Universidad de San Andrés

Departamento Académico de Economía

Trabajo de Graduación

La Crisis de la Convertibilidad en la Argentina y sus Estrategias de Salida

Alumno: Martín Castro

Legajo número: 25011

Director: Prof. Daniel Heymann

Victoria, Buenos Aires, Argentina

31 de mayo de 2017

La Crisis de la Convertibilidad en la Argentina y sus Estrategias de Salida

Trabajo de Graduación

Universidad de San Andrés

Martín Castro

31 de mayo, 2017

Resumen

El objetivo de este trabajo es estudiar las causas y los factores subyacentes a la crisis de la Convertibilidad argentina de 2001-2002. Este artículo está dividido en cinco secciones. En la primera, se analizan las razones por las cuales, hacia 1991, se instaló un sistema con las características y la naturaleza del esquema de la convertibilidad. En la segunda, se discute la validez de las diversas hipótesis que intentaron develar el origen de la crisis. En la tercera, se examina porque la Argentina no entró en default luego del contagio de la crisis del tequila, pero sí después de la crisis rusa. En la cuarta, se indagan las diferentes estrategias de salida que pudo haber adoptado la Argentina tanto en los meses previos como en el momento de la implosión de la convertibilidad. Finalmente, se exponen algunas breves conclusiones.

Índice

1. Introducción: ¿Por qué se instaló el sistema de la convertibilidad? 4

2. Diferentes explicaciones de la crisis 6

2.0 Introducción 6

2.1 Hipótesis fiscales 6

2.2 Hipótesis de vulnerabilidad externa 9

2.3 Hipótesis sobre las Políticas desordenadas y los Múltiples Equilibrios 15

2.3.1 Historia política (1998-2001) 16

2.4 Interacción entre la Argentina y el FMI en el desenlace de la crisis 19

2.5 Hipótesis de trampa de crecimiento 22

2.6 Falencias en la construcción del esquema de la convertibilidad 24

2.7 Reinterpretación bajo el enfoque que revaloriza el rol de las expectativas 26

3. ¿Por qué la convertibilidad superó la crisis del tequila pero no pudo sobrevivir al contagio de la crisis rusa? 32

4. Estrategias de salida 34

4.0 Introducción 34

4.1 Dolarización formal 34

4.2 Devaluación nominal 35

4.3 Devaluación nominal y pesificación 36

5. Conclusión 37

6. Bibliografía 40

Universidad de San Andrés

1. Introducción: ¿Por qué se instaló el sistema de la convertibilidad?

Se establece como punto de partida de este análisis el año 1975, dado que a partir del "Rodrigazo", la República Argentina comenzó una etapa de 15 años de crecimiento bajo y de tasas de inflación extremadamente elevadas. En abril de 1976, asumió José Alfredo Martínez de Hoz como ministro de economía en un contexto de estanflación. En el mes previo, la inflación había crecido a un ritmo del 5000% anual y el producto había sufrido una fuerte caída. En un principio, sus reformas económicas lograron reducir marcadamente la inflación. Sin embargo, en 1977 y 1978 aparecieron nuevos rebrotes inflacionarios. Consecuentemente, a comienzos de 1979, se introdujo el programa conocido como "La Tablita" en un nuevo intento de estabilización. Este consistía en el preanuncio de las tasas de devaluación futuras, las cuales iban a declinar gradualmente para mostrar el compromiso del gobierno con la desaceleración de la inflación. Sin embargo, en 1981 "La Tablita" colapsó y el país entró en default.

Posteriormente a la guerra de Malvinas en 1982, y tras siete años de dictadura militar, el país retornó a la democracia con la elección presidencial del 10 de diciembre de 1983. Para el momento de la asunción de Ricardo Alfonsín, la inflación ascendía al 600% anual aproximadamente. Además, al igual que sus pares latinoamericanos, la Argentina se encontraba sumida en una crisis de deuda. Ante la elevada inflación que licuaba los ingresos del sector público, en junio de 1985, se introdujo el Plan Austral. Este logró bajar rápidamente la inflación sin afectar al crecimiento económico. Sin embargo, hacia 1987, con la suba de la tasa de interés en EEUU y con la baja de los precios de los "commodities", la situación se deterioró nuevamente. Consiguientemente, en 1988 se creó un nuevo plan, conocido como "Plan Primavera". Este no pudo contener el brote hiperinflacionario de 1989 y contribuyó a la salida anticipada del gobierno de Raúl Alfonsín y a la asunción adelantada del presidente electo Carlos Menem.

Mirando en retrospectiva el complicado panorama político y la inflación crónica que caracterizaron a la década de 1980, conocida como "la década perdida", no resulta sorprendente observar que fue sumamente difícil la formulación de contratos y la realización de inversiones de largo plazo. De este modo, la Argentina vivió un periodo de estanflación inusualmente extenso. Por esta razón, a inicios de la década de 1990, la opinión pública demandaba en forma acuciante una solución al problema de la inflación y del crecimiento económico. Entre las alternativas para lograr la estabilización se encontraban: una reducción de la tasa de crecimiento de la oferta monetaria o el establecimiento de políticas de metas de inflación. Sin embargo, el inconveniente de estas medidas es que son más difíciles de verificar en tiempo real. Además, a raíz de los fracasos de la década anterior, se había perdido la credibilidad en las políticas discrecionales. Por estas razones, el 27 de marzo de 1991 se

sanciona la ley de Convertibilidad Austral (ley 23.928) por el Congreso de la República Argentina. Esta legislación establecía que, a partir del 1 de abril de 1991, un dólar estadounidense equivaldría a 10.000 australes y posteriormente, en enero de 1992, a 1 peso convertible. Esto fue lo que coloquialmente se llamó "el uno a uno". A su vez, para que la reforma fuera creíble, la ley estableció que el Banco Central debía asumir el rol de caja de conversión, manteniendo un dólar en reservas por cada peso en circulación. De esta manera, la convertibilidad creó un marco estable para las decisiones económicas, al restringir el uso del impuesto inflacionario por parte de las autoridades monetarias, y validó el uso del dólar como medida para la denominación de los contratos. Asimismo, se implementó un ambicioso paquete de reformas para impulsar el crecimiento económico. En consecuencia, el diseño inicial de la convertibilidad permitió la creación de las condiciones necesarias para la reactivación de la inversión y del crecimiento argentino.

Cabe destacar que, en paralelo con la estabilización inicial y con la reactivación económica, el sistema de la convertibilidad creaba algunos riesgos futuros. De este modo, resulta importante preguntarse: ¿Cómo era el diseño de incentivos que llevó a la instauración de este esquema? En primer lugar, fue determinante que los beneficios de atarse a esta regla se verían rápidamente, mientras que los posibles riesgos solo podrían materializarse en el mediano/largo plazo. Esto se debió a que la continuidad del esquema era vulnerable a shocks que afectaran el desempeño de las exportaciones dado el elevado grado de dolarización de los contratos y del endeudamiento, por parte de los sectores público y privado. Es decir, la sostenibilidad de la convertibilidad estaba atada a la necesidad de crear una entrada de divisas que fuera sostenible en el tiempo. En segundo lugar, la alternativa a la convertibilidad parecía ser el "no crecimiento" ya que, si no se construía un marco estable y previsible para las decisiones de inversión, era muy difícil que los agentes aprovecharan las oportunidades que presentaba el favorable panorama internacional. Por lo que los posibles riesgos de mediano plazo, dada la falta de alternativas claras y el limitado horizonte de los actores políticos, no fueron argumentos dominantes en la decisión de adoptar el esquema de la convertibilidad.

2. Diferentes explicaciones de la crisis

2.0 Introducción

Se empieza por establecer el problema en su forma más simple. Si un país contrae deuda en moneda extranjera en el momento **"T"**, invierte una parte en la producción transable (destina el resto a consumo y a la producción no transable), y posteriormente, en **"T+1"** repaga su deuda con los frutos de la inversión, entonces no enfrenta ningún problema intertemporal. Dadas las consecuencias devastadoras de un colapso como el observado en 2001, cabe preguntarse, ¿por qué la Argentina no siguió estos simples pasos?

2.1 Hipótesis fiscales

A continuación, se analizarán las diferentes visiones que tratan de explicar, desde una perspectiva fiscal, porque la Argentina entró en default en el año 2002. Una de las primeras visiones de esta literatura atribuyó la crisis a: un gasto público descontrolado, un endeudamiento excesivo y problemas de insostenibilidad fiscal. Para verificar la validez de esta hipótesis, se estudia a continuación la evolución de la deuda y de las cuentas fiscales.

A primera vista, al comparar el resultado fiscal consolidado del periodo 1991-2001 con las décadas precedentes, se observa una acentuada reducción en los desbalances presupuestarios En la década de la convertibilidad, el resultado primario (promedio) fue positivo por primera vez en mucho tiempo, representando 0,1% del PIB, en comparación con el déficit de 6% en 1971-1980 y el de 5,1% en 1981-1990. Adicionalmente, el déficit (promedio) total del gobierno fue de tan solo 2,1% del PIB mientras que en las dos décadas anteriores había sido de 7%. Este marcado ajuste en el comportamiento de las cuentas fiscales fue consistente con la pérdida del impuesto inflacionario como instrumento de política. Dentro de este marco, el gobierno debió lidiar con su restricción presupuestaria de forma muy diferente al pasado. La pérdida del señoreaje implicó que las decisiones fiscales ya no se centraron en el día a día, sino en las cuestiones intertemporales inducidas por el financiamiento externo. Es decir, el Estado debió compatibilizar intertemporalmente la trayectoria de las cuentas públicas con el nivel de endeudamiento, de manera de asegurarse el cumplimiento de sus obligaciones futuras. Como se mencionó anteriormente, estos factores indujeron una mejora sustancial en la evolución de las cuentas públicas respecto del pasado. No obstante al estudiar subperíodos dentro de la convertibilidad, se puede advertir que las mismas tuvieron un comportamiento muy heterogéneo, como se observa en el siguiente cuadro:

Tabla 1: Resultados fiscales en la década de los noventa

(base devengado, promedio por período, en porcentaje del PIB)

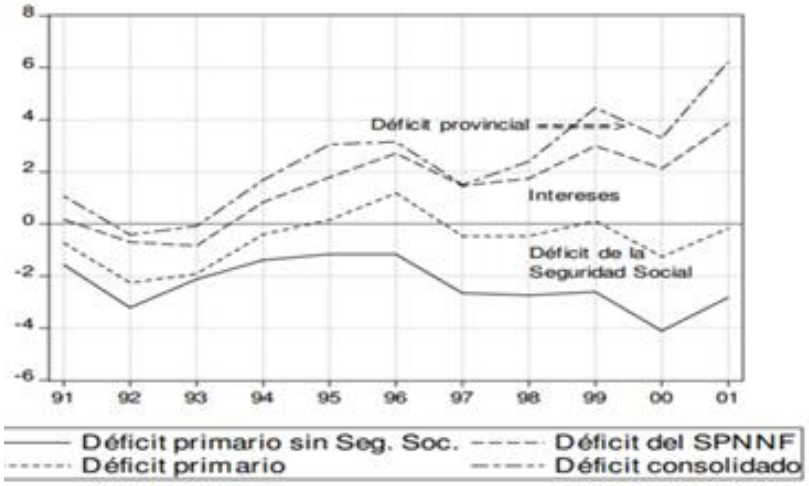
Período	Resultado Primario sin Seguridad Social	Resultado Primario	Pagos de Intereses	Resultado del Sector Público Nacional	Resultado del Sector Público Consolidado (1)	Ingresos por privatización de empresas públicas (2)	Resultado Consolidado sin privatizaciones (3)
Promedio 1991-94	2,07	1,33	1,20	0,13	-0,56	0,60	-1,16
Promedio 1995-97	1,66	-0,29	1,70	-1,99	-2,56	0,49	-3,05
Promedio 1998-01	3,07	0,45	3,13	-2,68	-4,09	0,37	-4,46
Promedio 1991-01	2,32	0,57	2,04	-1,47	-2,39	0,49	-2,88

Fuente: Damill, M., Frenkel, R., & Juvenal, L. (2003)

En una primera etapa (1991-1994), debido a la estabilización de precios y al rápido crecimiento, se reconstruyeron fuertemente los ingresos fiscales, dejando atrás un período donde la hiperinflación licuaba los ingresos tributarios. Esto permitió la absorción de pasivos potencialmente litigiosos que se habían generado en el pasado y que no se habían reconocido. En suma, en esta etapa, el resultado del sector público consolidado representó en promedio un déficit de tan solo 0,56 puntos del PIB, mostrando una mejora importante respecto de los 7 puntos de la década anterior.

