



**DEPARTAMENTO DE ECONOMÍA
DOCUMENTO DE TRABAJO**

**“Las recientes crisis sistémicas en países emergentes:
las peculiaridades del caso argentino”**

Daniel Chudnovsky, Andrés López, Germán Pupato

D.T.: N° 63

Octubre 2003

Las recientes crisis sistémicas en países emergentes: las peculiaridades del caso argentino

Daniel Chudnovsky, Andrés López, Germán Pupato (con la colaboración de Alejo Macaya)

Introducción

Por su larga gestación, su complejidad y su gravedad la crisis que estalló en la Argentina a fines del año 2001 se destaca claramente, pero está lejos de ser un fenómeno inusual en la economía global contemporánea.

Es notorio que los *crashes* de los mercados financieros y bursátiles, con sus consecuentes impactos, muchas veces enormes y duraderos, sobre los países afectados, no son nada nuevo en la economía mundial. Estos fenómenos –que la literatura especializada denomina “crisis financieras sistémicas”- han recrudecido en las dos últimas décadas *pari passu* con el notable avance del proceso de globalización, especialmente en los años ‘90¹.

En estos años, las crisis financieras más importantes en los países en desarrollo (PED) y en transición han sido la de México en 1994, la de los países del Este Asiático en 1997 y la de Rusia en 1998. La crisis argentina que comienza a gestarse en 1998-99 (conjuntamente con la crisis cambiaria que experimenta Brasil²) y se precipita a fines del 2001 es el eslabón más reciente de esta cadena³.

En general, estas crisis son precedidas por *booms*, en los cuales los inversores son atraídos por las oportunidades de ganancias en los países respectivos, para luego retirarse, en forma masiva, en un lapso relativamente corto, dando lugar a *crashes* con serias consecuencias para los países afectados y, a veces, para los propios inversores.

Uno de los elementos distintivos de las crisis de los años ‘90 es la rápida propagación de sus efectos hacia otros países y regiones, hecho ya presente en la crisis mexicana, pero que resultó notorio en los casos asiático y ruso. Fue justamente el contagio de las crisis rusa y brasileña lo que dio inicio al largo proceso de gestación de la crisis argentina.

Otro de los elementos distintivos es que las crisis de los años ‘90 han afectado a países con diferentes situaciones con respecto a sus indicadores económicos fundamentales. En tanto los países involucrados en la primera fase de estos episodios pueden calificarse como relativamente exitosos en su gestión macroeconómica, en la segunda fase, que se inicia con la crisis rusa, los involucrados son países con problemas macroeconómicos e institucionales más serios.

La llamada “crisis del *Tequila*”, por ejemplo, tuvo lugar en México, país que había liderado el proceso de profundas reformas estructurales iniciado en la segunda mitad de los años ‘80

¹. En un recuento reciente se establece que este tipo de crisis han sido experimentadas en 93 países (en su mayoría en desarrollo) en 117 episodios en los años ‘80 y ‘90 (ver Claessens *et al*, 2002).

². A diferencia de las mencionadas, la crisis brasileña de 1999 fue una típica crisis de balanza de pagos que condujo a una fuerte devaluación pero que no se convirtió en una crisis financiera sistémica. Sin embargo, la hemos incluido en el análisis por su obvia relevancia para el caso argentino.

³. Ecuador y Turquía también experimentaron graves crisis financieras sistémicas, pero dichos casos no serán tratados en este trabajo.

en América Latina y que estaba a punto de ingresar a un ambicioso acuerdo de libre comercio (el NAFTA) con EE.UU. y Canadá. En ese país el sector público no registraba déficit, las reservas eran altas y la deuda externa era de sólo un tercio del PBI.

La crisis asiática, en tanto, involucró a cinco de los ocho países de esa subregión (Corea del Sur -en adelante Corea-, Tailandia, Malasia, Indonesia y Filipinas) que habían protagonizado el llamado “milagro de Asia Oriental”, creciendo a tasas altas y sostenidas, con elevados coeficientes de ahorro, inversión y comercio exterior. Los datos macroeconómicos fundamentales eran, en general, mejores que en México (aunque los avances en materia de reformas estructurales eran más limitados).

En contraste, las crisis más recientes involucraron a países con indicadores macroeconómicos fundamentales relativamente malos. En particular, prevalecían fuertes desequilibrios en las cuentas públicas, elevados coeficientes de endeudamiento externo y cuadros institucionales y políticos muy conflictivos (especialmente en Rusia y Argentina).

Asimismo, el contexto internacional en el que ocurren las crisis más recientes es más desfavorable que el que se registraba hasta la crisis rusa. A partir de dicha crisis los flujos de capitales de cartera a los mercados emergentes (especialmente hacia América Latina) se reducen repentinamente, mientras que se verifica una desaceleración en el crecimiento de la inversión extranjera directa (IED) hacia los PED.

Finalmente, una característica común de los episodios de crisis mencionados (con la notable excepción de Malasia) es que contaron con una activa participación del Fondo Monetario Internacional (FMI) antes de que la crisis estalle (Rusia y Argentina en 2000-2001⁴) o en el momento en que la crisis se desencadena (México, Argentina en 1995, Tailandia, Indonesia, Corea y Brasil). La intervención del organismo en dichos episodios incluye el otorgamiento de asistencia financiera y el diseño de medidas de política económica, acordadas con los gobiernos de los países afectados.

La envergadura, grado de difusión y efectos adversos de estos sucesos sobre los países afectados y los inversores internacionales han sido extensos. Como consecuencia, las crisis financieras sistémicas ocurridas desde mediados de la década del noventa han generado una enorme preocupación en la comunidad internacional acerca de la naturaleza y la gestión de dichos fenómenos.

Ello ha dado lugar a un debate fundamental en el que están involucrados los principales responsables de política en los países industrializados y en desarrollo, los formadores de opinión, las instituciones financieras multilaterales, los analistas de inversión y riesgo y los más destacados economistas contemporáneos.

En ese contexto, el principal objetivo de este trabajo es analizar la génesis y desenlace de la crisis argentina, a la luz de lo ocurrido en otras crisis sistémicas recientes. Esta perspectiva comparativa es relevante para analizar la naturaleza de estos fenómenos que aquejan a la economía global. Con ese propósito nos interesa estudiar:

- Los elementos comunes que caracterizan a las crisis recientes, lo cual significa esencialmente analizar la inestabilidad intrínseca de los mercados internacionales de capitales, el comportamiento errático de los inversores y hasta qué punto las decisiones

⁴ Si bien el FMI no otorgó ayuda financiera a la Argentina durante 2002, varias de las medidas de política económica adoptadas durante dicho año fueron sugeridas por dicho organismo (aún sin un acuerdo formal).

de dichos inversores están influenciadas por las garantías implícitas del FMI, que les asegurarían, en teoría, el rescate de sus activos en una eventual crisis.

- Los factores internos que ayudan a entender cómo se gestó cada crisis y las políticas que se siguieron antes y durante las crisis por los gobiernos respectivos, tratando de identificar tanto los elementos comunes entre las diversas crisis bajo estudio como sus aspectos idiosincráticos.
- La medida en que el FMI ha estado acertado tanto en el diagnóstico previo de las crisis como en las recomendaciones de política que realiza a los países involucrados y cuál ha sido el impacto de la asistencia financiera otorgada por el organismo a los países afectados por crisis sistémicas.

En la primera sección se describe de manera estilizada lo ocurrido en los diversos episodios bajo estudio, tratando de mostrar sus rasgos comunes y las especificidades del caso argentino. La sección segunda se concentra en el análisis de la inestabilidad intrínseca de los mercados financieros internacionales y sus implicancias para las inversiones en los mercados emergentes. En la tercera sección se estudian los factores que generaron las crisis, las políticas que se plantearon en cada país y el papel del FMI en México, Asia Oriental, Rusia y Brasil. El análisis de la gestación y el desenlace de la crisis argentina se realiza en la cuarta sección. En la sección final se plantean las conclusiones y se extraen algunos elementos que, a la luz del análisis comparativo realizado, pueden ser de utilidad para enmarcar el debate sobre las causas y naturaleza de la reciente crisis argentina.

1. Las características principales de las recientes crisis financieras sistémicas

Si bien, como veremos en las secciones 3 y 4, existen diferencias significativas en el modo en que se gestaron y desarrollaron las crisis en cada uno de los países considerados, es útil plantear, de modo estilizado, sus rasgos comunes más sobresalientes⁵:

- Las crisis (excepto en Rusia y Argentina) estuvieron precedidas por *booms* que atrajeron significativos flujos de inversión y préstamos externos. Dichos flujos estuvieron asociados con déficit en la cuenta corriente de variada magnitud⁶ y elevados niveles de endeudamiento externo en relación con el PBI, especialmente en los países asiáticos (salvo Corea) y la Argentina (cuadro 1)

País	Cuenta corriente /PBI	Deuda externa/ PBI	Deuda externa/ exportaciones
México (1994)	-7	33	197
Tailandia (1996)	-8	59	151
Malasia (1997)	-6	47	51
Indonesia (1997)	-2	63	215
Corea (1997)	-2	29	83
Rusia (1997)	0	30	124

⁵ La evolución detallada de los indicadores macroeconómicos durante la década del noventa en los países analizados puede encontrarse en el Anexo de este trabajo.

⁶ Aunque se usan con frecuencia, los datos sobre déficit en cuenta corriente no son fáciles de interpretar, ya que su sustentabilidad depende de la evolución futura de la economía en cuestión (ver sección 2 b). En consecuencia, los datos del cuadro 1 deben considerarse simplemente a título ilustrativo.

Brasil (1998)	-4,3	31	410
Argentina (2001)	-1,7	52	456

Fuente: World Development Finance, World Bank

- Excepto en Brasil, se produjeron fuertes caídas en el PBI, que se tradujeron en aumentos en las tasas de desempleo (cuadro 2) y, en muchas ocasiones, del nivel de inequidad en la distribución del ingreso.

Cuadro 2 – PBI real y desempleo durante las crisis				
<i>País</i>	<i>Año de crisis</i>	<i>Variación del PBI Real (%)</i>	<i>de desempleo crisis (%)</i>	<i>Tasa de desempleo pre-crisis (%)</i>
México	1995	-6,2	6,2	3,7
Tailandia	1998	-10,2	3,4	0,9
Malasia	1998	-7,4	3,3	2,5
Indonesia	1998	-13,1	7,0	4,8
Corea	1998	-6,7	6,8	2,8
Rusia	1998	-4,9	13,3	11,3
Brasil	1999	0,8	7,6	7,6
Argentina	2002	-10,9	19,7	17,4

El “año de crisis” corresponde al año de mayor severidad de la crisis. La “variación del PBI real” mide el cambio porcentual en el PBI real en el año de crisis, con respecto al año anterior. La “tasa de desempleo crisis” indica el porcentaje de la PEA desempleada durante el año de crisis. La “tasa de desempleo pre-crisis” indica el porcentaje de la PEA desempleada durante el año anterior al de crisis.

Fuente: International Financial Statistics y Ministerio de Economía de Argentina.

- En un contexto de apreciación real del tipo de cambio en los años previos, las crisis implicaron el colapso del sistema cambiario (fijo o cuasi-fijo en todos los casos analizados) y significativas devaluaciones (nominales y reales) de la moneda nacional, especialmente en Indonesia, Rusia y Argentina (cuadro 3).

Cuadro 3 – Tipo de cambio e inflación					
<i>País</i>	<i>Apreciación Cambiaria (%)</i>	<i>Variación del TCN (%)</i>	<i>Inflación (IPC)</i>	<i>Variación TCR (%)</i>	<i>Passthrough (%)</i>
México	18	104	49	55	47
Tailandia	11	56	10	46	19
Indonesia	8	329	50	280	15
Corea	4	56	8	48	14
Malasia	12	53	6	48	11
Rusia	69	298	117	182	39
Brasil	20	56	5	52	9
Argentina	30	251	41	210	16

La apreciación cambiaria mide la variación de la relación entre el IPC doméstico y el de EE.UU. previa a las crisis. Se consideraron los siguientes períodos: 90-94 para México, 90-96 para Tailandia, Indonesia, Corea y Malasia, 93-96 para Rusia, 93-97 para Brasil y 90-2001 para Argentina. El resto de las variables del cuadro están calculadas en base a promedios trimestrales y corresponden a los primeros doce meses de crisis en cada país. La variación del tipo de cambio real (TCR) es igual a la diferencia entre la variación del tipo de cambio nominal con respecto al dólar estadounidense (TCN) y la inflación. El passthrough se define como el cociente entre la inflación y la variación del TCN.

Fuente: International Financial Statistics

- Las crisis generaron altos costos fiscales, derivados esencialmente del rescate del sistema financiero (cuadro 4).

Cuadro 4 – Costo fiscal de las crisis	
<i>País</i>	<i>Costo fiscal (% del PBI)</i>
México	19,3
Tailandia	32,8
Indonesia	50,0
Corea	37,0
Malasia	16,4
Rusia	5-7
Argentina	16,3

El “costo fiscal” de la crisis incluye las erogaciones fiscales y cuasi-fiscales dirigidas a reestructurar el sistema financiero, incluyendo el costo de recapitalización de los bancos, el *bailout* de los depositantes y acuerdos de refinanciamiento de deudas. El costo fiscal en el caso de Argentina comprende la deuda pública emitida para compensar a los bancos por la pesificación asimétrica de activos y pasivos bancarios, indexación asimétrica de activos, amparos y canjes de depósitos por bonos.

Fuentes: Claessens (2002), Caprio y Klingebiel (1999), Honohan y Klingebiel (2000), Alpha (2003).

En comparación con los otros países bajo estudio, la reciente crisis argentina se destaca por:

- La inexistencia de un *boom* en los años anteriores a la crisis (gráfico 2), caracterizado por una prolongada y creciente recesión (gráfico 1)

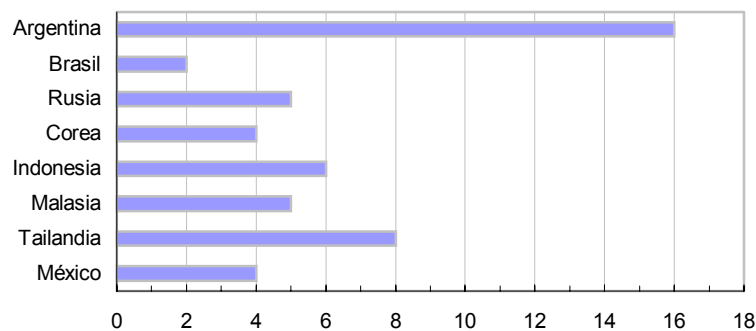


Gráfico 1 – Número de trimestres consecutivos con crecimiento negativo del PBI real⁷

- La magnitud de la caída acumulada del PBI, que entre el segundo trimestre de 1998 y el segundo trimestre del 2002 alcanzó al 21%, un lamentable récord histórico⁸. Dicha caída vino acompañada de un fuerte aumento en los niveles de desempleo y, especialmente, de pobreza.
- La salida de capitales externos (e internos) en Argentina fue un proceso gradual que se aceleró en el tramo final. De ahí que no sorprendiera a los inversores internacionales y domésticos mejor informados (aunque sí a los miles de ahorristas que dejaron sus depósitos en el sistema bancario hasta último momento), en contraste con lo que ocurrió en las crisis mexicana y asiática.
- La generación de una crisis política que implicó la caída del gobierno en ejercicio (como también ocurrió en Indonesia).
- La magnitud del *default* de la deuda externa con los acreedores privados, que supera al ruso (el único entre los casos bajo estudio que también incurrió en *default*⁹).
- El hecho de que el FMI haya prestado una fuerte asistencia financiera en el período previo pero no así durante la gestión de la crisis, una vez que se había declarado el *default* y modificado el régimen cambiario¹⁰.
- La generalizada ruptura de contratos originada en la desordenada salida de la Convertibilidad (por la *pesificación* de contratos que estaban *dolarizados*).

La parte alentadora de esta historia es que, en general, la recuperación de la actividad en los países afectados ha sido relativamente rápida, siguiendo una forma de V (las excepciones son Brasil y Rusia). Los casos más destacados en este sentido han sido los de México, Corea y Malasia. En los casos de Tailandia y, sobre todo, Indonesia la recuperación ha sido más lenta (ver gráfico 2).

⁷ Consideramos que en un trimestre de un año dado se verificó un crecimiento negativo si su PBI es menor que el correspondiente al mismo trimestre del año anterior. Los períodos de crecimiento negativo para cada país son: Argentina, 98:Q4 a 2002Q4; Brasil, 99:Q2 a 99Q3; Rusia, 98:Q1 a 99Q1; Corea, 98:Q1 a 98:Q4; Indonesia, 97:Q4 a 99:Q1; Malasia, 98:Q1 a 99:Q1; Tailandia, 97:Q2 a 99:Q1; México, 95:Q1 a 95:Q4.

⁸ Como dato comparativo referido a la historia argentina, vale la pena tener presente que, siguiendo la misma metodología, en las crisis de 1980-82, 1995 y 2002 la caída acumulada del PBI fue de 11,3%, 7,2% y 28%, respectivamente. En la crisis de 1890, que casi precipitó la quiebra de la Baring House en Londres, la caída acumulada del PBI fue de 25% (O'Connell, 2002).

⁹ Ecuador (1997), Ucrania (1998) y Paquistán (1998) alcanzaron la categoría de *default* selectivo durante los años noventa, de acuerdo a Sturzenegger (2002).

¹⁰ De hecho, como veremos más abajo, durante 2002 la Argentina realizó pagos netos a los organismos multilaterales de crédito (principalmente al Banco Mundial).

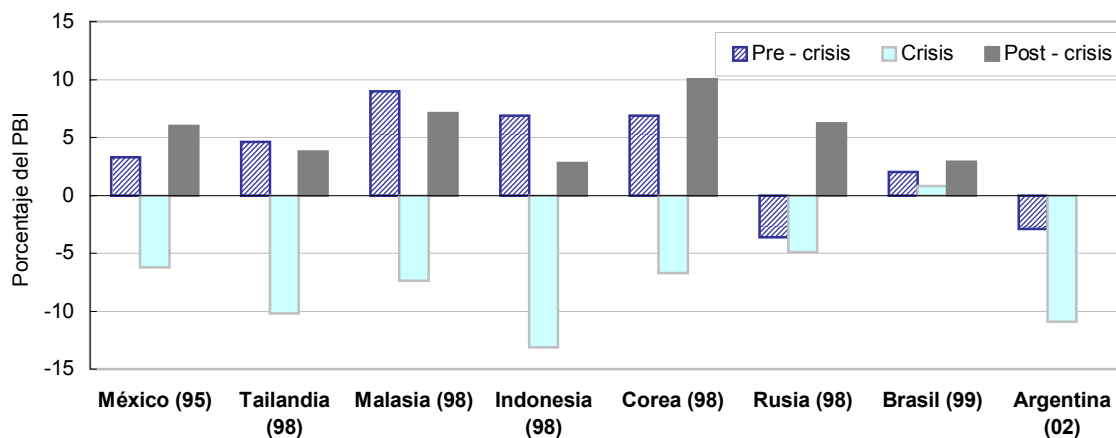


Gráfico 2 - Tasas de crecimiento del PBI antes, durante y después de la crisis¹¹

En los casos estudiados, el proceso de rápida recuperación fue impulsado por las políticas seguidas por las autoridades respectivas y facilitado por el contexto internacional que, en general, fue relativamente favorable¹². De todos modos, es aun temprano para decir que estos países han superado completamente los problemas que causaron la crisis.

En el caso argentino, si bien la recuperación iniciada en el segundo semestre del 2002 comienza a revertir la prolongada caída del nivel de actividad y, por eso, también toma la forma de una V (ver, más adelante, el gráfico 5), alcanzar el nivel de producción anterior a la crisis requerirá un crecimiento sostenido durante varios años¹³.

2. Los mercados internacionales de capitales

A. La expansión y volatilidad de los mercados internacionales de capitales en los años '90 y los países emergentes

Las crisis analizadas han tenido lugar en el contexto de un mercado internacional de capitales que, con relación a décadas anteriores, se ha expandido en forma notable. Aunque la mayor parte de los fondos involucrados se invierten en los países industrializados, los PED (y especialmente los países de ingresos medios) pasaron a absorber una parte significativa de los mismos en los años '90¹⁴. En el gráfico 3, presentamos la evolución de los flujos netos dirigidos hacia los denominados "mercados emergentes", que incluyen¹⁵ a los PED, Corea, Singapur, Taiwán, Israel y los países en transición de Europa oriental.

¹¹ Para cada episodio, se considera al período pre-crisis como los tres años que precedieron al año de crisis (que se indica entre paréntesis). El período post-crisis son los dos años posteriores al año de crisis.

¹² Como veremos, ciertamente más favorable durante las crisis mexicana y asiática que en las subsiguientes.

¹³ Si la economía argentina creciese al 4% anual a partir del 2003, recién en el 2007 se llegaría al nivel del PBI registrado en 1998.

¹⁴ En lo que respecta a los flujos mundiales de inversión de portafolio, la participación de los PED como destino de los fondos se incrementó de menos del 2% en 1990 al 30% en 1996. En el caso de la IED, el incremento fue del 19% entre 1984-1989 al 30% entre 1990-99.

¹⁵ De acuerdo a la clasificación del FMI (2002).

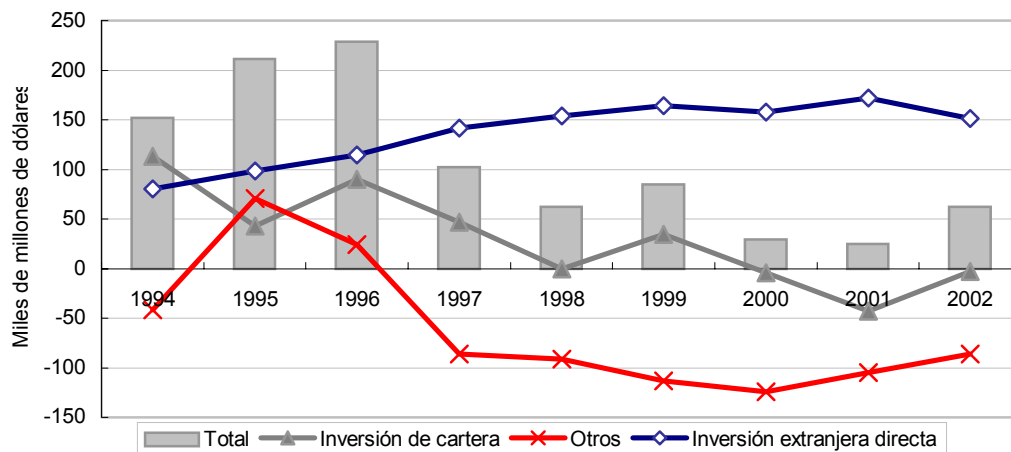


Gráfico 3 – Flujo neto de capital hacia las economías emergentes¹⁶.
Fuente: FMI (2002)

Este fenómeno puede atribuirse a causas tanto globales como locales. Entre las primeras, hay que mencionar:

- El extraordinario crecimiento de los flujos financieros internacionales¹⁷, incluyendo a la IED, entre otros componentes.
- Los cambios tecnológicos en las comunicaciones y en la informática que abaratan y aceleran notablemente las transacciones financieras internacionales.
- Las innovaciones en los mercados financieros (fondos derivados, mercados de futuros, etc.) que hacen surgir nuevas oportunidades de inversión.
- La creciente disponibilidad de ahorros en los países desarrollados, ahorros destinados a complementar colocaciones “seguras” pero de bajo rendimiento (por ejemplo, bonos del Tesoro de los EE.UU.), con otras de mayor riesgo pero potencialmente más redituables (canalizadas generalmente a través de instituciones de intermediación especializadas). Estas últimas incluyen, por ejemplo, tanto las inversiones en el área de alta tecnología en los propios países desarrollados (el caso del NASDAQ¹⁸ es el más notorio en ese sentido), como los fondos que se invierten en los mercados emergentes.

