Globethics Repository



Contradicciones y límites del Plan de Convertibilidad [Contradictions and limits of the Convertibility Plan]

This page was generated automatically upon download from the Globethics Repository. More information on Globethics see https://www.globethics.net. Data and content policy of Globethics Repository see https://repository.globethics.net/pages/policy.

Item Type	Article
Authors	Macedo Cintra, Marcos Antônio;Farhi, Maryse
Publisher	Fundación Friedrich Ebert (FES)
Rights	Creative Commons Copyright (CC 2.5)
Download date	2026-11-19 23:40:19
Link to Item	http://hdl.handle.net/20.500.12424/218974

Contradicciones y límites del Plan de Convertibilidad

Las crisis monetarias, financieras y cambiarias de los últimos años revelan un proceso común subyacente a la inestabilidad económico-financiera de los países periféricos, que efectuaron una liberalización de la cuenta de capitales y se sometieron a un proceso de desregulación financiera. Se procura mostrar los límites y contradicciones internas de esta estrategia económica a partir del programa de estabilización argentino. Este ha representado una de las experiencias más radicales de regímenes cambiarios y monetarios, que se volvió insustentable ante la volatilidad de los flujos internacionales de capitales.

Marcos Antônio Macedo Cintra / Maryse Farhi

Introducción

Las crisis monetarias, financieras y cambiarias de México (1995), del Sudeste asiático (1997-1998), Rusia y Venezuela (1998), Brasil y Ecuador (1999), Ucrania

Marcos Antônio Macedo Cintra: doctor en Economía del Instituto de Economía/Unicamp; investigador de la Fundap; @: <marcos.cintraC@uol.con.br>.
Maryse Farhi: doctora en Economía del Instituto de Economía/Unicamp; investigadora del proyecto Fapesp/IE/Unicamp; @: <quatis.adsl@uol.con.br>.
Palabras clave: Plan de Convertibilidad, caja de conversión, apertura financiera y comercial, crisis cambiaria y mercados emergentes, Argentina.

y Paquistán (2000) y, finalmente, Turquía y Argentina (2001/2002) revelan un proceso común subyacente a la inestabilidad económico-financiera. Todos estos países periféricos, llamados emergentes, efectuaron una liberalización de la cuenta de capitales y se sometieron a un proceso de desreglamentación financiera, quedando sometidos a la ciclotimia despótica de los mercados nacionales e internacionales, o sea, sujetos a una etapa inicial de euforia seguida por fugas de capitales, amenazas de colapsos financieros y de ataques especulativos contra las monedas. En todos los episodios, la inestabilidad cambiaria se inició con un aumento significativo de los flujos de capitales, seguido de una abrupta pérdida de divisas.

A comienzos de los años 90, en condiciones de estabilidad cambiaria, acreedores y deudores fueron más negligentes en cuanto al riesgo

Dentro de las reglas y prácticas monetarias y financieras vigentes a comienzos de los años 90, en condiciones de estabilidad cambiaria, acreedores y deudores fueron más negligentes en cuanto al riesgo, elevando progresivamente los flujos de capitales hacia las economías emergentes. Por otro lado, estos flujos reforzaron las expectativas de estabilidad cambiaria, atrayendo grandes volúmenes de recursos hacia las bolsas de valores, aplicaciones en renta fija y compra de activos reales. Con la corriente de capitales la tasa de cambio tendía a valorizarse y la tasa de interés a elevarse, pues incluía un «premio al riesgo» que correspondía a la expectativa de devaluación de la tasa de cambio.

Tal combinación estimuló el endeudamiento externo de los agentes domésticos –bancos y grandes empresas– que tomaron decisiones de apalancar créditos (renegociando entre bancos) en monedas extranjeras, con tasas de interés menores. Así, los arbitrajes entre tasas tendieron a reforzar el contexto de diferenciales de interés entre los mercados financieros nacionales y no a homogeneizar las diferencias entre las diversas plazas. Las continuas entradas de capitales basados en los diferenciales de rentabilidad, ampliaron la revalorización de la moneda local, realimentando los flujos y ampliando los pasivos externos. El aumento de las reservas internacionales daba una impresión de fuerza a su inserción internacional (con endeudamiento externo) y, consecuentemente, proveía la credibilidad necesaria a la tasa de cambio vigente. Sin embargo, producía una esterilización de las divisas, esto es, el cambio de monedas extranjeras por títulos públicos denominados en moneda nacional y/o indexados al dólar, ampliaba la deuda pública y presionaba las tasas en los mercados monetarios domésticos, reforzando el diferencial de interés y atrayendo más flujos de capitales en la búsqueda de arbitrajes altamente rentables.

De esa manera, a pesar de las características de cada país, la movilidad de los flujos de capitales produjo en Asia, América Latina y Europa oriental una conjunción insustentable de valorización cambiaria, aumento de la deuda externa pública y privada que desembocaría en crisis cambiarias, fragilidad de los sistemas financieros y falta de liquidez en los mercados domésticos. Por lo tanto, las sucesivas ondas de turbulencia financiera que asolaron a los países emergentes están asociadas a la inestabilidad intrínseca de los mercados de capitales internacionalizados y no reglamentados. La experiencia argentina ha sido conforme al proceso descrito, pero presenta particularidades que hablan tanto de la radicalidad y la extensión de las medidas antiinflacionarias y de liberalización financiera implementadas, como de la profunda crisis que alcanzó el país a comienzos de 2002.

El Plan de Convertibilidad

A finales de 2001, el Plan de Convertibilidad adoptado en abril de 1991 entró en colapso. El Gobierno declaró la moratoria de la deuda pública y devaluó el peso en medio de una de las más largas y profundas recesiones de la historia argentina. El programa antiinflacionario representaba una de las experiencias más radicales de régimen cambiario y monetario, y se mostró insustentable frente a la volatilidad de los flujos internacionales de capitales.

Sin lugar a dudas, los límites y contradicciones del modelo argentino aportan importantes lecciones para los países latinoamericanos. Muestran, en efecto, que las eventuales soluciones a sus problemas no están asociadas a una mayor extensión de las reformas liberalizantes sino, al contrario, a la necesidad de recuperar la capacidad de implementar políticas monetarias, cambiarias y fiscales autónomas.

Este artículo busca examinar algunos aspectos del Plan de Convertibilidad, pero no propone un balance general de la experiencia argentina. En la primera sección, se analiza la lógica intrínseca del Plan, buscando evidenciar sus límites y contradicciones. Después se discute el éxito relativo del programa de estabilización frente al deterioro de la cuenta corriente de la balanza de pagos y el creciente endeudamiento del sector público. En la tercera sección se evalúa el comportamiento de las reservas y de los agregados monetarios y sus impactos en el sistema bancario. En la cuarta, se muestra el desempeño del sector público, destacando el pago de intereses. En la quinta sección se tejen algunas consideraciones sobre la naturaleza de la expansión y crisis de la economía argentina y de los demás mercados emergentes en los años 90.

Contradicciones y límites del Plan de Convertibilidad

Como sabemos, para controlar la inflación en 1991, la tasa de cambio fue establecida en un dólar / un peso, subordinando la base monetaria a las reservas internacionales. Estas reglas fueron establecidas por ley, no meramente anunciadas por las autoridades monetarias[1]. En principio, el régimen de cambio fijo facilita el proceso de integración con los mercados financieros internacionales, pues los agentes económicos ven ampliada la previsibilidad reduciendo probables ataques especulativos. La convertibilidad plena introdujo un modo de funcionamiento económico que, supuestamente, aseguraría su reproducción automática. El mecanismo debía funcionar así: de ocurrir una ampliación de reservas, se produciría una expansión en el volumen de crédito y una reducción en la tasa de interés, lo que impulsaría la actividad económica. Si la expansión ocasionaba un desequilibrio en la balanza de pagos, con las importaciones creciendo más rápido que el producto, habría una caída de las reservas internacionales acompañada de una reducción de la liquidez del sistema bancario, contracción del crédito y elevación de la tasa de interés, con la consecuente reducción de la actividad económica y del volumen de importaciones. Aun así, el aumento en la tasa de interés doméstica atraería el capital externo, restableciendo el equilibrio y proporcionando una nueva recuperación económica. De esta manera, la estrecha relación entre reservas y liquidez doméstica garantizaría la perpetuación del sistema, con el nivel de actividad dependiente del flujo de capitales internacionales.

