos, estos *shocks* externos tienen una tendencia a afectar el desarrollo económico y causar un mayor desempleo. La verdadera magnitud de este efecto, nuevamente, dependerá de la estructura de la economía y, en particular, del grado de flexibilidad del mercado laboral. Algunos autores han señalado recientemente, sin embargo, que estos costos han sido exagerados y que, de hecho, los cambios en los precios relativos entre bienes transables y no transables pueden ser alcanzados a través de la imposición simultánea de aranceles a las importaciones y subsidios a las exportaciones.

Con respecto al régimen de tipo de cambio flexible que ha decidido imponer Argentina luego de los episodios de crisis, se puede enumerar los principales requisitos que exigen su implementación y brindan un posterior éxito:

- Uno de los mayores peligros de los regímenes flotantes es que los participantes de mercado crean que el país está utilizando un régimen fijo "asolapado". En ese caso la credibilidad del régimen es baja y la especulación será constante.
- Por esa razón, los países que elijan la flexibilidad deberán adoptar una flotación claramente limpia. La intervención directa del banco central en el mercado cambiario deberá estar estrictamente limitada a ocasiones extraordinarias. Más aún, en un esfuerzo por mantener la transparencia, la regla de intervención directa del gobierno debe ser clara y oportunamente anunciada.

- Una flotación exitosa - en el sentido de proveer un ambiente estable - requiere de una estructura consistente y bien definida para la política macroeconómica. Como muchos autores han señalado, más que reglas mecánicas, lo que se necesita es una "guía" de política monetaria. Esto, sin embargo, no debe ser tomado como una excusa para la discreción. Verdaderamente, el reto más difícil en implementar una flotación exitosa es combinar una buena y compleja "guía" de política monetaria, con la transparencia requerida anteriormente. Diversos autores han discutido extensamente el tema de las políticas de comunicación dentro de un contexto de metas de inflación (*inflation targeting*).
- Lo anteriormente señalado quiere decir que los países que eligen flotar su moneda, en general, incorporarán la evolución del tipo de cambio en la definición de su política monetaria. El origen de estas consideraciones, como el mecanismo de retroalimentación, debe ser explícito.
- No falta decir que bajo la flotación - y bajo cualquier régimen - el balance fiscal es un elemento esencial, como lo es también una estructura moderna de supervisión bancaria.
- La flotación no debe implicar que un país no mantenga reservas internacionales. Por el contrario, con miras a que su anunciada política monetaria - incluyendo el mecanismo de retroalimentación - sea creíble, la autoridad monetaria debe mantener un nivel relativamente grande de reservas internacionales. El verdadero monto deberá, de hecho, depender de las características específicas del país en cuestión.
- Los países con economías (parcialmente) dolarizadas de facto no son buenos candidatos para la flotación. Ello particularmente en el caso de existir un sector corporativo altamente apalancado a través de deudas en moneda extranjera.

- En países con un gran porcentaje de pasivos en dólares, el efecto positivo de un movimiento en el tipo de cambio sobre los precios relativos es anulado por el efecto negativo sobre los estados financieros de las empresas. El efecto neto de grandes depreciaciones puede ser devastador.
- Indonesia representa un caso reciente de este fenómeno. No es el único, sin embargo, Chile por ejemplo pasó una experiencia similar a principios de la década de los ochenta.

Capítulo IV

Lecciones de Política

Los autores que tratan de encontrar lecciones de política sobre la reciente crisis producida en Argentina son numerosos. Entre ellos, Stiglitz (2002) provee seis lecciones fáciles de entender:

1. En un mundo donde los tipos de cambios son volátiles, el atamiento de una moneda a otra como el dólar es altamente riesgoso.
2. La globalización expone a un país a enormes shocks. Los ajustes en el tipo de cambio son parte de estos mecanismos.
3. El ignorar los contextos sociales y políticos es una decisión muy peligrosa. Cualquier gobierno que realice políticas que lleven a que grandes partes de la población se encuentren desempleadas o subempleadas no cumple su primer objetivo.
4. Una política económica que se centre en el objetivo inflacionario, sin preocuparse por el crecimiento ni el desempleo, es igualmente riesgosa.
5. El crecimiento económico requiere que las instituciones financieras presten a empresas domésticas. El vender bancos a propietarios extranjeros, sin las salvaguardas necesarias, puede impedir el crecimiento y la estabilidad.
6. Uno raramente puede restablecer el fortalecimiento económico – o la confianza – con políticas que fuerzan a la economía a una mayor recesión.

Por su parte, Eichengreen (2001) señaló ocho lecciones derivadas del estudio de las semejanzas entre las crisis ocurridas en Turquía (febrero) y Argentina (diciembre) en el año 2001.

1. **Los riesgos de una estabilización basada en el tipo de cambio:** Argentina ató el valor de su moneda con miras a reducir la inflación. Tal objetivo requiere credibilidad y coordinación. El gobierno debe mostrar que está comprometido en reducir la inflación. El régimen de Junta de Convertibilidad, que ata las manos del gobierno, es una forma de hacerlo. Asimismo, los fijadores de precios y de salarios tienen que estar seguros que la inflación se reducirá; por lo tanto, el régimen de tipo de cambio que induce la estabilidad de los precios de importación es una forma obvia de mostrar resultados.