En una segunda etapa (1995-1997), se produjo el impacto de la crisis del tequila y de la reforma del sistema previsional. El déficit promedio del sector público consolidado aumentó en 2 puntos del PIB (representando 2,56 puntos en total), de los cuales aproximadamente 1,2 puntos se debieron al aumento del déficit del sistema de seguridad social y 0,5 puntos al aumento de los intereses. Sin embargo, en el bienio 1996-1997, el país entró nuevamente en una etapa de crecimiento y el déficit consolidado se equilibró en un nivel inferior a 2 puntos del PIB hacía 1997, como se puede ver en el siguiente gráfico:

Gráfico 1: Déficit Fiscal en los Años Noventa (base devengado, como % del PIB)



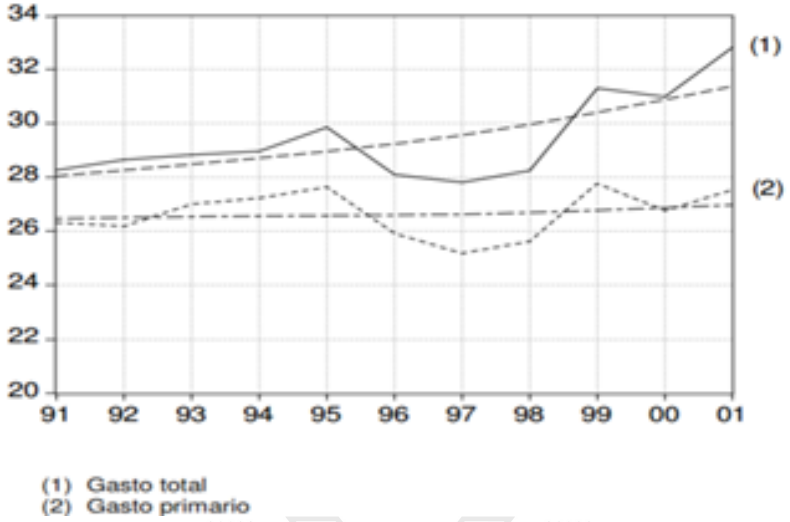
Fuente: Damill, M., Frenkel, R., & Juvenal, L. (2003)

A primera vista, la dinámica de la deuda pública tampoco presentó señales claras de inconsistencia hacia 1997. En el periodo 1991-1994, la deuda total osciló en torno al 30% del PIB y la deuda externa en torno al 25%. Luego, tras el "Tequilazo" en 1994, en parte debido a la recesión y en mayor medida debido a los paquetes de rescate del FMI (que permitieron dejar la crisis atrás rápidamente), la relación deuda producto dio un salto para luego estabilizarse en torno al 35 % del PIB hacia 1997. Esta cifra, desde una perspectiva ex ante, no parecía indicar un endeudamiento excesivo. Sin embargo, como se explica en más detalle posteriormente, desde una perspectiva ex post, el problema consistía en que este indicador trabajaba con un valor del producto que no era sostenible en el tiempo.

Después de la crisis rusa de agosto de 1998, la Argentina entró en una contracción económica inusualmente larga, y se produjo un punto de inflexión en la trayectoria de las cuentas del gobierno (Grafico 1). El déficit del sector público entró en una dinámica ascendente alcanzando aproximadamente 6 puntos del PIB hacia fines de 2001. En términos nominales, el déficit promedio del periodo 1998-2001 fue marcadamente mayor al de 1994 en 7.112 millones de dólares. Este incremento se correspondió con un aumento de 6.874 millones en el pago de intereses (debido fundamentalmente a la suba de la prima de riesgo), con un aumento de 4.867 millones en el desbalance del sistema de seguridad social y, en menor medida, con un modesto aumento del desbalance provincial de 592 millones. A su vez, el sistema fiscal intentó detener este proceso generando un superávit primario (sin considerar al sistema de seguridad social) de más de 5.000 millones de dólares. No obstante, estas políticas reforzaron el cuadro deflacionario y no pudieron frenar la aceleración de la deuda.

Para terminar de delinear el análisis de las cuentas públicas se analiza el rol del gasto gubernamental. El gasto primario, que refleja más fielmente los impulsos de la política fiscal, mantuvo una trayectoria constante a lo largo de toda la década, oscilando alrededor de 26,6 puntos del PIB. Sin embargo, el gasto total se incrementó fuertemente hacia el final del periodo debido a la suba de la prima de riesgo (Gráfico2):

Gráfico 2: Gasto Primario y Gasto Total del Sector Público Consolidado sobre PIB, y sus Líneas de Tendencia, en porcentajes



Fuente: Damill, M., Frenkel, R., & Juvenal, L. (2003)

Recapitulando, hacia 1997, las cuentas públicas parecían estar equilibradas con un déficit consolidado inferior a 2 puntos del PIB y una deuda pública que no superaba el 35% de este. Sin embargo, desde un punto de partida aparentemente estable en 1997 y aplicando lo que parecieron fuertes medidas fiscales, se llegó a una situación en el 2001 en que la deuda había aumentado en 20% del PIB en tan solo cuatro años, llegando a representar 55 % de este a fines de 2001. Este deterioro se debió en gran medida a la declinación del producto y al aumento de los intereses. El primer factor refleja que en realidad, desde una perspectiva ex post, el endeudamiento y el déficit fiscal fueron en cierta medida excesivos, ya que estaban relacionados con un valor del producto que, luego se verificó, era insostenible. Por lo tanto, se puede observar que la política fiscal jugó un rol en la gestación de la crisis. Sin embargo, no se puede atribuir la crisis meramente a problemas fiscales. El segundo factor, refleja que la. fragilidad externa y la predisposición al contagio también tuvieron un rol importante.

2.2 Hipótesis de vulnerabilidad externa

A principios de los 2000, los países latinoamericanos experimentaron fuertes shocks externos, entre ellos: Colombia, Venezuela, Brasil, Uruguay, etc. Sin embargo, con la excepción de Ecuador, la Argentina fue la única economía latinoamericana relativamente importante que llegó a instancias de default. ¿Esto se debió a que la Argentina sufrió shocks externos más pronunciados que los otros países? En primer lugar, el deterioro en los términos de intercambio, tras las crisis asiáticas, fue más leve para la Argentina que para otros países latinoamericanos. Como la Argentina era una economía relativamente cerrada, la pérdida debido a este factor en 1998-1999 fue de tan solo 0,5% del PIB. En segundo lugar, la reducción en las exportaciones argentinas, debido a la desaceleración del

crecimiento global en el bienio 2000-2001, fue más leve que en otros países. En tercer lugar, los shocks financieros, como la crisis rusa de 1998, tampoco repercutieron de manera más pronunciada en la Argentina. Esto se vio reflejado en la medida de riesgo país, la cual se mantuvo en las mismas líneas que la de sus pares latinoamericanos, y solo hacia fines de 2000, se empezó a elevar por sobre la de Brasil. Por último, tras la crisis rusa, el saldo positivo de la cuenta de capital y el déficit de cuenta corriente de la Argentina excedieron la norma de la región. Esto significó que, inicialmente, los inversores extranjeros redujeron sus préstamos a la Argentina en menor medida que a los otros países. Sin embargo, hacia 1999 la recuperación del flujo de capitales se reanudaba para todos los países de la región excepto para la Argentina que no lograba retomar el crecimiento económico. En consecuencia, la evidencia empírica parece sugerir que el problema de la Argentina no fue la recepción de shocks más pronunciados, sino un esquema más frágil ante shocks adversos.

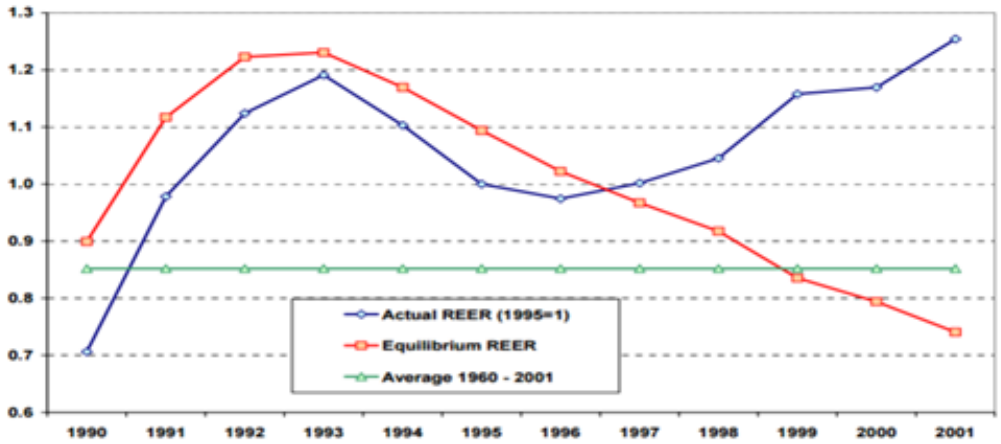
Siguiendo esta línea de análisis, se podría argumentar que una falencia de la convertibilidad radicó en las vulnerabilidades que creó el esquema cambiario en un contexto de abundante liquidez internacional. Al igual que en los experimentos del cono sur de fines de la década de 1970, se aplicó un programa de estabilización de precios, basado en un tipo de cambio fijo, en conjunto con una apertura comercial y financiera. Bajo estas condiciones, se generó una dinámica de ciclo. Inicialmente, la estabilidad de precios que proveyó el ancla nominal y el optimismo de los nuevos paquetes de política alentaron el arbitraje internacional y produjeron significativas entradas de capitales, que se correspondieron con una mayor disposición a gastar por parte de los agentes locales. Luego, como consecuencia, se generó una baja en la tasa de interés nacional y una expansión de la demanda agregada que, desde una perspectiva ex post, resultó artificial. Esto, a su vez, elevó el precio de los bienes no transables relativo a los transables, lo que se tradujo en una apreciación cambiaria, que tendió a desviar una excesiva cantidad de recursos a la producción no transable. Esto dificultó la capacidad del país de generar divisas futuras para cumplir con sus obligaciones. Además, como resultado de la apreciación y del boom de la demanda, crecieron las importaciones deteriorando el resultado en cuenta corriente. De esta manera, se reveló el problema crucial de esta dinámica: a medida que pasaba el tiempo, se iba generando gradualmente una mayor dependencia del financiamiento externo, y a su vez, se iba deteriorando la capacidad para generar divisas futuras. Como se ha explicado anteriormente, si bien es cierto que la relación deuda/PIB no presentaba claras señales de vulnerabilidad fiscal (desde una perspectiva ex ante), esto era cierto mientras el país estuviese creciendo y tuviera un buen desempeño de sus exportaciones. El problema cambió radicalmente, en el período 1997-2001, cuando la apreciación cambiaria fue deteriorando gradualmente la competitividad de las industrias exportadoras. En ese momento, se observó que el velo de la apreciación estaba ocultando la fragilidad financiera. Es decir, se hizo evidente que la deuda

externa medida a tipo de cambio fijo subvaloraba las dificultades de generar los recursos necesarios para cumplir los servicios de deuda ya que, trabajaba con un valor del producto inflado artificialmente.

Siguiendo el enfoque que resalta la mayor fragilidad del esquema argentino, a continuación, se investigan las vulnerabilidades del esquema cambiario y bancario. En primer lugar, se analiza el esquema de tipo de cambio fijo. Según la "optimal currency área (OCA) theory", un sistema de caja de conversión es conveniente para un país si este tiene un volumen sustancial de comercio con el país con cuya moneda se ha anclado, y si, además, ambos no están expuestos a shocks asimétricos que requieran diferentes ajustes monetarios. Incluso en este último caso, el anclaje puede seguir teniendo sentido en caso de que el país tenga gran flexibilidad de ajustar los precios y los salarios ante shocks reales. La Argentina no cumplía ninguna de estas condiciones. Sin embargo, adoptó el sistema de la convertibilidad porque necesitaba reforzar la credibilidad y abandonar las políticas monetarias discrecionales que habían causado tanta turbulencia en la década de 1980.