La tasa de cambio fija argentina pudo aguantar durante los 90 el riesgo de devaluación, promoviendo una fiesta en los mercados de capitales

La experiencia argentina mostró que este mecanismo no funciona a satisfacción. En condiciones adversas de liquidez internacional, un régimen de cambio fijo introduce restricciones que limitan la capacidad de las autoridades para promover un ajuste en la economía. La tasa de cambio fija argentina pudo aguantar durante toda la década de los 90 el riesgo de devaluación, promoviendo una fiesta en los mercados de capitales que terminó incrementando extraordi-

1. Por ley la moneda argentina fue declarada convertible en dólares a una tasa de cambio nominal fija (Art. 1). Se estableció también que las reservas internacionales de libre disponibilidad del Banco Central debían ser siempre equivalentes a, por lo menos, 100% de la base monetaria (Art. 4). Fueron prohibidos mecanismos de indexación (Art. 7). Además de eso, el Código Civil fue modificado en forma de dar plena eficacia jurídica a los contratos en moneda extranjera (Art. 11). La ley de Convertibilidad fue reproducida en Revista de Economía Política vol. 11 Nº 4, 10-12/1991, San Pablo, pp. 157-159. Para una excelente discusión sobre los diferentes momentos del programa argentino, v. Batista.

nariamente el endeudamiento público y llevó a la moratoria de la deuda y a un proceso desordenado de devaluación de la moneda. Durante el proceso de deterioro de las expectativas que condujeron a diversos ataques especulativos contra el peso y al desencadenamiento de la crisis con retiros de depósitos y pérdida de reservas, se puso de manifiesto la necesidad de un acreedor de última instancia capaz de sustentar el sistema financiero y de un apalancamiento externo de emergencia para mantener el régimen cambiario. Esos papeles fueron desempeñados en forma precaria, en diferentes momentos, por el Banco Central, por el endeudamiento público creciente y por el «blindaje financiero» organizado por el FMI, posponiendo la crisis que se dibujaba progresivamente. Sin embargo, la inexistencia de un respaldo en dólares que cubriera toda la masa monetaria y los límites a la capacidad de endeudamiento del sector público se tornaron evidentes a partir de marzo de 2001.

Dado el nivel de la tasa de cambio real y el grado de apertura comercial, para Argentina ha sido imposible crecer sin generar un creciente déficit en el balance de transacciones corrientes, financiado por los mercados de capitales. La deuda externa del sector público financió el déficit en cuenta corriente, pero ha resultado en una elevación de los gastos con intereses. El consecuente déficit público se vio agravado, sobre todo en el segundo mandato de Carlos Menem, por las tentativas de acomodar las contradicciones y reivindicaciones de las distintas facciones de las clases dominantes que, por falta de un proyecto político y económico único, tenían cada vez más dificultades para ejercer su hegemonía. Sin embargo, el sistema de convertibilidad no es compatible con desequilibrios (externos y fiscales) persistentes, dado que no puede perder reservas ni es capaz de emitir moneda para cubrir el déficit público. A comienzos de los años 90, el abundante financiamiento externo permitió evitar esa contradicción – pero no la eliminó. Al final de 2001, por el contrario, el elevado endeudamiento externo, sobre todo del sector público, combinado con el estancamiento del producto y de las exportaciones, elevó la tasa de riesgo soberano a más de 5.000 puntos (lo que significa tasas de interés de 50% por encima de la pagada por los títulos del Tesoro estadounidense), excluyendo al país del mercado internacional de crédito voluntario y de los mecanismos de financiamiento de emergencia patrocinado por las instituciones multilaterales[2]. La pérdida contumaz de

2. El banco J.P Morgan/Chase divulga, en tiempo real, un índice de los riesgos-país, de composición definida y calculado por *una media* de los precios de los títulos de las deudas soberanas negociadas en los mercados secundarios internacionales. Aunque no tenga el aspecto casi institucional de los ratings concedidos por las agencias de clasificación de riesgo crediticio, *este índice es un espejo más* fiel de las expectativas de los participantes de los mercados financieros y un indicador más preciso del costo probable de una nueva emisión. Resáltese que debido a su forma de cálculo, también es mucho más volátil que los *ratings* atribuidos por las agencias.

las reservas y la huida de los depósitos bancarios desencadenaron una dinámica perversa, sustentada en la pérdida de apalancamiento, para una economía monetaria periférica, anclada rígidamente a una moneda fuerte. Desde 1999, la economía argentina padece de continuas caídas en el consumo y en la inversión, acarreando depresión económica prolongada, crisis fiscal, cese de la intermediación financiera, deflación, desmonetización, aumento del desempleo y agravamiento de la desigualdad social (Laplane).

Se estima que 38% de la moneda en circulación está compuesto por estos bonos, cuasi-monedas públicas y privadas que se aceptan con una elevada depreciación

Los esfuerzos de reducción del déficit público exigidos por el FMI hicieron que, aún bajo la vigencia de la convertibilidad, las relaciones mercantiles pasaran a depender de 14 bonos-moneda al margen del sistema monetario oficial. Las provincias emitieron estos bonos (p. ej., Lecor, de la provincia de Córdoba; Patacón, de la de Buenos Aires) para pagar sueldos y proveedores; las Letras de Cancelación de Obligaciones Provinciales (Lecops), emitidas por el gobierno nacional, fueron utilizadas para pagar deudas con las provincias, etc. Una organización llamada Activar, integrada por empresarios, profesionales liberales, representantes de la sociedad civil y por el gobierno del municipio de Villa María (Córdoba) lanzó 100.000 bonos-moneda. Se estima que 38% de la moneda en circulación está compuesto por estos bonos. Obviamente, esas cuasi-monedas públicas y privadas se aceptan con una elevada depreciación.

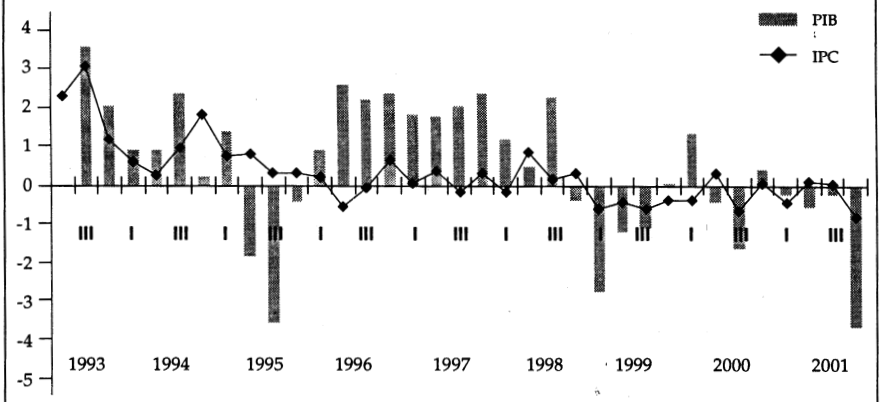
En fin, se desorganizó completamente el sistema monetario. «Este es el momento en que la hiperinflación y la deflación prolongada convergen hacia un mismo final: la completa destrucción del sistema monetario y, por lo tanto, la imposibilidad de coordinar las decisiones privadas» (Belluzzo). Ahora bien, en este sentido la desorganización del sistema de crédito se planteó por la pérdida creciente de depósitos y por la forma atribulada en que se dieron las modificaciones en las políticas cambiarias, lo cual terminó poniendo en riesgo la propia supervivencia de las instituciones financieras.

El desempeño del sector externo y el endeudamiento del sector público

El Plan de Convertibilidad tuvo pleno éxito en la estabilización de los precios. El Indice de Precios al Consumidor (IPC) cayó de 51% en el primer trimestre a 5,8% en el tercer trimestre de 1991 (ver gráfico 1). A partir del primer trimestre

Gráfico 1

Tasa de crecimiento del PIB y de inflación (1993/2001)



Fuente: Secretaría de Hacienda. Ministerio de Economía.

de 1996, el IPC comenzó a presentar señales de deflación, que se profundizaron después de 1999 con la depresión económica. La estabilización de precios, combinada con la entrada de capitales extranjeros, permitió una rápida remonetización de la economía y una expansión del crédito, sobre todo el asociado al consumo. Esto reactivó la actividad económica entre 1991 y 1994, mediante la utilización de la capacidad ociosa. Sin embargo, no permitió un arreglo adecuado para el crecimiento a mediano y largo plazo (v. gráfico 1).