Al mismo tiempo, la fragilidad de los regímenes de convertibilidad y la dificultad de abandonarlos sin precipitar una crisis se convirtieron en evidentes en la década de los noventa. Los pocos casos donde los países lograron estabilizaciones a través del tipo de cambio y luego se movieron hacia regímenes cambiarios más flexibles sin experimentar una crisis fueron ampliamente documentados. Pero igualmente esa lista fue corta. Ellos fueron esencialmente dos: Israel y Polonia. Más aún, estos países abandonaron la fijación del tipo de cambio bajo circunstancias favorables. Pareciera ser que sólo si las condiciones globales son favorables – sólo si no existen shocks externos – y sólo si todo lo demás va bien entonces una salida puede ser exitosa. Más típico es el caso que las autoridades se resisten a abandonar el régimen cambiario, al creer que al hacerlo perderán su credibilidad, provocarán una salida de capitales y causarán recesión. Pero cuánto mayor mantengan el régimen de tipo de cambio fijo, mayores vulnerabilidades generarán en el sistema financiero. El país abandona la convertibilidad no gradualmente sino a través de una crisis. Por lo tanto, la convertibilidad sólo compra estabilidad en el presente a un costo de mayor inestabilidad en el futuro.

Argentina ilustra claramente este punto. Para brindar credibilidad a su estabilización, Argentina adoptó una junta de convertibilidad usando el dólar. Mientras ello maximizó el grado de compromiso con la estabilidad de precios en el corto plazo,

también expuso a la economía a las fluctuaciones de los precios relativos de las principales monedas. El aumento del dólar durante la segunda mitad de los noventa contribuyó a los problemas de competitividad de dicho país. A pesar de las decisiones tomadas en el 2001 de incrementar la flexibilidad de la convertibilidad en formas limitadas – en abril, se reemplazó el dólar con una canasta de dólares y euros y en junio, se adoptó un tipo de cambio alternativo para operaciones comerciales – aquellas tuvieron efectos adversos sobre la confianza que restaron cualquier posible beneficio para mejorar el nivel de competitividad.

2. **Los peligros de la deuda de corto plazo:** Para la segunda mitad del 2001, Argentina había realizado incipientes reformas fiscales, que cambiaron los déficits en superávits. Se había transformado la cuenta corriente en esa misma dirección, eliminando su dependencia a la llegada de capitales.

Sin embargo esas reformas no fueron suficientes para aislar la economía del riesgo de una crisis debido a que los inversionistas ponían en duda la viabilidad de las políticas en el futuro, puesto que el país tenía grandes montos de deuda de corto plazo a ser refinanciados. Esta exposición expuso al país al peligro que los inversionistas se rehusaran a brindar nuevos créditos a las tasas de interés convencionales. La necesidad a estos créditos llevó a ofrecer por ellos mayores tasas de interés, lo cual a su vez exigía una mayor sostenibilidad fiscal, creando mayores miedos sobre una crisis. Sólo cuando Argentina removió del mercado sus “letes” de corto plazo (convirtiéndolas en colocaciones de largo plazo con bancos y con fondos de pensiones) el severo sentimiento de inicio de crisis se aletargó.

Existe cierta controversia sobre si los flujos de corto plazo son una forma de vulnerabilidad, como lo sostienen Rodrik y Velasco (1999), o simplemente un síntoma de otros problemas más fundamentales, ya que los inversionistas racionales reducirán la maduración de sus préstamos a países con problemas. La experiencia de Argentina sugiere que la respuesta a la pregunta anterior es: ambas. Los países

deberían prestar especial atención a la estructura temporal de la maduración de sus obligaciones puesto que la deuda de corto plazo excesiva es un indicador de problemas y cortas maduraciones pueden agravar el surgimiento de otro tipo de inestabilidades. Asimismo, la intervención externa puede ser necesitada para romper el círculo vicioso por el cual el riesgo de crisis origina la reducción de las maduraciones y la reducción de las maduraciones incrementa el riesgo de crisis.

3. **Cómo el intercambio de deuda aumenta las apuestas:** Reflejando las amenazas sobre la estabilidad fiscal y financiera, Argentina llevaron a cabo intercambios de deuda basados en el mercado para reducir el riesgo de que sus acreedores les brinden nuevos créditos. Ellos fueron diseñados para remover la necesidad de acceder al mercado con obligaciones de corto plazo y por lo tanto, eliminar una fuente de incertidumbre (incertidumbre sobre la tasa de interés a la cual las nuevas obligaciones de corto plazo serían tomadas). El intercambio de deuda en Argentino incrementó la maduración de la deuda pública de 7,5 a 8,2 años y redujo el pago inmediato de intereses por US\$1,7 mil millones.