De acuerdo a la construcción de Perry, G. E., & Servén, L. (2003), el tipo de cambio real de equilibrio depende de la conjunción de dos elementos. En primer lugar, de la productividad relativa del sector transable respecto al no transable de la Argentina en relación a la de sus pares comerciales. Una mejora de la productividad relativa del país demanda un aumento del tipo de cambio real de equilibrio ya que la moneda local se hace más fuerte. En segundo lugar, incluyen la posición neta de activos externos. Su inclusión se corresponde con la percepción de que el tipo de cambio no debe permitir la acumulación explosiva de activos o pasivos externos. Al comparar esta construcción con el tipo de cambio real observado, se analiza la posición relativa de equilibrio o desequilibrio, como se puede observar en el siguiente gráfico para el período 1990-2001:

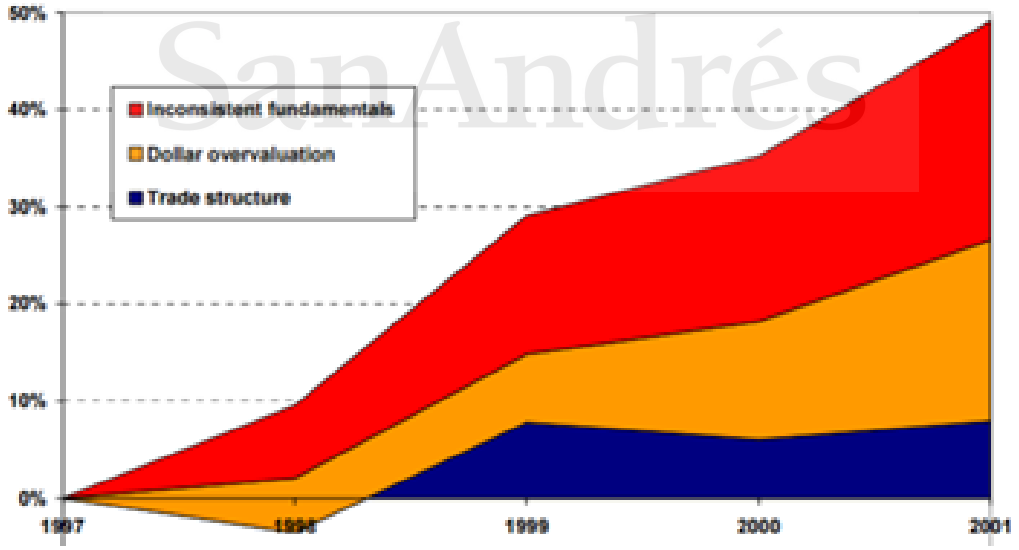
Gráfico 3: Tipo de Cambio Real de Equilibrio y Observado



Fuente: Perry, G. E., & Servén, L. (2003)

En contra de la creencia común, una apreciación del tipo de cambio real no es siempre un problema. Como se puede ver en el gráfico, a principios de la década de 1990, el tipo de cambio real argentino se apreciaba. Sin embargo, esto era visto por los agentes de la economía como un fenómeno de equilibrio. Desde la perspectiva de los 90, no parecía descabellado que la Argentina, un país con abundantes recursos, tras haber abandonado la hiperinflación y habiendo implementado un exitoso paquete de reformas, hubiera logrado un incremento de productividad permanente en el sector transable, que justificaba una apreciación permanente del tipo de cambio real observado y de equilibrio. Esto permitiría a sus habitantes un incremento permanente en el nivel de consumo en dólares, sin crear ningún problema intertemporal. No obstante, a partir de 1997, se produjo una baja de la productividad relativa, probablemente, por el estancamiento de los paquetes de reformas en la segunda parte de la década. A su vez, se materializó un deterioro del desempeño de las exportaciones, cuestión que contribuyó al incremento del déficit de cuenta corriente. En consecuencia, el tipo de cambio real de equilibrio se depreciaba, mientras que el tipo de cambio real observado se apreciaba. Así, se fue generando gradualmente una sobrevaluación de la moneda. Como resultado de este proceso, a mediados de 2000, el tipo de cambio real observado mostraba una sobrevaluación significativa respecto de su valor de equilibrio. La mitad de esta se debió al fortalecimiento del dólar y a la devaluación del real. La otra mitad se correspondió con la divergencia de los "fundamentals" entre Argentina y los Estados Unidos, principalmente debido al déficit en cuenta corriente.

Gráfico 4: Fuentes de Sobrevaluación del Peso (acumulado 1997-2001)



Fuente: Perry, G. E., & Servén, L. (2003)

Dentro de un esquema de cambio fijo, ante un shock como la devaluación de Brasil en 1999 o la significativa apreciación del dólar, el tipo de cambio real debe ajustarse mediante cambios en los

precios nacionales relativos a los extranjeros. Por lo que para generar una depreciación real, el nivel de inflación de la Argentina tendría que haber sido menor que la de los países de referencia, pero si la inflación de estos era muy baja, era probable que se requiriera una reducción de los precios en términos absolutos. Ante la inercia de los precios y los salarios que se observaba en la Argentina, el ajuste necesario hubiera requerido generar una recesión que la Argentina no estaba dispuesta a aceptar. En los años 1998-2001, se observó una declinación de los precios de un 3 %. Sin embargo, este ajuste fue insuficiente para alinear el tipo de cambio observado con el de equilibrio.

Con respecto a la situación del sistema bancario, hacia 1998, la Argentina figuraba en el segundo lugar en términos de calidad del contexto regulatorio del sector, según el rating CAMELOT ideado por el Banco Mundial. Aunque los bancos estaban sosteniendo pérdidas desde la contracción de 1998, hasta fines del 2000 mostraban un cuadro relativamente fuerte. Estaban preparados para sostener una corrida de más de un tercio de sus depósitos y también un default del 10 % de sus portafolios de préstamos, sin hacer peligrar la continuación de la convertibilidad.

A simple vista, el sistema bancario presentaba un marco estable y altamente líquido. Sin embargo, se pueden identificar ciertas fuentes de inestabilidad que resultaron particularmente problemáticas. En primer lugar, la capacidad de repago de los deudores estaba atada a la continuidad de la convertibilidad. En paralelo, para las autoridades monetarias resultaba critica la necesidad de realinear el tipo de cambio para mantener la competitividad de las exportaciones. Ante este dilema se presentaban dos alternativas. Por un lado, se encontraba el camino de la deflación, que habría destruido totalmente la capacidad de repago de los deudores. Esto evidenció que fue un error no extremar recaudos a la hora de proveer préstamos al sector no transable, ya sean denominados en pesos o en dólares, ya que se tendría que haber previsto el mayor riesgo crediticio que se materializaría de ser necesaria una deflación para realinear el tipo de cambio. Por otro lado, el gobierno no podía aplicar políticas que disuadieran el uso del dólar en los contratos financieros sin afectar la credibilidad de la convertibilidad. En segundo lugar, el sistema bancario se volvió cada vez más expuesto ante un eventual default por parte del gobierno. Esta debilidad se agudizó en el 2001, momento en el cual, el gobierno, ante la restricción del crédito externo, empezó a utilizar más activamente al sistema bancario doméstico como fuente de recursos. Más aun, otros agentes del sistema financiero, como los fondos de pensión privada, estaban todavía más expuestos al riesgo de default gubernamental. Por último, cuando se ha desvanecido la confianza en el sistema, aunque el colchón de liquidez sea muy alto, si no se cuenta con un prestamista creíble de última instancia, puede no ser posible la detención de una corrida bancaria (como se explicará más adelante).

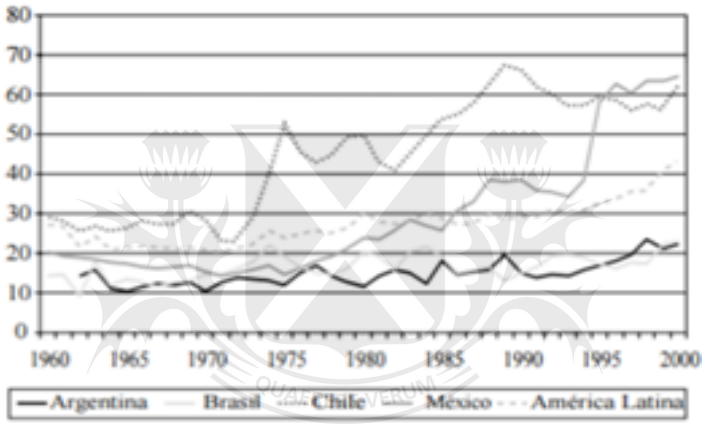
Aunque las vulnerabilidades relacionadas con el régimen cambiario, bancario y aquellas relativas al sistema fiscal (explicadas anteriormente) eran notorias, ninguna de estas pareció causar, por si sola, más problemas que en otros países latinoamericanos. El problema particular de la Argentina consistió en que estas tres vulnerabilidades se reforzaron de manera perversa, creando un esquema mucho más vulnerable a shocks adversos que en cualquier otro país de la región.

A continuación, se explora entonces, como fue la interacción perversa de estas vulnerabilidades. En primer lugar, los persistentes déficits fiscales fomentaron la fragilidad financiera. Ante un escenario donde el crédito externo se encontraba restringido, algunos autores señalan que hubiera sido conveniente buscar una temprana reestructuración de la deuda mediante una extensión de los plazos. Esta hubiera evitado que el gobierno usara la liquidez del sistema bancario para evitar atrasos en el servicio de la deuda. Sin embargo, este argumento presenta varios problemas. Primero, que aunque se restructurara la deuda y se aliviara el pago de intereses en el corto plazo, si eventualmente el crecimiento no se reactivaba, hubiera sido inevitable entrar en una situación de cesación de pagos o drenar al sistema bancario de liquidez. Segundo, desde una perspectiva ex ante, las autoridades a cargo de decisiones como estas exhiben un comportamiento consistente con la perspectiva de "flexibility preference". Es decir, los agentes reconocen que sus predicciones acerca del futuro son inciertas, por lo que aún sin considerar los altos costos políticos de una reestructuración, tienen incentivos para demorar una decisión difícil hasta que puedan formarse expectativas más acertadas. Por lo que, inicialmente, el gobierno empezó a drenar la liquidez del sistema bancario con la expectativa de que en algún momento la situación mejorara y se pudiera abandonar esta forma de financiamiento. Sin embargo, esto no ocurrió y consecuentemente los bancos se volvieron más vulnerable a la posición del gobierno. En segundo lugar, la sobrevaluación ocultaba el deterioro de la posición fiscal y de la sostenibilidad de la deuda, por lo que resultaba más difícil conseguir el apoyo político necesario para realizar un ajuste, perjudicando así al sistema fiscal futuro. La sobrevaluación también subvaloraba las dificultades de realizar dicho ajuste ya que, si el tipo de cambio real se depreciaba, el gobierno necesitaría muchos más pesos para repagar sus deudas. En tercer lugar, tanto bajo una devaluación nominal como bajo un proceso deflacionario, el ajuste del tipo de cambio real, perjudicaría fuertemente la capacidad de repago, de la deuda, de los hogares y de las empresas que operaban en el sector no transable, lo cual impactaría fuertemente en la calidad del portafolio de préstamos de los bancos. A su vez, la acentuada fragilidad bancaria aumentaba el riesgo país, lo que impactaba negativamente en las cuentas fiscales vía el pago de intereses más elevados. Concluyendo esta idea, no parece correcto afirmar que las vulnerabilidades del tipo de cambio fijo fueron únicamente responsables de la crisis, sino que la interacción de estas con las vulnerabilidades bancarias y fiscales también jugó un rol significativo.

Continuando con el enfoque que resalta la importancia de las vulnerabilidades externas, se estudia la integración internacional asimétrica del país al comercio mundial y a los mercados financieros. Estas asimetrías de la economía argentina contribuyeron a amplificar el efecto de los shocks externos. En la década de la convertibilidad, la suma de las exportaciones e importaciones representaba un porcentaje del PIB mucho menor en la Argentina que en el resto de los países latinoamericanos, por lo que se puede ver que el grado de apertura comercial del país era relativamente bajo, como se observa en el siguiente gráfico:

Gráfico 5: Apertura: América Latina, Argentina, Brasil, México y Chile

(Exportaciones e importaciones como porcentaje del PIB, a precios de mercado)



Fuenta: Fanelli, J. M. (2002)

Universidad de SanAndrés

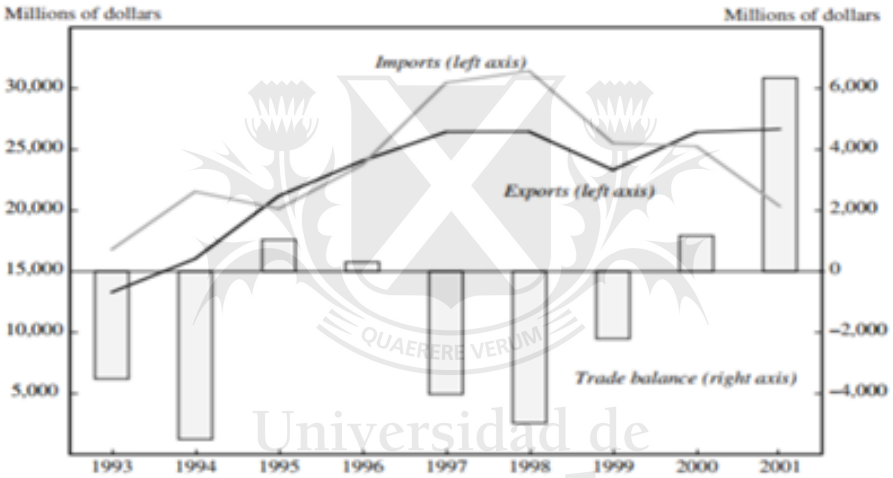
En contraste, había un alto grado de apertura financiera. De esta manera, podría decirse que los agentes externos se comportaron de manera irresponsable, ya que le prestaron recursos a un país cuyos bienes no les interesaba comprar y cuya economía relativamente cerrada dificultaba la generación de divisas externas. Esta asimetría, amplificaba el efecto de los shocks externos ya que acentuaba las dificultades financieras. En efecto, al analizar el cociente deuda externa/exportaciones, se evidencia que el apalancamiento del país fue excesivo. Pese a los ingresos por privatizaciones, en 1995 el cociente era de 4,7 y en 2000 de 5,5. La tendencia alcista de este indicador marca un fuerte contraste con sus pares latinoamericanos que mostraban cocientes mucho menores hacia el año 2000: Brasil 4,3, Chile 2,1 y México 0,9.