La reducción de la inflación estuvo acompañada de fuertes cambios en los precios relativos entre bienes transables y no transables, que deterioró la competitividad de la economía. Frente a déficit persistentes en la balanza comercial, el ajuste recaía sobre el nivel de actividad económica, como forma de reducir las importaciones. En resumen, la estabilidad de los precios no resultó en estabilidad económica, pues el nivel de actividad se tornó dependiente de las fluctuaciones de los mercados de capitales mundializados, que pasan abruptamente de la euforia a la depresión. La sobrevaluación cambiaria y la apertura comercial transformaron el superávit comercial de 8.000 millones de dólares en 1990, en déficit en 1992. Las exportaciones crecieron significativamente entre 1993 y 1997, pero se estancaron en los años siguientes. En gran medida, ese incremento siguió a la creación del Mercosur (1994), estimulando los procesos de especialización, que ampliaron el comercio intrasectorial (sector automovilístico, químico, etc.) a intraempresarial. Crecieron también las exportaciones de productos primarios, tales como petróleo, gas y granos (trigo y soja), aprovechando la expansión de la economía norteamericana y la revaluación de la moneda bra-

sileña. Sin embargo, las importaciones crecieron a una tasa más elevada, desencadenando un déficit comercial persistente entre 1992 y 1999, excepto en 1995 y 1996, después de la crisis mexicana.

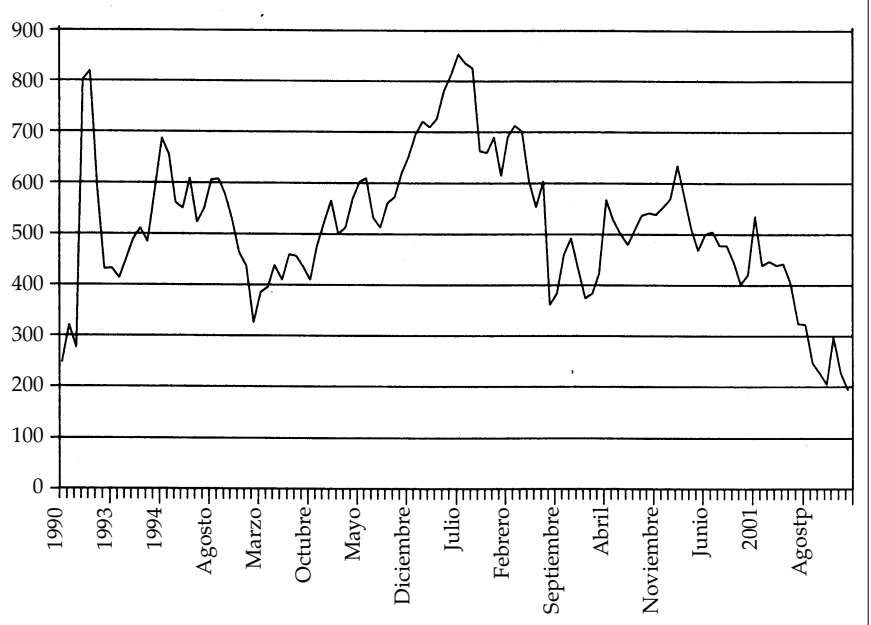
Al déficit en la balanza comercial se deben agregar las remesas de utilidades y los pagos de intereses. Estos crecieron de 2.400 millones de dólares en 1992 a 7.300 millones en 2000, asociados al aumento de la deuda externa y de la inversión extranjera directa (IED) (sobre todo, venta de empresas públicas y privadas al capital externo). El elevado pasivo externo –el inventario de la deuda y de la IED– generó un déficit estructural en la balanza de servicios. Eso significó un déficit de cuenta corriente durante una década. De 5.600 millones de dólares en 1992, saltó a 14.600 millones en 1998, cayendo a 8.800 millones en 2000[3]. La captación de recursos externos se tornó, entonces, imprescindible para cerrar la balanza de pagos y mantener el régimen de convertibilidad. Para financiar el déficit en cuenta corriente y aumentar las reservas, en las cuales se anclaba la base monetaria, fueron necesarios 113.600 millones de dólares entre 1992 y 2000. Hasta la crisis mexicana la entrada líquida de capitales se situó en 11.800 millones de dólares anuales, en términos medios. De ese monto, aproximadamente 70% se originó en operaciones del sector privado, atracción de capitales a corto plazo para la bolsa de valores, con el índice Merval valorizándose acentuadamente (v. gráfico 2), emisión de bonos a IED, y 30% de captaciones del sector público.

Esa situación se alteró en los años siguientes con la crisis mexicana seguida de las crisis en Asia, Rusia y, finalmente por la devaluación de la moneda brasileña en 1999. A partir de 1995, la necesidad de financiamiento externo saltó a otro nivel, aumentando a un promedio de 13.700 millones de dólares, a pesar de la caída en la tasa de crecimiento económico. Pero cambió la composición del financiamiento externo: disminuyeron las captaciones del sector privado y crecieron las captaciones del sector público. Los flujos líquidos de capitales privados a corto plazo se tornaron negativos, con el índice Merval volviendo al nivel de preestabilización (v. gráfico 2). Los capitales a largo plazo siguieron positivos (sobre todo en 1997, pero declinaron en los años siguientes) bajo la forma

3. En principio, esto representaba un resultado «adverso» del modelo de convertibilidad. Supuestamente, la apertura comercial y financiera, la privatización de los servicios de utilidad pública, la reforma de la previsión, la desnacionalización y reglamentación del sistema bancario, la independencia del Banco Central, la descentralización del gasto social, la adopción de la ley de responsabilidad fiscal, la flexibilización del mercado de trabajo y otras reformas exigidas por los mercados financieros internacionales deberían generar acentuados aumentos de productividad. El crecimiento de las exportaciones y de la competitividad de los sectores comerciales eliminaría los desequilibrios en la balanza de pagos, sin alterar la tasa de cambio (Calcagno/Manuelito/Titelman, p. 5).

Gráfico 8

Indice Merval, enero 1999-febrero 2002 (en dólares)



Fuente: Banco Central de la República Argentina

de emisiones de títulos de la deuda, y mediante la IED, principalmente en la forma de adquisiciones de bancos y empresas argentinas, meras transferencias de propiedad y ningún nuevo emprendimiento[4].

En las captaciones del sector público las privatizaciones tuvieron relevancia, pero el endeudamiento público garantizó la mayor parte de la entrada de capital. Dicho sector pasó a responder por 70% del financiamiento externo, mediante la emisión de bonos. La deuda externa total pasó de 58.600 millones de dólares en 1991 a 146.800 millones en septiembre de 2001, siendo que 61,9% correspondía al sector público. Es evidente, por lo tanto, que desde 1995, el régimen de convertibilidad fue mantenido gracias al creciente endeudamiento externo público. Este escenario de endeudamiento progresivo sin crecimiento, llevó al país a una situación de insolvencia. Para cumplir o renovar los pagos de las deudas en 2001 y 2002, se negoció a finales de 2000 un paquete del Fondo

4. La IED totalizó aproximadamente 58.700 millones de dólares, entre 1992 y 2000. En ese total está incluido la inversión de la española Repsol en Yacimientos Petrolíferos Fiscales, que corresponde a la compra de acciones de la empresa en poder de no residentes, en 1999.

Monetario Internacional de «blindaje financiero». Incluyó 13.700 millones de dólares del FMI, 2.500 millones del Banco Mundial, 2.500 millones del Banco Interamericano de Desarrollo, 1.000 millones del gobierno español y 20.000 millones de inversionistas institucionales y bancos internacionales que renovaron sus créditos. En mayo/junio de 2001, el Gobierno promovió una reestructuración de la deuda (mediante una operación de *swaps*) por 30.000 millones de dólares, en la cual fueron diferidos pagos de capital a intereses por 16.000 millones de dólares para los cinco años siguientes. Con la reestructuración hubo un aumento de las existencias en depósito de la deuda de aproximadamente 2.000 millones de dólares, pago de comisiones por 145.000 millones de dólares, y la aceptación de tasas de interés de alrededor de 15%. Sin embargo, ninguno de esos programas fue capaz de restablecer el equilibrio del sector externo, ni restaurar la confianza de los inversionistas internacionales.