Pero cambiando instrumentos de corto plazo por otros de largo plazo, las autoridades finalmente sólo cambiaron problemas presentes por potenciales mayores problemas en el futuro. Mientras proveían alivio inmediato a las necesidades de refinanciamiento, los intercambios de deuda crearon fuertes cargas en los siguientes años si la economía no crecía a tasas elevadas. Dada esta situación, los inversionistas venderían los bonos del gobierno como anticipo de futuras dificultades, perjudicando la posición de los bancos y fondos de pensiones que sí los mantendrían y crearía costos fiscales adicionales a las autoridades. Los miedos que esta situación generaría impedía que las tasas de interés bajen en el futuro.

Por lo tanto, la estrategia seguida por Argentina aumenta los riesgos. Hizo que el surgimiento inmediato de la economía, a ser logrado no por la ayuda de la reducción

de los costos de interés sino a partir de la consolidación fiscal que prometería la limitación de mayor endeudamiento, sea aún más crítico.

4. **La dificultad de establecer una consolidación fiscal:** En Argentina, la inadecuada disciplina fiscal ayudó a formar los cimientos de la crisis. El gasto público como porcentaje del PBI se incrementó rápidamente desde 1997 como resultado principalmente del mayor gasto de las provincias (Kiguel 2001). El déficit consolidado alcanzó el 3% del PBI en el auge de la crisis y la deuda pública creció fuertemente como porcentaje del producto, alcanzado el 50% del PBI en el año 2000.

Por lo tanto para estabilizar un país se requiere reforzar la situación fiscal. Argentina hizo esfuerzos importantes para ello. El cambio del saldo primario en el periodo 2000-2001 fue reducido, entre 1 y 2% del PBI, pero fue importante si se aprecia la tendencia de los últimos años tomando en cuenta las condiciones cíclicas deterioradas.

Estas “condiciones cíclicas deterioradas” señalan el problema fundamental por el cual recortes en el gasto público reducen la demanda agregada, la cual reduce el crecimiento. La ausencia de crecimiento a su turno pone en peligro la sostenibilidad del programa reduciendo la base impositiva, lo cual erosiona el apoyo político para la austeridad.

Sin embargo existen casos en donde la consolidación fiscal no redujo la demanda agregada y por lo tanto no creó o prolongó la recesión. Estos casos fueron Irlanda y Dinamarca en los noventas. Las condiciones y las medidas que permitieron a estos países disfrutar las consolidaciones fiscales expansionistas son importantes de mencionar. Primero, las finanzas públicas se habían encontrado en un camino insostenible. La creencia de que esta situación no tenía que continuar incrementó la probabilidad que fuertes ajustes reforzarían el comportamiento de los consumidores y de los inversionistas. Segundo, ambos países reconocieron que el problema era un

sector fiscal demasiado grande, y utilizaron cortes presupuestales en vez de aumentos de impuestos para reducir el sector público. Tercero, estos ajustes fueron llevados a cabo por gobiernos fuertes con el apoyo político necesario. Alesina, Perotti y Tavarres (1998) han mostrado que gobiernos de coalición nunca tienen éxito en establecer este tipo de políticas. Cuarto y último, casi todos los casos estudiados han sido acompañados por devaluaciones.

Estas condiciones arrojan luces para entender por qué la consolidación fiscal expansiva no tuvo éxito en Argentina. Entre los principales puntos, sería difícil esperar que este país, con sectores públicos ineficientes, recortara el tamaño de su gobierno para balancear la posición fiscal y así producir confianza. Asimismo, Argentina se hubiese visto imposibilitada de devaluar debido a su Ley de Convertibilidad, lo cual era visto como un contrato sagrado entre el gobierno y el sector privado y por el cual el primero de ellos no hubiese deseado perder la confianza que había ganado en años anteriores. Finalmente, el partido político principal era una coalición, cuyo apoyo a este tipo de medida era incierto.

5. **La dificultad de decir “No”:** El apoyo político hacia los recientes programas de apoyo del FMI hacia Argentina producía un clima de fuertes críticas en los Estados Unidos y Europa de acuerdo con la frecuencia y la magnitud de los programas multilaterales de rescate. Diversas instituciones como la *International Financial Institutions Advisory Commission* (grupo de expertos independientes reunidos por el Congreso Americano y la Administración del presidente Clinton – también conocido como la Comisión Meltzer) y la *Independent Task Force on Safeguarding Prosperity in a Global Financial System* (perteneciente al Concejo Americano de Relaciones Internacionales) criticaron repetidamente los rescates multilaterales, ya que eran visto como una fuente de riesgo moral. Ellos argumentaban que la fórmula de asistencia financiera que permitiría que los gobiernos pagaran a sus acreedores extranjeros incentivaba a que los participantes del mercado prestaran sin medir los riesgos; esto es, ella creaba un comportamiento de riesgo moral sobre los inversionistas. Asimismo, esa fórmula también alentaba el riesgo moral sobre los gobiernos,

brindándoles seguros parciales contra riesgos financieros y por ello incentivando a las autoridades a adoptar políticas más riesgosas de las que ellas hubiesen planificado de otro modo. La Comisión Meltzer recomendó que la asistencia del FMI sea extensiva únicamente a países que hayan iniciado acciones para reforzar sus sistemas financieros, eliminar sus desbalances fiscales y abandonar los regímenes blandos de fijación de monedas pero que se encuentren sufriendo problemas financieros originados por shocks externos. Por su parte, el Consejo Americano de Relaciones Internacionales recomendó imponer un límite al tamaño de los programas del FMI, de 100 de una cota anual y 300 de una cuota permanente.