En cuanto a los factores locales, esencialmente nos referimos a la liberalización de la cuenta de capital y la desregulación de los sistemas financieros en la mayor parte del

¹⁶ La *inversión directa* refleja el interés duradero de una entidad residente de una economía (inversionista directo) por una entidad residente de otra economía (empresa de inversión directa). Se acepta internacionalmente una participación en el capital de la empresa no menor a un 10%, como indicativa de la categoría de inversión directa. Abarca la transacción inicial y las subsiguientes que ocurran entre ellas y sus filiales. La *inversión de cartera* comprende las transacciones en títulos de participación (inferior al 10%) en el capital y títulos de deuda negociados en mercados organizados y otros mercados financieros. La categoría *otros* incluye los créditos comerciales a corto y largo plazo, billetes, depósitos bancarios y préstamos de bancos, proveedores y organismos internacionales.

¹⁷ Mientras que el volumen global diario de las exportaciones de bienes y servicios en 1997 fue de US\$ 25 mil millones, el de las transacciones en los mercados de cambios fue de US\$ 1.500 mil millones por día. En tanto, los flujos de IED pasaron de US\$ 200 mil millones a US\$ 1.200 mil millones anuales entre 1990 y 2000.

¹⁸ El NASDAQ es el mercado de las llamadas “acciones tecnológicas” en los EE.UU.

mundo en desarrollo. Simultáneamente, ha existido una tendencia a liberalizar y estimular (entre otras formas, vía privatizaciones) los movimientos de IED y a mejorar las garantías para los inversores extranjeros en los PED.

En ese sentido, cabe recordar que desde los años '80 los países industrializados, y en particular los EE.UU., han promovido la libre movilidad de los capitales, la apertura de la cuenta de capital y la liberalización del sistema financiero en los PED. Esta política cobra mayor impulso en los años '90 tanto a nivel multilateral (por medio del FMI, el Banco Mundial y en la negociación por la liberalización de los servicios financieros dentro de la Organización Mundial de Comercio) como bilateral.

En la opinión de sus propulsores, la libre movilidad de capitales no sólo significaría oportunidades de negocios para los países exportadores de capitales, sino que los países emergentes también se beneficiarían al acceder a ahorros externos que permitirían financiar la expansión de la inversión y estimular el crecimiento, dando lugar a una situación en la que “ganan todos”. En este sentido, debe tenerse en cuenta que la generalizada liberalización de los movimientos de capital en los PED en la década pasada no fue únicamente resultado de las presiones de los organismos multilaterales, sino que también obedeció al atractivo que suponía la oportunidad de acceder rápidamente a los ahorros disponibles en los países industrializados.

Se podría pensar que existe una similitud fundamental entre los beneficios que, según la teoría económica, acarrea el libre comercio de bienes y los derivados de la libre movilidad de capitales financieros. Sin embargo, la analogía entre ambos tipos de transacciones es errada, ya que mientras las transacciones en el comercio de bienes son completas e instantáneas, el comercio de instrumentos financieros es incompleto y de valor incierto, puesto que se basa en una promesa de pago en el futuro (French Davis, 1999). Por otra parte, el argumento a favor de la libre movilidad de los capitales omite las posibilidades de crisis financieras que estos conllevan, en un contexto en el que, como se discute más abajo, hay amplias fallas de mercado e instituciones regulatorias débiles en los PED.

Efectivamente, la evolución de los flujos financieros internacionales en los años '90 se ha caracterizado no únicamente por su tendencia creciente, sino también por su elevada volatilidad, particularmente en los mercados emergentes. Este ha sido un patrón recurrente en los episodios de crisis en los PED durante la pasada década. En los casos bajo estudio, suele observarse, primero, un período previo de fuertes entradas de capital, que luego se revierten de manera masiva, desencadenando y/o agravando la crisis en el país afectado¹⁹.

Las cifras involucradas en estos episodios son enormes. Por ejemplo, los flujos de fondos externos ingresados a Corea, Indonesia, Malasia, Tailandia y Filipinas aumentaron de US\$ 40.500 millones en 1994 a US\$ 93.000 millones en 1996. En contraste, en 1997 hay una salida neta de US\$ 12.000 millones. El monto total involucrado en la reversión de los flujos de fondos externos en un solo año -US\$ 105.000 millones- representaba el 11% del PBI de dichos países antes de la crisis.

¹⁹ La salida de capitales se hace especialmente visible en el caso de las inversiones de portafolio (es decir, inversiones de corto plazo que no involucran el control de la operación) y en otros tipos de flujos financieros, ya que la IED (que implica el control de la empresa donde se hace la inversión y es generalmente de largo plazo), en general tiende a reaccionar con un rezago mayor frente a las fluctuaciones macroeconómicas. Más aún, en varios episodios de crisis se ha observado un aumento de los flujos de IED motivados por la posibilidad de adquirir empresas locales en dificultades financieras.

Como consecuencia de este episodio, y más aun a partir de la crisis rusa de agosto de 1998, los flujos de capitales de cartera hacia los mercados emergentes (en particular, a América Latina, ver gráfico 4) se redujeron repentinamente, mientras que se verificó una desaceleración en el crecimiento de la IED en los PED desde 1999 (ver gráfico 3).

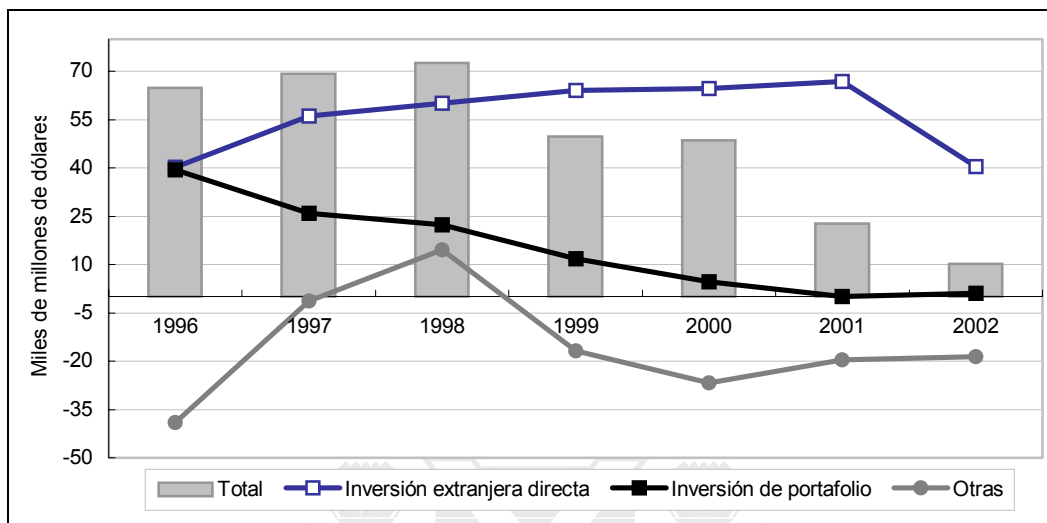


Gráfico 4 – Flujo neto de capital hacia América Latina²⁰.
Fuente: FMI (2002)

Asimismo, hay que tener presente que, a fines de 2000, concluyó el ciclo expansivo de la economía norteamericana y la euforia de los mercados accionarios en los países industrializados. En el 2001 y 2002 las economías norteamericana y europea apenas crecieron, Japón siguió en recesión y se redujo en forma significativa el crecimiento del comercio mundial. En este contexto, los mercados accionarios y las inversiones de cartera se contrajeron. A la vez, quebrando la tendencia ascendente iniciada en 1991, se registra en 2001 una reducción del 50% en los flujos mundiales de IED (UNCTAD, 2002).

B. El origen de las crisis sistémicas en los PED

Como consecuencia de la expansión y alto nivel de volatilidad de los mercados internacionales de capital, buena parte de los responsables de política en los PED, así como muchos académicos, tanto en dichos países como en los más avanzados, tienden a enfatizar el comportamiento errático de los inversores internacionales como factores determinantes de las crisis. Dicho comportamiento oscilaría entre la euforia que lleva a invertir masivamente en los países emergentes y el pánico que produce reacciones “de manada” y un retiro generalizado de fondos cuando las perspectivas se ensombrecen. Como consecuencia, tendería tanto a “sobrecalentar” las economías en los períodos pre-crisis como a agravar aún más las depresiones *a posteriori*.

De todos modos, es preciso tener presente que este comportamiento no es el único determinante posible de las recientes crisis sistémicas en los PED ni tampoco, como veremos, resulta necesariamente irracional. El debate generado en los últimos años es ciertamente más amplio y, además de intentar identificar las causas próximas, tanto propias

²⁰ En este gráfico, “América Latina” se corresponde con los países del Hemisferio Occidental, de acuerdo a la clasificación del FMI.

de los países afectados como derivadas del contexto internacional, que desencadenan las crisis, discute (entre otros temas) el rol de los organismos multilaterales de crédito y, más recientemente, la necesidad de desarrollar una nueva arquitectura de los mercados financieros a escala global (sobre estos dos últimos temas volvemos más abajo).

Las principales explicaciones que ofrece la literatura especializada en el estudio de las causas de las crisis de balanza de pagos pueden dividirse en dos grandes tipos²¹. En primer lugar, el argumento tradicional, o de “primera generación”, nacido a partir de las crisis de los años ‘80 en los PED, enfatiza la importancia de los *fundamentals* de la economía (expresados en los indicadores de crecimiento, evolución de la balanza de pagos, déficit fiscal y endeudamiento, entre otros) y de la consistencia intertemporal de la política económica. En segundo término, a partir de la crisis del Sistema Monetario Europeo a comienzos de la década de los noventa y, particularmente, después del episodio mexicano de 1994, han surgido teorías (de “segunda generación”) que tratan de explicar el origen de las crisis a partir de la interacción entre las expectativas de los agentes que toman decisiones y la evolución de la economía. En otras palabras, mientras el primer enfoque atribuye la inestabilidad financiera y cambiaria a los problemas estructurales de las economías afectadas, el segundo enfatiza los cambios de las expectativas en los mercados financieros²².

Antes de proseguir con la presentación de los enfoques teóricos recién mencionados, cabe aclarar que el elevado grado de complejidad que los episodios de crisis presentan en la realidad contrasta inevitablemente con las generalizaciones que dichos enfoques ofrecen. En consecuencia, como veremos en la próxima sección, en las descripciones de las crisis que conciernen a este trabajo aparecen simultáneamente, en cada episodio particular, elementos inherentes a las explicaciones de primera y de segunda generación.

Como mencionamos anteriormente, desde la perspectiva de las teorías de primera generación, las políticas económicas insustentables y los desequilibrios estructurales son elementos centrales en el origen de las crisis cambiarias. En particular, este enfoque considera al régimen cambiario como uno de los componentes fundamentales de la política económica, enfatizando la necesidad de que dicho régimen sea consistente con los objetivos monetarios y/o fiscales de aquella.

Consideremos, como un ejemplo del enfoque de primera generación, un país con un régimen de tipo de cambio fijo cuyo gobierno incurre permanentemente en un déficit presupuestario que, debido a restricciones legales, no puede ser financiado por el Banco Central²³. En esta situación, si el gobierno no consigue revertir dicho desequilibrio (en otras palabras, si el déficit es estructural), deberá recurrir permanentemente a la colocación de deuda pública (interna y/o externa) en el mercado de bonos. En la medida en que los

²¹. En general, esta literatura apunta a explicar las causas de las crisis en economías en las que el gobierno intenta sostener algún tipo de meta cambiaria –los regímenes de tipo de cambio fijo serían una variante extrema de esta situación–.

²² De todos modos, estas visiones no son, en principio, mutuamente excluyentes. Pesenti y Tille (2000) enfatizan que el desarrollo de una síntesis de ambas teorías puede ser de gran utilidad para avanzar en la comprensión de las crisis. En este sentido, los desequilibrios estructurales (propios de la primera generación) dejarían a los países en una situación de vulnerabilidad ante una reversión de la confianza en los mercados financieros (segunda generación).

²³ Este ejemplo es, como hemos dicho, solo un caso particular del funcionamiento de un modelo de primera generación que puede ser generalizado en muchas direcciones. Entre ellas, vale la pena mencionar que el desequilibrio estructural que origina la crisis puede ser consecuencia no solo de las acciones del sector público sino también del privado (por ejemplo, a partir de deficiencias en la regulación y supervisión del sistema financiero que provoquen la asignación ineficiente de fondos que se tomaron prestados en los mercados internacionales de capital).

tenedores de la deuda pública anticipan que, en ese escenario, el gobierno no podrá cancelar sus pasivos, comenzarán a desprenderse de los bonos domésticos para posicionarse en activos denominados en moneda extranjera.

En este contexto, la crisis cambiaria toma la forma de un ataque especulativo sobre el stock de reservas del Banco Central, en la medida en que los agentes anticipan que, de no mediar un cambio de la política económica que evite el agotamiento de dicho stock, la paridad cambiaria deberá ser abandonada. De esta manera, los desequilibrios fiscales contribuyen a aumentar la vulnerabilidad de los países a los ataques especulativos²⁴.

Conviene notar que este enfoque subraya que, para el análisis de las causas de las crisis cambiarias, la clave no se halla en las decisiones pasadas de política económica, sino en las dudas que puedan surgir sobre la consistencia intertemporal de las mismas (es decir, considerando sus consecuencias en posibles escenarios futuros).

Estas consideraciones ayudan a comprender el rol de los desequilibrios estructurales como disparadores de las crisis cambiarias²⁵. Por ejemplo, un déficit de cuenta corriente, que mide el flujo de endeudamiento externo de una economía, puede colocar, de ser persistente, a un país en una posición vulnerable. En este escenario, un deterioro permanente de los términos del intercambio podría reducir significativamente la capacidad del sector privado y/o público de generar las divisas necesarias para pagar la deuda externa. En esa situación, la perspectiva de insolvencia del sector público o de un eventual rescate del sistema financiero generarían la inconsistencia de la política económica con el régimen de tipo de cambio fijo (y la consecuente crisis) a través de los mecanismos analizados anteriormente.

¿Bajo qué circunstancias resulta insustentable un déficit de cuenta corriente? En rigor, en la práctica resulta imposible detectar si el desequilibrio es *ex ante* insustentable, debido a que, por definición, dicho concepto depende de la evolución futura (y, por lo tanto, incierta) de las variables micro y macroeconómicas relevantes. De aquí surgen las limitaciones de los intentos de aplicar estrictamente este enfoque teórico al análisis empírico. De todos modos, los modelos de primera generación nos indican que la sustentabilidad de los desequilibrios externos de una economía está íntimamente relacionada con su capacidad de generar excedentes comerciales que provean las divisas necesarias para afrontar los servicios de la deuda externa. Por lo tanto, es posible afirmar que un deterioro de la competitividad doméstica en los mercados de exportación (por ejemplo, cuando la moneda doméstica se aprecia con respecto a la de un importante socio comercial), aumentará la posibilidad de una crisis externa.

Con relación a lo anterior, la sustentabilidad de la cuenta corriente también depende del uso de los fondos prestados. Si el déficit financia inversiones en determinados sectores no transables de la economía (por ejemplo, el inmobiliario), ello no aumentará la capacidad futura de generar divisas para pagar la deuda. La situación es la inversa si los fondos se destinan para el financiamiento de sectores transables (o de no transables que mejoren la capacidad competitiva del país –por ejemplo, infraestructura-), siempre y cuando exista una adecuada supervisión de los proyectos de inversión de parte del sector financiero de la

²⁴. Aunque el mecanismo sería diferente, la crisis igualmente se produciría en el caso de un gobierno con déficit estructural que es financiado por el Banco Central.

²⁵ Y, paralelamente, resaltan la importancia de analizar por qué persisten dichos desequilibrios. En este sentido, resulta de crucial importancia el estudio de la “economía política del ajuste”, el cual, como veremos en la próxima sección, es un aspecto muy relevante en el análisis de la gestación de las recientes crisis sistémicas.

economía (ver, más adelante, la discusión del llamado *crony capitalism*²⁶ en la crisis asiática).

En contraste con el enfoque analizado, las teorías de segunda generación suponen que los agentes forman sus expectativas basándose en la creencia de que sus acciones tienen influencia directa en las decisiones de política macroeconómica (afectando, por ejemplo, a la política monetaria o al resultado del balance fiscal). Como consecuencia de ello, los posibles escenarios macroeconómicos (en particular, el escenario de crisis) ocurren básicamente como consecuencia de los cambios en las expectativas de los agentes, dando lugar a las llamadas profecías auto cumplidas.

Como ejemplo del enfoque de segunda generación, consideremos un gobierno que estuviese comprometido a mantener un régimen de tipo de cambio fijo, excepto en una circunstancia excepcional en que dicho compromiso implicase un elevado costo social. Este podría ser el caso si el gobierno se encontrase ante una fuerte reversión del financiamiento externo: la defensa de la paridad requeriría elevar significativamente las tasas de interés, lo cual seguramente generaría desempleo y recesión en el país. Ello podría resultar políticamente inviable y, por lo tanto, las autoridades podrían preferir flotar la moneda y abandonar la paridad cambiaria.

En este contexto, la ocurrencia de una crisis cambiaria en esta hipotética economía depende de las expectativas de los inversores externos. Si estos estimaran que la probabilidad de que ocurra una devaluación (la cual disminuiría el valor de sus activos) es muy elevada, cobrarían una elevada prima de riesgo por sus préstamos. El costo de obtener financiamiento externo en el país aumentaría considerablemente, disminuyendo el crédito y, en consecuencia, las posibilidades de crecimiento. En este contexto, el costo de mantener la paridad cambiaria resultaría demasiado elevado y el gobierno decidiría realizar una devaluación. De esta manera, ocurre una profecía autocumplida: las expectativas de devaluación de los inversores finalmente se validan en una crisis cambiaria.

Llamativamente, el escenario de crisis recién descrito no es el único posible en el ejemplo anterior. Si los inversores no esperaran una devaluación, no cobrarían mayores primas y, por lo tanto, el gobierno podría mantener su compromiso de mantener la paridad cambiaria. Como en el caso anterior, las expectativas de los inversores se validan en un escenario en el cual no hay crisis cambiaria.

Otra situación en la que puede darse una crisis de “segunda generación” es cuando un país atraviesa una situación de iliquidez, esto es, un escenario en donde hay una elevada proporción de deuda de corto plazo –*vis a vis* la capacidad de pago de la economía en cuestión–, pero no de insolvencia²⁷. En este caso, el comportamiento de los inversores puede, independientemente de los *fundamentals*, generar un ataque especulativo. En rigor, mientras que en esta situación el pánico y el consecuente retiro de fondos es racional para

²⁶ Aunque no hay una definición precisa del término, el *crony capitalism* se refiere a los negocios que se generan entre las empresas, las instituciones financieras y los gobiernos por medio de vinculaciones personales y con fines políticos o partidistas. En otras palabras, se trata simplemente de nepotismo o el cambio de favores económicos por financiamiento a la política.

²⁷ Mientras que los problemas de insolvencia se asocian a una situación en la cual los activos son insuficientes para hacer frente a los pasivos, los problemas de iliquidez son aquellos que se derivan de la dificultad para hacer frente a ciertos pasivos por un desajuste temporal entre su exigibilidad y la recuperación de los activos (en otras palabras, mientras que el problema de iliquidez es de carácter transitorio, el de solvencia es estructural).

cada uno de los inversores por separado –ya que tratan de minimizar las pérdidas individuales-, el resultado colectivo de dichos comportamientos individuales genera un ataque especulativo infundado, pero ineludible (debido a la imposibilidad de coordinar comportamientos individuales). En otras palabras, tendríamos nuevamente una situación en la cual hay más de un equilibrio. La situación antes descrita corresponde a un equilibrio “malo” en donde si bien los inversores no perciben un problema de insolvencia, desencadenan el ataque especulativo por la situación de iliquidez en la que se halla el país en cuestión. Sin embargo, también podría haber un equilibrio “bueno” en el cual dicho ataque no se desencadena, y el país logra renovar sus deudas de corto plazo, considerando que, en el largo plazo, es solvente y puede hacer frente a sus compromisos. Desde esta perspectiva, las raíces de las crisis podrían encontrarse en los cambios de expectativas, muchas veces súbitos, de los inversores²⁸ respecto de la sustentabilidad del perfil de endeudamiento de un país.

En definitiva, en este enfoque la probabilidad de que ocurra una crisis se encuentra indeterminada y su ocurrencia depende de cambios repentinos en las expectativas de los inversores. La existencia de múltiples equilibrios es, por lo tanto, el elemento clave que distingue a este enfoque y los *fundamentals* de la economía no ocupan un rol prioritario en la explicación²⁹ (aunque en una versión extrema de esta teoría los cambios en las expectativas podrían ser totalmente independientes de los *fundamentals*, es claro que estos, en la práctica, juegan siempre un rol en la formación de aquellas).

Esto contrasta con la explicación basada en los modelos de primera generación, en la cual el escenario de crisis es el único posible debido a la inconsistencia entre los objetivos de política económica y el régimen cambiario. En este sentido, el aporte más valioso de los modelos de equilibrios múltiples al análisis de las causas de las crisis es que da cuenta de lo impredecible que puede resultar el colapso de un régimen cambiario (tal como se muestra en aquellas crisis ocurridas en economías que no tenían desequilibrios evidentes en sus datos fundamentales –es el caso asiático, como veremos más abajo-).

Los modelos pioneros de primera y segunda generación han sido extendidos para incorporar el rol central que juega el sistema bancario y financiero en la dinámica de la crisis. Así, se han investigado los mecanismos a través de los cuales se relacionan las crisis cambiarias y bancarias, dando lugar a la reciente literatura sobre crisis gemelas.

En términos de la discusión precedente, el mecanismo de transmisión entre una crisis bancaria y una cambiaria en los modelos de primera generación está relacionado con el “descalce” en la denominación de pasivos y activos del sector financiero o con el costo fiscal que implica un eventual salvataje de un sector bancario insolvente, por ejemplo. En contraste, las crisis bancarias motivadas por problemas de iliquidez reflejan el vínculo entre expectativas y profecías auto cumplidas propio de las teorías de segunda generación.

²⁸ Ver Calvo y Fernández Arias (2000)

²⁹ Esto se debe, como hemos resaltado previamente, a que bajo este enfoque, aun en una economía que no exhiba desequilibrios estructurales como los que motivan a las crisis de primera generación, pueden ocurrir ataques especulativos que provoquen el abandono del régimen de tipo de cambio fijo. En este sentido, son las expectativas, y no los *fundamentals*, las que determinan la ocurrencia de las crisis en los modelos de segunda generación.

A su vez, la presencia de significativas fallas de mercado en los sistemas financieros y, en particular, la existencia de problemas de *información asimétrica*³⁰, que incluyen a la *selección adversa*³¹ y al *riesgo moral*³², contribuye a exacerbar las consecuencias de las crisis. Dichas fallas son particularmente relevantes en los PED, sobre los cuáles hay menor información confiable, cuyos mercados financieros son más incompletos y donde los mecanismos de supervisión y regulación son mucho más débiles que en los países industrializados. Además, las fallas tienden a agravarse en situaciones de abundante liquidez como las que usualmente han precedido a las recientes crisis sistémicas

En estas circunstancias, los inversores, que poseen información limitada, canalizan fondos hacia proyectos en los que hay altos rendimientos prometidos pero dudosa capacidad de repago (el problema de la selección adversa). A su vez aparece también el problema del *riesgo moral*, que puede originarse, en primer lugar, en las acciones de los gobiernos locales que distorsionan la asignación de inversiones a través de mecanismos de tipo clientelístico. Este sería el denominado *crony capitalism*, que pasó a ser un elemento central en la interpretación que hacen los países industrializados y el FMI de la crisis asiática (ver más abajo).

Una segunda fuente de riesgo moral se originaría en las intervenciones del FMI, que con sus *bailouts* llevaría a los inversores a prestar dinero a tasas que no reflejan los riesgos reales en los PED. Como veremos en la tercera sección, ello ha generado un debate que ha cobrado gran intensidad a partir de la crisis mexicana.

En este escenario, han surgido iniciativas que buscan reducir la asistencia del FMI a los países afectados por las crisis o involucrar en mayor medida al sector privado en la gestión de las mismas³³. En contraste, también han surgido propuestas de involucrar más al FMI en la gestión de la crisis, aportando fondos adicionales para recrear la confianza de los inversores y eventualmente llegando a plantear que el organismo actúe como una suerte de prestamista de última instancia en casos en los que se presume que la crisis es de iliquidez.

Las propuestas en cuestión forman parte de una serie de iniciativas que se han planteado en los últimos años tanto para tratar de prevenir las crisis como para gestionarlas de una manera más eficaz, lo cual refleja la creciente preocupación internacional por esta difícil problemática. A continuación exploraremos brevemente algunas de dichas propuestas.