2.3 Hipótesis sobre las Políticas desordenadas y los Múltiples Equilibrios

A fines del año 2000, la cuenta corriente se había ajustado medianamente, y el ajuste fiscal que se necesitaba implementar no era significativamente elevado. Sin embargo, debido a los problemas políticos, los shocks externos y los espirales de ajuste recesivos que comenzaron a mediados de 2001, se requirió una mejora del resultado fiscal que era imposible de alcanzar. A continuación, se explica

la cronología de este proceso. A partir de mediados de 1998, como dicho anteriormente, la Argentina fue impactada por varios shocks negativos y, en consecuencia, se produjo una desaceleración de la economía al mismo tiempo que caía la inversión privada. Tras la crisis rusa, el "EMBI spread" se incrementó afectando negativamente a los flujos de capitales. Adicionalmente, los términos de intercambio se deterioraron en 1998 con la recesión de Brasil y la caída del precio de los "commodities" en el mercado mundial. La situación empeoró nuevamente, en enero de 1999, con la devaluación del real. Luego, con la posterior recuperación de Brasil, las exportaciones volvieron a crecer hacia fines de 1999. Sin embargo, podemos ver que luego de 1997 las exportaciones no recuperaron su trayectoria previa, como muestra el siguiente gráfico:

Gráfico 6: Comercio Exterior durante la Convertibilidad, 1993-2001



Fuente: Powell, A. (2002)

2.3.1 Historia política (1998-2001)

En paralelo, con los hechos anteriormente descriptos, hacia fines de 1998, se complicó la situación política. El presidente Menem estaba terminando su segundo mandato y se creía que su intención era modificar la constitución para permitir su segunda reelección. En consecuencia, el Partido Peronista se dividió entre aquellos que apoyaban esta idea y los que la rechazaban. Esta marcada división del panorama político complicó la introducción de reformas económicas. Posteriormente, en octubre de 1999, Fernando De la Rúa, líder de la Alianza (una alianza entre el Partido Radical y el Frepaso), es elegido presidente, asumiendo el gobierno en enero de 2000. El nuevo gobierno se encontró en una posición débil, dado que la Alianza no tenía mayoría en el Congreso. Consecuentemente, tenía que negociar con el partido peronista para aprobar cualquier ley. Por los hechos mencionados, en el periodo 1998-2000, resultó muy difícil conseguir consenso para implementar el ajuste fiscal requerido.

Pese a estas dificultades, en el año 2000, el ministro de economía José Luis Machinea, logró implementar un ajuste mediante un aumento de los impuestos, medida que se conoció con el nombre de "impuestazo". En su visión, esto reduciría el déficit fiscal impactando positivamente en las expectativas acerca de la sostenibilidad de las políticas públicas. En consecuencia, creía que caería el riesgo país y la tasa de interés, más que contrarrestando el efecto ingreso de la suba impositiva, y por consiguiente se recuperaría el crecimiento mediante una reactivación de la inversión. Es decir, su plan era generar una política fiscal contractiva con efectos expansivos. Desafortunadamente, este plan fracasó ya que, en vez de lograr un efecto expansivo, reforzó las tendencias recesivas. Según Eichengreen, B. (2001) se necesitan ciertas condiciones para lograr una contracción fiscal expansiva. Para ello, es necesario que el ajuste fiscal no reduzca la demanda agregada, sino que la mayor disciplina refuerce las expectativas positivas de modo que se estimule la inversión y el consumo. Los países que consiguieron establecer esta dinámica en la década de 1990 fueron Irlanda y Dinamarca. En estos casos, el aumento de la demanda y el restablecimiento del crecimiento habían servido para sostener los programas económica y políticamente. Probablemente, Machinea tenía en mente estos ejemplos a la hora de introducir el "impuestazo". Sin embargo, debe notarse que el contexto en el que estos países instrumentaron el ajuste fiscal fue muy diferente al que enfrentaba la Argentina en 2001. En Irlanda y Dinamarca, estos ajustes fueron llevados a cabo por gobiernos fuertes que tenían un gran apoyo político para instrumentar estas modificaciones, lo que contrasta fuertemente con la débil coalición que gobernaba la Argentina. Con respecto a la expansión de la demanda, aquellos países instrumentaron una devaluación de la moneda, lo que le daba un impulso inmediato a las exportaciones y le otorgaba tiempo a la demanda interna para recuperarse. En contraste, una devaluación en la Argentina hubiera sido marcadamente contractiva. Esto se debe a que, dado el alto nivel de endeudamiento, esta hubiera destruido el sistema contractual y la capacidad de repago de los deudores. En consecuencia, no se materializó un incremento de las expectativas, los agentes adoptaron una posición de "esperemos a ver que pasa" y el crecimiento del consumo y la inversión no se concretó. Desde este punto de vista, la perspectiva de que la Argentina pudiera haber instrumentado una contracción fiscal expansiva era decididamente improbable.

Complicando aún más el escenario, el "impuestazo" no solo no logró tener efectos expansivos, sino que tampoco consiguió materializar el ajuste fiscal requerido. En consecuencia, el FMI demandó programas de austeridad más exigentes. Pero estos no eran apoyados por el ala izquierda del Partido Radical (la cual era liderada por el expresidente Raúl Alfonsín), profundizando los problemas de gobernabilidad que culminaron con la renuncia del vicepresidente Carlos Alvarez.

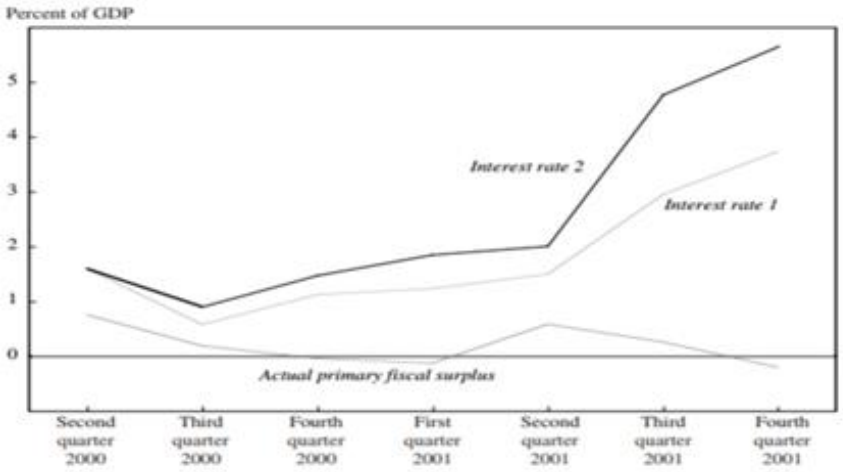
En conjunción con la mala suerte y el complicado panorama político, debe destacarse la importancia de la puesta en marcha de determinados espirales de ajuste. En el primero, de carácter puramente económico, el deterioro de las variables de la economía impactaba negativamente en la recaudación y el déficit fiscal. Esto, a su vez, afectaba negativamente a las expectativas de sostenibilidad de la deuda, aumentando el riesgo país y reduciendo la inversión, cuestión que volvía a impactar negativamente en la economía. El segundo espiral incluía variables políticas y económicas, en este, el deterioro de la posición fiscal incrementaba la necesidad de un ajuste, agudizando las disputas políticas. Esto, a su vez, aumentaba el riesgo país ya que, se consolidaba la percepción de que la Argentina no estaba dispuesta a realizar un ajuste en pos de una política fiscal sustentable. A su vez, esto empeoraba el déficit fiscal vía el pago de intereses más elevados.

Volviendo a la secuencia de hechos que condujeron a la crisis, hacia fines de 2000, ante una caída significativa de la recaudación fiscal, el ministro Machinea negoció un paquete de apoyo con el FMI. Este recibió el nombre de "Blindaje", su rol era asegurarse que el gobierno no se quedara sin fondos en los siguientes 24 meses. Esta operación tuvo un impacto efímero en las expectativas, dado que se empezó a cuestionar el compromiso de los prestamistas de seguir financiando la deuda argentina. Además, también se cuestionó el compromiso del FMI con "el Blindaje". Este era contingente en determinadas metas de ajuste fiscal que eran marcadamente optimistas. En este contexto, resultó particularmente problemático, que el sector privado no mostrara confianza en la recuperación y que el sector público no estuviera dispuesto a realizar el necesitado ajuste fiscal. Por lo tanto, la Argentina vivió un periodo de gran tensión política donde los problemas de sostenibilidad se agravaban. En este marco, se produjo la renuncia de José Luis Machinea en marzo de 2001, el cual fue remplazado por Ricardo López Murphy. Este preparó un nuevo plan para reducir el déficit fiscal mediante una fuerte reducción del gasto. Sin embargo, las manifestaciones políticas frustraron la implementación de este plan, y López Murphy fue forzado a renunciar en tan solo 15 días.

Cabe destacar que, pese a que el ajuste fiscal no se materializó, hasta el segundo cuarto del 2001, la diferencia entre el ajuste fiscal requerido y el observado no era significativamente elevada. Como se puede observar en el siguiente gráfico, en ese momento, la diferencia era de aproximadamente solo 2 puntos del PIB. Sin embargo, a partir del tercer cuarto de 2001, la suba del riesgo país y la caída del PIB requerían un incremento del resultado fiscal (para mantener el cociente deuda/PIB constante) que era inalcanzable. Se observa que, hacia fines de 2001, se hubiera requerido un superávit de aproximadamente 6% del PIB.

Gráfico 7: Superávit Fiscal Requerido y Observado

(como porcentaje del PIB), por Trimestre, 2000-01



Fuente: Powell, A. (2002)

Debe notarse que, si se hubiera resuelto el problema de coordinación de los agentes para poder realizar el ajuste fiscal antes del segundo cuarto de 2001, quizás, se hubieran podido evitar los espirales entre las variables políticas y económicas, y se hubiese podido alcanzar así un equilibrio superior. Desde esta perspectiva, la conjunción del necesitado ajuste fiscal y la agitación política pusieron a la Argentina en un sendero de equilibrio indeseable, del cual no pudo escapar sin un eventual "default" y devaluación.

2.4 Interacción entre la Argentina y el FMI en el desenlace de la crisis

A continuación, se estudia la naturaleza de la relación entre el país y el FMI en el desenlace de la crisis. En un contexto de equilibrio único, el rol del FMI hubiera sido muy simple, ya que sus decisiones se hubieran deducido fácilmente de un análisis de los "fundamentals". En cambio, en un contexto de múltiples equilibrios, el rol del Fondo se tornaba tan problemático como crucial, ya que existía la posibilidad de que los paquetes de ayuda modificaran el sendero de equilibrio y permitieran alcanzar un equilibrio superior. Sin embargo, instrumentar este cambio de sendero era particularmente difícil ya que, si el esquema de incentivos estaba mal diseñado, esto podía dar lugar a problemas de riesgo moral (Moral Hazard).

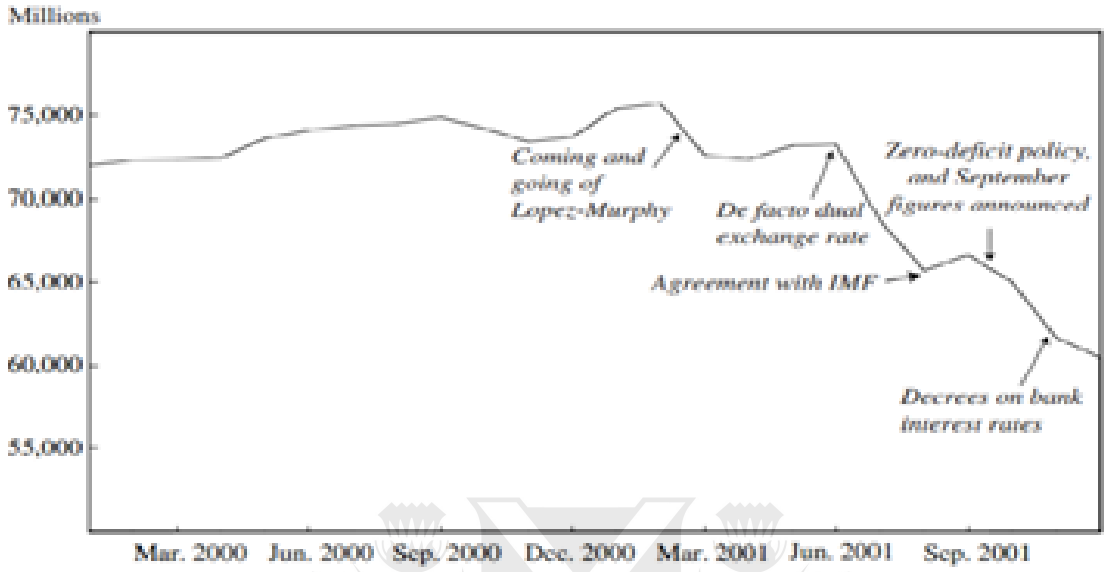
El FMI había apoyado al programa de la convertibilidad desde sus inicios y en particular durante la crisis del tequila. Sin embargo, hacia el 2001, ciertos hechos comenzaron a producir tensiones en esta relación. Aun si se considera que el plan López Murphy no hubiera podido evitar la crisis debido a los espirales de ajuste recesivos, la falta de apoyo al mismo fue un primer indicio de que la Argentina no parecía estar dispuesta a ajustar más allá de cierto límite. Seguidamente, tras la renuncia de López

Murphy, Domingo Cavallo (el constructor de la convertibilidad) asumió el cargo vacante. En la visión de este, los problemas fiscales y la sostenibilidad de la deuda eran en sí un problema de crecimiento. Por lo tanto, a diferencia de sus predecesores, en vez de aplicar medidas fiscales ortodoxas, ideó un conjunto de medidas para intentar reanudar el crecimiento económico. Sin embargo, sus supuestas medidas heterodoxas no supusieron un gran cambio o quiebre respecto de las políticas del pasado. Además, fueron inefectivas y en ocasiones, como en la reducción de los encajes bancarios, funcionaron como acciones de último recurso para proteger un sistema que estaba decididamente destinado al colapso. En particular, la introducción del tipo de cambio dual, con la incorporación del euro, había causado grandes preocupaciones de que el Fondo retirara su apoyo. Esto reforzó las expectativas negativas impulsando al "EMBI spread" por sobre los 1000 puntos. El gobierno argentino, por su parte, argumentaba que este no era un sistema de tipo de cambio dual sino un plan para mejorar la competitividad, en el cual las tasas de subsidios y tarifas operaban a través de los movimientos del tipo de cambio real. No obstante, la depreciación cambiaria que se logró con esta medida fue de solamente 6%.