Mientras que los detalles de aquellas recomendaciones no son universalmente aceptadas, el punto central sí lo es. Los cambios en el liderazgo del FMI que siguió a la crisis asiática y en la administración gubernamental norteamericana fueron claramente vistos como precursores de una aproximación más discriminadora y más conservadora hacia la asistencia multilateral, bajo la cual la ayuda sería provista sólo a aquellos países con sólidos fundamentos y el tamaño de los paquetes serían limitados.

Argentina fue un candidato a esta nueva aproximación. Se asumía que ese país tenía un problema de solvencia, no de liquidez (causa principal de la crisis de tercera generación que afectó a los países asiáticos en 1997) – nulo crecimiento económico, en otras palabras, carecía de capacidad política y económica para pagar. El FMI no debería prestar un dólar más, los críticos de la institución insistían, hasta que primero Argentina devaluara y reestructurara su deuda.

Aún, cuando las presiones crecieron, el FMI y sus principales accionistas se vieron imposibilitados de dejar de prestar, de decir que NO. Ello reflejó el miedo al contagio: la crisis de Argentina podría infectar a otras economías como Brasil, quienes eran dependientes de las mismas fuentes de financiamiento. El Secretario de Tesoro de los Estados Unidos, Paul O'Neill, insistió que él demandaba que el FMI

restringiera sus préstamos, debido a la existencia de un riesgo de contagio financiero, pero los miedos de que la inestabilidad se propagara desde los mercados de bonos argentinos hacia los mercados de valores de deuda de países emergentes llevaban a que O'Neill y sus colegas dieran marcha atrás y accedieran a prestar.

Más aún, esta decisión de asistir forzosamente a Argentina reflejaba el hecho de que las soluciones alternativas, basadas en el mercado, no eran viables. El no prestar presumiblemente significaría que el gobierno argentino se vería forzado a suspender y a reestructurar los pagos de deuda – es decir, a ser declarado moroso en sus obligaciones. Ello también conllevaría a que tenedores furiosos de la deuda argentina se decidieran a demandar al gobierno para cobrarse con los activos externos de las corporaciones argentinas. El comercio argentino se interrumpiría; sus exportaciones se desmoronarían. No sólo la economía argentina se vería seriamente dañada, sino también otros mercados emergentes sufrirían, ya que los inversionistas venderían sus posiciones en valores de otros países en un desesperado esfuerzo para obtener liquidez. De hecho, el secretario O'Neill descubrió que es mucho más fácil para los críticos insistir que el FMI se mantenga al margen y dejar que las fuerzas de mercado sigan su curso que para los funcionarios de organismos multilaterales hagan lo mismo cuando la realidad es tan incierta.

Así, en Argentina, el FMI y sus colaboradores se encontraron entre la espada y la pared. Si prestaban, incrementaban el problema del riesgo moral; si no lo hacían, exponían a la economía mundial a riesgos tan grandes que los políticos no podrían lidiar. El riesgo moral, según su razonamiento, representaba el menor de los riesgos.

La implicancia más clara de la experiencia argentina es la necesidad de establecer nuevas alternativas diferentes al esquema de salvamento. Existen muchas propuestas en esta línea: ellas incluyen las ideas de incluir en el Acuerdo de Artículos del FMI la posibilidad de otorgar al Fondo la autoridad para proteger al gobierno de acciones legales por parte de acreedores afectados, de legislar sobre la adopción de cláusulas

de acción conjunta por parte de los emisores por la cual los acreedores minoritarios perderían el derecho a demandarlos. Sin embargo, la eficacia de estas alternativas es debatible y se ha avanzado en forma lenta aún. La experiencia argentina subrayó la necesidad de la reforma institucional si los multilaterales son posibles de evitar tener que escoger entre un evento caótico y el problema de riesgo moral.

6. **Las limitaciones del método catalítico:** La alternativa de una reestructuración concertada e involuntaria es catalizar el préstamo privado para que la economía supere el problema de crisis de liquidez. Los multilaterales distinguen frecuentemente entre las alternativas “ concertadas” y “catalíticas” para resolver las crisis. La primera de ellas es apropiada para un país con problemas de solvencia, mientras que el segundo, para resolver las dificultades financieras de un país que es solvente pero ilíquido. En Argentina, los multilaterales asumieron que el gobierno estaba comprometido en mantener al día sus obligaciones externas si las crisis de liquidez podría sobrepasarse. Por lo tanto, ellos adoptaron una aproximación catalítica.