C. Iniciativas para prevención y gestión de las crisis

En lo que respecta a las iniciativas para prevenir las crisis, se han registrado algunos avances en materia de disponibilidad de información más adecuada por parte de los organismos multilaterales (véase Fischer, 2002) y de las instituciones privadas. Dichos

³⁰ Existe *información asimétrica* en un mercado determinado cuando una parte (generalmente el vendedor) posee más información sobre el bien o servicio comercializado que la otra (el comprador).

³¹ La *selección adversa* ocurre cuando deudores de alto riesgo potencial son los que más buscan créditos, aún pagando altas tasas de interés y los acreedores conceden esos préstamos.

³² Por *riesgo moral* se alude a los riesgos excesivos que toman los agentes económicos en sus decisiones de inversión por no tener que hacerse cargo de todas las consecuencias de sus acciones (por ejemplo, si existen garantías implícitas).

³³ En la reunión de Praga en septiembre de 2000, el Comité Monetario y Financiero Internacional del FMI estableció las opciones a considerar y lo que debería tenerse en cuenta en situaciones en las cuales un país se enfrentaba a la posible interrupción de sus pagos a los acreedores privados. Se dividieron en dos los casos, dependiendo de la evaluación que hiciera el FMI de la capacidad de pago del país, aquellos donde la combinación de financiamiento oficial catalizador y de ajuste de las medidas de política debería permitir que el país recupere rápidamente el pleno acceso al mercado y aquellos otros donde se tendría que hacer hincapié en los enfoques de renegociación voluntarios.

avances harían posible distinguir mejor entre las distintas oportunidades de inversión y los riesgos involucrados en cada país de destino de aquellas.

Al mismo tiempo, se han planteado un conjunto de normas para fortalecer la regulación prudencial y la supervisión de los sistemas financieros en los países emergentes (por ejemplo el acuerdo de Basilea). Aunque estas no son fáciles de implementar en contextos institucionales como los de los PED, en algunos casos, como el argentino, se registraron avances sustantivos (más abajo veremos los impactos, no siempre positivos, derivados de la adopción de esta normativa en la Argentina).

También se ha replanteado el debate acerca de los regímenes cambiarios más adecuados en condiciones de libre movilidad de capitales a la luz de los serios problemas con los tipos de cambio fijos que se observaron en buena parte de los años 1990 en los PED (véase al respecto una reseña del debate y una propuesta superadora en Goldstein, 2002).

A la vez, a pesar de la controversia que generan, los controles a los movimientos de capital de corto plazo siguen siendo una medida atractiva para la prevención de las crisis, aunque como se verá más abajo en el caso de Malasia, las opiniones están divididas en cuanto a las circunstancias y la forma en que se deberían aplicar y a su efectividad.

De todos modos, aunque Eichengreen (2002) considera que se ha progresado en materia de prevención, especialmente por la falta de contagio de la crisis argentina hacia otros mercados emergentes en contraste con lo que había ocurrido en las crisis mexicana, asiática y rusa, es indudable que los avances en ese terreno son hasta ahora muy limitados.

Con respecto a la gestión de las crisis, el mismo autor analiza las diferentes opciones que se han planteado en los últimos años con relación al manejo del endeudamiento del sector público en tres grandes categorías:

- 1) el *status quo*, que básicamente considera que los acreedores y deudores pueden resolver por sí solos los problemas que plantean las crisis y que el FMI debería ser más cuidadoso en la asistencia que brinda;
- 2) mejorar los mecanismos de reestructuración de las deudas externas sin crear nuevas instituciones;
- 3) crear nuevas instituciones para resolver las crisis financieras en los PED.

Los que sostienen el *status quo* argumentan que, en diez años de experiencia en los mercados internacionales de bonos, los acreedores, a través de sus representantes y con la ayuda de sus asesores legales y financieros, han podido negociar con los deudores de buena fe y reducido las amenazas de litigios por parte de acreedores belicosos (*rogue creditors*). Asimismo, han aceptado quitas sustanciales en sus acreencias cuando están convencidos que los deudores, si bien tienen problemas serios, están haciendo esfuerzos consistentes para solucionarlos.

En contraste, Rusia en 1998 y Ecuador en 1999 son casos en donde los gobiernos decidieron el *default* como un *fait accompli* (Argentina se ha incorporado a este grupo en

2002) y posteriormente y, en un clima adverso, renegociaron los títulos de la deuda impaga³⁴.

En cualquier caso, el hecho de que la mayoría de los gobiernos hacen esfuerzos considerables para evitar la reestructuración de las deudas externas sugiere que la realidad es mucho más compleja que la que sugieren los partidarios de este planteo y, por ende, el camino del *status quo* es sinuoso y, sobre todo, muy incierto.

Es por esa razón que han aparecido una serie de iniciativas destinadas a mejorar los mecanismos de negociación entre deudores y acreedores para facilitar eventuales suspensiones en el pago de los servicios o procesos de reestructuración de las deudas soberanas.

Dichas iniciativas apuntan a modificar los contratos y las prácticas financieras, a través de la inclusión de *roll over options* en los préstamos. Asimismo, plantean la necesidad de incluir cláusulas de acción colectiva basadas en el voto de la mayoría para evitar los problemas de *free riding* que complican las negociaciones entre acreedores y deudores. Al mismo tiempo, sugieren que los deudores puedan recurrir con más frecuencia a una interrupción (*standstill*) en los pagos respectivos. Las propuestas difieren en cuanto a si los cambios requeridos sólo conciernen a la legislación nacional (en los países acreedores o deudores) o si involucran modificaciones en los propios estatutos del FMI (véase Eichengreen, 2002 para un excelente análisis del tema).

Las propuestas de crear nuevas instituciones son mucho más ambiciosas y parten del supuesto que los mecanismos existentes son inadecuados para resolver las crisis de endeudamiento. La transformación del FMI en un prestamista internacional de última instancia, la constitución de una corte internacional o el diseño de un procedimiento legal para tratar los casos de quiebras de los países son las iniciativas más relevantes y, a su vez, más complejas en su diseño e implementación. Aunque ha habido varias propuestas previas, Anne Krueger ha sido la principal exponente de un mecanismo de reestructuración de la deuda soberana por parte del FMI, inspirado en el modelo de una corte nacional que trata con las quiebras empresariales. Las ventajas y numerosos inconvenientes de este mecanismo se discuten en el citado libro de Eichengreen (2002).

En definitiva, como hemos mencionado, los avances realizados en materia de prevención de crisis cambiarias son, hasta la fecha, limitados. Es probable que ello se deba, más allá de los innegables problemas de implementación que implican las iniciativas de prevención, al aún impreciso entendimiento de los orígenes de las crisis. Por otra parte, resulta evidente que los avances en el diseño de lo que se denomina corrientemente la nueva arquitectura del sistema financiero internacional son muy escasos, y lo que predomina en la práctica es un tratamiento caso por caso, tal como lo reflejan los episodios que se discuten en este trabajo.

³⁴ Sin embargo, cabe también tener en cuenta que en el caso de Ecuador los asesores legales del gobierno plantearon mecanismos de salida (*exit consents*) para los acreedores que no aceptaban las condiciones acordadas que facilitaron el proceso de negociación con la mayoría de los inversores.

3. De México a Brasil

A. México

Causas

El caso de México se destaca en primer lugar por ser, junto a Chile³⁵, un país pionero en la introducción de las reformas estructurales pro-mercado desde mediados de los años '80. Dichas reformas incluyeron la progresiva liberalización del comercio exterior –y, ya en los años '90, la incorporación al NAFTA- y la privatización de varias empresas públicas. Asimismo, cabe destacar que en la primera mitad de los '90 el sector público no registraba déficit, las reservas eran altas y la deuda externa era de un tercio del PBI³⁶. En otras palabras, los datos macroeconómicos clave aparecían como relativamente sólidos en los momentos previos a la crisis mexicana.

¿Cómo se explica, entonces, la crisis desatada hacia fines de 1994? Un primer elemento a considerar es el contexto político. En 1994, año de elecciones presidenciales en México y en el cual se trataba la aprobación del NAFTA en los parlamentos respectivos, se produjeron el levantamiento de Chiapas y los asesinatos del principal candidato presidencial en marzo y del Secretario General del Partido Revolucionario Institucional (PRI) en septiembre. Estos acontecimientos contribuyeron a incrementar la incertidumbre que ya estaba extendiéndose sobre la economía mexicana en función, fundamentalmente, de la evolución de dos indicadores clave: el tipo de cambio y el déficit en cuenta corriente.

El tipo de cambio nominal permaneció prácticamente fijo desde noviembre de 1991 hasta marzo de 1994. Dado que la inflación, aunque pequeña, era mayor que la de sus principales socios comerciales, se produjo una apreciación cambiaria real del orden de 30%, de acuerdo a las estimaciones que utiliza Ffrench Davis (1999). *Pari passu*, el déficit de cuenta corriente aumenta notablemente a partir de 1991, llegando a valores elevados en 1994 (veáse cuadro 1), como derivación de una clara tendencia al agravamiento del déficit comercial en dicho período.

En este sentido, un problema básico es que los fuertes ingresos de fondos externos se habrían canalizado en su gran mayoría a financiar una fuerte expansión del crédito para consumo privado, en circunstancias en que la tasa de inversión era bastante modesta. Para agravar las cosas, en el período pre-crisis se produjo un deterioro de la cartera del sistema financiero por el relajamiento en los estándares de supervisión prudencial, así como una fuerte emisión de títulos del gobierno en dólares (tesobonos) a plazos muy cortos.

En este escenario, en marzo de 1994 se efectuó una devaluación de 8% dentro de la banda cambiaria vigente. Si bien la devaluación no afectó el ingreso de fondos hacia México los ataques contra el peso se hicieron más frecuentes a lo largo de 1994 (y también los debates en los Estados Unidos acerca de la viabilidad de la política cambiaria mexicana, ver al respecto DeLong y Eichengreen, 2001), lo cual lleva a una continua pérdida de reservas (de U\$S 30.000 millones a U\$S 5.000 millones entre marzo y diciembre de 1994) y a una creciente iliquidez. En este contexto, el gobierno decide el 20 de diciembre devaluar el peso

³⁵ No podemos dejar de señalar que, tal como ha sido enfatizado largamente en la literatura y el debate sobre el tema, Chile mantuvo ciertos controles sobre el ingreso de capitales durante todos los años '90.

³⁶ En el anexo, al final del trabajo, se encuentran los cuadros con la evolución de los principales indicadores macroeconómicos.

un 15% y, finalmente, liberar el mercado de cambios. El resultado fue una devaluación, en términos reales, de 55% (cuadro 3).

La crisis cambiaria se extendió rápidamente al sector bancario. De los 34 bancos comerciales en operación en 1994, nueve bancos (que reunían el 19 por ciento de los activos del sistema financiero) fueron intervenidos y considerados insolventes (Caprio y Klingebiel, 2002). Frente a esta situación el gobierno diseñó y aplicó rápidamente un programa de rescate que incluía: i) un mecanismo para otorgar liquidez inmediata en moneda extranjera, debido a que alrededor del 75 por ciento de la deuda del sistema bancario era de corto plazo; ii) la adquisición de una parte de la cartera de préstamos irrecuperables, a través de una institución pública creada especialmente para el caso (FOBAPROA); iii) la recapitalización bancaria, para lo cual se creó un fondo especial que asistió a once bancos; iv) facilidades a deudores.

La recuperación (ver gráfico 2) no resolvió por sí sola las dificultades del sistema bancario, en la medida en que la creación de crédito bancario se redujo y la proporción de créditos irrecuperables se mantuvo elevada, inclusive hasta 1998. A principios de dicho año, el Ejecutivo exigió al Congreso que reconociera que la cartera de activos de FOBAPROA era, de facto, irrecuperable. De esta manera, los costos fiscales totales de la reestructuración del sistema bancario alcanzaron al 19 por ciento del PBI (cuadro 4).

Tres son las hipótesis más difundidas acerca de la génesis de la crisis mexicana. En primer lugar, la que sostienen quienes asignaban la mayor responsabilidad a la sobrevaluación del tipo de cambio (Dornbusch, Goldfajn y Valdés, 1995), antes de que la crisis estalle. En segundo lugar, la que enfatiza el papel del ataque especulativo en un contexto de excesiva expansión monetaria con pérdida de reservas. Por último, la hipótesis que considera que México no estaba en un sendero insostenible: la política fiscal era conservadora y los niveles de endeudamiento externo relativamente bajos. Para Sachs, Tornell y Velasco (1996), los inversores entran en pánico una vez que el gobierno devalúa el 15% y ello desencadena el ataque especulativo que provocó el colapso del peso mexicano.

Las dos primeras hipótesis consideran que esta crisis fue la “crónica de una muerte anunciada”, el título de un artículo de Calvo y Mendoza (1996), e interpretan a este episodio como una crisis de primera generación, debido a la importancia que le asignan a la inconsistencia entre los desequilibrios estructurales y el régimen cambiario. Por el contrario, de acuerdo a la tercera hipótesis, el comportamiento de los inversores fue el factor clave que precipitó la crisis (una “muerte súbita” más que una muerte anunciada) y terminó siendo una profecía auto cumplida, acorde a los modelos de segunda generación.

Este debate pone de manifiesto la dificultad de clasificar inequívocamente a los episodios de crisis de acuerdo a los enfoques de primera y segunda generación. Como mencionamos en la sección 2.B, ello se debe al contraste entre el elevado grado de complejidad que estos fenómenos presentan en la realidad y las generalizaciones que estos enfoques analíticos ofrecen. Este es un problema que, como veremos, también se observa en los demás casos analizados en este trabajo.

Política económica y asistencia financiera del FMI

El colapso del peso, sumado al pánico de los inversores, colocó a México al borde de la cesación de pagos a comienzos de 1995. La asistencia financiera fue liderada por el FMI y, a diferencia de otros episodios, por el gobierno de Estados Unidos en forma directa³⁷.

Las razones que la mayoría de los analistas consideran como factores explicativos de la actuación de ese país en la crisis mexicana son la defensa del proceso de integración en el NAFTA, la imperiosa necesidad de limitar la inmigración ilegal y el contexto político en que se encontraba EE.UU. en el momento de la crisis.

En México, la asistencia financiera otorgada por el FMI se utilizó para: i) cumplir con los pagos de los tesobonos (stock de deuda pública de corto plazo cuyo principal se encontraba indexado al dólar); ii) refinanciar las obligaciones en moneda extranjera de los bancos comerciales; iii) incrementar el stock de reservas internacionales del Banco Central.

Sachs, Tornell y Velasco (1995) sostienen que el mejor fundamento para entender el *bailout* mexicano es recurrir a la lógica del prestamista de última instancia (PUI). De acuerdo a la llamada “regla de Bagehot”, el PUI debería prestar libremente a un deudor ilíquido pero solvente. Los autores consideran que la acción del FMI y de los EE.UU. fue acertada debido a que la asistencia le permitió a México mantener su credibilidad en los mercados, que pudo haber sido eliminada en el caso de que hubiera incurrido en el *default* de los tesobonos.

En lo que hace al período pos crisis, a diferencia de lo que ocurrió posteriormente en Asia, la política monetaria y fiscal puesta en marcha en México en 1995 por recomendación del FMI no despertó grandes críticas y la recuperación resultó relativamente rápida³⁸.

En definitiva, a pesar de la efectividad del rescate liderado por el FMI, este episodio instaló la discusión acerca de los incentivos perversos que dichas intervenciones generaban en las decisiones de inversores y gobiernos de los países tomadores de crédito. Cuando a mediados de 1997 estalló la crisis del sudeste asiático muchos observadores y analistas sostuvieron que el riesgo moral, generado como consecuencia de la resolución de la crisis mexicana, era un elemento determinante para explicar las causas del nuevo episodio.

B. Sudeste Asiático

Causas

Así como la crisis mexicana de 1994 sorprendió a muchos observadores, mucho mayor fue la sorpresa³⁹ cuando en 1997 se desencadenó, en el sudeste asiático, la crisis que afectó a Tailandia, Indonesia, Corea, Filipinas y Malasia⁴⁰, países que habían exhibido las mayores tasas de crecimiento económico a nivel mundial en las últimas décadas.

³⁷ Luego de intentar infructuosamente aprobar la ayuda a través del Congreso, en febrero de 1995, el gobierno de los EE.UU. y el FMI anuncian un paquete de ayuda financiera a México por US\$ 52.000 millones. Los EE.UU. contribuyeron con US\$ 20.000 millones de su Fondo de Estabilización Cambiaria y el FMI aportó US\$ 17.800 millones, de los cuales US\$ 10.000 millones estarían disponibles a medida que el gobierno mexicano fuese cumpliendo los términos del programa de ajuste macroeconómico acordado con el organismo.

³⁸ La firma de un pacto entre el gobierno, los sindicatos y el sector privado para limitar el aumento de precios y salarios y evitar una espiral inflacionaria con mayor depreciación cambiaria fue un factor importante en este sentido.

³⁹ Para ilustrar este comentario, baste citar que Corea, Malasia y Tailandia tenían una elevada nota de las agencias de calificación de riesgo en junio de 1997 (y que esta era similar a la de un año previo). Sólo cuando la crisis se desencadena se modifica la evaluación de las agencias de calificación.

⁴⁰ La crisis no afectó mayormente a Taiwán, Singapur y Hong Kong.

Los países asiáticos habían sido más reticentes que los latinoamericanos en liberalizar sus importaciones de bienes y servicios y las privatizaciones de empresas públicas no tuvieron prioridad en la agenda pública (a pesar de que se registraron privatizaciones en Malasia, por ejemplo). De todos modos, en los años '90 liberalizan la cuenta de capital y desregulan los sistemas financieros domésticos, por presión de los países industrializados y con el apoyo de las grandes empresas locales, lo cual es un elemento clave a tener en cuenta para el análisis de la crisis de 1997.

A la vez, si bien la crisis asiática fue fundamentalmente financiera en su comienzo, algunos factores coyunturales en el comercio internacional contribuyeron a su génesis. En particular, la apreciación del dólar (al cual las monedas locales estaban vinculadas, ver cuadro 3) redujo la competitividad de las exportaciones de esos países. En tanto, el exceso de capacidad instalada disminuyó sustancialmente los precios en la industria de semiconductores, afectando en particular a Corea.

La crisis comenzó en julio en Tailandia, donde la fuerte entrada de capitales externos y la consecuente expansión del crédito interno en el contexto de un sistema financiero débil origina un significativo déficit en la cuenta corriente (cuadro 1). La inestabilidad financiera se extendió rápidamente a los países de la región. Al término de noviembre, Tailandia, Filipinas, Indonesia, Malasia y Corea habían devaluado sus respectivas monedas⁴¹. La intensidad de los ataques especulativos hicieron inefectivos tanto la utilización de reservas como el incremento en las tasas de interés para evitar el colapso cambiario.

Pese a que los síntomas que preceden a la crisis asiática son parecidos a los del caso mexicano, es importante puntualizar las diferencias. Los coeficientes de ahorro, inversión y de exportación en los países asiáticos eran mucho más elevados que en México y los fondos externos fueron canalizados a financiar más el crecimiento de la inversión que el del consumo. Esto indicaba que, en principio, los países asiáticos tenían mayor capacidad de repago de las deudas contraídas que México. En el caso de Corea, la inversión se dirigió principalmente a actividades transables en los grandes conglomerados que dominan la economía de ese país (*chaebols*). El consumo privado aumentó muy poco en los años previos a la crisis y tampoco se registra un *boom* en la bolsa de valores y en los bienes raíces. El caso de Tailandia y Malasia es un tanto diferente, ya que también se habían materializado inversiones relevantes financiadas con fondos externos en bienes raíces y en la bolsa de valores. De todas formas, los aumentos en las bolsas de valores de Malasia y Tailandia fueron mucho menores que en México. A su vez, aunque el consumo aumenta como resultado de la expansión del crédito interno, el coeficiente consumo/PBI en Tailandia y Malasia se había reducido en el período previo a la crisis (Palma, 2002).

En tanto, los déficit en la cuenta corriente y la apreciación real de las monedas asiáticas durante los años noventa eran generalmente menores que en México (ver cuadros 1 y 3). Finalmente, si bien la deuda externa de corto plazo en los países asiáticos era considerable, especialmente en Corea y Tailandia, la proporción de la deuda externa de corto plazo con relación a las reservas era en 1997 mucho más baja que en México en 1994.

Teniendo en cuenta entonces que los datos macroeconómicos básicos en los países asiáticos bajo estudio eran mejores que en México, la pregunta obvia es qué otros factores internos

⁴¹ Taiwán se sumó a esta lista al decidir flotar su moneda en octubre. De todos modos, la crisis no se agudizaría en este país.

jugaron un papel significativo en el desencadenamiento de la crisis. En la literatura analizada aparecen, entre otros, dos elementos que podrían haber contribuido en ese sentido: i) las características peculiares del Estado desarrollista asiático; ii) el marco regulatorio e institucional en el que tuvo lugar la liberalización del sistema financiero doméstico.

Una de las características centrales del denominado Estado desarrollista asiático (surgido primero en Japón y luego en Corea del Sur y en Taiwán) ha sido la asignación de financiamiento público para realizar inversiones privadas en nuevas actividades productivas que debían alcanzar competitividad internacional en un período relativamente corto. La política industrial aplicada hasta los años '80 en Corea, por ejemplo, servía para coordinar las inversiones del sector privado en las nuevas actividades, las que eran elegidas de forma secuencial *pari passu* el avance del proceso de desarrollo. Una experiencia similar se realiza en Taiwán⁴².

Sin embargo, no todos los analistas están de acuerdo con la idea de que la política industrial haya jugado un rol favorable en Asia. En esta lectura, no sólo dicha política habría generado crecientes distorsiones en la asignación de recursos, sino que habría estado acompañada de prácticas poco transparentes, corrupción, expansión de las oportunidades para comportamientos *rent-seeking*⁴³ y relaciones poco claras entre Estado y sector privado (el llamado *crony capitalism*). Según esta línea interpretativa, la política industrial habría llevado finalmente a la crisis de 1997 por la siguiente vía: los fondos externos habrían sido canalizados a los *crony capitalists* protegidos por el gobierno a través de los bancos locales, presionados por el aparato estatal para otorgar préstamos para proyectos de dudosa viabilidad.

Esta es, por ejemplo, la posición del FMI, que interpretaba que la crisis asiática se originó principalmente en la fragilidad del sistema financiero, causada a su vez por graves deficiencias estructurales en el funcionamiento de la economía, lo que daba lugar a una asignación ineficiente de las inversiones y del crédito. En una posición más extrema, el presidente de la Reserva Federal de los EE.UU. Alan Greenspan consideraba que la crisis asiática serviría para dismantelar un sistema basado en la intervención del Estado para la asignación de recursos y crear las condiciones para instalar el tipo de sistema capitalista que prevalece en los EE.UU. (citado en Wade, 1998, p. 1.536).

En contraste, otros autores como Chang (2000) y Haggard (2000) observan que el tipo de política industrial antes descrito ya no se aplicaba más en los años '90 en Corea y, por ende, no pudo ser causante de la crisis, al menos en dicho país. Más aún, habría sido más bien el abandono de la política industrial, entendida como mecanismo de coordinación y disciplinamiento de las inversiones de los grupos privados en búsqueda de promover la competitividad industrial, lo que llevó a que surgieran elementos de *crony capitalism* en Corea.

En esta interpretación, se enfatiza el papel del aumento del endeudamiento externo como causante de la crisis coreana, facilitado no sólo por la liberalización gradual de la cuenta de

⁴² En Indonesia y Malasia hubo varios intentos de implementar una política industrial (por ejemplo en los sectores automotor y aeronáutico) pero en ningún momento alcanzaron la envergadura que tuvieron en Corea o Taiwán.

⁴³ Por *rent seeking* entendemos los intentos del sector privado, tanto legales como ilegales, por influenciar sobre el sector público para obtener subsidios, monopolios, contratos, protección contra las importaciones, etc.

capital sino también por la desregulación del sistema financiero a partir de 1993. Así, se crearon una gran cantidad de nuevas instituciones financieras que eran débiles e inexpertas en la evaluación de riesgo. En tanto la mayor parte de la deuda de estas instituciones era externa y de corto plazo, el grueso de los préstamos era de largo plazo e internos. Todo esto, en un contexto en el que no se fortalecieron suficientemente los mecanismos de supervisión sobre el sistema financiero (Shin y Chang, 2002).