A finales de 2001, el Gobierno decretó la moratoria de la deuda pública y el bloqueo de los depósitos bancarios. Las manifestaciones populares duramente reprimidas llevaron a la caída del gobierno de Fernando de la Rúa y a fuertes perturbaciones políticas, con una rápida sucesión de presidentes. En enero de 2002, el gobierno de Eduardo Duhalde abandonó el régimen de convertibilidad y a principios de febrero de 2002, convirtió a pesos todos los depósitos y aplicaciones bancarias en dólares, a una tasa de 1 dólar por 1,4 pesos; las deudas fueron convertidas a una tasa de 1 por 1. Se adoptó, además, una política cambiaria con flotación «sucia» (sujeta a intervenciones del Banco Central); imposición de controles sobre las operaciones financieras con el exterior; y esfuerzos para alcanzar un acuerdo con el FMI, a fin de obtener recursos en moneda fuerte. La transformación de los pasivos y activos en dólares por pesos en forma asimétrica desencadenó un desequilibrio patrimonial en el sector financiero que deberá ser cubierto por bonos del Tesoro. Pero frente a la fuerte crisis fiscal del Estado argentino, tales bonos valen mucho menos que su valor nominal, de manera que el temor de una degeneración del sistema financiero sigue existiendo. Se estima que la reestructuración de ese sistema costaría cerca de 34.500 millones de pesos (14% del PIB).

El comportamiento de las reservas y de los agregados monetarios

De acuerdo con la Ley de Convertibilidad, la base monetaria debía corresponder a las reservas internacionales, a la tasa de cambio fijada (un peso / un dólar). O sea, la regla monetaria adoptada vinculó la emisión monetaria con la acumulación de reservas internacionales. Sin embargo, hubo cierto margen de flexibilidad, al computar como reservas internacionales ciertos títulos públicos

(que no podrían superar 33% de las reservas totales). De todas formas, la regla monetaria implicaba para el público en general que todos los pesos en circulación estaban respaldados por dólares en el Banco Central. Si esto era verdad para la base monetaria, no lo era para los depósitos bancarios, que excedían en mucho las reservas internacionales en el Banco Central (v. gráfico 3).

Ello provocó una enorme asimetría entre los periodos de expansión y de contracción de las reservas. Durante la expansión (1991-1994 y 1996-1998), hubo un aumento simultáneo de las reservas internacionales, de la base monetaria, de los

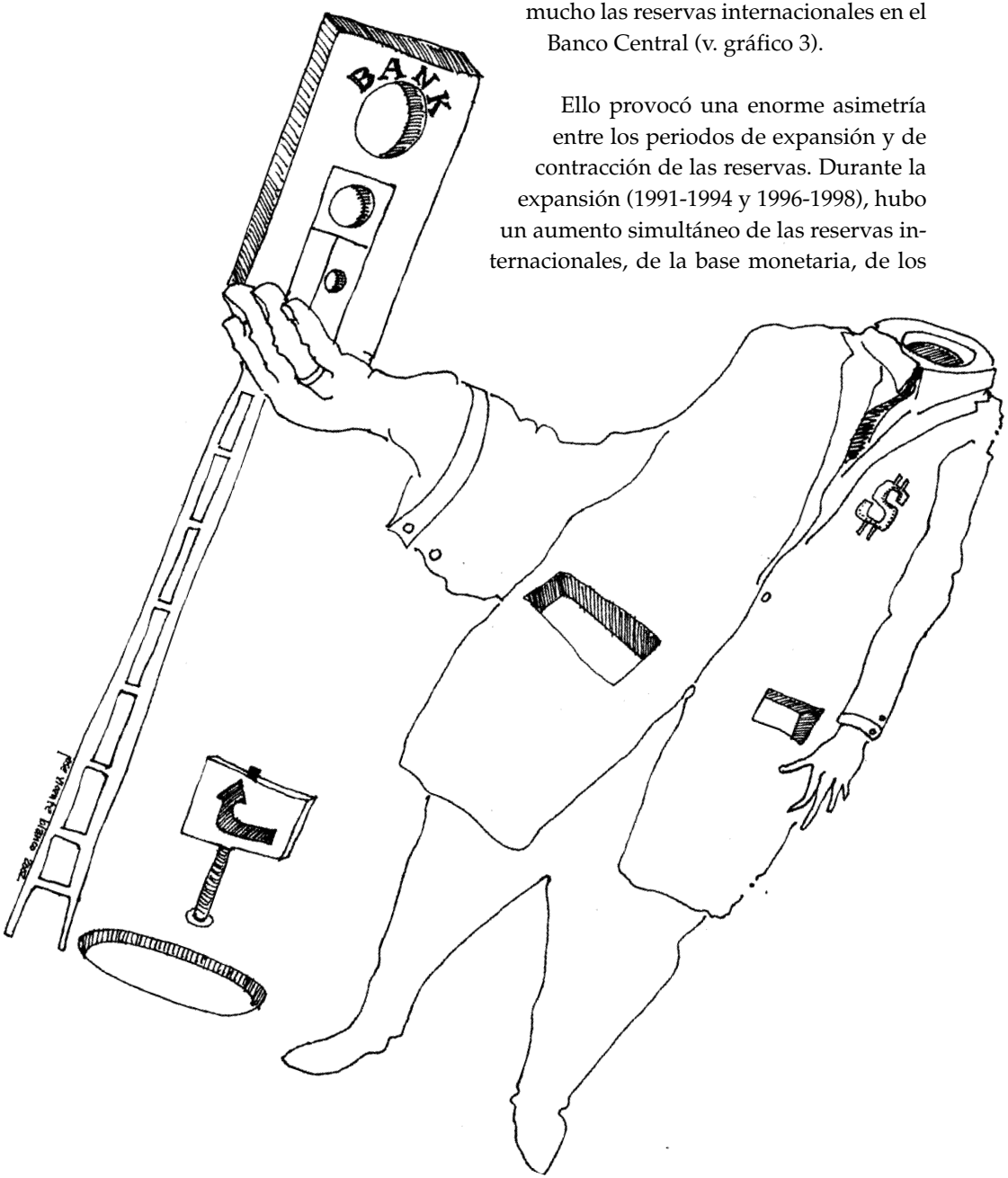
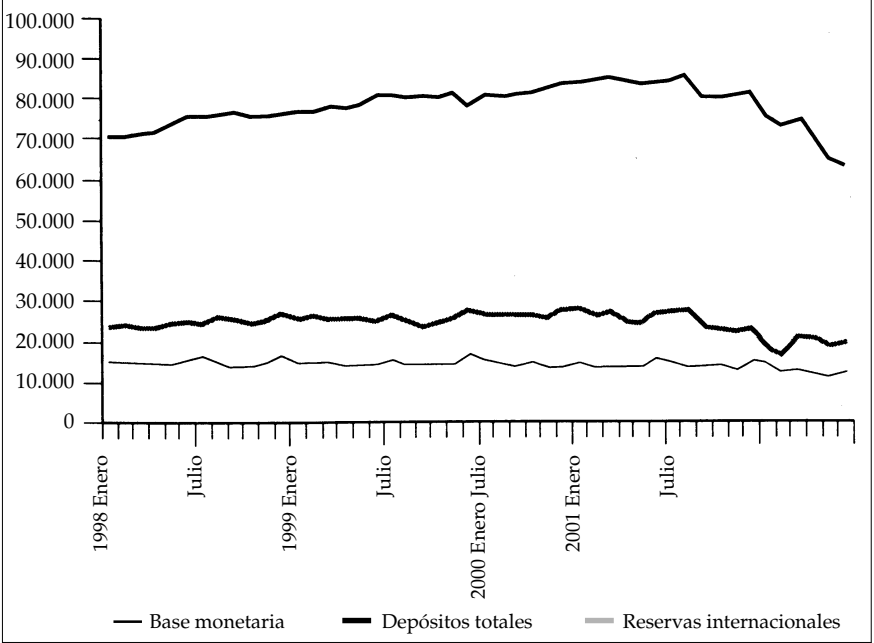