Una estrategia multifacética fue seguida para catalizar los préstamos privados. Diversas reformas fiscales y financieras fueron adoptadas por el gobierno. Las instituciones multilaterales ofertaron financiamiento oficial para que las autoridades cuenten con el suficiente margen de acción y los mercados tengan tiempo para reaccionar. Los ministros de finanzas se embarcaron en presentaciones para convencer a los inversionistas en su firme propósito, mientras que el FMI hacía uso de sus contactos en el Grupo Consultivo del Mercado de Capitales para informar internamente sobre el mensaje de la reforma y el apoyo brindado.

No obstante ello, la principal lección en la experiencia argentina es que los mercados tienden a desinflar las esperanzas de los gobiernos. En el clima de incertidumbre que invariablemente rodea a una crisis, el esperar es un opción costosa. Los inversionistas tienen el incentivo a esperar y ver si es que el compromiso de reforma es sostenible antes de ser los primeros en proveer nuevo financiamiento. Este nuevo dinero puede

incrementar la probabilidad de éxito –las tasas de interés se reducirían, haciendo más probable que se retome la senda de crecimiento- pero mientras se espera la llegada de esos fondos puede surgir el problema del polizante (*free rider*), en el cual un inversionista prefiere que otros inversionistas sean quienes provean liquidez adicional. Y como los préstamos bancarios sindicados y los créditos bancarios de corto plazo son reemplazados por un mercado atomizado de bonos conformado por un gran número de diferentes inversionistas, este problema se agrava.

Otra interpretación es que los inversionistas estuvieron alertas a las reformas llevadas a cabo por las autoridades argentina pero ellos no tuvieron los incentivos para comprometerse con fondos adicionales hasta que vean que otros inversionistas también inviertan y que el gobierno esté preparado para mantener el curso de la economía. Ello resalta la dificultad intrínseca de la aproximación catalística y la necesidad de alternativas institucionales de solución.

7. **Las limitaciones de las líneas contingentes de crédito:** una implicancia similar proviene de la experiencia argentina con las líneas contingentes privadas de crédito, las cuales habían sido exigidas a los mercados emergentes por las instituciones multilaterales como una forma de comprar un seguro contra un episodio de crisis de liquidez. La idea es resolver el problema del “primer movimiento”, en el cual ningún inversionista desea ser el primero en proveer nuevos recursos, al contratar esos fondos por adelantado. La limitación de esta solución es que las contrapartes del gobierno, mientras que son atraídos por los pagos iniciales asociados con tales líneas no desean prestar en el momento de la crisis. Ellos tienen todos los incentivos para intentar escaparse de su compromiso llegado el momento de cumplirlo.

Cuando la crisis argentina encontró su momento más álgido en agosto del 2001, existía mucha discusión sobre la posibilidad de que el gobierno pudiese utilizar las líneas de acuerdos de recompra (repos) que había preacordado con un consorcio de bancos privados. Los créditos de esos bancos tenían que estar colateralizados con

valores del gobierno argentino. Bajo estos acuerdos, los bancos comprarían valores específicos argentinos, los cuales podrían ser recomprados por el gobierno. Desafortunadamente, muchos de los valores del gobierno en cuestión fueron retirados de los mercados como resultado del intercambio de deuda conducido a principios de año. La oferta limitada de colaterales elegibles redujo así los créditos contingentes a una fracción del monto original negociado. Los participantes del mercado estimaron que tal reducción mermó el monto pactado a través de este financiamiento de US\$ 1,5 mil millones a US\$ 4,5 mil millones, aproximadamente.

Parece improbable que las autoridades argentinas no estuvieran conscientes de este problema cuando decidieron intercambiar su deuda. Probablemente, ellos asignaron menor probabilidad al hecho de tomar esas líneas de crédito, sobre la base que al hacerlo ello sólo alarmaría a los inversionistas (mostrándoles la medida de las dificultades financieras del país). Los bancos forzados a extender nuevas líneas de crédito, bajo los términos del contrato, se verían obligados a vender otras posiciones en bonos argentinos y consecuentemente, el colapso de los precios de los bonos sólo profundizaría las dificultades financieras del país. Muchos analistas afirmaron que el uso de las líneas repo por parte del gobierno en agosto fue una sorpresa. Siempre pensamos que a pesar de la existencia de las líneas contingentes, ellas no serían usadas. Se esperaba que los retiros potenciales de estas líneas de crédito crearan la necesidad de incrementar la cobertura a los bancos comprometidos, lo cual resultaría en una nueva venta masiva en el mercado de bonos.

8. **La dificultad de comprometer al sector privado:** La experiencia argentina con las líneas contingentes privadas de crédito es un claro ejemplo de la dificultad de comprometer al sector privado. Desde el rescate mexicano de 1995, las instituciones multilaterales y sus críticos han brindado mucha atención a la necesidad de que el sector privado se comprometa en la resolución de la crisis. En un nivel inmediato, la necesidad de asegurar la contribución privada refleja el rápido crecimiento de los flujos internacionales de capitales, quienes superan la liquidez disponible del FMI,

una institución que se financia con las contribuciones de sus países miembros y que no está autorizada a endeudarse en los mercados privados. Más importante resulta que el asegurar que los participantes del mercado tomen parte o realicen una contribución financiera para resolver la crisis sea visto como un elemento clave para limitar el problema de riesgo moral del inversionista y para asegurar que sus decisiones de inversión se relacionan con los riesgos potenciales.