En este escenario, los conglomerados coreanos siguieron invirtiendo masivamente en muy diversas actividades, a través de subsidios cruzados entre sus subsidiarias y con una contabilidad poco transparente, mientras accedían al financiamiento internacional, preferentemente de corto plazo, que había sido totalmente desregulado a comienzos de los años '90 (en contraste, los préstamos de largo plazo debían ser autorizados por el gobierno). El crecimiento de las inversiones condujo a un exceso de capacidad instalada en varios sectores, en tanto que el nivel de endeudamiento de los conglomerados aumentó en forma notable –sobre niveles previos ya altos-, pero a diferencia del pasado dicho endeudamiento tenía un fuerte componente en divisas extranjeras y alta concentración en el corto plazo.

Aquí ingresa al cuadro explicativo otro factor: el riesgo moral. Dado que los conglomerados dominaban la escena económica de Corea y eran *too big to fail*, los acreedores se imaginaban que el gobierno iba a rescatarlos en caso de que enfrentaran dificultades financieras, con lo cual se reducía el riesgo de financiar los proyectos respectivos. Si bien Chang (2000) argumenta que esta visión de los acreedores era incorrecta, ya que en el pasado varios conglomerados habían ido a la quiebra y sólo en 1997 seis de los 30 más grandes *chaebols* quebraron, el riesgo moral probablemente tuvo un papel en el fuerte ingreso de capitales a Corea.

Por otro lado, como mencionamos antes, abandonada la política industrial desarrollista, subsisten relaciones público-privadas que se asemejan, ahora sí, al *crony capitalism*. Así, tras la crisis y las quiebras de algunos conglomerados salieron a la luz distintos escándalos que involucraron incluso al propio Presidente y su familia, poniendo de relieve que las políticas de promoción de la inversión eran aún menos transparentes que en el pasado y que ya no se basaban en una política industrial definida como sí había ocurrido durante la etapa del Estado desarrollista.

La influencia del *crony capitalism* sobre la crisis es mucho más clara en el caso de Indonesia, donde la llamada *Suharto connection* era esencial para hacer negocios en el país, sobre todo en el ámbito financiero. La desregulación del sistema financiero facilitó la creación de bancos privados y de instituciones financieras en los años '90 que contribuyeron a la gran expansión del crédito, pero el presidente intervenía directa o indirectamente en las decisiones de crédito importantes tanto en los bancos públicos como en los privados, como señala Haggard (2000). Mientras que en Malasia las conexiones con el gobierno también juegan un papel significativo en la asignación del crédito a empresas de capital nacional, esto ocurre en mucho menor medida en Tailandia. No obstante, la mayor parte de los analistas considera que las regulaciones prudenciales para las compañías financieras eran inadecuadas.

En resumen, en el caso coreano es evidente que la tradicional política industrial ya había dejado de ser utilizada por el Estado al momento de la crisis. En los años '90 las autoridades económicas, así como los propios conglomerados, estaban a favor de la

liberalización de la cuenta de capital y la desregulación financiera y querían beneficiarse del acceso al financiamiento internacional. En los otros países que sufrieron la crisis no hubieron Estados desarrollistas como en Japón, Corea y Taiwán, y las políticas industriales habían estado más o menos plagadas de problemas de *crony capitalism* según el caso. Lo que unifica a todas las experiencias analizadas es que los desregulados sistemas financieros de la región estaban poco preparados para absorber fuertes flujos de fondos internacionales y canalizarlos hacia proyectos de inversión viables. Así, el factor interno decisivo parece haber sido la falta de adecuadas regulaciones y mecanismos de supervisión en el sistema financiero en un contexto en el que los problemas de corrupción y escasez de transparencia, que vienen de larga data en la mayor parte de la región, no fueron adecuadamente atacados en los años '90.

Política económica y asistencia del FMI

Durante la crisis asiática, el FMI brinda apoyo a Tailandia (el 20 de agosto de 1997), a Indonesia (el 5 de noviembre) y a Corea (el 4 de diciembre)⁴⁴; en tanto, Malasia no recurre a ese organismo (ver más abajo). A diferencia de su inmediata actuación en México, en un primer momento, el gobierno de los EE.UU. minimizó la crisis asiática. Así, en noviembre de 1997 el Presidente Clinton calificó a la crisis como “unos pequeños obstáculos en el camino” (Gilpin, 2000). Es recién cuando se desencadena la crisis coreana que los EE.UU. cambian realmente de posición y, a través del FMI, realizan el mayor préstamo de su historia⁴⁵.

Al igual que en México, en los países asiáticos los fondos también estaban inicialmente destinados a cumplir con los vencimientos de la deuda externa pública y privada, y solamente en Indonesia se utilizaron como instrumento para detener la depreciación de la rupia. La ayuda financiera debía jugar un papel esencial en tratar de evitar la cesación de pagos. Como contrapartida, a través de este mecanismo las deudas privadas eran socializadas. Esto fue especialmente claro en Corea. Los inversores extranjeros evitaban pérdidas y el gobierno coreano asumía el compromiso de pagar la deuda externa de corto plazo, cuyo acreedor pasaba a ser el FMI.

Varios autores como Sachs consideran que, a diferencia de México, el FMI no prestó en forma efectiva una cantidad suficiente de fondos a los países asiáticos. Mayores préstamos sin rígidos y numerosos condicionamientos como los que planteaba el Fondo⁴⁶ hubiesen permitido a las economías afectadas esterilizar la masiva salida de capitales y detener el pánico más tempranamente. Esta línea argumental es consistente con el diagnóstico de Sachs y Radelet (1998), quienes sostienen que la crisis del Este Asiático se originó fundamentalmente en un problema de iliquidez agregada en los países afectados, que desató el pánico financiero en economías que eran solventes en el largo plazo.

⁴⁴ Sin incluir a Filipinas, que al momento del inicio de la crisis ya se encontraba bajo un programa del FMI, que fue posteriormente renovado en marzo de 1998.

⁴⁵ Aunque no se entregaron la totalidad de los fondos, el FMI comprometió sumas sustanciales de US\$ 17, 35 y 57.000 millones, respectivamente para respaldar programas de ajuste y reforma en Tailandia, Indonesia y Corea; la asistencia concedida a Indonesia se incrementó aún más en 1998-99 y llegó a los US\$ 40.000 millones.

⁴⁶ Además de metas en materia fiscal y monetaria (ver más abajo), el FMI planteó una serie de reformas estructurales tendientes a alinear las normas de gobierno corporativo con las vigentes en Occidente, facilitar el ingreso de inversión extranjera y fortalecer los mecanismos de supervisión bancaria. Si bien se han observado avances en ese sentido, hay discusiones sobre en qué medida se han cumplido los objetivos de las reformas mencionadas.

La estrategia inicialmente adoptada por el FMI en lo concerniente a la política monetaria privilegiaba la utilización de la tasa de interés y las restricciones en la creación de crédito doméstico para restablecer la estabilidad cambiaria en los países afectados y, de esa forma, facilitar el repago de la deuda externa.

La estrategia del FMI fue muy criticada por Stiglitz (2002) y Sachs y Radelet (1998), entre otros. En lugar de inspirar confianza, en este caso los programas del Fondo contribuyeron a exacerbar el pánico de los inversores que temían que sus activos no serían garantizados por un prestamista de última instancia. A su vez, Feldstein (2002) subraya que en un contexto en el cual los *ratios* deuda/capital de las empresas eran, en general, elevados, el incremento en las tasas de interés resultó particularmente dañino, conduciendo a elevadas tasas de créditos improductivos y bancarrotas bancarias.

Una cuestión muy controversial fue el tratamiento que dio el FMI a las instituciones financieras insolventes durante la crisis, especialmente en Indonesia. En ese país, los dieciséis bancos clausurados estaban sumidos en una grave insolvencia. No obstante, al no darse a conocer el tratamiento que se daría a los depositantes en posibles futuras clausuras de otros bancos, se aceleró la corrida bancaria que duró hasta enero de 1998, cuando se anunció una garantía general de todos los pasivos de los bancos.

En lo que se refiere a la política fiscal, los programas originales en los tres países mencionados contemplaban un significativo ajuste fiscal para alcanzar el superávit en 1998. Esto se impulsó en un contexto en el cual estos países estaban siendo fuertemente golpeados por el efecto contractivo de la fuga de capitales al exterior y a pesar de que sus balances fiscales ya eran superavitarios en los años anteriores a la crisis. El objetivo perseguido era cubrir los futuros costos de la reestructuración bancaria, facilitar el ajuste de la balanza de pagos y establecer confianza. Esta política fiscal fue muy criticada. Feldstein señala que cualquier política deflacionaria era completamente innecesaria en los países asiáticos. Esto se debía a que la continuada depreciación cambiaria tenía un efecto deflacionario al aumentar el valor de las deudas en moneda local. De esta manera, el autor considera que la política fiscal requerida por el FMI contribuyó a acentuar la recesión económica durante la crisis.

El mal resultado de los programas implementados durante el último semestre de 1997 motivó un cambio de estrategia en el FMI⁴⁷. Sachs y Radelet (1998) identifican los nuevos principios que rigieron las recomendaciones de política del organismo a los países afectados en los primeros meses de 1998:

- Suspensión parcial del pago de la deuda externa, basada en acuerdos colectivos entre deudores y acreedores (como en Corea)⁴⁸ o en acciones unilaterales seguidas de negociaciones entre las partes (caso de Indonesia).

⁴⁷ En un estudio del FMI (2000) se presentan tres justificaciones del desempeño insatisfactorio de los programas implementados en el comienzo de la crisis. En primer lugar, se enfatizan las vacilaciones iniciales y los cambios de orientación de la política económica en el marco de la aplicación de los programas. En segundo lugar, se señalan los desequilibrios de enormes proporciones y crecientes entre las reservas internacionales y la deuda a corto plazo. En Corea y Tailandia, los inversionistas percibieron en forma especialmente clara esta situación, ya que la información se hizo pública en el marco de los programas respaldados por el FMI. Por último, se menciona la incertidumbre con respecto a los planes de financiamiento oficial; en particular, en Corea e Indonesia no se desembolsaron los recursos de la "segunda línea de defensa", anunciados al comienzo de los programas de esos países.

⁴⁸ El FMI y el gobierno de los Estados Unidos presionaron a los bancos internacionales para que no liquidasen sus créditos a Corea. Esta presión se tradujo en una renovación de los créditos de corto plazo a dicho país, después de que el

- Garantía gubernamental de todos los pasivos del sistema bancario.
- Menor énfasis en el cierre de instituciones financieras en el corto plazo y mayor hincapié en la reestructuración y recapitalización bancaria de largo plazo.
- Abandono de los superávits fiscales como objetivo de la política fiscal.

La mayoría de los especialistas concuerda en que el cambio de rumbo en la política fiscal fue un factor importante para explicar la recuperación de las economías asiáticas (ver Jomo, 2001). Los fondos públicos fueron dirigidos a expandir el gasto en planes sociales y a recapitalizar las instituciones financieras.

En el caso coreano, el gobierno destinó casi U\$S 50.000 millones (15 por ciento del PBI) para resolver la crisis financiera y, al mismo tiempo, se planteó una política de reestructuración de los grandes conglomerados (véase recuadro 1)

Con el fuerte apoyo de los Estados Unidos y del FMI, en abril de 1998 se creó la *Financial Supervisory Commission* para revisar, diseñar y supervisar el sistema financiero. Se dispuso el cierre de 572 instituciones (el 27% de las que existían en 1997) entre las cuáles había cinco bancos comerciales y 16 *merchant banks*. Se nacionalizaron varios bancos comerciales que fueron recapitalizados con fondos públicos y transformados en tres bancos gigantescos. Un banco comercial fue luego vendido a capitales extranjeros. También se modificó el sistema de garantías a los depósitos, pasándose de uno total a uno parcial.

A su vez, la recapitalización de las instituciones financieras resultó crucial para la recuperación al reducir el riesgo sistémico bancario e inyectar liquidez. Las tasas de interés se redujeron a niveles sin precedente a lo largo de toda la región y colaboraron para reactivar la economía. La efectividad de estas políticas se vio favorecida por el acuerdo entre países del G7 de concertar expansiones en la oferta monetaria para evitar una recesión mundial.

El propio FMI (2000) realizó su autocrítica con relación a la política fiscal adoptada durante la crisis asiática. Según el organismo, en visión retrospectiva, los objetivos fiscales iniciales de los programas, que se basaban en parte en el supuesto de una moderada desaceleración económica, resultaron demasiado restrictivos. De todos modos, al hacerse evidente el comienzo de una grave contracción en las economías nacionales, y considerando el hecho de que el colapso de la demanda privada generaba grandes superávits en cuenta corriente, se modificaron los objetivos y se flexibilizaron los condicionamientos de los programas respectivos. A la luz de lo sucedido, el FMI concluye que posiblemente esa flexibilización debió haber sido realizada antes, en particular debido a que cuando esos países entraron en crisis su situación fiscal era sólida y su deuda pública era de escasas proporciones.

Recuadro 1 La reestructuración de los *chaebols*

Para la reestructuración empresarial, el gobierno planteó los siguientes objetivos:

gobierno coreano anunciara la suspensión temporaria de los pagos de su deuda con vistas a un futuro acuerdo con los acreedores.

- La reducción de los coeficientes de endeudamiento a menos de 200 por ciento a fines de 1999 y la eliminación de las garantías por créditos cruzados entre las subsidiarias de los conglomerados.
- La focalización de los conglomerados en sus negocios claves (*core businesses*).
- La transparencia en el *management* y en la contabilidad y mejoras en el sistema de gobierno de las corporaciones.
- Fomentar la creación de nuevas firmas y facilitar el desarrollo de las PyMEs.
- Alentar la inversión extranjera directa.

El objetivo de reducir los coeficientes de endeudamiento de los 30 mayores *chaebols* de más de 500 % en 1997 a menos de 200 % se cumplió (en el año 2000 el coeficiente era de 171 %).

Para los cinco *chaebols* más grandes (Samsung, Daewoo, Hyundai, LG y SK), el gobierno alentó un proceso de reestructuración “voluntaria” tendiente a reducir el exceso de capacidad y a promover la especialización de las empresas en donde tenían mayores ventajas competitivas. En julio de 1998 se anunciaron los denominados *big deals*, que eran cambios de propiedad a ser realizados en sectores como automóviles, electrónica, refinación de petróleo, petroquímica, aeroespacial, etc. en los cuales estaban involucradas 17 empresas pertenecientes a los cinco conglomerados mencionados.

Para los restantes *chaebols* (del sexto al número 30) se diseñó un programa de reestructuración impulsado por los bancos que involucraba a 100 empresas. Este programa fue luego extendido a otras firmas, incluyendo las 12 afiliadas de Daewoo cuando el grupo se declaró en quiebra en agosto de 1999. La mayoría de los bancos que intervinieron en el programa se habían nacionalizado y todas las decisiones importantes se tomaron en consulta con la *Financial Supervisory Commission*.

La implementación de los *big deals* ha sido muy complicada porque los conglomerados se resistieron a las presiones gubernamentales y las valuaciones de los activos involucrados fueron muy controvertidas (véase Haggard, 2000).

De todas formas, de acuerdo con Shin y Chang (2002), hasta principios de 2002, en el segmento de las grandes empresas, la reestructuración en su mayoría terminó en fusiones o adquisiciones por parte de inversores extranjeros, lo cual había sido alentado por el gobierno. El promedio de negocios de los cinco mayores *chaebols* se redujo de 30 en 1997 a 23 en 2001. Por otra parte, 29 empresas de las 100 se declararon en quiebra y 35 firmas estaban todavía en el programa en junio 2001. Las restantes compañías que cumplieron los objetivos del programa eran en su mayoría PyMEs.

El fuerte involucramiento del gobierno en el proceso de reestructuración sugiere que existió, en los hechos, una política industrial. Pero a diferencia de lo que había ocurrido en el pasado, la reestructuración no se hizo con un planeamiento estratégico sino que se

orientó básicamente a tratar de reducir los coeficientes de endeudamiento y el nivel de diversificación (Shin y Chang, 2002).

Los cambios en la estructura de gobierno de los conglomerados han sido sustanciales: mayores responsabilidades a los directores (de los cuales un cuarto deben ser externos) y a los accionistas mayoritarios y mayores derechos a los accionistas minoritarios y los inversores institucionales. Al mismo tiempo, la *Fair Trading Commission* restringió la posibilidad de hacer subsidios y préstamos cruzados entre las distintas compañías de los *chaebols*. Asimismo, se modificaron las normas de contabilidad y auditoría para que las cuentas de los conglomerados reflejen mejor la situación financiera y patrimonial de cada una de las compañías.

Finalmente, como consecuencia de las tendencias comentadas antes, se registra un incremento significativo de los flujos de IED en Corea. Dichos flujos pasan de U\$S 2.600 millones por año en 1996-97 a U\$S 5.400 en 1998 y a U\$S 10.600 en 1999, para descender levemente en 2000 (U\$S 10.200 millones). En contraste, los flujos de IED pasan a ser negativos en Indonesia desde 1998. En Tailandia aumentan en 1997 y luego descienden a niveles similares a los registrados antes de la crisis (UNCTAD, 2001).

La experiencia malaya y el debate inconcluso sobre los controles de capital

La gestión de la crisis en Malasia se destaca por dos hechos: i) el gobierno no recurre a la asistencia del FMI, pero hace una política económica muy parecida a la que recomendó este organismo en los países vecinos durante 1997 y luego la modifica sustancialmente en línea con lo que ocurre en el resto de la región; ii) en septiembre de 1998 decide controlar el flujo de capitales por un tiempo limitado.

Aunque las condiciones iniciales eran más favorables (en términos de los indicadores macroeconómicos y financieros) que en los demás países afectados, el desempeño de Malasia durante la crisis no fue apreciablemente superior. Al mismo tiempo, el contra argumento también es válido: la adopción de controles de capitales o la reticencia a recurrir a los programas del FMI, no han demostrado ser significativamente adversos para Malasia en comparación con los demás países en crisis.

Dornbusch (2001) afirma que los costos y beneficios de los controles son ambiguos, debido a que si bien la economía se recuperó a finales de 1998, también ocurrió lo mismo en Corea y Tailandia sin recurrir a tales medidas. En desacuerdo con esta visión, Rodrik y Kaplan (2001) enfatizan que cuando los controles fueron adoptados en septiembre de 1998, la crisis estaba lejos de ser superada. En todo caso, parecería que el mayor éxito de los controles de capitales ha sido la efectividad en alcanzar su objetivo inmediato de cerrar el mercado *offshore* que, por sus características, exponía a Malasia a un nivel de especulación significativamente mayor que en los demás países de la región. Esto ayudó a crear el escenario apropiado para disminuir la tasa de interés doméstica y lograr detener el aumento en las tasas de créditos irrecuperables.

Otro elemento a destacar en el caso malayo es la capacidad de recurrir a fuentes alternativas de financiamiento, tanto interno como externo. En ese sentido, además de emitir deuda interna, el gobierno apeló a ingresos de sectores petroleros y de aseguradoras de pensión.

En cuanto a las fuentes externas, el gobierno recurrió al Banco Mundial y a un conjunto de bancos extranjeros que operan en Malasia, pero la mayor parte del financiamiento externo fue aportado por Japón. El rol de este país fue igualmente clave al posibilitar financiamiento para transacciones de cuenta corriente y garantizar la deuda soberana de Malasia emitida a través de bancos japoneses. Esto permitió al gobierno sortear las restricciones asociadas con una baja calificación de su deuda soberana.

C. Rusia

Causas

Aunque resulta imposible ignorar la relevancia del contexto externo (el contagio de la crisis asiática y el desplome de los precios del petróleo) en este episodio el peso de los factores internos aparece como más decisivo que en los dos comentados antes. Luego de una caída acumulada en el PBI real de 40% en 1990-95 y un muy desprolijo proceso de privatizaciones, en 1997 Rusia registró el primer año de crecimiento del PBI (1%) desde el comienzo del complejo proceso de transición del socialismo hacia una economía de mercado. La inflación y las tasas de interés comenzaron a descender después de haber alcanzado valores muy elevados. Los ingresos de inversiones extranjeras de cartera aumentan sustancialmente en el primer semestre de 1997, haciendo que las reservas internacionales asciendan a U\$S 24.600 millones. Después de un superávit en 1996, el déficit de cuenta corriente llegó a cero en 1997 (ver cuadro 1).

No obstante, la economía rusa tenía serios problemas fiscales y dificultades enormes para recaudar impuestos (el déficit fiscal alcanzó el 6,9% del PBI en 1996), una elevada deuda pública (50% del PBI en 1995-96) predominantemente de corto plazo y una moneda sobrevaluada (22% en 1996). En estas circunstancias, las causas de la crisis residen en los problemas fiscales y en la inconsistencia entre la política fiscal y la cambiaria (donde el rublo se mantenía anclado, a pesar de que había una estrecha banda de flotación, para no estimular un proceso inflacionario). La crisis asiática, los problemas políticos internos y la reducción (de un 40%) en los precios del principal producto de exportación de Rusia, el petróleo, agravaron la situación y el gobierno se vio obligado a pagar tasas de interés cada más elevadas para endeudarse y hacer frente a sus compromisos.

En ese escenario, y pese a la ayuda del FMI, los ataques contra el rublo se hicieron insostenibles, aún con un enorme sacrificio de reservas, y finalmente el proceso llevó a una mega devaluación y al *default* en 1998. Además, los préstamos de los bancos al gobierno y las deudas que estos tenían en moneda extranjera precipitaron una crisis bancaria. En noviembre de 1998 el Banco Central organizó un rescate selectivo del sistema financiero. El costo del rescate fue estimado en U\$S 15.000 millones (5-7% del PBI) en 1999.

Política económica y asistencia del FMI

Como ocurrió en los casos antes comentados, la constante pérdida de reservas internacionales y la creciente especulación contra el rublo a partir de mediados de 1998, motivaron la realización de un gran paquete de rescate por parte de los organismos multilaterales y del Gobierno de Japón, en julio de ese año⁴⁹. El acuerdo fue el primero de

⁴⁹ Según Stiglitz (2002) hubo un fuerte cuestionamiento en los organismos multilaterales a prestarle dinero a un gobierno que no era capaz de cobrarles impuestos a las empresas petroleras y en donde la corrupción era generalizada. Sin

gran magnitud en incluir una inyección de liquidez con carácter preventivo, antes de que se origine la crisis⁵⁰. Los fondos estaban destinados a mejorar la liquidez, restaurar la confianza en el corto plazo y ganar tiempo para implementar una serie de reformas que buscaban corregir las deficiencias estructurales de la economía. Otro rasgo distintivo del paquete fue el acuerdo de un canje de la deuda externa de corto plazo (por un monto de U\$S 32.700 millones a lo largo de la segunda mitad de 1998), con el objetivo de extender su maduración y reducir el riesgo de que los inversores no renovaran sus créditos.

El paquete del FMI no logró sus objetivos. Defendiendo la paridad cambiaria, el gobierno ruso perdió U\$S 30.000 millones de reservas, que sirvieron para financiar una fuerte fuga de capitales antes del *default* y la devaluación. Además, algunos analistas sostienen que el canje de la deuda puede haber contribuido a acelerar el ataque especulativo al aumentar la carga de la deuda externa en el mediano plazo. Esto puede haber resultado a partir de la percepción de que las medidas fiscales y estructurales contempladas en el programa acordado eran escasas y demasiado tardías para compensar el incremento en las obligaciones externas contraídas en el canje (Kharas *et al* 2001).

En julio de 1998, el FMI impulsó en Rusia un paquete de reformas estructurales y fiscales, con el objetivo de fortalecer los indicadores de solvencia de la economía. Las reformas estructurales apuntaban a asegurar la sustentabilidad fiscal en el largo plazo y crear un clima propicio para el desarrollo del sector privado y la inversión. Por su parte, las medidas fiscales procuraban alcanzar un superávit federal de 3% del PBI en 1999 (partiendo de una situación de déficit presupuestario cercano al 7% del PBI en 1997). Su implementación, sin embargo, se encontró rápidamente obstaculizada. Una semana después de la firma del acuerdo entre el gobierno ruso y el FMI, la Duma no aprobó la legislación correspondiente al paquete fiscal. Esto se sumó a las preexistentes deficiencias en la capacidad de recaudación de impuestos y control de gastos.