Gráfico 3



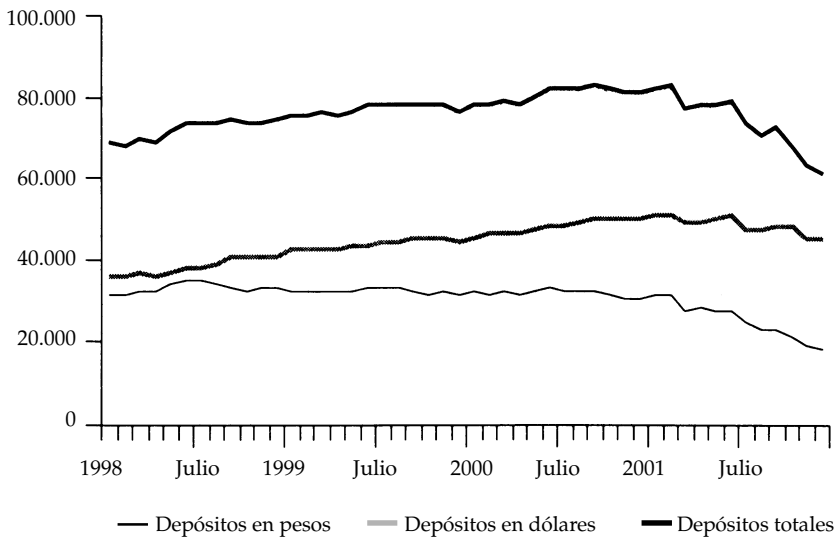
Fuente: Banco Central de la República Argentina

depósitos bancarios y de los préstamos al sector privado. La expansión conjunta fue notable durante los primeros años del régimen de convertibilidad, cuando hubo una rápida remonetización de la economía. Las reservas internacionales pasaron de 8.900 millones de dólares en diciembre de 1991 a 17.900 millones en diciembre de 1994, creciendo 101%; los depósitos, 119%; mientras los préstamos al sector privado, 73% (Calcagno/Manuelito/Titelman, p. 9). Entre diciembre de 1995 y diciembre de 1998 se produjo también una expansión de esos indicadores. Las reservas crecieron de 18.500 millones de dólares a 26.500 millones (43,3%), y los préstamos al sector privado de 46.700 millones a 67.000 millones (43,4%). Por otro lado, en los tres meses siguientes a la crisis mexicana, las reservas se contrajeron en 5.400 millones de dólares (de 17.900 millones en diciembre de 1994 a 12.500 millones en marzo de 1995).

La base monetaria debió caer en un monto semejante, pero disminuyó en apenas 886 millones de dólares. La cantidad de moneda en circulación y de depósitos a la vista permaneció relativamente estable. Los depósitos bancarios (en pesos y en dólares) cayeron 6.500 millones de dólares, pero los préstamos al

Gráfico 4

Depósitos bancarios (1998/2001)



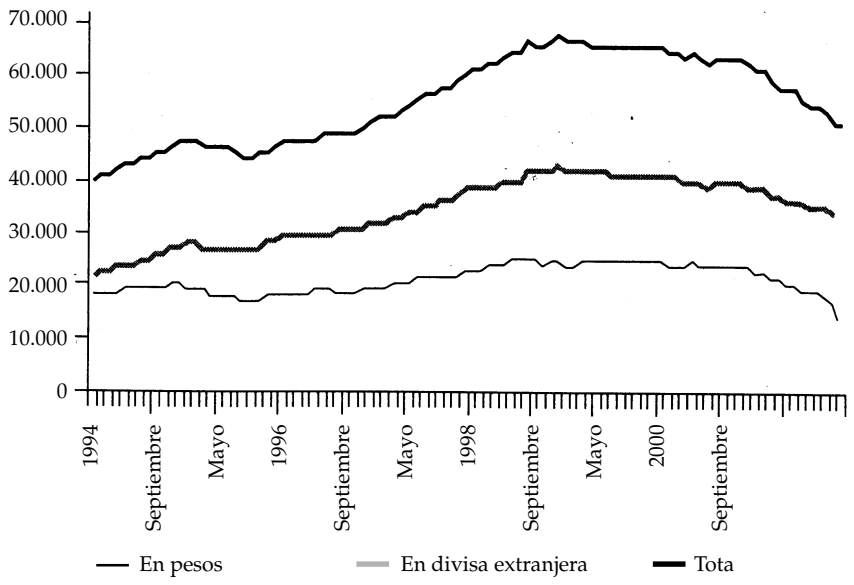
Fuente: Banco Central de la República Argentina

sector privado disminuyeron en apenas 320 millones (Calcagno/Manuelito/Titelman, p. 10). Frente a eso, es evidente que las reservas no funcionaban como anclaje de la base monetaria, ni de los medios de pagos, que no fueron cambiados por dólares. Fueron los inversionistas de depósitos a plazo quienes corrieron hacia el dólar, pero las reservas no eran suficientes para garantizarlos si la huida continuaba. Además, se comprobó que el sistema bancario no podía contraer sus préstamos en la misma proporción de la pérdida de depósitos sin provocar una crisis.

Así, no entró en operación ningún mecanismo de ajuste automático. Ni la base monetaria cayó con las reservas, ni los préstamos disminuyeron con los depósitos bancarios. Se produjo, en verdad, la intervención del Banco de la Nación y del Banco Central, a través de operaciones de redescuento y de inyección de liquidez en el sistema por 3.500 millones de dólares (mediante una alteración de la Carta Orgánica del Banco Central), para enfrentar la amenaza de crisis. Además de eso, fueron flexibilizados los requisitos para depósitos bancarios, se implementó un sistema de garantía de depósitos y se constituyó un fondo para financiar la reestructuración del sistema, mediante fusiones y transferencias. Además, se adoptó una política explícita de concentración del sistema fi-

Gráfico 5

Préstamos al sector privado (1994/2001)



Fuente: Banco Central de la República Argentina

nanciero y de entrada de bancos extranjeros, cuya participación en el mercado saltó de 17,9% en 1994 a 48,6% en 1999 (Cintra/Castro)[5].

Para restaurar la confianza en el sistema monetario y financiero, el Banco Central pasó a estimular también los depósitos en dólares en el mercado local, que ofrecían tasas atractivas (Schvarzer). Rápidamente los depósitos en dólares se tornaron superiores a los nominados en pesos y, mediante el multiplicador bancario, ampliaron la dolarización del crédito (v. gráficos 4 y 5), consolidando un sistema bimonetario. Eso significa que la confianza en el dólar aumentaba en tanto declinaba la fe de la población en el peso.

Con el paquete de ayuda al gobierno mexicano, patrocinado por Estados Unidos, los flujos de capitales hacia los países periféricos fueron restablecidos, y Argentina pudo experimentar un pequeño recalentamiento entre 1996 y 1998. A pesar de la ampliación del déficit en cuenta corriente y del crecimiento de la

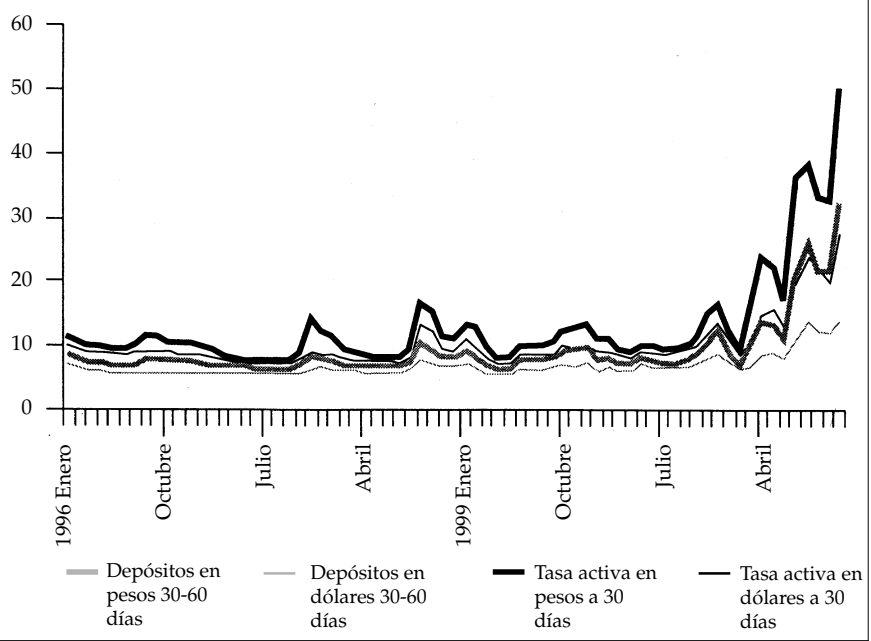
5. La internacionalización bancaria era vista como una forma de mejorar la calidad del sistema doméstico, una vez que las filiales de los bancos extranjeros en el país estarían garantizadas por las matrices. Hipótesis que no se confirmó en la crisis.

deuda pública, los mercados financieros internacionales continuaban buscando con apetito los papeles de mayor rendimiento y riesgo emitidos por los países emergentes.