No es sorprendente para quienes vieron la crisis de Argentina como el primer examen serio del compromiso del nuevo gobierno norteamericano y de la nueva gerencia del FMI para desarrollar una alternativa de solución basada en el mercado. Esta ambición viene junto con las limitaciones de la alternativa voluntaria –aquella donde forzar a que los participantes del mercado castiguen sus deudas o provean nuevo financiamiento voluntariamente es muy complicada debido a los problemas del *free rider* y del primer movimiento detallados líneas arriba. Algún avance sobre estas medidas fue posible en Corea del Sur en 1997-98, donde los principales acreedores eran un relativo número pequeño de bancos internacionales, no un gran número de pequeños tenedores de bonos, y donde existía poca incertidumbre sobre el apoyo político hacia las medidas drásticas que se necesitaban para restaurar la solvencia financiera. En Argentina, los acreedores no estuvieron dispuestos a acordar el reestructuramiento voluntario precisamente porque éste era voluntario; ellos prefirieron esperar que las instituciones multilaterales brindaran asistencia financiera adicional. El deseo de una salida basada en el mercado fuerza a que las autoridades se enfrenten a las limitaciones de la alternativa involuntaria, específicamente, que una suspensión del servicio de pagos que fuerza a los acreedores a tomar pérdidas involuntariamente puede llevar a juicios problemáticos, perjudicando el comercio exterior de Argentina, interrumpiendo su acceso a los mercados financieros por un largo periodo y alejando a los inversionistas de la región latinoamericana. Al final, fue el miedo de que los costos de esta alternativa superarían sus beneficios, lo que llevó a que el gobierno norteamericano a otorgar, de mala gana, nuevos préstamos.

La novedad del paquete argentino fue el acuerdo por el cual el FMI aceleraría el desembolso de US\$ 3 mil millones siempre y cuando el gobierno desarrollara un plan para usar ese dinero para realizar un intercambio voluntario de deuda. Ello puede haberse visto como un buen plan basado en el mercado para solucionar la deuda argentina. El monto no era cualquier cosa, pero era minimizado si se comparaba con la deuda externa total que ascendía a US\$ 120 mil millones. El monto inicial de US\$ 3 mil millones era suficiente colateral, en otras palabras, para inducir a los tenedores de bonos para intercambiar voluntariamente sus activos por otros con plazos más largos y que le costarían al gobierno menores tasas de interés.

Este importante intercambio de deuda requirió que el país se prestara los US\$ 3 mil millones del Fondo. Las fuentes de financiamiento terminaron siendo el FMI, el Banco Mundial, el Banco Interamericano de Desarrollo y otros acreedores bilaterales. Esta medida, sin embargo, incrementaba el uso de garantías oficiales para inducir a los acreedores privados a aceptar menores tasas de interés. No hubo un paso hacia la dirección de una solución de mercado y no se enfrentó el problema del riesgo moral.

Desde ese punto de vista, hubiese sido preferible obtener fondos adicionales de fuentes de mercado. Sin embargo, surgían nuevamente problemas de acción colectiva. Los fondos privados para proveer las garantías para una nueva emisión de bonos estarían subordinados a los préstamos que serían intercambiados, los proveedores de garantías son pagados al final, por definición. En la mitad de la crisis, ningún inversionista deseaba tener este tipo de deuda con la Argentina (llamada *junior claim*, en inglés). No es sorprendente, desde este punto de vista, de que el esfuerzo por establecer un intercambio voluntario, aún uno subsidiado, no arrojaría frutos inmediatos.

La conclusión final es que los acreedores no están dispuestos a otorgar nuevos financiamientos o a aceptar castigos de sus deuda, mientras puedan esperar la llegada de otra solución. Por su parte, mientras que la comunidad financiera sea apática para

contemplar soluciones involuntarias, dado que el riesgo de impago es visto como muy problemático, doloroso y peligroso para el sistema de pagos, los acreedores tienen buenas razones para pensar que la comunidad financiera volverá a salvarlos al final del día.