Los problemas de implementación de las medidas, junto con el fracaso de la asistencia financiera en restablecer la confianza de los inversores en el corto plazo, frustraron de manera definitiva el programa del FMI. La devaluación y la cesación de pagos de la deuda externa infringieron pérdidas a los inversores externos del orden de los U\$S 16.000 millones (Kharas *et al* 2001).

Es importante señalar que el FMI también ha recibido críticas por su rol en el proceso de transición de esa economía al capitalismo, posterior al colapso de la Unión Soviética en 1989. Según Stiglitz (2002), una parte importante del fracaso descrito anteriormente puede ser directamente asociado al acelerado y desordenado proceso de privatización de la economía rusa. La importancia de la secuencia en que se efectuaron las privatizaciones y, en particular, la ausencia de infraestructura institucional no fueron debidamente considerados. En este sentido, la liberalización del mercado de capitales y la desregulación previa al establecimiento de un marco legal apropiado generaron ineficiencias e incentivos

embargo, consideraciones de tipo estratégico (como el poderío nuclear de Rusia) hicieron que la Administración Clinton presionara al FMI y al Banco Mundial para que concedan la ayuda en cuestión.

⁵⁰ El paquete en su conjunto ascendía a U\$S 22.600 millones, aunque en la práctica el FMI y el Banco Mundial desembolsaron solo un cuarto de los recursos anunciados.

para liquidar activos en lugar de reinvertirlos en la economía rusa⁵¹.

D. Brasil

Causas

La desaceleración de la tasa inflacionaria como consecuencia de la implementación del Plan Real a mediados de 1994 no resultó suficientemente rápida para evitar que el real quedara claramente sobrevaluado. La persistencia de los déficit comerciales y de cuenta corriente durante la vigencia del Plan Real refuerza el argumento de que el real quedó sobrevaluado a partir de 1994, inclusive después que el Banco Central introdujera mayor flexibilidad al régimen cambiario implementando un sistema de bandas ajustables (el tipo de cambio nominal se devaluaba a una tasa anual de 7%) a partir de 1995.

La apreciación real de la moneda (ver cuadro 3) contribuyó a la desaceleración del crecimiento del PBI. El incremento de 1994 (6%), disminuyó en 1995 (4%) y aun más en 1996 y 1997 (3%). En 1998, la economía brasileña creció solamente un 0,2%. Además, el desempeño fiscal del sector público en Brasil fue deteriorándose a partir de 1994, aumentando la vulnerabilidad de la economía ante los diversos shocks externos que ocurrieron en la segunda mitad de la década. Esta situación reflejaba las dificultades existentes entre el Poder Ejecutivo y el Congreso para acordar una esperada reforma fiscal. Además, el desequilibrio en el balance operativo del sector público resultó aun más severo debido al costo de servir la deuda pública en un contexto de altas tasas de interés⁵². El déficit operacional promedió una tasa anual de 4,3% del PBI entre 1995-1997 y alcanzó 7,4% en 1998.

En consecuencia, mientras que los déficit fiscales eran generados por las dificultades de implementar una reforma fiscal, los desequilibrios de cuenta corriente y comercial se originaban a partir de la fuerte sobrevaluación del real. Con respecto a este último punto, conviene recordar que la estabilidad de precios era considerada un valioso activo político y, por lo tanto, el gobierno brasileño no contemplaba seriamente la posibilidad de modificar el tipo de cambio con el propósito de corregir el desequilibrio de la balanza de pagos. En este contexto, la economía brasileña evidenciaba una creciente dependencia del financiamiento externo como consecuencia de las dificultades de realizar ajustes estructurales. De esta manera, masivos flujos de capital hacia Brasil financiaban el desequilibrio externo, mientras que los déficit fiscales eran cubiertos por incrementos en el endeudamiento público. Además, las altas tasas de interés que captaban el financiamiento público también contribuían a aumentar la carga de la deuda⁵³.

De esta forma, cuando los desequilibrios macroeconómicos y los problemas de implementación de la política económica se combinaron con la retracción del

⁵¹ Por ejemplo, privatizar antes de crear una estructura regulatoria para una competencia perdurable, induce la creación de monopolios y genera incentivos políticos para impedir la creación de un régimen de competencia. Igualmente, liberalizar los mercados de capitales sin antes crear un clima adecuado para la inversión, genera incentivos para la fuga de capitales. Ver Stiglitz (2002).

⁵² Un rasgo sobresaliente durante la vigencia del Plan Real fue el elevado nivel de las tasas de interés real. Por ejemplo, la tasa pasiva anual promedió 22% entre junio de 1995 y diciembre de 1998.

⁵³ Como consecuencia de los déficit comerciales y de cuenta corriente, la deuda externa aumentó un 50% en tan solo cuatro años (1994-1998), alcanzando el 38,2% del PBI en 1998. Este incremento provino principalmente del endeudamiento privado. En 1995 este sector contaba con una participación del 45% en el total de la deuda externa, que aumentaría a 58% en 1998.

financiamiento externo a los mercados emergentes propiciada por la devaluación y el default ruso, el colapso del régimen cambiario brasileiro resultó inevitable.

Política económica y asistencia del FMI

Entre mediados de agosto y fines de septiembre de 1998, Brasil perdió unos U\$S 30.000 millones de reservas intentando defender la paridad cambiaria. En esta situación, el gobierno brasileño anunció el comienzo de las negociaciones con el FMI por un acuerdo de asistencia financiera de U\$S 41.500 millones⁵⁴ que se formalizó en diciembre

Al igual que en los casos de Rusia y Argentina, las dificultades internas de implementación de la política económica restaron efectividad a la asistencia financiera. Pocos días después de la formalización del acuerdo con el FMI, el Congreso brasileño rechazó importantes medidas de ajuste previstas en el convenio con el organismo multilateral. Asimismo, el gobernador del estado de Minas Gerais declaró el *default* de su deuda doméstica con el gobierno nacional. Como consecuencia de estos hechos, y ante la continua salida de reservas, el Banco Central permitió la libre fluctuación del real el 15 de enero.

Pese a que la asistencia financiera del FMI no logró evitar la devaluación del real, en los meses siguientes contribuyó a diluir el riesgo de *default* de la deuda externa y complementó a la política económica para evitar el colapso financiero y un espiral inflacionario

Las decisiones de política fiscal y monetaria adoptadas en el contexto del programa de estabilización impulsado por el FMI resultaron efectivas para restablecer la confianza de los inversores. En parte, ello se debió a que la percepción del riesgo de un grave colapso de la economía brasileira ayudó a que se superaran las dificultades de implementación de la política económica mencionados anteriormente. En febrero de 1999 por ejemplo, el Congreso aprobó las modificaciones al régimen de jubilaciones que había rechazado a fines del año anterior.

Simultáneamente, se celebraron acuerdos entre el gobierno nacional y los estados para mejorar las finanzas de estos últimos. Además, se logró la aprobación de un incremento temporario del impuesto sobre las transacciones financieras. De esta manera, el balance primario consolidado alcanzó un superávit de 3,2% del PBI en 1999, superando así la meta de 3,1% pactada en marzo con el FMI.

Asimismo, la implementación de una política monetaria restrictiva a pesar de la fuerte oposición de sectores políticos y sociales, jugó un rol preponderante. Dicha política contribuyó a restablecer la confianza de los inversores extranjeros y, cuatro meses después de la devaluación, los capitales de corto plazo retornaron atraídos por los altos rendimientos en los mercados financieros brasileños. La política monetaria resultó, en este sentido, exitosa. Si bien el mejoramiento de las perspectivas a lo largo de 1999 permitió al Banco Central disminuir paulatinamente las tasas de interés para apuntalar la recuperación económica, estas últimas se mantuvieron en niveles reales relativamente altos, contribuyendo al mediocre crecimiento de la economía brasileña post-crisis.

⁵⁴ El FMI aportaba U\$S 18.000, Estados Unidos U\$S 5000, el Banco Mundial (BM) y el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) comprometían U\$S 4.500 millones cada uno y el resto de los fondos estipulados era aportado por los demás países del G-7. Bajo las condiciones del acuerdo, U\$S 15.700 millones podían ser desembolsados durante el transcurso de 1999, de los cuales U\$S 5.300 millones estaban disponibles al momento de firmar el acuerdo (y fueron efectivamente utilizados en su gran mayoría por el gobierno brasileño antes del fin de 1998).

4. La crisis en Argentina

Causas

El análisis de la crisis argentina es extremadamente complejo por dos motivos fundamentales. En primer lugar, porque requiere explicar por qué ocurrió una crisis en un país que, durante gran parte de los años '90, fue ampliamente considerado por la comunidad internacional como un modelo exitoso de reformas en los PED. Si bien en un marco de desempleo alto y problemas sociales irresueltos, el país alcanzó un crecimiento superior al promedio latinoamericano entre 1991 y 1998 (el PBI creció a una tasa anual de alrededor de 6% durante dicho período y el PBI per cápita en 1998 llegaba a U\$S 8.500), atrajo grandes volúmenes de inversión extranjera (tanto directa como de cartera) y logró abatir la inflación, que se había convertido en endémica en las últimas décadas.

En segundo lugar, porque el análisis debe dar cuenta de la severidad del colapso, tanto en el plano económico como también en el social e institucional. Como puede apreciarse claramente en el gráfico 5, tras un período de tres años de recesión iniciado a mediados de 1998, el PBI argentino disminuyó casi un 6.4% hasta el segundo trimestre de 2001, reduciendo el PBI per cápita a U\$S 7.400 en noviembre de ese año. Los acontecimientos de los últimos meses de 2001, la devaluación, el *default* de la deuda externa pública y la pesificación asimétrica de los contratos, generaron una caída adicional superior al 14% del PBI hasta los primeros meses de 2002. Para ese año, se estima un PBI per cápita inferior a U\$S 3.000 y una caída del PBI del 11%. Además, entre mayo de 2001 y mayo de 2002 se generaron más 6 millones de nuevos pobres en la Argentina, lo que llevó a que el 53% de su población se encuentre bajo la línea de pobreza y el 24% en situación de indigencia. En tanto, la dinámica de la crisis hizo caer al gobierno elegido en 1999, llevó a que la primera administración de transición elegida para sucederlo durara sólo una semana y, más adelante, hizo que el gobierno provisional elegido a comienzos de 2001 debiera acortar su mandato en más de seis meses.

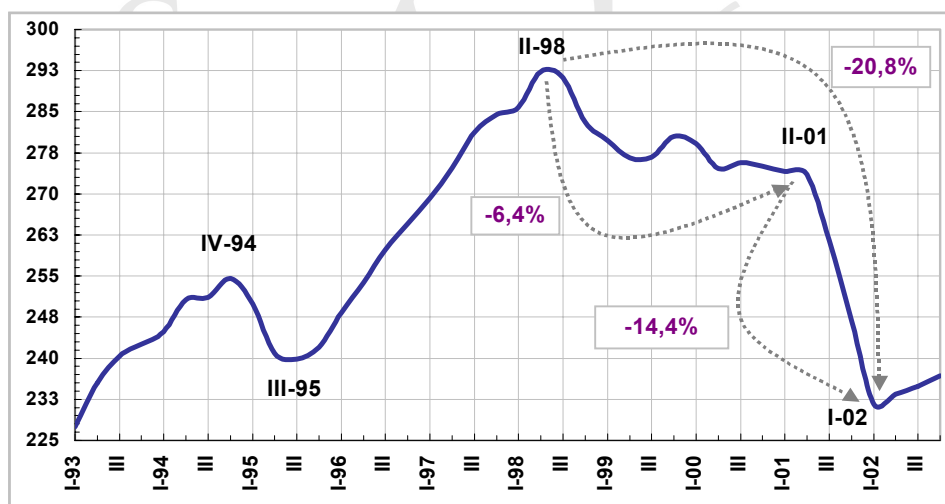


Gráfico 5 – Evolución del PBI Argentino 1990-2002
Fuente: Ministerio de Economía

Una crisis de semejante envergadura tiene múltiples causas económicas, y estas a su vez son incomprensibles sin hacer referencia a las peculiaridades del sistema político y a la

precariedad del marco institucional en que se tomaron las decisiones económicas claves tanto en los años previos como durante la larga gestación de la crisis.

Con el beneficio de que los acontecimientos ya ocurrieron, y a pesar del escaso tiempo transcurrido, ya se cuenta con algunos trabajos académicos que tratan de arrojar luz sobre los diversos factores económicos que originaron la crisis. Aunque necesitan ser complementados con análisis que hagan hincapié en los aspectos políticos e institucionales, los mencionados trabajos ofrecen un valioso punto de partida para el análisis del caso que nos ocupa.

Los desequilibrios fiscales –que llevaron a un alto nivel de endeudamiento–, la apreciación cambiaria y el papel de los shocks externos son elementos comunes en los diversos análisis del caso argentino. Sin embargo, los autores difieren en el peso relativo que le asignan a cada uno de ellos, así como en la lectura que hacen del proceso que finalmente llevó a la crisis (ver también Nofal, 2002, para un *survey* de los trabajos sobre el tema).

Para algunos autores (cf. Krueger, 2002, Mussa, 2002, Teijeiro, 2001) la causa principal de la crisis se encuentra en los continuos desbalances de las cuentas públicas durante la Convertibilidad. La dinámica del endeudamiento resultante de la indisciplina fiscal se habría hecho insustentable en un contexto de apreciación cambiaria y fuertes shocks externos negativos.

En contraste, otros trabajos centran su atención en el comportamiento de los flujos de capitales externos (cf. Calvo *et al*, 2002). En particular, se enfatizan los problemas de ajuste de una economía con ciertas características (bajo grado de apertura –relación entre producción y absorción de transables–, considerables pasivos en dólares en sectores no-transables –tanto del sector público como privado– y alta deuda pública inicial) frente a una “interrupción súbita” en el ingreso de capitales⁵⁵.

Un tercer grupo de trabajos (cf. Hausmann y Velasco, 2002, Galiani *et. al*, 2002) enfatizan aspectos relacionados con la percepción futura de la economía como determinantes de su evolución presente. El primero de estos trabajos analiza las alternativas de política económica en un país que enfrenta una restricción de financiamiento externa (restricción que viene determinada por el colateral doméstico percibido por los acreedores externos – esto es, el dinero que podrían recuperar los acreedores en caso de un *default* de la deuda–) para llevar adelante la inversión (y financiar al gobierno). En el caso argentino, a partir de 1998 se combinan dos cosas. Por un lado, ante los shocks externos y la apreciación cambiaria, disminuyen las expectativas respecto de futuros aumentos de las exportaciones. Por otro, se activa la restricción de financiamiento, la cual está condicionada por el nivel de la deuda externa inicial (la denominación de la deuda también importa por el efecto de una posible devaluación), el ingreso corriente y la proporción del ingreso nacional que se pueden apropiar los acreedores en caso de no-pago de la deuda (el antes mencionado colateral de la deuda).

⁵⁵ En relación con este último punto, si bien todos los trabajos sobre el tema hacen referencia a la menor predisposición de los mercados de capitales externos a prestar a los países emergentes tras la crisis de Rusia en 1998, Calvo *et. al* (2002). consideran que dicha “discontinuidad” es exógena, en tanto que en otros trabajos (cf. Perry y Servén, 2002) se consideran también elementos de endogeneidad de los flujos de capitales respecto de la evolución presente y esperada de la economía en cuestión.

El segundo trabajo de este grupo interpreta la crisis como una frustración de expectativas. Las expectativas de los agentes, que determinan sus decisiones de gasto (y endeudamiento), se configuran en base a las perspectivas futuras de evolución del producto global así como de la producción de bienes transables (que determinarán la capacidad de generar “dólares” de la economía). En el caso argentino, los shocks que impactaron sobre la economía hicieron que las expectativas de ingreso permanente que tenían los agentes –incluyendo al gobierno- no se vieran convalidadas en la realidad. En este escenario, la capacidad de estos últimos para cumplir con las obligaciones contractuales asumidas en el pasado se vio fuertemente afectada, llevando al desencadenamiento de la crisis.

Un punto importante a destacar del trabajo de Galiani *et al* (2002) es que, a diferencia de otros trabajos que toman como debilidades algunas características de la economía argentina durante la Convertibilidad, en este las decisiones de ciertas medidas de política económica (por ejemplo, la dolarización del sistema financiero) que originaron aquellas fragilidades son endógenas a los objetivos de crecimiento y a la necesidad de fondos externos. Asimismo, la adopción de la Convertibilidad es considerada como un marco que sirvió para la recuperación de los contratos y la inversión, al restringir el margen de maniobra de la política monetaria y su potencial impacto negativo sobre la inflación.

Es importante considerar, con relación a este tema, que la Convertibilidad se transformó en una institución económica central en un país en el que la mayoría de las instituciones tienen baja reputación y las reglas no se destacan por su cumplimiento. Por otra parte, el éxito inicial de la Convertibilidad en reducir la inflación y, posteriormente, en resistir el impacto negativo del efecto *Tequila* hizo cada vez más difícil y costosa (por el crecimiento de los contratos financieros en dólares, tanto del sector privado como del gobierno) una eventual salida ordenada de este régimen.

En igual sentido, en otro trabajo (cf. de la Torre *et. al*, 2002), la Convertibilidad es interpretada como un contrato núcleo o principal el cual da origen a todos los restantes contratos de la economía. También aquí algunas de las medidas de política económica (por ejemplo la dolarización del sistema financiero, la emisión de títulos públicos denominados en dólares) son interpretadas como dependientes de los objetivos del gobierno (por ejemplo acrecentar la intermediación financiera para recuperar el crecimiento). Sin embargo, en este caso, y a diferencia de los dos trabajos anteriores que destacan aspectos relacionados con expectativas futuras de producción de bienes transables, se enfatizan más los shocks reales y financieros que a partir de 2000 dieron lugar a la denominada “trampa” cambiaria (sobreevaluación)-crecimiento (recesión)-deuda (alto endeudamiento).

Finalmente, cabe mencionar el trabajo de Perry y Servén (2002), quienes no ponen énfasis en ningún shock o vulnerabilidad en particular sino que destacan la combinación de estos como causa de la crisis argentina. Los autores muestran que los shocks no afectaron más a la economía argentina que a cualquier otra economía latinoamericana. En particular, la Convertibilidad y la inflexibilidad nominal de precios imponían un prolongado ajuste deflacionario en respuesta a los diversos shocks (ver más abajo), que provocaron una apreciación real. Por otro lado, el ajuste deflacionario redujo la capacidad de pago de los sectores no-transables (incluido el gobierno), lo cual, dada la exposición de los bancos al “riesgo del gobierno”, agravó la tensión financiera. En tanto, la débil política fiscal durante la década empeoró los desbalances que surgieron tras los shocks.

A continuación vamos a describir los rasgos principales de la economía argentina a partir de la adopción de la Convertibilidad, para luego examinar la dinámica de la crisis, introduciendo no sólo los aspectos señalados por los trabajos recién mencionados, sino también otros de naturaleza política e institucional que también fueron igualmente importantes para llevar a la crisis.

La macroeconomía y el efecto de la crisis mexicana

El elemento distintivo de la economía argentina en el período 1991-2001 fue la Convertibilidad. En abril de 1991, con el objetivo de poner fin a una espiral hiperinflacionaria, se implementó un plan de estabilización basado en la Ley de Convertibilidad, que establecía una paridad cambiaria de \$1 por US\$ 1 y obligaba al Banco Central a respaldar el 80% de la base monetaria con divisas líquidas. La adopción de este sistema implicaba, por un lado, la obligación (como veremos, no verificada en la práctica) de mantener la solvencia fiscal intertemporal, consistente con el tipo de cambio fijo, y, por otro, imponía una severa limitación sobre la posibilidad de realizar una política monetaria activa.

El plan de estabilización y las reformas estructurales de los primeros años de la Convertibilidad (privatizaciones, apertura comercial y financiera, desregulación de mercados) impulsaron una fuerte reactivación, estimulada también por la expansión del crédito propiciada por la caída de la inflación.

Sin embargo, el crecimiento del PBI durante el período 1991-1994, que promedió 7,9% anual, se vio abruptamente interrumpido por la recesión de 1995, originada como consecuencia del contagio de la crisis mexicana de fines de 1994.

Es oportuno resaltar que el escenario internacional en el que transcurrió el denominado efecto *Tequila* (1995) fue muy distinto del vigente durante la crisis argentina que estallaría en diciembre de 2001. Como veremos, esta diferencia tuvo importantes consecuencias para el desarrollo y el desenlace de ambos episodios.

En primer lugar, el shock de 1995 fue de naturaleza esencialmente financiera y generó un problema de iliquidez con repercusiones de corto plazo derivadas de una súbita pérdida de confianza en la solidez del sistema bancario. Esta inestabilidad, que se manifestó tempranamente en una contracción de los depósitos y una fuga de capitales, impactó posteriormente en el PBI de ese año (que se reduciría un 2,8%) y motivó un profundo proceso de reestructuración y fortalecimiento del sistema financiero. En segundo lugar, las condiciones en los mercados de exportación, que fueron altamente favorables⁵⁶, hicieron poco probable que la Argentina llegara a sufrir el riesgo de insolvencia y contribuyeron a una rápida recuperación.

Por otra parte, dicha coyuntura facilitó la efectividad de la asistencia financiera aportada por el FMI en aquel episodio⁵⁷. El hecho que esos fondos reforzaran los activos líquidos del

⁵⁶ Particularmente en Brasil, por dos motivos. En primer lugar, el aumento en la demanda de importaciones de ese país, impulsada por el crecimiento y estabilidad que supuso el lanzamiento del Plan Real a mediados de 1994, que implicó una mejora sustancial en el tipo de cambio real para las exportaciones argentinas. En segundo lugar, la unión aduanera (imperfecta) que se acordó en 1995 facilitó un mejor acceso al mercado brasileño.

⁵⁷ El 10 de marzo se anunció un acuerdo con el FMI. Este incluía la renovación y extensión de un convenio vigente, que generaría US\$ 2.400 millones. Simultáneamente, el Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo comprometieron fondos por US\$ 2.600 millones. Por otra parte, con el respaldo del BM, se decidió la emisión de bonos públicos por US\$ 2.000 millones destinados a constituir un fondo fiduciario para recapitalizar el sistema financiero.

sistema financiero detuvo el pánico que se había apoderado de los inversores, quienes percibieron que los bancos contaban con suficientes reservas para cumplir con las obligaciones contraídas.

Estos factores contribuyeron a que, a finales de 1995, las reservas internacionales del Banco Central y los depósitos del sistema financiero registraran niveles superiores a los de finales del año anterior. Así comenzó un período de crecimiento cercano a un promedio anual de 7% del PBI, entre comienzos de 1996 y el primer semestre de 1998, a partir del cual comenzó la gestación de la crisis.

Los shocks externos y la vulnerabilidad de la economía argentina

Los shocks externos concurrentes y superpuestos sufridos por la economía argentina a partir de mediados de 1998 marcaron el comienzo de la crisis reciente. La magnitud de dichas perturbaciones puede apreciarse en el cuadro 1 del trabajo de Fanelli, en el tercer capítulo de este libro.

Como mencionamos anteriormente, es importante resaltar que estos shocks tuvieron distintas características y repercusiones que las observadas durante la crisis de 1995. Mientras que la salida de capitales es una perturbación financiera común a ambos episodios, los shocks reales en la reciente crisis resultaron, a diferencia de lo ocurrido en 1995, negativos. En este sentido, la devaluación del real brasileño, la apreciación del dólar y la caída en los precios de exportación y términos del intercambio hicieron que la rentabilidad del sector exportador cayera drásticamente y, por lo tanto, afectaron también su capacidad de generar divisas.

Como se puede observar en el gráfico 6, luego del crecimiento experimentado hasta 1998, las exportaciones se contraen en 1999. Como resultado de la mejora en los términos del intercambio, las exportaciones recuperan en 2000 el valor que tenían en 1998 pero se estancan en ese nivel en 2001. El pobre comportamiento exportador se va a transformar en una restricción fundamental en un país que, simultáneamente, enfrenta crecientes dificultades para acceder al mercado internacional de capitales⁵⁸ después de la crisis rusa^{59,60}.

Además, a principios de abril, se anunció el establecimiento de un esquema de seguro de depósitos con el objetivo de moderar la crisis de confianza en el sistema bancario.

⁵⁸ Recordemos que, más arriba, vimos cómo el acceso de los países emergentes a los mercados internacionales de capital se vio crecientemente restringido a partir de 1998.