Posteriormente, el 15 de julio se anunció una política de déficit fiscal cero, en parte para responder a la deteriorada situación fiscal y, quizás, como estrategia para negociar con el FMI un nuevo paquete de ayuda. A primera vista, resultó sorprendente la reacción del mercado ya que, en lugar de caer, el riesgo país aumentó otros 400 puntos. La interpretación fue que el mercado esperaba un ajuste mayor. Si bien esta hipótesis es en parte cierta, el problema fundamental fue que, desde una perspectiva de teoría de juegos, el plan estuvo mal anunciado. El relato oficial apeló al argumento de que la Argentina no quería implementar este plan, pero que el mismo le había sido impuesto ya que no tenía más acceso a fuentes de crédito alternativas. Por lo tanto, este anuncio cambió el conocimiento común (degree of common knowledge) de los agentes. Dada la situación complicada de la Argentina, un inversor individual probablemente estaba reticente a prestarle fondos, pero, no estaba completamente seguro acerca de cuál era la visión de los otros inversores. A la vez, un segundo inversor no sabía cuál era la visión del primero y así sucesivamente. Consiguientemente, cuando la Argentina anunció la política de déficit cero evidenció que ningún inversor estaba dispuesto a prestarle al país, cuestión que se convirtió en conocimiento común. Por lo tanto, el anuncio reveló que la situación era peor de lo que se imaginaba.

Paralelamente al anuncio del déficit cero, el FMI parecía vacilar en su decisión de ayudar a la Argentina. Se pensaba que si el FMI retiraba su apoyo se acabaría el acceso del gobierno a nuevos fondos y habría una corrida bancaria. En efecto, en julio de 2001, ante la incertidumbre del compromiso del FMI, se produce una gran corrida como se puede observar en el siguiente gráfico:

Gráfico 8: Depósitos Bancarios del Sector Privado, Dólares y Pesos, Enero - Diciembre 2001



Fuente: Powell, A. (2002)

Llegado este punto, el FMI tenía dos alternativas: instrumentar un paquete de apoyo muy fuerte para intentar romper el círculo vicioso, o admitir que la situación ya no era viable y buscar una restructuración de la deuda que redujera sus pérdidas. Finalmente, el 21 de agosto, el FMI respondió con un paquete de ayuda que logró detener la caída de los depósitos bancarios, pero solo transitoriamente. Los problemas reaparecieron cuando se conocieron los resultados fiscales de septiembre. En ese momento, quedó claro que la Argentina no cumpliría con el objetivo fiscal del cuarto trimestre y, además, que el déficit fiscal estaba lejos de cumplir con el recientemente prometido déficit cero. De este modo, se hizo evidente que no se llegaría a un nuevo acuerdo con el FMI hasta que el país restructurara su deuda. A su vez, los inversores domésticos, anticipando lo que la reestructuración supondría para las hojas de balance de los bancos, empezaron una nueva corrida bancaria.

Para racionalizar porque la Argentina y el FMI se comportaron de esta manera, Powell, A. (2002) presenta el siguiente juego:

		IMF	
		Assist	No assist
Country	Safe	First Best (0,0)	On Your Own (–*A*,–*B*)
	Risky	Moral Hazard (*C*,–*D*)	Worst Case (–*E*,–*F*)

Fuente: Powell, A. (2002)

En este, el FMI decide si asistir o no asistir, y la Argentina decide si ser cauto o no serlo. En particular, asume que A, B, C, D, E, F>0 y –D< -F y –E<-A. Puede notarse que el juego no tiene equilibrio en estrategias puras, pero sí existe un equilibrio en estrategias mixtas en las que ambos randomizan entre ambas opciones. Analizando los hechos, parecería que la Argentina y el Fondo habían logrado la situación cooperativa de "First Best" hacia finales de los 90, donde la Argentina realizaba cierta política de ajuste y el FMI respondía con un programa de ayuda. Según el autor esto es debatible, pero es consistente con la continuidad del programa, con "el Blindaje" a finales de 2000 y con el hecho de que la deuda y la cuenta corriente no daban claras señales de insostenibilidad. Luego, la Argentina se desvía e implementa una estrategia riesgosa (desde la perspectiva del FMI). Bajo esta visión, tras obtener el "Blindaje", el gobierno se había asegurado los recursos necesarios para su financiamiento en los meses siguientes, por lo que resultó atractivo desviarse. En cambio, en la visión de Cavallo, el problema de la deuda era una trampa de crecimiento, por lo que las medidas para reactivar la economía podían ser riesgosas, pero eran la única salida. Finalmente, la recuperación no se materializó y el FMI respondió con una estrategia mixta vacilando entre ayudar y no ayudar.

2.5 Hipótesis de trampa de crecimiento

Con respecto a la hipótesis anterior, parece difícil concebir que el origen de la crisis se encuentre en los espirales de ajuste recesivos y en las políticas desordenadas que impidieron el ajuste fiscal. Aunque se hubiera realizado la contracción fiscal necesaria, dado el marco de expectativas desfavorables y las perspectivas pesimistas que enfrentaba el sector exportador, parece difícil que el ajuste, por sí solo, hubiera logrado revertir las expectativas y mantener el influjo de capitales destinado a promover la inversión. Por lo que, de todas maneras, el producto argentino hubiera declinado significativamente en 2001-2002 y la crisis hubiera sido inevitable. Adicionalmente los

espirales recesivos y los elementos de profecía auto cumplidas (que reforzaron las expectativas negativas) parecen haber sido una consecuencia del problema de crecimiento antes que una causa de la crisis.

La trampa de crecimiento en la que se encontró inmersa la Argentina, en los años 1998-2001, se correspondió con el deterioro de las condiciones externas y la progresiva sobrevaluación cambiaria, factores que restringieron en gran medida el acceso al financiamiento externo, lo que funcionó como gatillo para la declinación de la inversión y el comienzo de la recesión. En línea con Arora, M. (2016), un problema del crecimiento argentino es la fuerte dependencia de los capitales externos, los cuales, en lugar de utilizarse como complemento al ahorro local, funcionan como sustento del desarrollo económico nacional.

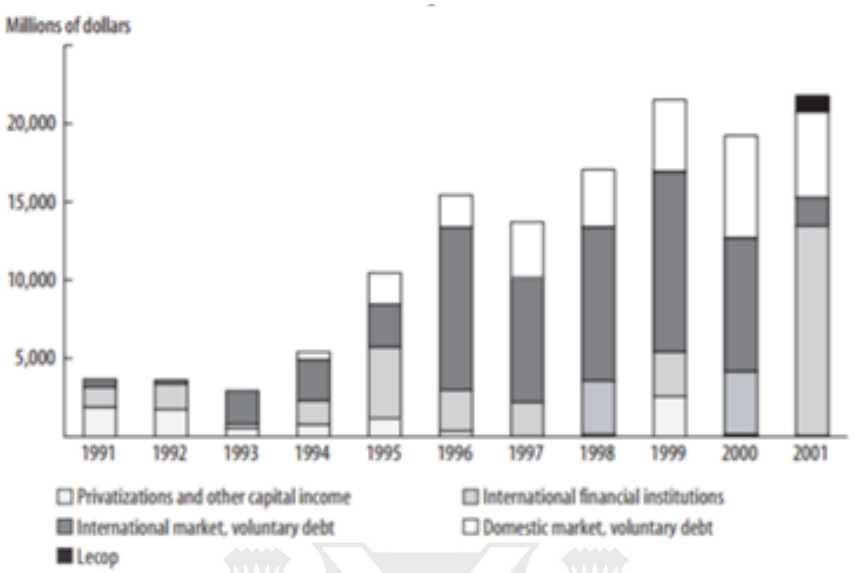
Al comparar con otros países latinoamericanos, se observa que estos sufrieron shocks similares a los que experimentó la Argentina en su cuenta de capitales y que se vieron forzados a generar rápidamente un balance superavitario en la cuenta corriente. La diferencia es que estos podían realizar el ajuste mediante una devaluación que cambiara los precios relativos, ya que sus sistemas contractuales se encontraban mucho menos dolarizados. Como la Argentina no podía realizar esto y la deflación era muy lenta, para realizar el ajuste en la cuenta corriente el país tuvo que ajustar las cantidades mediante una recesión pronunciada. En línea con Cavallo, se puede afirmar que el problema de la deuda argentina se debía a una crisis de crecimiento, si el ingreso seguía cayendo, en algún momento se haría inevitable no poder cumplir con los servicios de deuda. Bajo este enfoque, los problemas fiscales también parecían tener la misma raíz.

En un análisis contra fáctico, Hausmann, R., & Velasco, A. (2002) analizan si la Argentina pudiera haber eludido la trampa de crecimiento. Según estos, para mantener la confianza y alcanzar un crecimiento moderado, en el periodo 1998-2001, dada la rigidez de los precios, hubiera sido necesario mantener un déficit de cuenta corriente de 5% del PIB. Debe notarse que esta cifra es marcadamente elevada, por lo que hubiera requerido un gran compromiso de los agentes externos en un momento en que las complicaciones del panorama argentino se acentuaban. Según los autores, en un contexto idealizado de mercados de capitales perfectos, quizás los inversores externos hubieran financiado el mayor déficit hasta que la confianza y la competitividad argentina se restablecieran, para luego seguir financiando el déficit cada vez en menor medida. Sin embargo, la falencia de este argumento consiste en que no se podía restablecer la competitividad sin atravesar una devaluación que, a su vez, hubiera desencadenado una crisis debido a la alta dolarización del sistema contractual. Por lo cual, parece correcto afirmar que las imperfecciones en el mercado de capitales no pueden explicar, por si solas, porque la Argentina no pudo esquivar la trampa de crecimiento.