Más tarde, frente a la creciente dolarización de activos (y pasivos) y la incapacidad de generar recursos en moneda fuerte para servir las deudas públicas y del sector privado, se ampliaron extraordinariamente los rumores de insolvencia argentina a partir de marzo de 2001. Se incrementó también la aversión al riesgo de los inversores financieros internacionales, con el descenso de las principales bolsas mundiales y con la desaceleración de la economía norteamericana. El financiamiento de las deudas de países periféricos con déficit en cuenta corriente se puso más difícil. El aumento de las tasas de interés, tanto en pesos como en dólar, fue reflejo de la percepción de riesgo de los mercados (v. gráfico 6). Las tasas de interés en pesos expresaban el riesgo de devaluación, mientras que las tasas de interés en dólares expresaban el riesgo de moratoria.

Gráfico 6

Tasa de Interes (1996/2001)

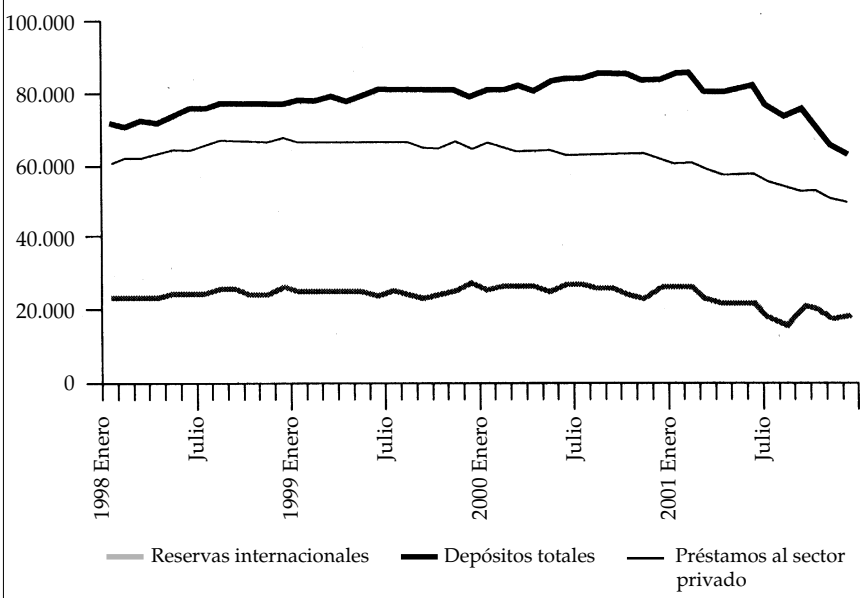


Fuente: Banco Central de la República Argentina

El «blindaje financiero» organizado por el FMI y la reestructuración de la deuda pública fueron percibidos como insuficientes y se diluyeron en el diluvio de la desconfianza. Las medidas de política económica implementadas por el ministro Cavallo –aumento de las tarifas aduaneras para bienes de consumo y reducción de las tarifas para bienes de capital, rebaja en los tributos de empresas exportadoras, a introducción del euro en la definición de la tasa de cambio para el comercio exterior– no lograron reactivar la economía. Los poseedores de riqueza desencadenaron una persistente huida de depósitos del sistema bancario, acompañada de la reducción de las reservas cambiarias. Eran síntomas evidentes de una crisis monetaria y cambiaria en gestación. Entre febrero y diciembre de 2001, los depósitos bancarios totales (en pesos y en dólares) cayeron de 85.600 millones de dólares a 63.000 millones (v. gráfico 7). Las reservas en el Banco Central disminuyeron de 26.800 millones de dólares a 19.400 millones, incluyendo un nuevo aporte del FMI (el préstamo total fue de 8.000 millones, pero la liberación de los recursos se producía en varias fases) al final de agosto. Los bancos respondieron contrayendo los préstamos al sector privado, que cayeron de 61.000 millones de dólares a 50.000 millones (v. gráfico 7). A su

Gráfico 7

Préstamos al sector privado (1994/2001



Fuente: Banco Central de la República Argentina

vez, el Banco Central redujo los encajes y prestó 1.800 millones al sistema bancario. En fin, una vez más la contracción en el volumen de reservas no tuvo como contrapartida una caída semejante en la base monetaria, que cayó de 13.500 millones de dólares a 11.900 millones, aunque con la necesaria intervención del Banco Central y de un nuevo préstamo del FMI. Se comprobó nuevamente que el sistema era vulnerable, y que no contaba con ningún mecanismo endógeno de ajuste. En verdad, se amplió la percepción de que el régimen cambiario y monetario generaba endógenamente un desequilibrio creciente entre el volumen de reservas y la masa de activos financieros domésticos, inflados por la elevada tasa de interés local.

A principios de diciembre, la persistente caída de depósitos llevó al Gobierno a bloquearlos. Personas físicas y jurídicas podrían retirar solamente 1.000 dólares por mes, ampliando la desconfianza en el sistema bancario y desencadenando una restricción de la liquidez sin precedentes. En un clima de creciente incredulidad frente a la moneda nacional y al sistema financiero, los inversionistas trataron de anticiparse a una eventual devaluación buscando refugio en el dólar. La acelerada pérdida de reservas tornó imposible sostener la convertibilidad. Finalmente, el Gobierno declaró la moratoria de la deuda pública, devaluó el peso (1 dólar / 1,40 pesos) y, enseguida, se adoptó una tasa de cambio fluctuante. Por lo que se observa, hasta el final de marzo de 2002, la libre fluctuación tiene pocas posibilidades de estabilizar el cambio[6], frente al desarreglo de las expectativas, la inexistencia de una política monetaria (en función de la gran cantidad de cuasimonedas en circulación) y los movimientos de pánico de los portadores de pesos que buscan cambiarlos por divisas a cualquier precio.

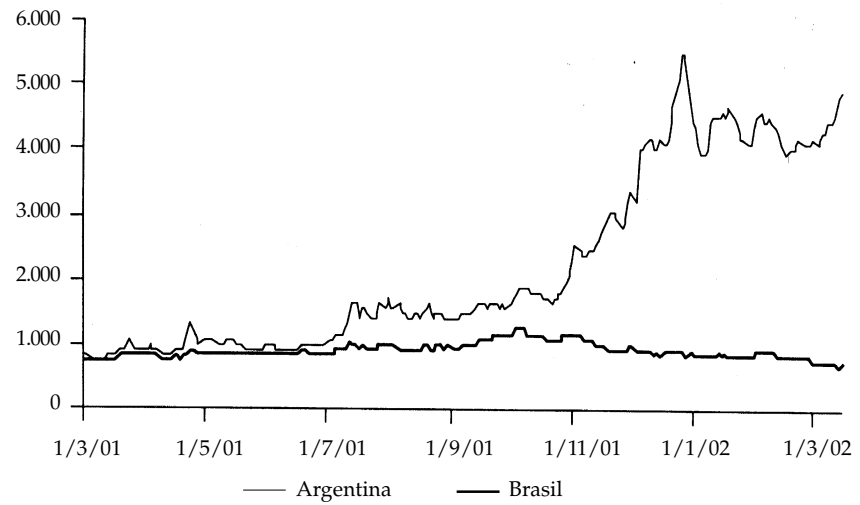
La tasa de riesgo argentina explotó, pero el contagio hacia Brasil, notable hasta octubre de 2001, fue mucho más limitado con la constatación de inversionistas brasileños e internacionales de que las situaciones eran bastante distintas. Si tal disociación fue beneficiosa para Brasil, puede haber repercutido desfavorablemente en Argentina, ya que hubo la percepción de que la crisis no sobrepasaba las fronteras y llevó al FMI a imponer duras condiciones a cualquier nuevo préstamo (v. gráfico 8).