⁵⁹ Este es uno de los argumentos centrales de Hausmann y Velasco (2002) y de Galiani *et al* (2002).

⁶⁰ Así, los flujos de inversión extranjera de cartera, que habían promediado U\$S 11.000 millones anuales en 1996-98, comienzan a tornarse negativos a partir de 1999 -entre ese año y el 2001 egresaron U\$S 16.000 millones por ese concepto en la balanza de pagos-.

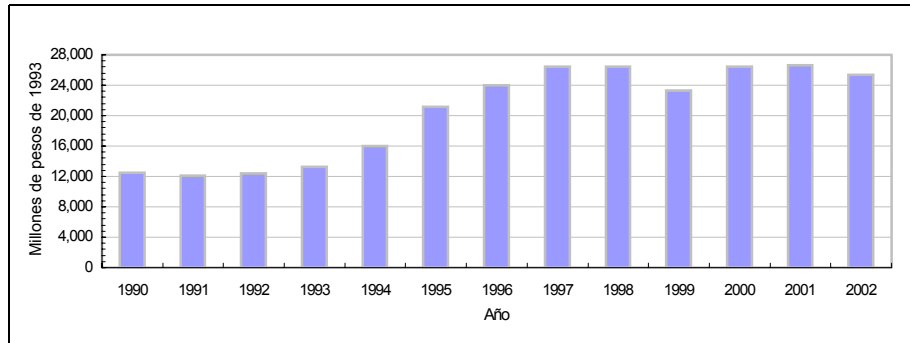


Gráfico 6 – Valor de las Exportaciones 1990-02
Fuente: Ministerio de Economía

Sin embargo, a pesar de su magnitud, varias de estas perturbaciones externas también fueron sufridas en mayor o menor medida por otros países latinoamericanos y, por lo tanto, no pueden explicar por sí solas una crisis de la profundidad observada en nuestro país⁶¹. En consecuencia, la evolución de la economía argentina a partir de 1999 debe ser explicada a partir de factores esencialmente internos.

Las reformas estructurales de la primera mitad de los años '90, la rápida salida de la crisis de 1995 y la fuerte recuperación iniciada en 1996 -en la que la inversión y las exportaciones habían tenido un papel clave- eran, a los ojos de los inversores y analistas, rasgos positivos de la evolución económica previa del país y sobre los cuales se basaban las expectativas de ingresos futuros a las que hacen referencia Galiani *et al* (2002). Asimismo, los altos requerimientos de capital y liquidez en el sistema bancario adoptados después de la crisis del *Tequila* (aunque veremos enseguida que las normativas prudenciales adoptadas para el sistema financiero también tuvieron algunos efectos negativos) y la significativa presencia de bancos extranjeros le daban una fortaleza inusual al sistema financiero argentino entre los países emergentes.

En contraste con estos activos, la economía argentina presentaba importantes debilidades que dificultaban la absorción de las perturbaciones externas. Entre ellas, en primer lugar, los escasos mecanismos de ajuste disponibles, en el marco de la Convertibilidad, frente a una creciente apreciación del tipo de cambio. En segundo lugar, la escasa disciplina fiscal del sector público (ver más abajo). En tercer lugar, las restricciones a la política económica que provenían del descontento de amplios sectores de la sociedad ante la evolución del desempleo, la distribución del ingreso y la pobreza durante la década del noventa. Por último, la falta de políticas de promoción de la competitividad sistémica de la producción y de las exportaciones, especialmente las de mayor valor agregado, más allá de la apuesta a favor del Mercosur.

La apreciación del tipo de cambio fue propiciada por la rigidez nominal que imponía la Convertibilidad. Durante los primeros años de la década del noventa, la apreciación real del peso, explicada en buena medida por la fijación nominal de la paridad cambiaria en 1991 en un contexto todavía inflacionario (especialmente a nivel minorista), podría ser considerada, sin embargo, como un fenómeno de equilibrio. Este hecho era atribuido a que las reformas encaradas desde el inicio de la Convertibilidad habían conducido a mejoras sustantivas de la productividad que justificaban dicha apreciación.

⁶¹ Para un análisis más detallado del tema, véase Perry y Servén (2002)

No obstante, a finales de la década, como consecuencia de los shocks externos antes mencionados, distintos análisis apoyaban la percepción de que el tipo de cambio se encontraba desalineado tanto con respecto a su valor histórico (ver cuadro 3) como a su valor de equilibrio. Así, en Perry y Servén (2002) se mide la apreciación del tipo de cambio real efectivo (TCRE) respecto a su valor de equilibrio y se lo estima en 35 % en 1999 y 55% en 2001, explicándose dos tercios de esta magnitud por el efecto combinado de la apreciación del dólar norteamericano y de la depreciación del real en Brasil.

En la Convertibilidad, el ajuste del TCRE no podía provenir, a diferencia de lo que ocurre en un régimen de tipo de cambio flotante, de la modificación del tipo de cambio nominal, sino exclusivamente a través de cambios en el nivel relativo de los precios domésticos frente a los precios de los socios comerciales. De esta manera, la devaluación brasileña y la apreciación del dólar obligaron a la Argentina a ajustar el TCRE a través de una reducción de sus precios internos. Consecuentemente, a partir de 1999 se observó una deflación de los precios minoristas de alrededor de 1% anual que duraría hasta la devaluación del peso, a finales del 2001. No obstante, los precios de los servicios públicos privatizados, al estar indexados con la inflación estadounidense, no se modificaron y, en términos relativos, aumentaron, creando tanto tensiones a nivel social y político como dificultades por el lado de la competitividad precio de la producción local.

Ante la dificultad de implementar continuas reducciones salariales, la deflación podía realizarse únicamente a través de una recesión, costosa en términos de desempleo y producción. Ciertamente, este dilema podría haberse mitigado a través de políticas complementarias que mejorasen la competitividad sistémica, para amortiguar el desempleo y favorecer el esfuerzo exportador. Evidentemente, estas políticas constituyeron grandes asignaturas pendientes a lo largo de todo el período de la Convertibilidad.

Un punto final importante respecto al tema cambiario es que durante la Convertibilidad se habían producido cambios importantes en la estructura de precios relativos, que tendieron a favorecer a los no transables frente a los transables. En este sentido, los cambios regulatorios que se introdujeron a partir de las privatizaciones se tradujeron en una mayor rigidez de precios relativos. La mayoría de los contratos de privatización utilizaban pautas de indexación incompatibles con el tipo de ajuste que necesitaba la economía para absorber los shocks externos. Específicamente, en un contexto deflacionario, los valores de los servicios privatizados mostraban tasas de aumento nominales elevadas, en contra de lo que hubiese sido deseable luego del shock externo, cuando es necesario aumentar la competitividad del sector transable (ver el trabajo de Fanelli, en el capítulo 3 de este libro).

En segundo lugar, como se mencionó más arriba, otra vulnerabilidad que evidenciaba la economía argentina era el deterioro de las cuentas públicas a lo largo de la década del noventa, contrariando los requerimientos de disciplina fiscal inherentes a la Convertibilidad. Los desequilibrios fiscales –en buena medida derivados de la reforma del sistema previsional instrumentada en 1994-, junto con la pobre capacidad de recaudación del sistema impositivo argentino, contribuyeron a explicar cierta proporción del incremento del endeudamiento (interno y externo) del sector público. Por otro lado, el reconocimiento de deudas (con proveedores del Estado, jubilados, etc.) también tuvo una incidencia no despreciable en el crecimiento de las obligaciones.

Por ejemplo, entre fines de los años 2000 y 1995 la deuda creció alrededor de \$ 40.100 millones en tanto que los déficits acumulados en el período comprendido entre 1996 y 2000 sumó alrededor de \$ 25.200 millones (Hausmann y Velasco, 2002). El saldo entre ambas correspondió a reconocimiento de deudas y a la acumulación de activos financieros (por ejemplo, reservas del BCRA). En este escenario, la deuda del sector público pasa de representar alrededor de un tercio a más de la mitad del PBI entre 1994 y 2001 (gráfico 7).

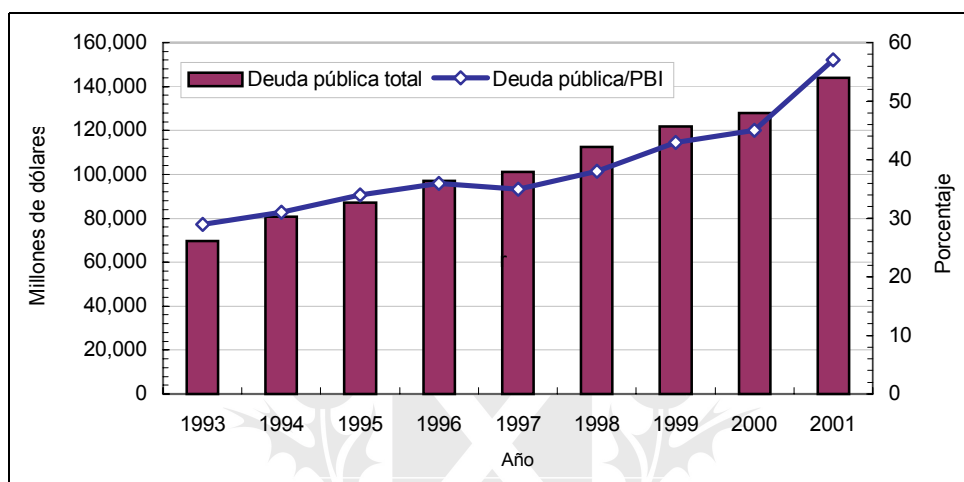


Gráfico 7 – Evolución de la deuda pública del sector público nacional
Fuente: Ministerio de Economía

En lo que respecta al gasto público del gobierno federal, en el período 1993-2001 hubo un crecimiento del 29,7%, que es explicado en un 55% por el aumento en los intereses de la deuda externa, en un 30,4% por el aumento de las prestaciones de la seguridad social (como consecuencia del costo de transición de la reforma previsional) y en un 15% por el incremento de las transferencias corrientes hacia los gobiernos provinciales (debido, en parte, a cambios estructurales en las asignaciones presupuestarias entre Nación y Provincias en el período analizado)⁶². Un punto importante en la evolución del gasto remite a la influencia del ciclo político. Como bien lo señala Fanelli (en capítulo 3 de este volumen), los años 1998-1999 fueron de gran actividad política y el presidente Menem estaba pretendiendo alcanzar una nueva reelección. Estos eventos coincidieron con un fuerte crecimiento del endeudamiento y del gasto público primario, tanto a nivel nacional como provincial.

Naturalmente, estos mismos factores explican una parte importante de la evolución del balance fiscal del gobierno nacional (ver cuadro 6), que se encontró en creciente déficit permanentemente desde 1994 (0,1% del PBI) a 2001 (3,3% del PBI). Vale la pena subrayar que el balance fiscal primario (que excluye pagos de intereses de la deuda pública) registró en el mismo período continuos superávits cercanos al 1% del PBI aunque, llamativamente, tal desempeño fue particularmente débil en el período de mayor crecimiento económico (1996-1998). En el cuadro 5, también se aprecia la mencionada importancia que la reforma

⁶² Ver Nofal (2002). En los trabajos de Mussa (2002), Krueger (2002) y Teijeiro (2001) se pone énfasis también en el aumento de los salarios públicos y jubilaciones.

del sistema de seguridad social tuvo para explicar el desempeño fiscal durante los '90, ya que implicó la pérdida de ingresos fiscales al mismo tiempo que el gasto en dicha partida se mantenía constante (o incluso aumentaba).

Cuadro 5 – Evolución del superávit fiscal del sector público (% del PBI)									
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Ingresos	21,4	19,8	19,5	17,5	18,9	19,0	20,6	19,9	19,1
Gastos	20,3	20,0	20,0	19,5	20,4	20,3	22,3	22,3	22,3
Superávit Total	1,2	-0,1	-0,5	-1,9	-1,5	-1,4	-1,7	-2,4	-3,2
Superávit Primario	2,4	1,1	1,1	-0,2	-0,5	0,9	1,2	1,0	0,5
Superávit Primario excluyendo seguridad social	2,0	1,6	1,8	1,7	2,2	2,7	3,5	3,4	3,2

Fuente: Ministerio de Economía

Los desequilibrios de las cuentas públicas se reflejaron, como era de esperar, en los indicadores de endeudamiento externo. Como lo indica el cuadro 1, la deuda externa argentina en relación al PBI era una de las más elevadas entre los países que sufrieron crisis. Al mismo tiempo, también era muy alta en relación con las exportaciones. En este escenario, las necesidades de financiamiento del sector público, sumadas a la declinación de la capacidad de la economía de generar divisas vía exportaciones, implicaban, a comienzos de 2000, la exigencia de implementar medidas que apuntaran no sólo a resolver el problema de la iliquidez de corto plazo sino también a garantizar la solvencia del sector público en el mediano y largo plazo.

Finalmente, siguiendo a Fanelli (ver capítulo 3), la combinación de la indisciplina fiscal con la adopción de regulaciones bancarias más estrictas luego de la crisis del *Tequila* tuvieron efectos indeseados. Así, desde 1998 en adelante, cuando los efectos del shock externo se comenzaban a sentir con intensidad, los cambios en la normativa prudencial contribuyeron a tensar el crédito al sector privado e introdujeron un sesgo a favor de la asignación de fondos al sector público, iniciando un proceso de desplazamiento (*crowding out*) del sector privado en materia de acceso al crédito.

En tercer lugar, un factor que limitaba las posibilidades de ajuste de la economía argentina a las perturbaciones externas era el empeoramiento de los indicadores de bienestar social a lo largo de la década. El desempleo mantuvo una tendencia ligeramente creciente hasta que aumentó abruptamente durante la crisis del *Tequila* (cuando superó el 18%). A partir de ese momento, la tasa disminuyó paulatinamente durante los subsiguientes años de crecimiento (llegaría a poco menos del 13% a mediados del '98), pero retomó nuevamente su tendencia creciente con el comienzo de la recesión. Consecuentemente, el problema del desempleo se convirtió en una preocupación central de amplios sectores de la sociedad.

La evolución de la pobreza muestra una trayectoria similar en la segunda mitad de la década, de modo que a comienzos de 2000 las ganancias en la reducción de este índice alcanzadas en los primeros años de la Convertibilidad se habían evaporado. Aun más

impresionante es la trayectoria de la desigualdad del ingreso, que desde 1993 aumentó ininterrumpidamente, después de una leve mejoría inicial en 1990-92 .

Un elemento de importancia es que frente a esta situación eran excepcionales las opiniones que planteaban una modificación del régimen cambiario en el país (Conesa, 1999) y en el exterior (vgr. Paul Krugman). Por el contrario, estas eran criticadas por subestimar los efectos que podían generar en una economía cuya estructura contractual y su sistema financiero se hallaban altamente dolarizados. Así, no sorprende que el sostenimiento de la Convertibilidad fuera un elemento común de la gran mayoría de las propuestas de política en vísperas de las elecciones de finales de 1999, siendo, en particular, una parte central del programa de la principal fuerza de oposición que iba a triunfar en dichos comicios.

El final de la Convertibilidad

Habiendo optado por continuar con la Convertibilidad, una institución central de la economía argentina que era valorada positivamente por la mayoría de la población, el gobierno de la Alianza liderado por Fernando de la Rúa (que asumió sus funciones a finales de 1999) tenía por delante la complicada tarea de situar a la economía en una senda de crecimiento. En ese intento, debía tratar de satisfacer tanto los requerimientos de los “mercados”, que dudaban de su fortaleza para reducir el déficit fiscal de forma de poder afrontar los compromisos externos, como los de una ciudadanía cada vez más insatisfecha por el legado de los años noventa.

Las nuevas autoridades tenían en claro que la reactivación de la actividad era una condición fundamental para asegurar la solvencia de la economía y mantener la confianza de los inversores domésticos y extranjeros (Machinea, 2002). Además, resultaba la única vía para reducir tanto la alta tasa de desempleo como los inéditos niveles de pobreza, los cuales eran los factores que más preocupaban a la población en un contexto en el que las sospechas de corrupción habían hecho perder legitimidad al sistema político y a muchas instituciones públicas.

En este contexto, la estrategia del gobierno de la Alianza consistió en intentar la reactivación de la economía a través del mejoramiento de las cuentas públicas. Se esperaba que ello motivara una reducción en la prima de riesgo país que indujese un aumento en el nivel de inversión agregada.

En estas circunstancias el gobierno decidió el aumento de algunos impuestos, puso en marcha el llamado “compromiso federal” para tratar los problemas fiscales de las provincias y firmó un importante acuerdo con el FMI.

En este sentido, cabe destacar que, desde su asunción, el nuevo gobierno obtuvo un sustancial apoyo del FMI, el cual jugó un rol crecientemente fundamental para obtener el financiamiento externo⁶³ que el mercado de capitales retaceaba como consecuencia tanto de factores externos - crisis rusa y brasileña, desaceleración del crecimiento mundial- como propios de la Argentina. Como vemos en el gráfico 8, la escasez de capitales externos fue severa durante 2000 y particularmente durante 2001 (en 1999, el financiamiento externo provino fundamentalmente de los ingresos por IED provenientes de la venta de YPF a Repsol).

⁶³ La Argentina acordó un préstamo stand-by por US\$ 7.200 millones en enero de 2000 y recibiría más desembolsos durante ese año y el siguiente.

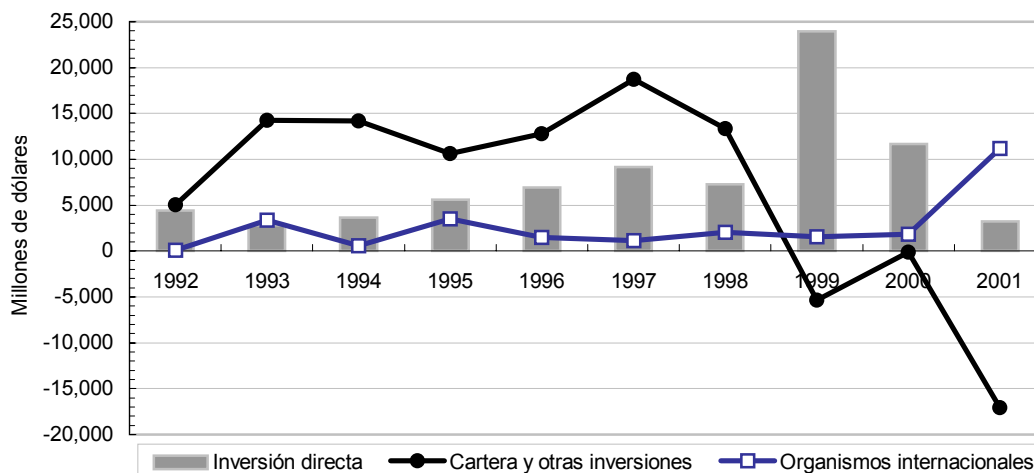


Gráfico 8 – Flujo de capitales externos hacia Argentina 1992-2001
Fuente: Ministerio de Economía

De esta forma, el nuevo gobierno intentaba solucionar lo que parecía un problema de iliquidez en el corto plazo. En efecto, en aquel momento, a pesar de la adversa coyuntura externa, no existían significativas percepciones de insolvencia del sector público por dos motivos.

El primero y fundamental giraba en torno a la posibilidad de que las medidas implementadas generaran la reactivación de la economía o que, por motivos exógenos, se revirtiera sustancialmente la coyuntura externa (por ejemplo que mejorasen los precios internacionales de los productos que exporta Argentina, se devaluara el dólar frente al euro o se revaluara el real), lo cual hubiese facilitado el pago de deuda externa.

En segundo lugar, si ello no ocurría, las autoridades aun podían evitar la insolvencia intentando realizar el ajuste fiscal necesario que permita pagar las deudas contraídas. En esta instancia, el margen que tenía el gobierno para tomar este tipo de decisiones era ciertamente acotado pero su chance dependía tanto de la magnitud del ajuste que se requiriera (sería menor en la medida en que no se profundizara la recesión) y también de la cohesión e imagen de liderazgo que transmitiera a la ciudadanía. En este sentido, es importante tener en cuenta que el margen de maniobra que tenía el Poder Ejecutivo era limitado en un escenario en que el Senado y las provincias⁶⁴ eran controlados por la oposición y la ciudadanía estaba poco dispuesta a apoyar las tradicionales medidas de reducción del gasto público⁶⁵. Es importante resaltar que, en este contexto, el sistema político determinaba un equilibrio de fuerzas que dificultaba no sólo la efectiva resolución de los desequilibrios fiscales sino también, el diseño e implementación de las reformas estructurales que reclamaban los “mercados” y los organismos internacionales.

En efecto, en los primeros meses de gobierno de la Alianza quedó claro que el primero de esos eventos no se verificaba, al tiempo que surgían serias dudas sobre el segundo. En

⁶⁴. Durante todo 2000 y 2001 el FMI insistió fuertemente en la necesidad de reducir el déficit fiscal en las provincias. El gobierno nacional generó sucesivos acuerdos con las provincias en esa dirección, pero los mismos implicaron duras y largas negociaciones y finalmente no lograron cumplir los objetivos esperados por el Fondo.

⁶⁵ Aunque la población seguramente estaba dispuesta a apoyar recortes en partidas que otorgaban privilegios a funcionarios públicos o que se percibían como asociadas a la corrupción estatal.

mayo, en un contexto en que la esperada reactivación de la economía no se concretaba, el gobierno redujo los salarios de los empleados públicos e impulsó reformas en la legislación laboral. La forma poco transparente en que esta reforma se aprobó en el Congreso erosionó el crédito que los votantes de la Alianza le habían concedido al gobierno. Estos sucesos repercutieron fuertemente sobre la propia coalición gubernamental y derivaron en la renuncia del Vicepresidente, en octubre de 2000.

El alza en el riesgo país que trae aparejado este episodio (gráfico 9) puso de relieve las dudas de los mercados acerca de la capacidad y coherencia del gobierno de la Alianza para cumplir con los compromisos acordados con el FMI en una economía que seguía estancada. Sólo el préstamo que el gobierno logró con las instituciones internacionales y el gobierno de España (el llamado blindaje) le dio un breve respiro a la Argentina en los mercados financieros internacionales⁶⁶. No obstante, el hecho de que la economía no se reactivaba, junto con el incumplimiento de las metas fiscales acordadas con el FMI, reviven la incertidumbre y precipitan la renuncia del ministro de economía, José Luis Machinea, en marzo de 2001.



Gráfico 9: Evolución del Índice de Riesgo Soberano
Fuente: Elaboración propia en base a datos del Ministerio de Economía

El Presidente opta por reemplazarlo por Ricardo López Murphy. Las medidas anunciadas por el nuevo ministro se enfocaron sobre las finanzas públicas. Al intentar reducir el gasto

⁶⁶ A pesar del incumplimiento de las metas fiscales para 2000, se anunció un préstamo por casi US\$ 40.000 millones, una suma comparable a la que había recibido Corea en diciembre de 1997. Los participantes en el préstamo fueron, además de los organismos tradicionales como el FMI (US\$ 13.700 millones), BM (US\$ 2.500 millones) y BID (US\$ 2.500 millones), el gobierno de España (US\$ 1.000 millones), los bancos comerciales argentinos y las AFJP. Sólo algo más de una cuarta parte de estos fondos fueron desembolsados en 2001. La asistencia financiera estaba condicionada al cumplimiento de las metas fiscales y a la puesta en marcha de algunas reformas estructurales. Los fondos fueron básicamente utilizados para financiar el gasto público ante la dificultad de obtener financiamiento externo de fuentes privadas. Lamentablemente, una parte importante de los fondos también contribuyeron a financiar la fuga de capitales en el 2001.

en ciertas partidas que ministros anteriores no habían llegado a disminuir (presupuesto universitario, subsidios a los combustibles de la Patagonia, etc.), se encontró con la oposición de buena parte de la opinión pública y de varios ministros del gobierno (que pronto renunciaron). Esta situación lo obligó a abandonar su cargo a dos semanas después de haber asumido. El fracaso de López Murphy en tratar de eliminar el desequilibrio fiscal a través de bajas en el gasto público puso de relieve que la tradicional receta ortodoxa no podía ser aplicada por un gobierno débil y lleno de contradicciones internas, en una sociedad tan politizada como la argentina. Después de este episodio, quedó claro que las posibilidades que tenía el gobierno para lograr un ajuste que asegurara la solvencia fiscal y evitara el *default* eran escasas.