2.6 Falencias en la construcción del esquema de la convertibilidad

A continuación, se dilucidan las falencias principales en la construcción del esquema de la convertibilidad. En contra de la visión de Domingo Cavallo, la imposición de la convertibilidad no indujo automáticamente una disciplina fiscal (desde una perspectiva ex post) consistente con la pérdida del impuesto inflacionario (como visto anteriormente). Asimismo, sin importar que tan creíble fuera el sistema, este no induciría a una mayor flexibilidad de los precios y los salarios, como medida para contrarrestar la pérdida del uso del tipo de cambio como mecanismo de ajuste. Adicionalmente, la disciplina monetaria que indujo el marco legal e institucional de la convertibilidad mostró ser fácil de eludir. Inicialmente, en tiempos de bonanza, la prohibición de financiar el déficit a través de la política monetaria no supuso ningún problema ya que, el gobierno se financió mediante la privatización de empresas públicas y el acceso al ahorro externo. Luego, cuando el endeudamiento externo se vio restringido, el gobierno se financió mediante la colocación forzosa de deuda en el sistema bancario doméstico, traspasando los problemas fiscales al sistema financiero. Seguidamente, tras drenar la liquidez de los bancos, en medio de un fuerte marco recesivo y ante la dificultad de solventar al sector público, el gobierno se vio obligado a romper el compromiso de disciplina monetaria mediante la impresión de cuasi monedas. Las emisiones más importantes fueron las letras de cancelación de obligaciones provinciales, más comúnmente conocidas como "lecops", que equivalieron a 2.543 millones de pesos y los "patacones" que equivalieron a 1.591 millones de pesos. Los primeros permitieron al Estado Nacional cancelar deudas que este había contraído con las provincias debido a la falta de recursos financieros y los segundos permitieron a la provincia de Buenos Aires igualar sus ingresos con sus gastos. Debe notarse que estas no fueron las únicas emisiones. La mayoría de las provincias se vieron obligadas a lanzar sus propias monedas para poder financiarse, consolidando un marco de extremos desorden monetario. Así, nacieron: el "quebracho", el "lecor", el "cecaror", el "bonfe", el "bocanfor", el "petrom" entre otros. En el siguiente grafico se ve reflejado el proceso descripto de sustitución de las fuentes de financiamiento del Estado a lo largo de la década:

Gráfico 9: Fuentes de Financiamiento del Estado Argentino



Fuente: De la Torre, A., Yeyati, E. L., Schmukler, S. L., Ades, A., & Kaminsky, G. (2003)

Algunos autores sostienen que la adopción de un tipo de cambio fijo fue una falencia central en las políticas de la década del 1990. Sin embargo, la discusión sobre si la Argentina debía adoptar un tipo de cambio fijo o uno flotante no puede tener una respuesta unidimensional. Si el país dejaba flotar la moneda, como observado anteriormente a la convertibilidad, esto permitía ajustar frente a shocks, pero restringía la intermediación financiera (lo que dificultaba la inversión y el crecimiento). Si, en cambio, adoptaba un modelo de tipo de cambio fijo (como se observó realmente) podía lograr una mayor profundización de la intermediación financiera, pero perdía la capacidad de ajustar frente a shocks, lo que podía ser muy peligroso como se vio en la implosión de la convertibilidad. Es decir, el problema central de la Argentina radica en cómo alcanzar una tendencia de crecimiento estable (ya que la disyuntiva presentada hasta ahora consistía en: el no crecimiento o el crecimiento riesgoso). Para lograr este cometido, el desafío para la Argentina es la construcción de una relación estable entre la moneda y la intermediación financiera, cuestión que solo podrá conseguirse mediante el fortalecimiento de la moneda. De lograrse esto, bajo un esquema de tipo de cambio flotante, el país podría ajustar frente a shocks y al mismo tiempo desarrollar el sistema contractual en términos de la moneda local, por lo que la Argentina podría crecer y ajustar frente a shocks simultáneamente. En el otro caso, bajo un tipo de cambio fijo, al desarrollarse su sistema contractual en pesos, este podría ajustar, modificar o salir de un sistema cambiario sin inducir crisis financieras.

2.7 Reinterpretación bajo el enfoque que revaloriza el rol de las expectativas

Para entender el origen de la crisis es necesario responder a la siguiente pregunta: ¿**Cómo eligen sus decisiones los agentes económicos?** Como explica Fanelli (2002):

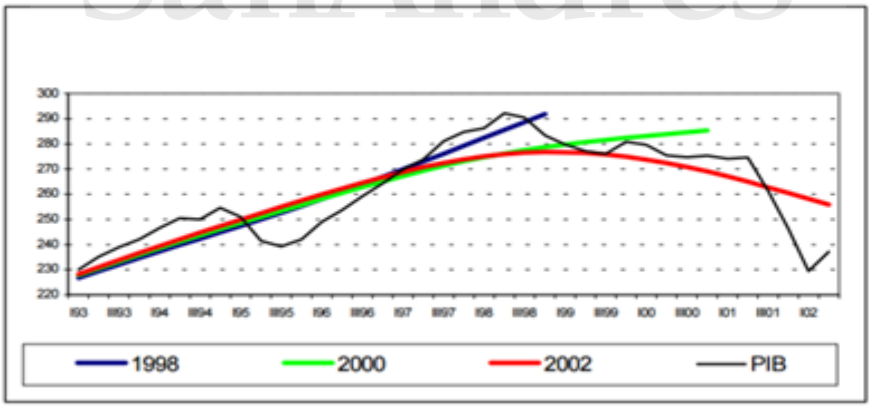
Normalmente, la variación de las variables agregadas, se piensa como la consecuencia de un plan cuidadosamente estudiado y elegido por los agentes. Siguiendo esta hipótesis, la crisis del 2001 sería un fenómeno de equilibrio. Sin embargo, parece difícil explicar una recesión tan profunda y un colapso generalizado del sistema contractual como un plan deliberado de los agentes. El problema radica en que estos viven en un contexto de incertidumbre, y, por lo tanto, eligen sus decisiones en base a las expectativas que tienen sobre el futuro, las cuales pueden o no validarse. Desde esta perspectiva, lo que puede parecer obvio ex post, quizás no era visible o probable ex ante (2002, p.4)

En este marco, resulta de suma importancia saber **¿De qué manera los agentes formulan sus expectativas acerca del futuro?**

En los modelos teóricos, una premisa usual es el supuesto de expectativas racionales. Este parece ser útil en muchos casos. Sin embargo, este supuesto no parece plausible a la hora de analizar la realidad argentina durante la convertibilidad ya que, asume que los agentes conocen las verdaderas distribuciones probabilísticas de las variables. Es decir, implica que los individuos toman sus decisiones como si conocieran cual es el verdadero modelo de la economía. Hay que destacar, que la idea de expectativas racionales presupone que los agentes se desenvuelven en un contexto de riesgo (a la Knight) ya que, para saber la verdadera distribución de las variables es necesario que los agentes conozcan todos los shocks que pueden llegar a impactar en la economía y sus probabilidades asociadas. En la realidad, en cambio, los agentes parecerían encontrarse en un contexto de incertidumbre dado que no conocen cuales son todas las posibles perturbaciones. Al enfrentarse a los diversos escenarios y shocks que les va presentando el estado de la naturaleza, estos van aprendiendo y haciendo inferencias acerca de las distribuciones probabilísticas subyacentes de las series temporales y así van modificando su proceso de formación de expectativas. Bajo este enfoque, se podría considerar que las expectativas se convierten en racionales en el límite. Es decir, las distribuciones que los agentes tienen en mente convergen con las verdaderas, luego de un largo proceso de aprendizaje. Al observar la crisis argentina en 2001, se podría inferir que los agentes todavía no habían llegado al límite de su aprendizaje y, por lo tanto, habían incorporado en su proceso de toma de decisiones expectativas con previsiones sesgadas. Desde un punto de vista teórico, podría ser que los agentes hubieran estado al tanto de la verdadera probabilidad de ocurrencia de un escenario como el observado pero que, debido a su muy baja probabilidad, no hubiera sido óptimo realizar acciones precautorias. Sin embargo, esto último no es muy creíble.

La incorporación de expectativas sesgadas resulta sumamente problemática a la hora de cumplir el deseo de los agentes de suavizar el consumo en el tiempo. Esto se debe a que, para lograr tal cometido, es necesario que los individuos tengan proyecciones muy acertadas acerca del producto futuro. Lo cual es particularmente difícil en una economía tan volátil como la argentina. En efecto, al observar la serie del PIB para el periodo 1993-2002 y la tendencia Hodrick-Prescott, calculada como si el observador estuviera situado en 1998, se podría afirmar que la década de 1990 no parecía constituir una fase de ingresos transitoriamente altos. En realidad, tras solucionar el problema crónico de la hiperinflación, y el lanzamiento de ambiciosos paquetes de reformas económicas, se creyó que se había generado un aumento permanente de la productividad que había puesto al país en una nueva senda de crecimiento. Más aun, el hecho de que el país haya tenido acceso fluido al mercado de crédito, casi hasta el final de la convertibilidad, indica que esta percepción no era exclusiva de los agentes internos, sino que también era la de los agentes externos. Sin embargo, como se puede observar en los datos, esta tendencia sobrestimaba significativamente el desempeño futuro de la economía. Incluso la tendencia calculada con datos hasta el 2000 sobrestima la trayectoria del PIB. Por lo cual, se puede inferir que la crisis no fue percibida como ineludible hasta que fue demasiado tarde. Finalmente, la trayectoria calculada desde la perspectiva de 2002 muestra de forma más precisa el comportamiento del crecimiento en la década de la convertibilidad ya que, es calculada con todos los datos). Sintetizando, se puede ver que, en escenarios tan volátiles, dependiendo del instante del tiempo en que se sitúa el agente, este puede llegar a conclusiones muy diferentes acerca de cuál sería su asignación óptima a: consumo, inversión (producción no transable y transable) y ahorro.

Gráfico 10: PIB a Precios Constantes y Tendencias



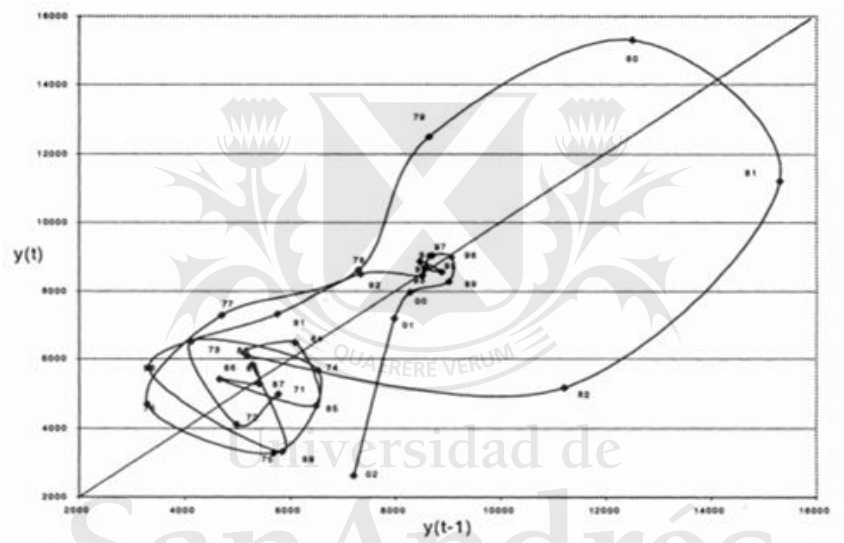
Nota: Las líneas interpoladas representan las tendencias Hodrick-Prescott calculadas con datos que cubren desde el comienzo de la serie (1970) hasta el año señalado en cada caso.

Fuente: Galiani, S., Heymann, D., & Tomassi, M. (2003)

No obstante, cabe destacar que expectativas que se ven invalidadas ex post no desencadenan usualmente una crisis de la magnitud que tuvo la Argentina. Para que se produzca una debacle como la observada en 2001, es necesario que los errores de previsión sean realmente considerables (como los observados en el grafico anterior). Por lo tanto, surge la siguiente pregunta: **¿Por qué fue tan difícil el proceso de formación de expectativas en el caso particular de la Argentina?**

Como explican Galiani, S., Heymann, D., & Tomassi, M. (2003) resultó particularmente problemático fijar las expectativas, dado que "los vaivenes de la economía argentina en el pasado no ofrecían ningún "punto focal"". Este argumento se ve reflejado en el siguiente diagrama de fase:

Gráfico 11: Diagrama de Fase del PIB per Cápita en Dólares Constantes de 2000 (1970-2002)

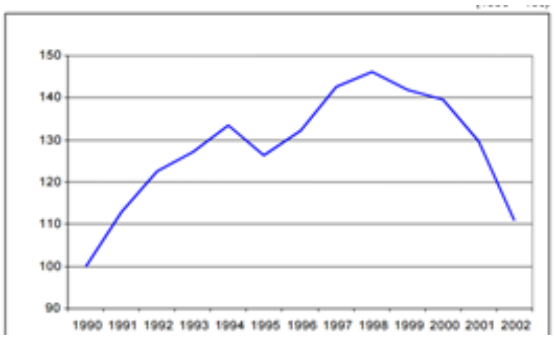


Fuente: Galiani, S., Heymann, D., & Tomassi, M. (2003)

Como se puede observar, el valor en dólares del PIB presentó grandes oscilaciones. Los puntos se pueden agrupar en tres regiones: un área correspondiente a las décadas de 1970 y 1980, otra al periodo de la convertibilidad en la década de 1990, y una especie de "loop" para las observaciones del 1979-1982. A esta dinámica de crecimiento, se la ha llamado en la literatura económica de "stop and go" debido a los saltos y caídas que experimenta el PIB alrededor de su tendencia. De esta manera, se puede observar que el crecimiento de la Argentina parece ser característicamente inestable, debido a que comienza y para, y así, sucesivamente. Este factor creaba grandes problemas de aprendizaje ya que, los marcados cambios de tendencia dificultaban la identificación del sendero en que se estaba moviendo la economía. De esta manera, el proceso de toma de decisiones de los individuos se complicaba fuertemente. En consecuencia, en la década de la convertibilidad, los agentes no pudieron suavizar ni el consumo ni la inversión. En el siguiente gráfico, se puede advertir que la evolución del

consumo no parece haber sido la consecuencia de expectativas de previsión perfecta e individuos maximizadores:

Gráfico 12: Consumo Privado a Precios Constantes (1990=100)



Fuente: Fanelli, J. M. (2002)

A continuación, se hará una reinterpretación de los hechos estudiados anteriormente revalorizando la importancia de las expectativas. Para realizar este análisis es necesario primero entender el comportamiento de la cuenta corriente.