El desempeño del sector público

Entre 1991 y 1993, con la estabilidad de precios, un menor costo real de la deuda pública en dólares, la ampliación de la base tributaria gracias a la expansión de la actividad económica y de las importaciones, las cuentas fiscales presenta-

Gráfico 8

Tasa de riesgo (en puntos)



Fuente: Indicadores J.P. Margan

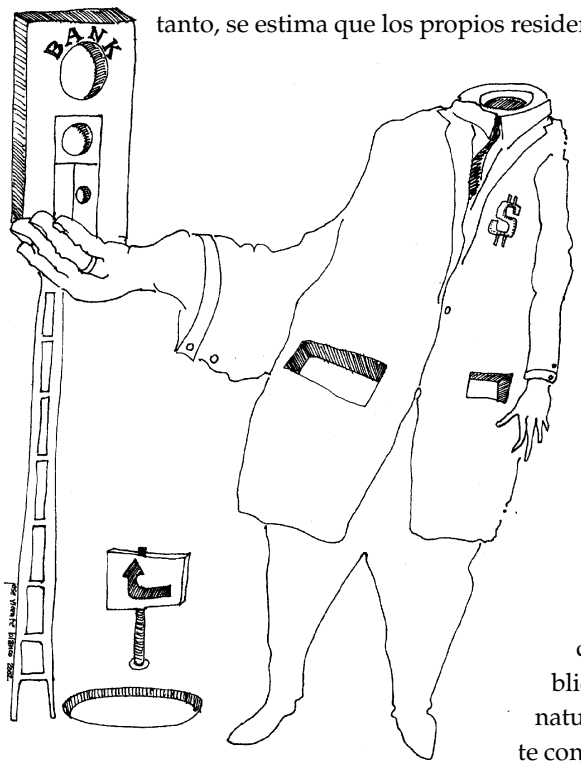
ron evidentes señales de mejoría. Los recursos de las privatizaciones también contribuyeron al aumento de los ingresos públicos y a la reducción del déficit, incluso frente a una elevación de los gastos. En 1993 hubo un superávit fiscal de 2.700 millones de dólares, incluyendo los ingresos por privatizaciones. Sin embargo, después de la crisis mexicana estos factores comenzaron a agotarse y las cuentas públicas se tornaron crecientemente negativas: de 1.300 millones de dólares en 1995, 4.000 millones en 1998, 6.800 millones en 2000 y 8.100 millones en 2001. Los ingresos por privatizaciones disminuyeron y el costo de la reforma del sistema de seguridad social, así como los gastos por pagos de intereses deterioraron progresivamente las cuentas públicas.

En junio de 1994, el Gobierno promovió una reforma de pensiones, constituyendo el Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones. Este esquema fue estructurado en dos pilares. El primero administrado por el Estado, otorgando una pensión mínima. El segundo delegaba a los trabajadores la posibilidad de optar entre un régimen de reparto con beneficio definido y administrado por el

6. Por estabilizar se entiende definir un valor nominal del dólar compatible con las expectativas de inflación y al mismo tiempo, mantener una tasa de cambio real capaz de señalizar una reducción sustancial del déficit en transacciones corrientes, sobre todo mediante la obtención de superávit comerciales, reduciendo las necesidades de recursos en moneda extranjera para sostener los compromisos de la balanza de pagos.

Estado, o un régimen de capitalización individual gestionado por el sector privado, a través de las Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (AFJP). Esa reforma desencadenó efectos perversos sobre las cuentas públicas, contribuyendo a un déficit creciente. Por un lado, la estructura de gastos de la seguridad social a cargo del Estado mantuvo la tendencia deficitaria, pues la recaudación total tendía a disminuir, dada la caída de los sueldos, el elevado nivel de desempleo, subempleo y empleo informal. Por otro lado, la reforma exigió que el Estado transfiriera a las AFJP las contribuciones correspondientes al sistema de capitalización en torno de 4.300 millones de dólares anuales, entre 1998 y 2000 (Calcagno/Manuelito/Titelman, p. 13).

El monto de la deuda pública total saltó de 97.100 millones de dólares en 1996 a 141.200 millones en septiembre de 2001, representando 54% del PIB. Cerca de 90% del monto de la deuda está denominada en moneda extranjera. Mientras tanto, se estima que los propios residentes poseen alrededor de 60% de la deuda externa, mediante la compra de bonos locales en el exterior. Diferentes estimaciones indican que los argentinos mantienen en el exterior entre 70.000 millones y 100.000 millones de dólares, variando de 28% a 40% del PIB. En las estadísticas oficiales, apenas los depósitos del sector privado no financiero en el exterior sumaban 24.600 millones de dólares en marzo de 2001[7].



El pago de intereses, bajo la existencia creciente de esa deuda con tasas de interés cada vez más elevadas, contribuyó decisivamente al aumento del déficit fiscal. La evolución del déficit público incluyó, por lo tanto, un fenómeno de naturaleza monetaria y financiera, ciertamente con graves implicaciones de orden fiscal. El

7. Así, la reestructuración compulsiva de la deuda impondrá pesadas pérdidas a diferentes sectores argentinos. A título de ejemplo, en la operación de canje de deuda de 2001, del total de 29.500 millones de dólares en títulos canjeados, cerca de 21.000 millones estaban en manos de bancos, fondos de pensión o inversionistas que operan en el país.

pago de intereses fue de 2.900 millones de dólares en 1993, alcanzó 4.000 millones de dólares en 1995, 6.600 millones de dólares en 1998 y 9.600 en 2001. Eso representó 5,8% de la tributación corriente en 1993, 8,3% en 1995, 11,8% en 1998, y 18,8% en 2001. El servicio de la deuda correspondió a 10% del gasto público total en 1993, 11,3% en 1995, 14,3% en 1998 y 20,5% en 2000. En fin, el deterioro endógeno de las cuentas explica gran parte del aumento del gasto público al final de la década de los 90, aumentando los temores de los inversionistas extranjeros y nacionales en cuanto a la sustentabilidad del modelo.

El régimen de acumulación argentino, fundado en el anclaje cambiario, fue subordinado por la lógica de los mercados financieros globalizados y líquidos

El gobierno de De la Rúa efectuó varias tentativas para reducir el déficit fiscal, mediante mudanzas en la estructura tributaria y cortes de gastos. En lo referente a los ingresos, creó el impuesto a las transacciones financieras, con una alícuota de 0,6% sobre movimientos en las cuentas corrientes (con algunas excepciones, como el pago de sueldos y pensiones). Simultáneamente, adoptó un plan de competitividad a fin de apoyar a cerca de 20 sectores, entre los cuales sobresale la actividad agropecuaria, calzado, textiles y confección, construcción civil, bienes de capital, industria automovilística, empresas de turismo, papel y gráfica, productos de madera, industria alimenticia, productos plásticos, transporte de carga, etc. Las tarifas de importaciones de los bienes de consumo fueron aumentadas al máximo permitido por la Organización Mundial de Comercio (35%), las tarifas sobre bienes de capital, fueron reducidas a cero.

Por el lado del gasto, en julio de 2001 se adoptó la ley de Déficit Cero. La norma disponía que, cuando los recursos presupuestarios fuesen insuficientes para cubrir los gastos previstos, «se reducirán proporcionalmente los créditos correspondientes a la totalidad del Sector Público Nacional, de forma de mantener el equilibrio entre gastos operativos y recursos presupuestarios»[8]. Entre los rubros sujetos a cortes estaban los sueldos y el pago de pensiones, pero no los intereses de la deuda. Por lo tanto, se procuraba asegurar el reembolso de los intereses a los acreedores y restaurar la confianza de los mercados financieros internacionales. En ese sentido, fue establecido un corte de 13% de los sueldos y pensiones superiores a 500 pesos.