De esta forma, el hecho de que no se verificara la reactivación de la actividad económica ni un importante ajuste fiscal transformó el problema de iliquidez inicial en uno de insolvencia en los primeros meses de 2001, con importantes consecuencias para el desarrollo posterior de la crisis. En el nuevo contexto se generalizó la pérdida de confianza de los inversores domésticos y extranjeros. Esto implicó que la asistencia financiera del FMI no tuviese efectividad en evitar la crisis, como quedaría expuesto en el transcurso de 2001.

La política económica que adoptó el nuevo ministro de economía, Domingo Cavallo, durante su gestión puede ser interpretada como una sucesión de intentos para generar los recursos (divisas) que permitieran evitar el *default* de la deuda. Esto ocurrió en un contexto en el que los posibles mecanismos de ajuste estaban claramente limitados, particularmente después de la experiencia de López Murphy. En una primera etapa, los esfuerzos se dirigieron a promover (a través de los denominados “planes de competitividad”) a los sectores transables recurriendo al uso de incentivos fiscales y de instrumentos de política comercial⁶⁷, que resultaron pobres paliativos para los problemas de falta de competitividad que enfrentaban dichos sectores. Posteriormente, los enfrentamientos con el Presidente del Banco Central por la política monetaria⁶⁸ –Cavallo abogaba por una política monetaria más laxa mientras que el Central defendía las reglas vigentes por temor a debilitar la Convertibilidad-⁶⁹ también desacreditaron a Cavallo frente a los inversores, a pesar del apoyo que consiguió del FMI.

Los resultados del mega-canje de la deuda externa realizado en junio de 2001 demostraron que los inversores creían que la solvencia del sector público era extremadamente frágil: exigieron elevados retornos para aceptar deuda de largo plazo (en compensación por el riesgo asumido en la operación) a cambio de una modesta reducción de la carga de la misma en el corto plazo⁷⁰.

⁶⁷. Incluyendo la introducción del llamado “factor de convergencia” sobre las operaciones de comercio exterior (especie de derecho sobre las importaciones y de reintegro sobre las exportaciones)

⁶⁸. Estas disputas terminaron con la renuncia del Presidente del Banco Central en abril de 2001

⁶⁹. El anuncio de la futura introducción del euro en la Convertibilidad tampoco fue bien recibido por los mercados.

⁷⁰ El megacanje se realizó con el fin de trasladar los vencimientos de deuda de corto y de mediano plazo a períodos más alejados (entre los años 2002 y 2005). El canje de deuda logró aumentar casi por tres años la vida promedio de los bonos (los servicios de la deuda disminuyeron \$ 16.050 millones hasta 2005), pero a costa de un rendimiento superior, y elevó el valor nominal de la deuda. De las ofertas aceptadas para el canje (\$ 29.500 millones) se estimó que alrededor de 27% correspondió a acreedores externos. Si bien el megacanje permitió al gobierno “comprar tiempo” a la espera de una posible reactivación del nivel de actividad, convalidó tasas de interés para la deuda pública que hacían su dinámica difícilmente sostenible.

Ante la imposibilidad de conseguir financiamiento externo, en julio de 2001, el gobierno redujo un 13% los salarios de los empleados públicos y jubilados y anunció la política del déficit cero, que consistía en mantener el gasto corriente (consumo, intereses, seguridad social y transferencias) en el nivel que determinase el ingreso corriente. Las medidas posteriores que intenta Cavallo para reestructurar la deuda⁷¹ y el apoyo a regañadientes que obtiene del FMI⁷² tampoco lograron modificar la apreciación de los mercados, reflejada en los indicadores de riesgo país, que alcanzaron valores récord (gráfico 9).

En ese contexto, las regulaciones prudenciales del sistema financiero y la fuerte presencia de bancos extranjeros de poco sirvieron para impedir la caída de los depósitos (durante 2001 alcanzó el 22% respecto del total de comienzos de año, ver gráfico 10) y evitar la fuga de capitales.

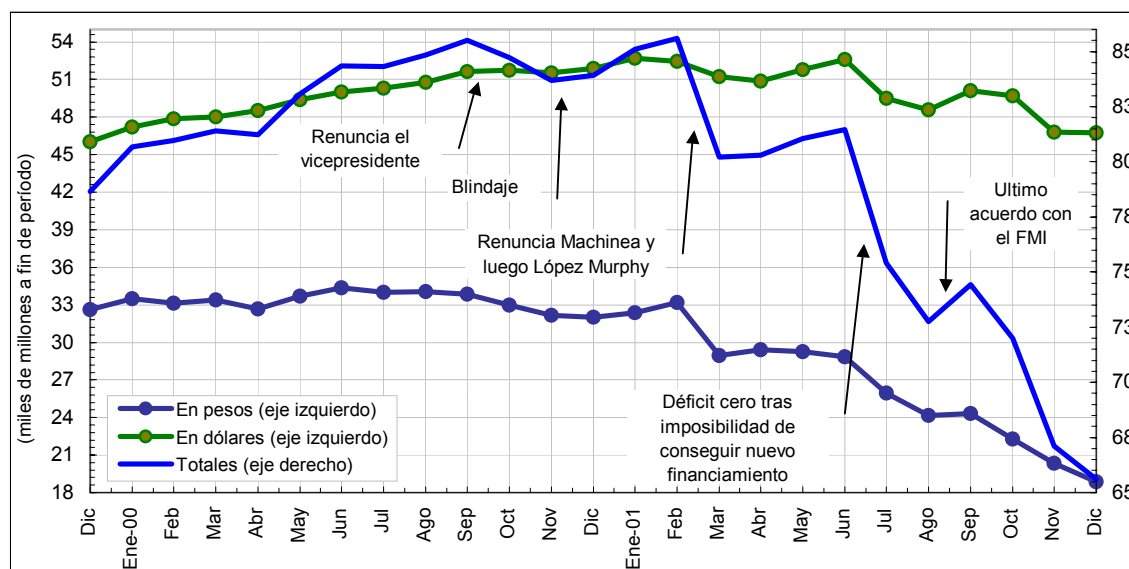


Gráfico 10: Evolución de los Depósitos
Fuente: Elaboración propia en base a datos del Ministerio de Economía

⁷¹ Después del último acuerdo alcanzado con el FMI, el gobierno argentino intentó organizar, entre septiembre y principios de diciembre, una nueva reestructuración “ordenada” de la deuda. En esta oportunidad el gobierno buscó que los acreedores aceptaran una tasa de interés menor y, acuerdo mediante del Congreso, se comprometió a garantizar el pago de dichos bonos con la recaudación del impuesto a las transacciones financieras (que había sido introducido por Cavallo al comienzo de su gestión). La operación fue anunciada a principios de noviembre y establecía una tasa de interés inferior o igual a 7% anual que permitiría reducir sustancialmente los pagos de intereses del sector público consolidado en los próximos años. El canje se proyectó en dos etapas: el tramo local (que finalizó a principios de diciembre) y el tramo externo (que no llegó a iniciarse).

⁷² Tras arduas deliberaciones entre las autoridades argentinas, el FMI y el gobierno de Estados Unidos y entre las últimas dos partes, el FMI anunció que ampliaría el monto del crédito disponible para la Argentina. Las primeras declaraciones de los funcionarios del organismo indicaron que se ampliaría en US\$ 8.000 millones el monto total de los fondos acordados en el blindaje entre el FMI y Argentina. El FMI insistió en la necesidad de que se garantice de alguna forma el cumplimiento del déficit cero tanto en las cuentas del gobierno nacional como de las provincias y expresó que las autoridades argentinas estaban estudiando un nuevo canje de deuda que el organismo apoyaría. Es importante tener en cuenta que, en ese momento, las posiciones del FMI y del Tesoro de Estados Unidos en cuanto al caso de Argentina no eran homogéneas. Mientras el primero, a través de Köhler, apoyaba el otorgamiento de una nueva línea de crédito, el segundo, a cargo de O’Neill, se oponía a la idea de un nuevo “salvataje” sin una reestructuración de la deuda. La reestructuración, de acuerdo con O’Neill, debería incorporar al sector privado y llevar a la economía argentina a una situación sustentable en el tiempo. Con el objetivo de contemplar la posición de O’Neill, el nuevo paquete del organismo destinó US\$ 3.000 millones para una futura reestructuración voluntaria de la deuda.

Al mismo tiempo, los adversos resultados de las elecciones parlamentarias en octubre pusieron en evidencia el profundo descontento popular frente a un gobierno que fracasó sistemáticamente en las medidas que propuso para evitar la crisis.

A principios de diciembre, la situación de notable desequilibrio en los mercados financieros (entre oferta y demanda de activos –depósitos, títulos públicos, divisas, etc.-) y en las cuentas del sector público, conjuntamente con la imposibilidad por parte del gobierno de conseguir una nueva oferta de financiamiento por parte del FMI⁷³ (ya que las fuentes domésticas se habían prácticamente agotado) derivó en la imposición de restricciones a la disponibilidad de los depósitos (“corralito”).

Días después y en medio de una revuelta popular, cae el gobierno en ejercicio y, a comienzos de 2002, el nuevo gobierno de Adolfo Rodríguez Saá, designado por el Congreso, declara el *default* de la deuda pública externa con los acreedores privados. Dicho presidente renuncia después de casi una semana en su cargo, aduciendo la falta de apoyo político del resto de los gobernadores peronistas, y es reemplazado por Eduardo Duhalde.

La gestión de la crisis

El 1 de enero de 2002 asume el gobierno de transición encabezado por Duhalde. Las medidas económicas iniciales del nuevo gobierno comprendieron el abandono del régimen de Convertibilidad, la devaluación del peso y la pesificación de los contratos y obligaciones internas, así como de las tarifas de servicios públicos.

Para entender la estrategia seguida en materia de política económica por el nuevo gobierno, es preciso tener en cuenta que, en este primer momento, las prioridades pasaban no tanto por reactivar la economía (se descontaba que habría una caída importante del PBI), sino por evitar nuevos –y presumiblemente más virulentos- estallidos sociales, por contener las inevitables presiones inflacionarias que surgirían a partir de la devaluación (se temía que se desatara un brote hiperinflacionario, por lo cual había resistencia a instalar un régimen de tipo de cambio flotante) y por impedir la quiebra definitiva del sistema financiero.

Asimismo, existía un conjunto de fuertes restricciones y determinantes socio-políticos que condicionaron durante todo 2002 la toma de decisiones en materia de política económica, a saber: i) la población –y buena parte de la clase política- tenían actitudes mayoritariamente hostiles hacia los bancos y las empresas privatizadas; esto determinaba apoyos para algunas políticas (congelamiento de tarifas) y rechazo a otras (canje compulsivo de depósitos bancarios –sobre esto volvemos enseguida-); ii) si bien los saqueos que habían caracterizado el final del gobierno de De la Rúa desaparecieron rápidamente, el nivel de protesta social se mantuvo en niveles elevados, en un contexto de fuerte ascenso en los niveles de pobreza –sobre cifras previamente ya altas-. Esto obligó al gobierno a instrumentar medidas de asistencia a nivel masivo (el llamado “Plan Jefas y Jefes de Hogar”, lo cual implicó un costo fiscal significativo; iii) el Poder Ejecutivo ingresó en un fuerte conflicto con la Corte Suprema de Justicia (a la cual intentó desplazar por identificarla con el gobierno del presidente Menem, con el cual Duhalde mantenía una

⁷³. En la primera semana de diciembre los intentos de Cavallo de conseguir el financiamiento acordado con el FMI a fines de agosto para ese mes fueron infructuosos. La postura de los funcionarios del FMI, tras casi US\$ 10.600 millones de financiamiento otorgados por el organismo en los primeros nueve meses de 2001, fue que apoyarían un nuevo programa que fuese “sustentable”. Dentro de este programa las autoridades del FMI se inclinaban por una política cambiaria flexible que permitiese al peso flotar respecto del dólar.

severa disputa). Ello derivó en una permanente incertidumbre respecto de la validación judicial de las medidas adoptadas por el gobierno y en particular, como veremos más abajo, con relación a la constitucionalidad de las normas vinculadas a la reestructuración del sistema financiero; iv) si bien el nuevo gobierno contaba con mayoría en el Senado y era la primera minoría en la Cámara de Diputados, a la vez que la mayor parte de los gobernadores provinciales también eran del mismo signo político, a medida que transcurría el año 2002 (y se acercaba el momento de tomar decisiones con miras a las próximas elecciones –programadas para abril de 2003–), las disputas dentro del propio partido oficialista fueron afectando también el proceso de toma de decisiones, en particular en el área del Parlamento, donde cada vez el Poder Ejecutivo encontró más dificultades para hacer aprobar los proyectos de su interés.

En este complejo escenario, inicialmente se intentó implementar una devaluación “controlada”, con un mercado oficial -donde el tipo de cambio fue fijado en 1,40 pesos por dólar- y otro libre. Paralelamente se introdujeron medidas de control de cambios que apuntaron a preservar el stock de reservas existentes y a que los superávits comerciales se tradujeran en una mayor oferta de divisas, ayudando así a contener el precio del dólar libre.

A comienzos de febrero, y por presión del FMI, se liberalizó el mercado cambiario. En ese momento, el dólar libre se ubicaba en torno a los 2 pesos. Tras la liberalización, para fines de abril el dólar ya superaba los 3 pesos –en ese momento renuncia el primer ministro de Economía designado por Duhalde, Jorge Remes Lenicov-. El tipo de cambio continuó subiendo hasta junio, cuando se acercó a los 4 pesos, pese a una intervención acumulada del Banco Central por casi \$ 7.500 millones en procura de defender el peso.

A partir de allí, el dólar se estabilizó en 3,5 pesos durante la segunda mitad de 2002, para luego iniciar una tendencia decididamente descendente, que lo ubica en menos de 3 pesos en mayo de 2003. En esta segunda etapa, el Banco Central pasó a absorber dólares, y de hecho intervino activamente en busca de evitar mayores descensos en su cotización, con lo cual recuperó las reservas que había perdido previamente, con la contrapartida de una mayor emisión de dinero.

¿Cuáles fueron los factores que estuvieron detrás del *overshooting* inicial del tipo de cambio y de su posterior apreciación? En la primera mitad del año, predominó la incertidumbre en materia tanto económica como política, lo cual favoreció el *overshooting* cambiario. Una vez desaparecidas –o al menos atenuadas- esas condiciones, y en el contexto de un fuerte superávit comercial, el tipo de cambio encontró primero una meseta y luego comenzó a descender.

Una fuente mayor de presión sobre el tipo de cambio en la primera mitad del año fue la continua salida de dinero del sistema financiero que se volcaba a la compra de dólares. A comienzos de 2002 se había optado por profundizar las restricciones impuestas en 2001 al retiro de depósitos. Así, la totalidad de los depósitos a plazo fijo y una proporción de los depósitos a la vista en moneda extranjera quedaron inmovilizados transitoriamente (el “corralón”), en tanto que los depósitos a la vista en pesos y la restante proporción de las cuentas en moneda extranjera podrían utilizarse con fines transaccionales (“corralito”).

Pese a estas restricciones, se observó una continua salida de depósitos resultado de los amparos concedidos por los jueces a los ahorristas atrapados en el “corralón”, las

extracciones de dinero dentro de los límites permitidos, las excepciones al corralito/corralón y otros factores.

Un punto importante para entender estos movimientos tiene que ver con la pesificación de los depósitos en dólares, a la paridad 1 a 1,40 a principios de febrero (tégase en cuenta que el dólar libre superaba ampliamente ese nivel para dicho momento). La reprogramación y pesificación de los depósitos generó fuertes conflictos entre gobierno, bancos y depositantes, los cuales reclamaban por sus derechos de propiedad. La justicia tendió a favorecer a los depositantes, no sólo a través de los mencionados amparos, sino también en lo que hace a la validez de las normas vinculadas a la reprogramación y pesificación (las cuales fueron declaradas inconstitucionales).

En este escenario, el gobierno intentó primero una política de canje voluntario de depósitos por bonos (con poco éxito), luego un canje obligatorio (fracasado por la resistencia del Poder Legislativo a avalar dicha norma –hecho que contribuyó a la renuncia de Remes-), para finalmente volver al canje voluntario, ya con el nuevo ministro Lavagna, con resultados un poco mejores que los obtenidos antes. En cualquier caso, una fracción importante de los depositantes logró, por las vías antes descriptas, recuperar sus ahorros, alimentando la demanda de dólares.

La situación comenzó a cambiar hacia mediados de año por una conjunción de acontecimientos: a) tras una violenta manifestación popular en la que murieron dos personas, en junio se acortó el mandato del gobierno de transición (de diciembre a mayo de 2003), lo cual contribuyó a apaciguar los conflictos sociales y políticos; ii) el Banco Central, a través de la emisión de letras, comenzó a regenerar las condiciones para que surja una tasa de interés de mercado y los bancos puedan ofrecer atractivos rendimientos para recomponer su cartera de depósitos (los cuales comenzaron a subir a partir de julio); iii) se reforzaron los controles y las regulaciones tendientes a incrementar la oferta de divisas por parte de los exportadores; iv) la inflación comenzó a desacelerarse, tras fuertes aumentos iniciales, y en general la situación económica recuperó un mínimo grado de estabilidad. En este contexto más calmo, incluso se pudieron flexibilizar gradualmente las restricciones al retiro de depósitos.

Otro tema fundamental de la política económica durante 2002 fue el manejo de la reestructuración del sistema financiero. En este sentido, un hecho clave fue que las deudas en moneda extranjera del sector privado con el sistema financiero fueron “pesificadas” al tipo de cambio de Convertibilidad (lo que se llamó la “pesificación asimétrica”, considerando que los depósitos habían sido pesificados a 1,4). A esto se suma el hecho de que la cartera de activos de los bancos se había deteriorado, entre otras razones, porque en buena medida estaba compuesta por bonos de un gobierno que había entrado en *default* y por créditos otorgados a sectores no-transables. Para complicar más las cosas, pocos meses después se determinó que para los depósitos pesificados se aplicara una regla de actualización basada en la inflación pasada, mientras que una parte importante de los créditos quedó cubierto bajo un índice de actualización diferente y con un ritmo esperado de aumento menor. Evidentemente, este conjunto de decisiones no podía sino tener un efecto detrimental sobre el patrimonio de los bancos.

El Estado se hizo cargo de compensar a bancos y depositantes por sus decisiones, con el consiguiente costo fiscal (ver cuadro 4). Estas medidas tuvieron, además, un impacto

redistributivo probablemente negativo. Si bien se puede argumentar que los depositantes que permanecieron atrapados en el “corralón” eran, en promedio, de un nivel de ingresos menores a los que lograron retirar sus depósitos anticipadamente (ver Halac y Schmukler, 2003), también es importante tomar en cuenta que la población bancarizada en la Argentina pertenece, también en promedio, a un segmento de ingresos superior al de aquellos que no están bancarizados (con lo cual es presumible que la transferencia hacia los depositantes sea finalmente también regresiva).

A su vez, si bien, de no haber sido pesificadas, la mayor parte de las deudas hubiera resultado imposible de pagar, asistiéndose a una masiva quiebra de empresas y liquidación de activos de particulares, la pesificación supone una transferencia de la sociedad en su conjunto hacia las empresas e individuos endeudados en dólares (que, en su conjunto, podemos suponer que pertenecen a un estrato de ingresos promedio mayores que las personas no endeudadas).

¿Qué pasó, en tanto, con la relación con el FMI? Inicialmente, las autoridades esperaban una asistencia rápida y sustancial de parte del organismo. A principios de enero, el gobierno expresaba su intención de obtener alrededor de U\$S 15-20 mil millones en concepto de préstamos externos, que serían destinados, entre otros objetivos, a fortalecer las reservas, reprogramar vencimientos, financiar exportaciones y solventar los programas de ayuda social. Sin embargo, la negociación con el FMI resultó mucho más prolongada y traumática de lo esperado, siendo otro de los elementos que finalmente motivó la renuncia del ministro Remes Lenicov.

Si bien el FMI dio señales de acuerdo (ante la falta de alternativas viables) con la cesación de pagos y la devaluación, no dejó de advertir tempranamente, frase que luego se transformó en una constante durante 2002, que apoyaría un programa que fuese “sustentable” en lo económico y político (las autoridades estadounidenses se expresaron en la misma dirección, así como los miembros del G-7).

De hecho, desde un primer momento el FMI mostró su descontento con algunas de las medidas adoptadas por la nueva administración. Además de expresar su desacuerdo con el desdoblamiento del mercado cambiario (medida que, como vimos antes, fue rápidamente corregida), el FMI criticó otras iniciativas que, a su juicio, introducían dudas sobre la vigencia de los derechos de propiedad y sometían a los inversores privados a riesgos impredecibles (leyes de quiebras y “subversión económica”, ambas también modificadas más adelante por presión del FMI).

El FMI también insistió fuertemente en que para avanzar en las negociaciones hacía falta un consenso político interno para adoptar las medidas requeridas, incluyendo un acuerdo entre legisladores, gobernadores y precandidatos a la presidencia, con el fin de asegurar el cumplimiento del acuerdo en discusión (replicando lo ocurrido en Brasil)⁷⁴. Esto último no fue logrado, y si bien se alcanzaron algunos compromisos políticos -en abril y noviembre- que favorecieron la continuidad de la negociación, esta última tardó en destrabarse⁷⁵.

⁷⁴ El reclamo del FMI por un acuerdo político doméstico no carecía de sustento si se tiene en cuenta que sus exigencias disparaban una serie de conflictos internos entre distintos poderes, así como del gobierno con importantes segmentos de la sociedad, de forma tal que realmente se dificultaba el cumplimiento efectivo de los compromisos que asumiera el gobierno argentino.

⁷⁵ Ante la salida de Remes Lenicov, y frente a las dificultades surgidas para lograr un acuerdo con el FMI y la escasa disposición de los gobiernos de los países desarrollados a otorgar ayudas fuera del marco de un acuerdo con el organismo,

Otros temas que preocuparon al FMI durante 2002 y demoraron la firma de un acuerdo fueron: i) asegurar la sustentabilidad fiscal del programa económico; ii) limitar las metas de emisión monetaria; iii) comenzar la reestructuración del sistema financiero, incluyendo una reforma y privatización parcial de los bancos públicos; iv) reiniciar las negociaciones con los acreedores externos; v) descongelar las tarifas de los servicios públicos; vi) reducir el déficit fiscal de las provincias y rescatar las llamadas “cuasi-monedas”.

En todo caso, más allá de los reclamos concretos, durante 2002 se consolidó en varios observadores la idea de que el FMI estaba retaceando su ayuda a la Argentina como una forma de “castigo” frente al comportamiento que había exhibido el país en el pasado reciente. Obviamente, se trata de una hipótesis difícil de comprobar, y tampoco está claro cual sería la causa esencial que habría llevado al organismo a adoptar esa actitud hostil (la declaración de *default* –no parece un buen candidato considerando que el FMI implícitamente la alentó-, la forma en que se declaró el *default* por parte de Rodríguez Saá, las inclinaciones “populistas” del gobierno de Duhalde, una autocrítica por haber ayudado con significativos fondos a la Argentina cuando estaba claro que la crisis era inevitable, etc.). De todos modos, no parece descartable *a priori* la sugerencia de que la dureza del FMI se debió a una intención de aplicar un tratamiento “ejemplificador” o “aleccionador” como preventivo para que otros países prestatarios que pretendieran seguir el camino argentino (así como sus prestamistas) no esperaran salvamentos en el futuro.

En este escenario, las negociaciones para alcanzar un acuerdo con el FMI se extendieron muchísimo más de lo previsto a comienzos de año y la asistencia conseguida fue también mucho menor a la esperada⁷⁶. De hecho, durante 2002 se pagaron, en términos netos, casi US\$ 3.500 millones a los organismos internacionales (constituyendo un curioso caso de un país que ingresa en crisis y, en lugar de recibir ayuda externa, se le exige el repago de deudas con organismos que teóricamente tienen como misión ayudar a resolver crisis de este tipo). Cuando se alcanzó el demorado acuerdo, en enero de 2003 (y con vigencia sólo hasta agosto de dicho año), no se recibió dinero nuevo sino que meramente se pudieron reprogramar vencimientos.