La balanza de pagos de un país se compone de dos elementos. La cuenta corriente, que refleja la diferencia entre el ahorro y la inversión de un país, que a su vez depende de dos factores: el balance de la cuenta comercial y los ingresos y transferencias netas con el extranjero. Y la cuenta de capital que refleja la transacción de instrumentos financieros. La balanza de pagos (exceptuando pequeños errores de omisión o medición) debe ser cero. Es decir, si el país presenta un déficit de cuenta corriente es porque invierte más de lo que ahorra, entonces la cuenta de capital debe ser positiva ya que, entran capitales para financiar ese mayor gasto (ya sea que se destina a consumo o inversión). Debe tenerse en cuenta que la economía está sujeta a una restricción de presupuesto intertemporal y no puede endeudarse indefinidamente a la Ponzi, por lo que un déficit de cuenta corriente se corresponde con un saldo futuro negativo de la cuenta de capitales.

Como establece Heymann, D. (1994) la experiencia histórica no muestra una correlación sistemática entre la presencia de un déficit en cuenta corriente y el desempeño futuro de una nación. Esto se corresponde con la visión de que el déficit no tiene la información suficiente para predecir el estado futuro de la economía. En efecto, un aumento de los influjos de capitales (para financiar el déficit) puede ser interpretado de diversas maneras por los agentes económicos. Una interpretación, afirma que el país está incurriendo en un excesivo consumo y una desmedida inversión en el sector no transable, debido a una sobrestimación de los retornos y perspectivas de la inversión en el sector transable. De esta manera, el déficit es interpretado como señal de futura fragilidad de la economía.

En cambio, otra interpretación, establece que el país presenta mayores oportunidades de inversión, y por lo tanto presagia un horizonte optimista. Esta última interpretación fue la que tuvieron los agentes a principios de la década de 1990.

Inicialmente, los incrementos de productividad y el desempeño del PIB y de las exportaciones parecieron indicar que las expectativas se habían determinado consistentemente. De esta manera, cuando los hechos comenzaron validando las expectativas, el gobierno decidió que tenía una restricción holgada y que podía oficializar deudas previamente no reconocidas. De la misma manera, reformó el sistema previsional público, lo que ajustaría más la restricción del gobierno en el horizonte cercano, pero relajaría la restricción en el largo plazo. Por lo tanto, parecía que el gobierno, anticipando tiempos de bonanza, estaba implementando una política fiscal contracíclica. Acaso ¿esto no contradice lo que se había dicho anteriormente? Notar que si un gobierno entra en default es porque este ha generado desequilibrios fiscales. Sin embargo, el problema es que como los agentes no tienen previsión perfecta es muy difícil determinar si el gasto público sigue una trayectoria sostenible o no. En este marco, cabe destacar que determinado gasto público en un momento "T", puede revelarse que fue pro o anticíclico dependiendo de cuál sea el nivel del producto que se revela en "T+1". Por lo tanto, aunque la posición fiscal en 1994 pareció jugar un rol anticíclico y conservador, visto desde el 2002 se vio que, en efecto, la política fiscal tuvo un rol procíclico y fue un factor central en el estallido de la crisis.

Asimismo, los agentes creyeron que la convertibilidad era un marco robusto para la toma de decisiones y construyeron el sistema contractual alrededor de la creencia de que la economía podría sostener un crecimiento real dentro de este marco. El gobierno reforzó estas expectativas al endeudarse en dólares. En el mismo sentido, a lo largo de toda la década, siempre que tuvo la posibilidad el gobierno fortaleció la idea de que la convertibilidad no era un esquema transitorio para solucionar la hiperinflación, sino un modelo permanente para la economía argentina. Consecuentemente, el grado de dolarización creció durante este período. El problema del marco contractual mencionado era que dependía de que se concretaran las expectativas: de un aumento continuo de la productividad del sector exportador, de la adopción de políticas fiscales consistentes (desde una perspectiva ex post) y de que el aumento de productividad de las exportaciones se materializara antes de que se acabara el crédito externo. Es decir, en algún momento la cuenta de capitales se tendría que tornar deficitaria y la cuenta corriente superavitaria. Existieron ciertas acciones dirigidas a precaverse ante shocks, como el fortalecimiento de las regulaciones bancarias instrumentadas por el gobierno post "tequila", o la distinción que hicieron los agentes privados entre los activos en dólares y los activos en pesos. Sin embargo, ni el sector privado ni el gobierno

mostraron gran preocupación por obtener un seguro contra la revelación de un estado de la naturaleza desfavorable. Por lo tanto, pareció que los agentes tenían fuertes expectativas y confiaban en que el sistema sería robusto ante cualquier shock. En resumen, parece ser que los agentes hicieron una apuesta del tipo "todo o nada" por la convertibilidad.

En 1998, ante continuos déficits de cuenta corriente y el inicio de los problemas económicos, no estaba claro si los agentes habían interpretado con demasiado optimismo el porvenir o si por el contrario esto era solo una dificultad transitoria. De esta manera, no quedaba claro tampoco, cuál era el momento en que los agentes debían revisar sus expectativas a la baja. Esto puede explicar la dificultad de realizar el ajuste fiscal requerido expuesto anteriormente. En efecto, hacia 1999 pareció observarse un periodo de recuperación y se discutió si la recesión había terminado. Sin embargo, los continuos déficits en cuenta corriente y el balance fiscal seguían demandando que se materializara un incremento de las exportaciones, de manera que no resultara problemático el repago de la deuda. Cuando la situación volvió a empeorar en el 2000, los agentes debieron ajustar continuamente sus expectativas a la baja, lo que desencadenó un espiral deflacionario que culminó posteriormente con el estallido de la crisis, el congelamiento de los depósitos ("corralito") y el default de la deuda externa.

Finalmente, resultó evidente que "expectativas ampliamente sostenidas fueron invalidadas" (Heymann, D. 1994, p. 14) al conocerse los hechos, por lo que la crisis se corresponde con un fenómeno de expectativas frustradas. Esto se vio reflejado en el hecho de que el consumo, la inversión no transable, el gasto público y el endeudamiento mostraron ser excesivos desde una perspectiva ex post. Esto, a su vez, explica porque los agentes se comportaron de la manera que lo hicieron, lo cual fue el origen del problema, y de esta manera engloba muchas de las visiones comentadas anteriormente. Además, esta perspectiva sirve para explicar la falta de acciones precautorias por parte de los agentes públicos y privados.

3. ¿Por qué la convertibilidad superó la crisis del tequila pero no pudo sobrevivir al contagio de la crisis rusa?

Como explicado anteriormente, hacia fines de 1994, el país es impactado por la suba de la tasa de interés en los Estados Unidos y por la crisis mexicana. Ante el limitado número de instrumentos que ofrecía la política monetaria bajo la convertibilidad, se cuestionó fuertemente la continuidad del esquema. Esto causó una caída en el precio de los bonos argentinos y una corrida bancaria que alcanzó alrededor del 18 % de los depósitos. Adicionalmente, el flujo de capitales se vio interrumpido y la inversión declinó en 13.1% (tabla siguiente). Sin embargo, en 1995, las favorables condiciones externas permitieron un incremento muy significativo de las exportaciones de 22,5 %. Este factor en conjunción con los significativos paquetes de ayuda con los que respondió el FMI, permitieron la continuidad de la convertibilidad. Tras el restablecimiento de la confianza, en 1996-1997, las dudas acerca de la sostenibilidad del esquema menguaron con el fuerte desempeño de la inversión y del sector exportador que impulsaron la reactivación del crecimiento.

En 1998, se produce la crisis rusa. Al igual que bajo la crisis del "Tequila", en 1999 el producto sufrió una fuerte caída liderada por una marcada disminución de la inversión. Asimismo, el FMI también respondió con paquetes de ayuda. La percepción de los mercados hacia fines de 1999 era que este sería otro episodio similar al experimentado en 1995 y, por lo tanto, habría que mantener la calma hasta que se restablezca el crecimiento. ¿Porque entonces el sistema de la convertibilidad no pudo sobrevivir al contagio de esta crisis? La diferencia fundamental radicó en que esta vez el nivel de deuda acumulado era marcadamente mayor y las condiciones externas eran sumamente desfavorables. De esta manera, ante un bajo precio de los "commodities", una moneda sobrevaluada y cuestionamientos acerca de la sostenibilidad de la deuda, el país no pudo retomar rápidamente su crecimiento en el bienio 1999-2000, a diferencia de como lo había hecho tras el "Tequilazo" en 1996-1997.

Los episodios observados en 1995 fueron interpretados como un problema de liquidez. En respuesta, en los años 1995-1998, el Banco central introdujo una seria de regulaciones financieras tendientes a aumentar los requerimientos de capital y la liquidez de los bancos, con el objetivo de hacer más robusto al sistema financiero ante posibles shocks. Adicionalmente negoció líneas de crédito externas contingentes como medidas precautorias ante problemas de liquidez. Estas medidas protegieron inicialmente al sistema en 1998, pero el hecho de que el crecimiento no se reanudara, transformó un problema de liquidez en uno de solvencia, y así, el modelo de la convertibilidad se hizo insostenible.

Tabla 2: PIB y sus componentes: tasas de crecimiento anual (a precios constantes de 1993)

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
GDP	5.8	-2.8	5.5	8.1	3.9	-3.4	-0.8	-4.5
Private Consumption	6.1	-4.4	5.5	9.0	3.5	-2.0	-0.7	-5.8
Public consumption	0.4	0.8	2.2	3.2	3.4	2.6	0.6	-2.1
Investment	13.7	-13.1	8.9	17.7	6.5	-12.6	-6.8	-15.9
Exports	15.3	22.5	7.6	12.2	10.6	-1.3	2.7	2.9
Imports	21.1	-9.8	17.5	26.9	8.4	-11.3	-0.2	-14.0
Export prices 1/	2.9	5.7	6.5	-3.5	-10.4	-11.2	10.2	-3.5

1/ Annual rate of growth in US dollars.

Fuente: Hausmann, R., & Velasco, A. (2002)

QUAERERE VERUM
Universidad de
SanAndrés

4. Estrategias de salida

4.0 Introducción

Este apartado realiza un análisis contra factual al estudiar las diferentes estrategias de salida que se pudieran haber llevado a cabo anteriormente o en el momento del estallido de la crisis. Cabe destacar que es muy importante el momento en que se realiza una salida o cambio de régimen. Las condiciones existentes y percepciones futuras en ese instante determinan, en mayor medida, el grado de éxito de la estrategia. El problema es que incluso en los mejores años 1996-1997, cualquier forma de salida hubiera sido extremadamente difícil para la Argentina, dado el elevado nivel de deuda que había acumulado. Incluso aceptando que una salida en 1996-1997 hubiera sido altamente costosa, el lector podría pensar que, por lo menos de llevarse a cabo en estos años se hubieran minimizado los costos. El inconveniente para este cometido era que, en ese período, todo marchaba bien por lo que no se percibía la necesidad de un cambio. En consecuencia, hubiera sido prácticamente imposible conseguir el apoyo necesario para implementar esta medida. Acá vemos nuevamente el rol central que cumplen las expectativas. Como los agentes no tuvieron previsión perfecta y confiaban en el futuro de la economía, desde su perspectiva, podría parecer absurdo implementar una estrategia de salida como acción precautoria. Por esta razón, a continuación, estudiamos las diferentes opciones que pudieran haber implementado las autoridades argentinas cuando los problemas se hicieron evidentes y el futuro ya no parecía tan claro. ¿Qué estrategia hubiera minimizado los costos? ¿Existe alguna opción que pudiera haber evitado la crisis con alta probabilidad?

4.1 Dolarización formal

Una primera opción, cuando se presentaron inicialmente los problemas a fines de 1998, respaldada por muchos economistas del momento, y en particular, por el entonces presidente del Banco Central Pedro Pou, era la adopción temprana de la dolarización. Esta consistía en la adopción oficial de la moneda estadounidense para remplazar a la moneda local en todas sus funciones: reserva de valor, unidad de medida y medio de pago. Esta opción hubiera permitido mantener el compromiso social del “uno a uno”, que había funcionado como eje institucional durante toda la década. Otros argumentos a favor eran: que la dolarización hubiera atenuado significativamente el miedo a un congelamiento de los depósitos, y que incluso en caso de una corrida, hubiera sido más probable que los bancos internacionales apoyaran a sus filiales con mayor compromiso que en el caso observado posteriormente (en el cual se aplicó una pesificación asimétrica). Esta alternativa había ganado fuerza en el escenario argentino hacia 1999-2000, pero se debilitó luego de que el presidente Menem se alejara del poder.