8. Ministerio de Economía: «Déficit Cero: una política de Estado», Buenos Aires, 2001, <www.mecon.gov.ar/basehome/deficit0.htm>.

Sin embargo, la coyuntura implicó un círculo vicioso de caída en la recaudación, atribuida a la recesión económica, exigiendo nuevos cortes de gastos y aumentos en la tributación para sanear las cuentas, provocando una nueva caída de la recaudación, agravando la desconfianza de los acreedores, aumento en las tasas de interés y del déficit público (Laplane). Ese mecanismo perverso aumentaba el desempleo, deprimía el consumo de las familias, con efectos inmediatos sobre las actividades económicas y las expectativas de las empresas, imponiendo la necesidad de un ajuste fiscal permanente. Así, los paquetes fiscales fueron siendo devorados por la recesión prolongada y el déficit cero parecía un espejismo.

Consideraciones finales

El régimen de acumulación argentino, fundado en el anclaje cambiario, fue subordinado por la lógica de los mercados financieros globalizados y líquidos. El largo periodo de escasez de financiamiento externo privado, característico de los años 80, llegó a su fin al inicio de los 90. Los mercados financieros internacionales, líquidos y no reglamentados, buscaban ávidamente oportunidades de ganancia en plazas consideradas de mayor riesgo. Con la abundancia de capitales líquidos fue posible implementar la regla cambiaria y monetaria bajo la guía del Plan de Convertibilidad (1991). Esa fue la condición indispensable para la utilización de la tasa de cambio como anclaje nominal. El país ofrecía altas tasas de interés y la posibilidad de adquirir activos subvaluados, sobre todo con la perspectiva de ampliación del programa de privatización. Así, los mercados anticiparon la estabilización y sus posibles desdoblamientos, tales como elevada remuneración de las aplicaciones de corto plazo y ganancias de capital provenientes de la revalorización de los activos –públicos y privados– adquiridos por debajo de su precio. Más aún, ese modelo de estabilización con apertura comercial y financiera y liberalización del mercado cambiario fue acompañado de un rápido crecimiento del pasivo externo de la economía. El ciclo de endeudamiento externo, asociado a la expansión del crédito internacional en los años 90, o mejor, la nueva etapa de dependencia del financiamiento externo aumentó considerablemente la vulnerabilidad de la economía argentina frente a un choque externo. Además, el régimen cambiario y las reformas estructurales implementadas coartaron buena parte de la autonomía monetaria y fiscal de las autoridades económicas (Frenkel).

La valorización prolongada del peso provocó decisiones de endeudamiento y de posesión de la riqueza que impidieron ajustes positivos después de la modificación de la política cambiaria. En Brasil, la reestructuración bancaria, inicia-

da en 1995, con elevado costo financiero para la autoridad monetaria, como las expectativas de una modificación de la política cambiaria, en 1999, llevaron a los principales agentes privados a cubrir sus riesgos anticipadamente, y al Banco Central y al Tesoro a asumirlos, acarreando una socialización de las pérdidas. Pero tuvieron como efecto impedir que se produjera una retracción muy acentuada de la actividad económica (Farhi). Esa opción no existió en Argentina en función de la magnitud de la vinculación de activos y pasivos con la moneda norteamericana. Después de la adopción de la fluctuación cambiaria, la tasa de cambio sufrió devaluaciones que fueron más allá de lo necesario para transformar supuestamente el déficit comercial en superávit. Por lo tanto, a pesar del bloqueo de los depósitos y aplicaciones bancarias, hubo una exagerada devaluación (el 25 de marzo de 2002, el dólar alcanzó los 3,9 pesos, una caída de 25,8% en solo un día). Ante las señales y el temor a una explosión inflacionaria –con pasivos externos públicos y privados muy elevados con relación a las reservas–, hubo un desplazamiento de la preferencia por la liquidez del dólar. Aunque la magnitud de tal desplazamiento haya sorprendido, correspondió a un trazo nacional de preferencia de la población argentina por la posesión de divisas, en lugar de la moneda nacional, heredada del periodo de hiperinflación.

Esa elevada desconfianza actual en la moneda nacional encubre una evidente lucha entre el Gobierno, los poseedores de riqueza bloqueados, los exportadores de *commodities* agrícolas y minerales, que no internalizan el producto de sus transacciones, y el FMI, que conjuntamente con el Tesoro norteamericano dificulta la liberación de nuevos recursos en moneda fuerte para el país. Hay una discordancia generalizada en cuanto a la aceptación de una norma general capaz de orientar las pautas de cambio, la fijación de los términos contractuales y la atribución de valor a la riqueza y a los rendimientos. En ese estado de expectativas, la tasa de cambio capaz de recomponer el flujo de las exportaciones y el equilibrio en el mercado de deudas se torna indeterminada.

A finales de marzo de 2002, el Gobierno adoptó más de un conjunto de medidas para aumentar las reservas disponibles en el Banco Central y tratar de ampliar la confianza en la moneda nacional. Las iniciativas consistieron en comprar divisas directamente a los exportadores, restringir las operaciones de redescuento del Banco Central, limitar a 5% del patrimonio la posesión de dólares por parte de las instituciones bancarias, y ampliar las opciones para realizar aplicaciones financieras en peso. Pero en el estado actual de crisis crear condiciones mínimas de previsibilidad sobre la tasa de cambio exigiría un inmediato aporte de recursos internacionales del FMI.

La implementación de políticas alternativas pasan por la recuperación de un mínimo de consenso político y por un aporte de capitales externos para procurar recobrar la confianza del público en el sistema de pagos. En efecto, las medidas adoptadas en función de la escasez de divisas funcionan, en la práctica, como una centralización del cambio; el bloqueo de los depósitos y aplicaciones bancarias le permite al Gobierno un alto grado de control del dinero, roto apenas por las decisiones judiciales favorables a los depositantes. Pero la insuficiencia de reservas continúa frente a las presiones de los acreedores y del conjunto de la población temerosa de una nueva hiperinflación. Fuera de la adopción de una nueva convertibilidad en más elevados niveles de cambio, para buscar relanzar el proceso anterior y ganar tiempo, o la plena dolarización de la economía, se torna difícil imaginar nuevas medidas económicas que puedan responder, por lo menos en parte, a esas presiones conflictivas sin un mínimo de consenso político.

Fuentes y referencias

Banco Central de la República Argentina.
Batista Jr., Paulo Nogueira: «Dolarização: significado a conseqüências» en Batista Jr., PN. (ed.): A *economia como ela é ...*, Boitempo Editorial, San Pablo, 2000, pp. 277-299.
Belluzzo, Luiz Gonzaga de Mello: «A perversa 'desalavancagem' argentina» en *Valor Económico*, 16/8/2001, San Pablo, p. A11.
Calcagno, Alfredo; Sandra Manuelito y Daniel Titelman: «La convertibilidad en Argentina: lecciones de una experiencia», 2001, mimeo.
Cintra, Marcos Antônio Macedo y Elza Moreira Marcelino de Castro: «Internacionalización del sector financiero y dolarización de los países latinoamericanos» en *Nueva Sociedad* Nº 172, 3-4/2001, Caracas, pp. 85-103.
Farhi, Maryse: «Derivativos financeiros no Brasil: ataques especulativos a crises cambiais» en *Revista Economia a Sociedade*, IE/Unicamp, Campinas, 2001, en prensa.
Frenkel, Roberto: «Las políticas macroeconómicas en la tercera década de la globalización financiera», trabajo preparado para el seminario «La teoría del desarrollo en los albores del siglo xxi», Cepal, Santiago, 28-29 de agosto de 2001.
Laplane, Mariano E: «Argentina: reconstrução econômica e democracia» en *Indicadores Diesp* Nº 88, Fundap, San Pablo, 2002.
Ministerio de Economía, Dirección Nacional de Cuentas Internacionales, Buenos Aires, <www.mecon.gov.ar/cuentas/internacionales>.
Ministerio de Economía, Secretaría de Hacienda, Buenos Aires.
Ministerio de Economía, Secretaría de Política Económica, Dirección de Gastos Sociales Consolidados, Buenos Aires.
Ministerio de Economía: *Informaciones Económicas*, <www.mecon.go.var/informe>.
Schvarzer, Jorge: «El fracaso histórico de la convertibilidad. Argentina en la década del 90», 2002, mimeo.