Anexo Estadístico

Tabla 1					
Tasa de crecimiento real del PBI					
(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: Banco de Desarrollo

Tabla 2		
Mercado laboral		
	Desempleo	Pobreza
	(como % de PEA)	(como % de la población)
1990	7,5	41,4
1991	6,4	30,4
1992	6,7	24,1
1993	9,6	21,8
1994	11,5	21,6
1995	17,5	27,2
1996	17,2	28,0
1997	14,9	29,4
1998	12,8	29,7
1999e	14,2	31,5
2000e	15,1	34,3

Fuente: Banco Mundial

Tabla 3			
La recesión mundial: Impacto sobre América Latina			
El efecto ingreso sobre exportaciones e importaciones			
	Exports/PBI (%)	Exports a EEUU / Exports Totales (%)	Impacto de una caída esperada en crecimiento económico EEUU (%)
	(a)	(b)	(c)
Argentina	10,7	11,4	-0,1
Bolivia	17,1	33,2	-0,5
Brasil	10,8	22,6	-0,2
Chile	30,7	18,0	-0,5
Colombia	19,0	50,3	-0,9
Costa Rica	47,9	51,9	-2,2
Rep. Dom.	32,2	12,8	-0,4
Ecuador	42,4	38,4	-1,4
Guatemala	20,2	34,3	-0,6
Jamaica	51,4	32,6	-1,5
México	31,8	88,4	-2,5
Perú	16,1	29,1	-0,4
Venezuela	27,2	51,6	-1,3

(c) = - { (a) * (b) * 0,022 } * 4,1
 2,2% es la elasticidad gasto de EEUU y 4,1% es la reducción esperada del crecimiento.
 Fuente: Perry y Servén (2002)

Gráfico 1

TCER efectivo (actual) y de equilibrio (equilibrium)

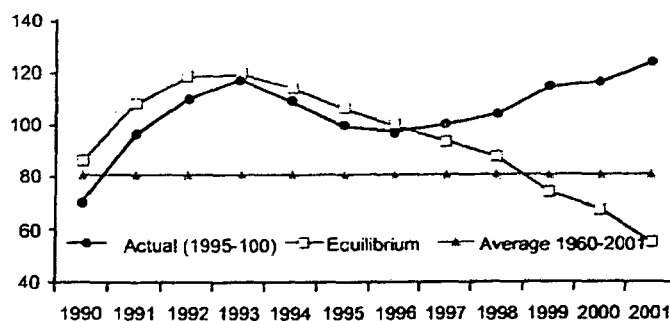


Tabla 4				
Indicadores de Deuda en Países Emergentes (2000)				
	Pagos de interés de Deuda Pública			Deuda Pública
	(% de PBI)	(% de Ingresos Fiscales)	(% de Deuda Pública)	(% de PBI)
Argentina	4,6	21,6	8,7	55,9
Brasil	9,5	33,8	15,5	65,0
Colombia	5,0	25,3	9,8	50,8
México	2,6	25,7	9,4	27,7
Venezuela	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

Gráfico 2

**Resultado fiscal Global
(como % del PBI)**

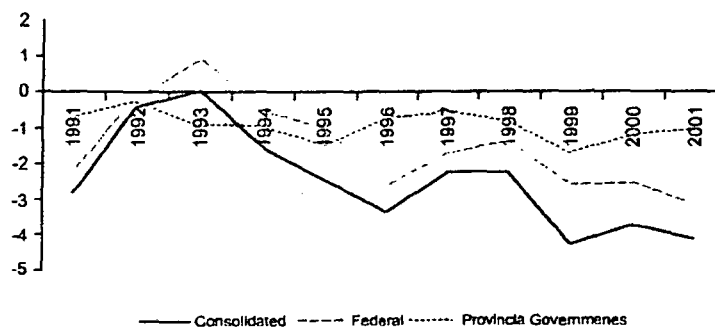


Tabla 5				
Indicadores de Sostenibilidad Fiscal				
	Crecimiento económico promedio	Tasa de interés implícita de la deuda de Gobierno	Resultado primario de gobierno consolidado	Resultado sostenible
	(a)	(b)	(% del PBI)	(% del PBI)
	(%)	(%)		
1991	0,7	8,6	-0,4	2,7
1992	5,7	6,2	1,2	0,1
1993	7,3	5,0	1,5	n.p.s
1994	6,5	5,1	0,1	n.p.s
1995	2,6	5,4	-0,5	0,8
1996	2,8	5,6	-1,2	0,9
1997	3,6	6,1	0,3	0,9
1998	5,8	6,4	0,5	0,2
1999	2,9	7,2	-0,8	1,7
2000	-0,1	8,0	0,5	3,8
2001	-0,7	8,0	0,3	4,5

n.p.s: No problema de sostenibilidad. (a) > (b)

Tabla 6	
Rating CAMELOT para la regulación bancaria	
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 números indican un mejor puesto
Fuente: Banco Mundial (1998)

Tabla 7				
Indicadores del sistema bancario				
(% a fines de período)				
	1997	1998	1999	2000
Patrimonio Neto / Activos	12.11	11.44	10.72	10.53
Activos pond. riesgo / patrimonio	18.13	17.64	18.56	21.18
Cartera atrasada	8.23	5.98	7.14	10.21
Provisiones / Colocs.	7.70	7.10	7.82	8.65
ROE	7.41	-2.24	-6.71	-9.42
ROA	1.04	-0.27	-0.77	-1.01

Fuente: Banco Central de Argentina

Tabla 8			
Consolidación e Internacionalización del Sistema bancario			
	Dic. 94	Dic. 98	Dic. 00
Número total de bancos	166	104	89
Bancos Extranjeros			
Número bancos	31	39	39
Número oficinas	391	1 535	1 863
% del total activos	15	55	73
Número de bancos públicos	32	16	15