Hacia 1999, una dolarización implementada a la tasa 1:1, hubiera eludido la devaluación, pero hubiera implicado la aceptación de un ajuste recesivo para realinear el tipo de cambio. No obstante, los partidarios de esta alternativa creían que la adopción del dólar reduciría el riesgo cambiario derivando en una reducción del riesgo país, y consecuentemente, se reactivaría la inversión y el crecimiento, acortando la duración de la recesión mencionada. Sin embargo, el riesgo país no depende solo del riesgo cambiario, sino que está asociado a la capacidad de repago percibida, la que a su vez depende de la capacidad del país de generar dólares. Como la Argentina no puede emitir dólares, la capacidad de repago está atada a las perspectivas que presentan las exportaciones en el horizonte cercano. Por lo tanto, una vez que se complicaron las condiciones externas, no quedaba claro que la dolarización hubiera tenido el efecto mencionado. Además, parece difícil que, ante un contexto internacional desfavorable y una reducida competitividad, los agentes apostando a una recuperación futura, hubieran decidido invertir, reactivando el crecimiento. Aún si en este momento esta estrategia hubiera funcionado, el problema de esta alternativa es que inhabilitaba la capacidad de la política monetaria de hacer frente a shocks, por lo que el país hubiera quedado expuesto a los mismos problemas en el futuro. Como la dolarización es un esquema de tipo de cambio fijo, los problemas vistos reflejan la problemática de adoptar medidas en contra de los argumentos de una "optimal currency área theory (OCA)".

Hacia 2001, el panorama argentino se tornó extremadamente complicado, como la deflación de precios en los años 1998-2001 fue muy lenta, no se logró realinear el tipo de cambio, por lo que el problema fundamental de esta estrategia es que no hubiera podido resolver la falta de competitividad.

4.2 Devaluación nominal

Otra opción era realizar una devaluación nominal. Esta hubiera resuelto inmediatamente el problema de la sobrevaluación de la moneda, pero a la vez creaba otros inconvenientes. Como es usual ante el abandono de un tipo de cambio fijo, los depositantes hubieran realizado una corrida para proteger el valor de sus ahorros (independientemente de si sus depósitos estaban en pesos o en dólares) ya que hubieran anticipado el "over shooting" del tipo de cambio y los problemas en las hojas de balance de los bancos. El dilema consistía en que, si la Argentina quería escapar de la trampa de crecimiento en la que estaba inmersa, necesariamente tendría que devaluar para poder reestablecer la competitividad, los flujos de capitales y la inversión. Por lo que parece inevitable, dado el alto grado de dolarización de los contratos que, si el país quería reactivar el crecimiento, indefectiblemente tendría que pasar por una crisis previa. Sin embargo, una devaluación por sí sola, dado el alto grado de sobrevaluación, hubiera significado una crisis significativamente profunda ya que hubiera destruido totalmente a las empresas endeudadas en dólares. Asimismo, hubiera impactado significativamente al sistema

bancario, cuyos portafolios de préstamos se hubieran desvalorizado fuertemente. A su vez, el cociente deuda/PIB hubiera aumentado radicalmente y el gobierno hubiera visto su acceso al crédito repentinamente interrumpido. Por lo tanto, para evitar que la crisis bancaria, fiscal y económica fuera tan pronunciada, era necesario distribuir las pérdidas asociadas a una devaluación de diferente manera, como se explica en la siguiente alternativa.

4.3 Devaluación nominal y pesificación

La estrategia de salida que llevó a cabo la Argentina, una vez que la crisis estalló, consistió en una devaluación en conjunto con una pesificación de los contratos y de los depósitos. Al igual que en la alternativa anterior, era previsible que hubiera una corrida bancaria, tal como efectivamente ocurrió. En consecuencia, fue inevitable aplicar un congelamiento de los depósitos (conocido como "corralito") para proteger el sistema de pagos. Debe notarse que una falta grave de la pesificación es la violación de los derechos de propiedad que esta implica. Sin embargo, si no se realizaba una pesificación las empresas no hubieran podido afrontar sus compromisos de todas maneras. Adicionalmente, se podría afirmar que esta estrategia, al distribuir las pérdidas entre un mayor número de agentes (al transferir parte de las pérdidas de los deudores a los acreedores y de los bancos a los depositantes), alivió la magnitud de la crisis ya que redujo el impacto de la devaluación en las empresas domésticas y en el sistema bancario.

QUAERERE VERUM
Universidad de
SanAndrés

5. Conclusión

Recapitulando, el déficit fiscal, el endeudamiento y el gasto público resultaron excesivos durante la década de la convertibilidad. Sin embargo, esto resultó evidente solo desde una perspectiva ex post y no desde un punto de vista ex ante. Debe notarse que si el PIB hubiera crecido de acuerdo a lo proyectado, los cocientes: deuda/PIB, gasto público/PIB y déficit fiscal/PIB hubieran sido significativamente menores. De la misma manera, las vulnerabilidades externas y las fragilidades que creó el esquema de la convertibilidad no fueron vistas como probables ex ante. Esto se debe nuevamente a un error de expectativas ya que, los agentes pensaban que la Argentina había modernizado su estructura económica y mejorado su productividad significativamente, lo que mantendría la competitividad e impediría una sobrevaluación del tipo de cambio respecto de su valor de equilibrio. Si se hubieran verificado estas expectativas, los agentes hubieran podido alcanzar niveles de consumo y de inversión en el sector no transable similares a la de los países desarrollados. En este marco, resulta importante destacar que la idea inicial de Domingo Cavallo era realizar una salida de la convertibilidad mediante una revaluación y un peso fortalecido.

Con respecto a las políticas desordenadas y los espirales de ajuste recesivos, estos parecen haber sido más una consecuencia del problema de crecimiento que una causa de la crisis. Aunque se hubiera realizado la contracción fiscal necesaria (que fue impedida por estos dos factores), dado el marco de expectativas desfavorables, parece difícil concebir que el ajuste, por sí solo, hubiera logrado revertir las expectativas, promover la inversión y evitar la caída del producto en los años 2001-2002.

Los problemas de crecimiento comenzaron con el deterioro de las condiciones externas, la progresiva sobrevaluación cambiaria y el estancamiento de los procesos de reformas, factores que funcionaron como gatillo para la declinación de la inversión y el inicio de la recesión argentina. Luego, como el sistema contractual se encontraba fuertemente dolarizado (consistente con la creencia previa de que la convertibilidad había creado un marco robusto para la toma de decisiones) la Argentina se vio atrapada en una trampa de crecimiento ya que, no podía reactivar la economía sino solucionaba la falta de competitividad mediante una devaluación, lo que hubiera implicado atravesar antes una profunda crisis. En consecuencia, por los altos costos políticos y económicos de una salida de este estilo, la decisión de devaluar fue demorada hasta último momento. Una vez que se hicieron evidentes los problemas, la dolarización no pudo haber funcionado como estrategia de salida ya que no lograba solucionar los problemas de competitividad. Con respecto a la pesificación, aunque tuvo sus desventajas, permitió aliviar la magnitud de la crisis ya que, redujo el impacto de la devaluación en las empresas domésticas y en el sistema bancario, al transferir parte de las pérdidas a los acreedores y los depositantes.

Al conocerse los hechos, las expectativas no cumplidas hicieron evidentes las falencias en la construcción inicial del esquema de la convertibilidad. En primer lugar, el nuevo sistema no indujo una disciplina fiscal (desde una perspectiva ex post) consistente con la pérdida del impuesto inflacionario. En segundo lugar, no se flexibilizaron los precios y los salarios como medida para contrarrestar la pérdida del uso del tipo de cambio como mecanismo de ajuste. Adicionalmente, como consecuencia de estos dos factores, cuando se hizo evidente la falta de recursos financieros, el gobierno y las provincias se vieron obligados a incumplir la supuesta disciplina monetaria, que había inducido el marco legal de la convertibilidad, mediante la emisión de cuasi-monedas.

Un punto crítico para los agentes es la decisión de su asignación intertemporal de recursos al consumo y la inversión (transable y no transable). El problema es que estos no cuentan con previsión perfecta por lo que resulta difícil saber, a priori, si sus decisiones fueron correctas. En la etapa inicial de la convertibilidad, los incrementos de productividad parecieron indicar que las expectativas se habían determinado consistentemente. Más aun, la superación de la crisis del tequila y el persistente respaldo del gobierno a la convertibilidad reforzaron las expectativas de que la nueva trayectoria de crecimiento se mantendría en el largo plazo. En consecuencia, esto reforzó los errores en la asignación intertermporal de recursos, consolidando la apuesta del tipo "todo o nada" por la convertibilidad. Luego, hacia 1999, cuando se complicó el panorama económico, no estaba claro si los agentes habían interpretado con demasiado optimismo el porvenir o si por el contrario esto era solo una dificultad transitoria. En consecuencia, era difícil determinar el momento en que los agentes debían revisar sus expectativas a la baja. No obstante, hacia 2001-2002, sí se hizo evidente que los agentes habían cometido grandes errores en el proceso de formulación de expectativas al incorporar previsiones significativamente sesgadas. En la visión inicial de estos, la década de 1990 no parecía constituir una fase de ingresos transitoriamente altos, sino que tras solucionar el problema crónico de la hiperinflación y el lanzamiento de ambiciosos paquetes de reformas económicas, se creyó que la Argentina había modernizado su estructura económica y, en consecuencia, había alcanzado un nuevo sendero de crecimiento. Sin embargo, al conocerse los hechos se hizo evidente que estas expectativas, las cuales eran ampliamente sostenidas, no se cumplirían. Es decir, la crisis se correspondió con un fenómeno de expectativas frustradas. La experiencia de la convertibilidad, parece reflejar que los agentes argentinos todavía se encuentran inmersos en un largo proceso de aprendizaje acerca de cómo funciona la economía argentina.

Como revela la crisis de la convertibilidad y la historia económica del país, el desafío para la Argentina consiste en cómo alcanzar una trayectoria de crecimiento estable que deje atrás la dinámica de "stop and go". Para lograr este cometido, resulta necesario establecer una relación estable entre la

intermediación financiera y la moneda, cuestión que solo podrá lograrse mediante el fortalecimiento de esta última.

QUAERERE VERUM
Universidad de
SanAndrés

6. Bibliografía

Arora, M. (2016). Changing Rules of the Game of Global Finance: Glimpses from a Sovereign Debt Restructuring Episode.

Damill, M., Frenkel, R., & Rapetti, M. (2005). La deuda argentina: historia, default y reestructuración. *Desarrollo económico*, 187-233.

Damill, M., Frenkel, R., & Juvenal, L. (2003). Las cuentas públicas y la crisis de la convertibilidad en la Argentina. *Desarrollo económico*, 203-230.

de la Nación, M. (1995). Argentina en Crecimiento. *Documento La Reforma Económica y sus Resultados (1989-1993)*.

de la Nación, M. (1995). Argentina en Crecimiento. *Documento La Reforma Económica y sus Resultados (1995-1999)*.

De la Torre, A., Yeyati, E. L., Schmukler, S. L., Ades, A., & Kaminsky, G. (2003). Living and Dying with Hard Pegs: The Rise and Fall of Argentina's Currency Board [with Comments]. *Economia*, *3*(2), 43-107.

Dornbusch, R., & De Pablo, J. C. (1989). Debt and macroeconomic instability in Argentina. In *Developing country debt and the world economy* (pp. 37-56). University of Chicago Press.

Eichengreen, B. (2001). Crisis prevention and management: any new lessons from Argentina and Turkey?. *Mimeographed, Department of Economics, University of California Berkeley*.

Fanelli, J. M. (2002). Crecimiento, inestabilidad y crisis de la convertibilidad en Argentina. *Revista de la CEPAL*.

Frenkel, R. (2008). From the boom in capital inflows to financial traps. *Capital market liberalization and development*, 101-120.

Frenkel, R. (2003). Globalization and financial crises in Latin America. *Cepal Review*.

Galiani, S., Heymann, D., & Tomassi, M. (2003). *Expectativas frustradas: el ciclo de la convertibilidad* (No. 16). United Nations Publications.

Hausmann, R., & Velasco, A. (2002). Hard money's soft underbelly: understanding the Argentine crisis. In *Brookings trade forum* (Vol. 2002, No. 1, pp. 59-104). Brookings Institution Press.

Heymann, D. (1994). Sobre la interpretación de la cuenta corriente. *Desarrollo Económico*, 323-342.

Mussa, M (2002): "Argentina and The Fund: From Triumph to Tragedy", Working Papers, Institute for International Economics, Washington D.C.

Perry, G. E., & Servén, L. (2003). The anatomy of a multiple crisis: why was Argentina special and what can we learn from it?.

Powell, A. (2002). Argentina's avoidable crisis: Bad luck, bad economics, bad politics, bad advice. In *Brookings Trade Forum* (Vol. 2002, No. 1, pp. 1-58). Brookings Institution Press.

Reinhart, C. M., & Rogoff, K. S. (2011). From financial crash to debt crisis. *The American Economic Review*, *101*(5), 1676-1706.

QUAERERE VERUM
Universidad de San Andrés