Fuente: Banco Central de Argentina

Tabla 9			
Indicadores del sistema financiero argentino			
Balance General del Banco Central, 15 Abril 2002 - mil millones de pesos			
Activos		Pasivos	
Reservas Internacionales US\$12,43 =	36,064	Billetes y monedas en pesos - a	10,064
Bonos gobierno	9,129	Depósitos de bancos en pesos - a	6,382
Ptmos corto plazo al gobierno	0,700	Fondos líquidos de bancos - a	0,209
Ptmos a bancos	10,893	Depósitos de bancos en otras monedas	0,044
Cuotas al FMI y otras inst.	4,623	Depósitos del gobierno	11,723
Fondos del FMI prestados al gob.	40,432	Otros depósitos	0,035
Otros	0,475	Deudas al FMI y otras inst.	42,785
		Valores emitidos	0,476
		Otros	5,326
		Provisiones	1,141
		Capital	<u>20,132</u>
Total	102,316	Total	102,316
Notas: a = elementos que conforman la base monetaria de 20,6 mil millones de pesos (20,4 mil millones de pesos al 19 de abril). Asimismo, existieron 2 mil millones de pesos de bonos nacionales del gobierno (Lecops) y 2,9 mil millones de pesos de bonos del gobierno provincial (Patacones) que circularon como dinero. Abril 15 es la fecha con datos más recientes.			
Cuentas del Balance General de instituciones financieras, 19 Abril 2002 - miles de millones de pesos			
Activos		Pasivos	
Préstamos en pesos	51,308	Cuentas corrientes en pesos - f	32,688
Préstamos en dólares	20,938	Depósitos a plazo en pesos - f	29,508
Ptmos corto plazo al gobierno	0,700	Ctas ctes en dólares US\$6,095 =	8,533
Ptmos a bancos	10,893	Dep. a plazo en dólares US\$2,468 =	3,455
Cuotas al FMI y otras insts.	4,623		
Fondos del FMI prestados al gob.	40,432		
Otros	0,475		
Notas: b = incluye algunos depósitos en dólares que fueron "pesificados" a una tasa de 1:1; incluye 11,797 mil millones de préstamos al sector público. c = pesificados a 1:1; el principal es indexado; incluye 13,185 mil millones de préstamos al sector público. d = incluyen encaje bancario; también incluye US\$ 2 mil millones de bonos de gobierno. e = no es claro a qué tasa se convirtieron. f = incluye depósitos en dólares que fueron "pesificados" a 1,40:1. Activos no igualan a pasivos porque no se listan todas las cuentas.			
Tasas de interés para préstamos en pesos, 19 Abril 2002 - en porcentaje			
Tasa interbancaria overnight	95,8125	Tasa interbancaria a 30 días	102,9375
Fuente: Banco Central de Argentina			

Bibliografía

Alberola E. y H. López. Internal and External Exchange Rate Equilibrium in a Cointegration Framework. An Application to the Spanish Peseta. Spanish Economic Review. Vol 3. No.1 p 23-40

Alesina, Alberto; Roberto Perotti and José Tavares (1998). The Political Economy of Fiscal Adjustments. Brookings Papers on Economic Activities 1, pp. 197-248.

Chang, R. y A. Velasco, Financial Crises in Emerging Markets: A Canonical Model, Working Paper, Federal Reserve Bank of Atlanta, March 1998.

Edwards, Sebastián. Exchange Rate Systems in Emerging Economies. University of California, Los Angeles y National Bureau of Economic Research. January 2000.

Eichengreen, Barry. Crisis Prevention and Management: Any New Lessons from Argentina and Turkey? Global Development Finance. World Bank. October 2002.

Edwards, Sebastián. The Argentine Debt Crisis of 2001-2002: A Chronology and Some Key Policy Issues. University of California, Los Angeles and National Bureau of Economic Research. January 25, 2002.

Flood y Garber. Collapsing exchange rate regimes: some linear example. Journal of International Economics 17:1-13, 1984.

Kiguel, Miguel. Structural Reforms in Argentina: Success or Failure? Croatian National Bank. June 2001.

Krugman, Paul. A Model of Balance of Payment Crisis, Journal of Money Credit and Banking, 1979.

Obstfeld, Maurice. Balance of Payment Crises and Devaluation, Journal of Money, Credit and Banking. Vol 16 May pp. 208-17. 1994.

Perry, Guillermo y Luis Servén. The Anatomy of a Multiple Crisis: Why Was Argentina Special and What Can We Learn From It. World Bank. May 10, 2002.

Rodrik, Dani and Andrés Velasco. Short Term Capital Flows. Working Paper No. 7364. National Bureau of Economic Research. September 1999.

Schuler, Kurt. Fixing Argentina. Working Paper of the Cato Institute. April 26, 2002.

Stiglitz, Joseph. Lessons from Argentina's debacle. Straits Time. Singapore. January 10, 2002.