Las consecuencias finales de la crisis iniciada en 1998-1999 fueron profundas. Entre el trimestre previo a la crisis de Rusia (máximo histórico) y el primer trimestre de 2002, el PBI a precios constantes en términos per cápita registró una disminución cercana a 24%. En tanto, medida en términos de poder de compra en dólares la caída fue superior (75%). A su vez, los impactos en términos de bienestar también fueron enormes y los niveles de pobreza e indigencia aumentaron de forma notoria, a niveles inéditos en la historia del país.

Yendo a lo ocurrido en 2002, se observó una reducción del PBI cercana al 11%, aunque la magnitud de la caída se fue reduciendo a partir del segundo trimestre del año. Las exportaciones, por su parte, mostraron, pese a la devaluación y la recesión doméstica, una

dentro del gobierno nacional se planteó seriamente una disputa en torno a la posibilidad de adoptar un cambio radical en la estrategia de política económica. Así, una parte del Ejecutivo –incluyendo al propio presidente Duhalde- comenzó a evaluar la posibilidad de adoptar una estrategia “auto-centrada” y de ruptura con los organismos multilaterales. Dicho viraje encontró una oposición seria en el propio seno del Poder Ejecutivo, así como en parte del Parlamento y en los gobiernos provinciales y finalmente no se concretó.

⁷⁶ En este juego de presiones, el gobierno argentino llegó a incurrir en un *default* temporario con los organismos multilaterales, aunque siempre prometiendo que restablecería los pagos en cuanto se alcanzara el acuerdo con el FMI y bajo la justificación de que no tenía espacio para destinar reservas al pago de deudas con las instituciones multilaterales.

tendencia al estancamiento⁷⁷. En tanto, se observó un incipiente proceso de sustitución de importaciones en varios sectores (en un escenario de fuerte caída de las importaciones).

Sobre la base de una política fiscal restrictiva⁷⁸, y en el marco de tarifas congeladas y salarios con aumentos pequeños (muy por debajo de la inflación), el gobierno, tras dos trimestres de aumentos elevados (en particular en precios mayoristas), logró progresivamente reducir los niveles de inflación, e incluso en el último trimestre de 2002 el índice de precios mayoristas mostró una disminución –ayudada por la estabilización del dólar- La política monetaria también colaboró en este sentido. Si bien tras la salida de la Convertibilidad se recuperó la capacidad de emitir moneda sin respaldo en divisas, ante los temores de rebrote inflacionario, la expansión monetaria fue moderada y resultó validada por la mayor demanda de dinero.

En tanto, a partir de la devaluación y su impacto sobre los precios, se modificó fuertemente la estructura de precios relativos, corrigiéndose en poco tiempo el precio relativo de los servicios públicos que, tras la crisis de Rusia, fue una de las variables que no acompañó la deflación necesaria para corregir el problema cambiario.

Comentarios finales sobre el papel del FMI

La forma en que el FMI actuó durante los momentos claves de la gestación de la crisis argentina ha despertado pocas adhesiones y considerables críticas. En retrospectiva, la insistencia del FMI en utilizar a la política fiscal como el principal instrumento de política económica durante los dos años de gobierno de la Alianza, aparece como un elemento cuestionable de su gestión del caso argentino. Además, el diseño de los programas del organismo parece haber subestimado permanentemente la magnitud que adquiriría el problema de gobernabilidad y las consecuencias que ello acarrea.

Ciertamente, haber impulsado una expansión fiscal, tal como ocurrió en el sudeste asiático, no parecía una medida recomendable. La situación fiscal del gobierno argentino era notablemente más comprometida que la de los gobiernos asiáticos, que habían acumulado sustanciales superávits en los años anteriores a la crisis (véase al respecto las diferentes posiciones de Stiglitz, 2002 y Feldstein, 2002).

Sin embargo, la vía del ajuste sugerida en el caso argentino tampoco tuvo finalmente un efecto positivo. Esto resulta claro en vista de los reiterados intentos de restablecer la confianza de los inversores por dicha vía y los pobres resultados obtenidos. Así, cuando los problemas eran básicamente de iliquidez, la insistencia en reducir el gasto (o, alternativamente, aumentar los impuestos) sin tener en cuenta los limitantes sociales y políticos de dicho camino no era el enfoque más acertado. En tanto, en las reformas estructurales que el organismo exigía no se tomaban en cuenta las características del sistema político que finalmente hicieron las reformas inocuas o muy impopulares. Al

⁷⁷. Este comportamiento fue similar al observado durante la crisis de las economías asiáticas, cuando en el primer año tras la crisis las exportaciones se contrajeron. En el caso de Argentina algunos factores que pueden haber influido sobre este comportamiento son: el dinamismo (o la falta del mismo) de la demanda externa, la ausencia de crédito, el alto contenido importado de buena parte de la producción exportable y las demoras vinculadas con que cualquier proyecto de exportación que se inicia tras un cambio de precios relativos necesita un cierto período de madurez para concretarse.

⁷⁸. A comienzos de 2002 se reintrodujeron las retenciones a la exportación, que habían sido abandonadas durante la Convertibilidad. Desde el punto de vista del gobierno las retenciones a la exportación tenían un doble propósito: eran una fuente de financiamiento no inflacionaria y, dado que el país es un exportador neto de *commodities* (principalmente aquellos relacionados con la canasta de bienes de consumo y petróleo), se lograba que los precios domésticos de los productos derivados se mantuvieran por debajo de los internacionales.

mismo tiempo, sorprende que los cruciales temas del aumento y diversificación de las exportaciones y de acceso a mercados no haya figurado en la agenda de las reformas estructurales impulsadas por el organismo.

El análisis de alternativas factibles a la política sugerida por el FMI requiere considerar dos escenarios contrafactuales esgrimidos en la literatura recibida (ver de la Torre *et al*, 2002, por ejemplo). En primer lugar, si era factible, en el complejo cuadro institucional del país, una salida ordenada de la Convertibilidad que era, sin duda, el eje central de la política económica argentina (véase Galiani *et al*, 2002 para un excelente análisis del tema). En segundo lugar, si era viable reestructurar la deuda externa manteniendo la Convertibilidad - o si esta no hubiera podido resistir una iniciativa de este tipo⁷⁹-. Evidentemente, resulta casi imposible arribar a una conclusión definitiva sobre lo que hubiera ocurrido en estos escenarios alternativos, pero la mayoría de las críticas al accionar del FMI se derivan de algunos de los mencionados contrafactuales que los analistas, de una u otra manera, tienen en mente.

En cualquier caso, de nuestro análisis se desprende que las posibilidades de que la asistencia financiera del organismo fuese efectiva disminuyeron drásticamente en la medida en que la crisis argentina se transformó de un problema de iliquidez a uno de insolvencia. Esto se debe a que si bien el FMI puede aportar fondos suficientes para enfrentar un problema de iliquidez (como ocurrió durante el *Tequila*), no es una institución diseñada para resolver cuestiones de insolvencia. En este contexto, el FMI debería haber asistido en la reestructuración de la deuda externa para hacerla viable con la capacidad de pago del país o en diseñar una salida ordenada de la Convertibilidad.

Una vez declarados el *default* y la devaluación, es claro que el FMI decide dejar de considerar a la Argentina como un receptor privilegiado de ayuda, tal como había ocurrido en los años previos. Así, a diferencia de otros países estudiados, la gestión de la crisis se hizo sin ninguna asistencia financiera del organismo (por el contrario, durante 2002 la Argentina realizó pagos netos al FMI). Si bien recién en 2003, después de largas y complicadas negociaciones, se firmó un acuerdo que sólo sirvió para prorrogar los vencimientos de las obligaciones con el organismo, esto no implicó –como vimos más arriba- que el FMI no influyera –o intentara hacerlo- en las decisiones de política económica adoptadas por el gobierno argentino, hecho visible en temas tales como la política cambiaria, las metas monetarias y fiscales, etc. En cualquier caso, tal como ocurrió en 2002 y lo que va de 2003, es previsible que las relaciones entre el FMI y la Argentina sean más complejas y ríspidas que en la década pasada, considerando los cambios ocurridos tanto en el país como en el organismo.

5. Conclusiones

A. La génesis de las crisis y el papel del FMI

⁷⁹ Mussa (2002) sugiere, que a fines de 2000 cuando era evidente que, “debido a la recesión y a la falta de apoyo político, no había esperanza realista de que el gobierno argentino pudiera implementar una política fiscal que evitara un default desprolijo” (p.45). Una de las posibles opciones era una reestructuración involuntaria de la deuda externa que tal vez hubiera salvado el Plan de Convertibilidad. Sin embargo, “el gobierno argentino estaba frontalmente contra tal opción.y en el FMI se observaba poco entusiasmo...” (p.48). Perry y Servén (2002) escriben que ya con Cavallo como Ministro, “en lugar de reconocer que la reestructuración de la deuda se estaba convirtiendo en una necesidad luego de los intentos fallidos de restaurar la confianza y el crecimiento, el gobierno evitó los atrasos en el servicio de la deuda agotando la liquidez del sistema financiero” (p.368).

Retomando las tres cuestiones planteadas en la introducción del trabajo, a partir de lo expuesto previamente podemos formular las siguientes consideraciones:

El contexto internacional

i. Es innegable que la inestabilidad de los mercados internacionales de capital ha jugado un rol importante en todas las crisis bajo estudio. En un mundo caracterizado por la existencia de importantes fallas en los mercados financieros, cuyas consecuencias se agravan aún más en los países en desarrollo debido a la más precaria institucionalidad existente en estos últimos, los cambios en las expectativas de los inversores, no siempre justificados por factores económicos “objetivos”, generan movimientos masivos de ingreso/egreso de fondos a los países en desarrollo, que contribuyen a perfilar los ciclos de *boom*/crisis observados a lo largo de la última década.

Sin embargo, siendo evidente que la crisis es siempre disparada y/o agravada por la salida masiva de los inversores, dicha salida ha resultado más o menos explicable a la luz de los datos básicos respecto de la situación y perspectivas de las economías afectadas según los casos. En este sentido, es preciso diferenciar la situación de México y las naciones asiáticas, en donde resulta más claro que los *fundamentals* macroeconómicos (especialmente en Asia) eran buenos, de los otros casos estudiados. En este sentido, en Argentina y Rusia especialmente resulta bastante obvio que existían serios problemas económicos e institucionales que hacen que el retiro de los inversores haya resultado mucho menos inesperado que en los otros casos.

ii. Si bien no está claro cual ha sido la verdadera incidencia del riesgo moral (*moral hazard*) implícito en los rescates (*bailouts*) por parte del FMI, es difícil negar que ha sido uno de los elementos tenidos en cuenta por los inversores a la hora de colocar fondos en países emergentes (y, por lo tanto, tuvo probablemente alguna influencia sobre los *booms* pre-crisis). Sin embargo, es probable que a partir de la crisis rusa, y mucho más claramente con la crisis argentina, los inversores de los países desarrollados hayan percibido tanto la existencia de fuertes riesgos sistémicos como que la asistencia del FMI puede no ser efectiva para detener la crisis y que incluso en ciertos casos el organismo puede “dejar caer” un país (es el caso argentino, aunque ciertamente tras haberle otorgado al país fondos en cantidad sustantiva previamente a la crisis). Esto contribuye a explicar, entre otros factores, la abrupta disminución de los fondos de origen privado disponibles para los países emergentes en los últimos años.

Asimismo, la difusión de ideas en la dirección de comprometer en mayor medida a los inversores privados para que participen en los costos de rescate de los países afectados por la crisis iría en la dirección de disminuir la incidencia de la mencionada fuente de riesgo moral (además de reducir el costo de dichos rescates y hacerlos más “presentables” ante los políticos y la opinión pública en los EE.UU.). Sin embargo, los mecanismos para lograr esta participación no están aún diseñados y su eventual implementación sería muy compleja y llevaría largo tiempo, lo cuál genera un vacío de opciones para la prevención de futuras crisis sistémicas a partir del uso de ese tipo de instrumentos.

iii. En tanto los avances para reformar el funcionamiento del sistema financiero internacional y para disminuir la volatilidad de los flujos de capitales a los países en desarrollo han sido muy limitados, el debate acerca del control a las inversiones de cartera continúa. La experiencia chilena aparece probablemente como el caso más exitoso de

controles sobre los movimientos de capital de cartera, en tanto no hay consenso sobre el papel que dichos controles cumplieron en el caso malayo. Sin embargo, de lo expuesto surge con bastante claridad que el contar con adecuadas normas de supervisión bancaria es una condición *sine qua non* para moverse en dirección a una mayor apertura de la cuenta de capitales, aunque, como lo muestra la experiencia argentina, no necesariamente garantiza que no se produzcan las crisis.

iv. Un elemento notorio de las crisis de los años recientes es la velocidad y magnitud del efecto “contagio”. De hecho, cada uno de estos episodios ha tenido un rol clave en el desencadenamiento de las otras crisis. La economía argentina ya había sufrido fuertemente el impacto de la crisis del *Tequila* en 1995. Más tarde, la crisis asiática tuvo efectos muy negativos sobre la economía rusa, a la vez que la crisis de dicho país innegablemente colaboró para crear las condiciones para la crisis brasileña. Finalmente, la devaluación del real de 1999 puede ser considerada como un factor disparador clave del largo proceso de gestación de la crisis argentina. Un dato interesante es que sacando este último episodio – Brasil es el principal socio comercial de la Argentina- en los otros casos el contagio no tiene que ver tanto con las vinculaciones comerciales entre las economías afectadas sino con el hecho de que la caída de un mercado emergente introduce dudas sobre la sustentabilidad de los programas económicos de otras naciones altamente expuestas a los movimientos de capitales externos.

v. Si bien no tiene que ver estrictamente con los temas financieros, un punto importante a tomar en cuenta para el análisis de las crisis es el impacto del escenario internacional por el lado “real” de la economía. En particular, vimos, por ejemplo, como la caída de los precios de los semiconductores en el caso de Corea, del petróleo en Rusia o el deterioro de los términos de intercambio que sufrió la economía argentina desde 1999, contribuyeron a generar condiciones para el surgimiento de la crisis. Este tipo de impactos ilustra sobre los problemas que algunas economías emergentes, la Argentina es un caso claro, sufren por su muy escasa diversificación exportadora (sobre este tema volvemos más abajo).

vi. Finalmente, hay que considerar también que, como se señaló más arriba, el desenlace de las crisis estuvo innegablemente influenciado por los elementos de contagio que surgían de las crisis previas, así como por distintos tipos de *shocks* externos reales negativos y por la progresiva retracción de los inversores de los países emergentes (esto último es más claro en el caso argentino). En este sentido, está claro que desde Rusia para aquí, el contexto internacional que han debido enfrentar los países afectados ha sido más desfavorable que el vigente durante las crisis de México y Asia.

Los factores internos

Como señalamos antes, la apreciación cambiaria y la persistencia de déficit fuertes en la cuenta corriente aparecen como un factor unificador de todas las crisis bajo estudio. Más allá de eso, hay tanto elementos específicos de cada país como un desigual peso de los factores internos *vis a vis* los externos como factores explicativos de las crisis.

En los casos de México y Asia, la explicación tradicional de las crisis en los países emergentes, basada esencialmente en los desbalances fiscales, no parece adecuada para entender lo ocurrido en dichos episodios. Si bien existían problemas en los países involucrados (la elevada proporción de deuda de corto plazo en el caso de México, la debilidad de las regulaciones financieras en Asia, etc.), dichas crisis no pueden

comprenderse sin hacer referencia al antes mencionado escenario internacional de mercados financieros globalizados y con cambios bruscos de expectativas de los inversores.

Así, no sorprende que a partir del *Tequila* ganaran preponderancia las explicaciones ligadas a los problemas de iliquidez que se convierten en problemas de insolvencia debido a la existencia de fallas de mercado y problemas de coordinación que aún no se conoce como enfrentar adecuadamente.

En contraste, el desequilibrio en los *fundamentals* parece ser el factor determinante para explicar las causas de las crisis ocurridas en Rusia, Brasil y Argentina. En Rusia, existían graves problemas institucionales debidos a una desordenada transición hacia el capitalismo. En particular, las serias dificultades para recaudar impuestos generaron un creciente e inmanejable déficit en las cuentas públicas. Por su parte, la economía brasileña se vio particularmente afectada debido a la combinación de crecientes déficit fiscales, escaso crecimiento y una moneda sobrevaluada, utilizada como ancla nominal y bastión del programa de estabilización de 1994, el Plan Real. En cuanto a la Argentina, la combinación de una moneda sobrevaluada con persistentes déficit fiscales y un endeudamiento externo creciente constituían también un escenario propicio para la crisis, en un contexto político inestable, con un gobierno débil y fragmentado y tras una recesión de más de tres años con un gran deterioro del cuadro social.

El papel del FMI

Una característica común de las crisis estudiadas en este trabajo (con la notable excepción de Malasia) es que contaron con una activa participación del FMI, tanto antes o después de que las crisis se desencadenaron. Como es notorio, el rol desempeñado por este organismo ha sido objeto de diversas críticas, tanto por la efectividad y consecuencias de la asistencia financiera que otorgó a los países en crisis como por las medidas de política económica que figuraron en sus programas como condiciones para el desembolso de los fondos acordados.

En primer lugar, con respecto a la asistencia financiera, el masivo rescate de la economía mexicana suscitó las primeras preocupaciones por el antes mencionado riesgo moral que podría surgir por dicho tipo de operaciones. Así, a pesar de que, en teoría, la disponibilidad de suficiente asistencia financiera y un prestamista de última instancia resultan esenciales para combatir las crisis causadas por problemas de iliquidez y pánico, la forma en que Estados Unidos, a través del FMI, intervino en las crisis mexicana, asiática y rusa originó crecientes críticas en ese país, por parte de economistas y políticos republicanos que atacaron el accionar de la administración Clinton en aquel momento. En buena medida, son dichos sectores quienes hoy tienen una fuerte influencia tanto sobre el gobierno de los EE.UU. como, en cierta medida, sobre el propio FMI. Si bien los préstamos realizados a Brasil y Uruguay durante 2002 –y la fuerte asistencia recibida por la propia Argentina en 2001- mostrarían que el cambio de administración en los EE.UU. no se ha traducido en el abandono de las políticas de rescate, parece claro que en el caso argentino el FMI, al menos desde la última parte de 2001, decidió dejar de apoyar al país sabiendo con certeza que esto implicaría el *default*. Esto, sumado a la posterior reticencia para otorgar ayuda a la Argentina durante 2002, hace pensar que el FMI utilizó al caso argentino como una oportunidad para mostrar que en ciertos casos el *bailout* puede no llegar, como una vía para reducir la influencia del mencionado riesgo moral sobre las decisiones de los inversores.

En segundo lugar, la intervención del FMI en los episodios estudiados generó una importante controversia acerca de lo acertado de sus requerimientos de política económica a los países que recibieron sus fondos, particularmente a partir de la crisis asiática. Después de una intervención relativamente efectiva durante el *Tequila* mexicano, los insatisfactorios efectos de las políticas implementadas en Corea, Tailandia e Indonesia durante el segundo semestre de 1997 llevaron al organismo a relajar su estrategia basada en recomendaciones de restricción fiscal y monetaria. Los mejores resultados obtenidos a partir de ese momento dieron vigor a los críticos que argumentaban que el FMI debía abandonar su costumbre de basar sus programas de estabilización en políticas restrictivas, especialmente cuando se trataba de países (como los asiáticos) que no presentaban mayores desequilibrios fiscales.

Las sucesivas intervenciones del FMI en la gestación de la crisis tampoco sirvieron para impedir las crisis en Rusia y Argentina. Las medidas de ajuste fiscal propuestas por el FMI chocaron en ambos casos con serias dificultades de implementación, debido a crecientes problemas políticos y sociales en ambos países. Estos episodios resaltan que las condiciones políticas en los países afectados resultan por lo menos de una importancia equivalente al diseño adecuado de los programas de estabilización del organismo.

De todos modos, en un contexto de alta volatilidad y contagios en los flujos internacionales de capital, es importante tener en cuenta que la intervención del organismo contribuyó a evitar que la crisis cambiaria que enfrentó Brasil a finales de 1998 se tradujera en una crisis financiera. Si bien en este episodio, al igual que en Asia, existieron modificaciones de los objetivos iniciales de la política fiscal que posiblemente facilitaron la recuperación, tanto la política fiscal como la monetaria se mantuvieron altamente restrictivas. En la crisis brasileña, así como en la rusa y la argentina, los desequilibrios fiscales ciertamente limitaron las posibilidades de realizar una política contracíclica efectiva, como reclamaban los críticos del FMI.

B. Los aspectos específicos de la crisis argentina

Tal como surge de la sección precedente, la crisis argentina se inscribe dentro de una serie de episodios similares que han sido, de hecho, altamente frecuentes en la última década. En esta perspectiva, más allá de que el caso argentino tienda a destacarse por la inusual magnitud del desplome del nivel de actividad y de la devaluación de la moneda local, sería un eslabón más dentro de una cadena de crisis sucesivas que han venido afectando a los mercados emergentes en el escenario de la globalización. En todo caso, como se subrayó antes, se distinguiría básicamente de los casos de México o Asia por el hecho de que los desequilibrios internos de la economía jugaron un papel mucho más claro en el desencadenamiento de la crisis..

Sin embargo, a nuestro juicio hay una serie de factores clave que es necesario destacar para entender la especificidad del caso argentino. En primer lugar, un elemento fundamental a tomar en cuenta es que el esquema de la Convertibilidad era mucho más que un sistema de tipo de cambio fijo. En la práctica, la Convertibilidad era la base sobre la cual se ordenaba todo el sistema de contratos en el país, con lo cual la devaluación no sólo implicó un cambio de precios relativos sino un trastocamiento general de todo el ordenamiento contractual doméstico.

En segundo lugar, el grado de dolarización de la economía argentina, y en particular de su sistema bancario, resultaba inusitadamente alto. En este escenario, más allá de las

regulaciones prudenciales que existían, estaba claro que una devaluación iba a afectar de manera general a todo el sistema financiero, más allá de la mayor o menor solidez de cada institución en particular.

Sobre estas bases, es posible comprender porqué el derrumbe del sistema de tipo de cambio fijo en Argentina tuvo repercusiones mucho más severas sobre la economía (y sobre el funcionamiento de las instituciones) que las observadas en los demás casos estudiados y permite comprender la magnitud inédita de la crisis.

Asimismo, estos elementos también hacen explicables la gran demora en salir de la Convertibilidad –por el temor a las previsibles consecuencias de dicha salida-, cuando resultaba cada vez más evidente que el contexto socio-político hacía impracticables las soluciones por la vía del ajuste fiscal (sin que estuvieran a la vista otras alternativas viables económica o políticamente). Tal vez el elemento más sorprendente en este contexto sea la oposición del gobierno argentino a proponer un programa de reestructuración profunda de la deuda, con quitas sustanciales de capital y/o reducciones importantes en la tasa de interés (antes de los intentos entre septiembre y principios de diciembre de 2001) que podría haber evitado el posterior *default* y tal vez, hubiera evitado la crisis bancaria y salvado la Convertibilidad.

Por otro lado, un aspecto importante que distingue a la crisis argentina es que se trata de un derrumbe progresivo –caracterizado por una combinación de recesión y ajuste deflacionario-, que termina en un colapso, más que de un típico episodio de *boom* y *crash* con una recuperación relativamente rápida. Probablemente este alargamiento de la crisis se vincule con lo antes mencionado respecto del papel clave que jugaba la Convertibilidad en la economía argentina, la relativa (y más bien aparente) solidez del sistema financiero (o de una parte del mismo) y la resistencia que exhibió el régimen de tipo de cambio fijo.

En cuanto al papel del FMI, es interesante resaltar el contraste entre el tratamiento que recibió la Argentina antes de la crisis con el que se aplicó desde fines de 2001. Durante 2000, y en particular en 2001, el FMI lideró o apoyó distintos intentos de salvataje y otorgó sustanciales préstamos al país. El carácter de ejemplo del éxito de las reformas de los '90 que había mantenido la Argentina durante varios años puede contribuir a explicar, entre otros factores, la abundancia de la ayuda otorgada.

Ante la evidencia de que el contexto socio-político vigente hacía inviable el cumplimiento de las condiciones que, según el FMI, resultaban necesarias para superar la crisis dentro del programa de Convertibilidad, en la práctica el organismo apuró el desenlace de la crisis al negarse a otorgar, hacia fines de 2001, una cantidad de fondos comprometidos previamente en el acuerdo vigente con la Argentina. Para ese momento, era evidente que el FMI aceptaba, se resignaba tanto una devaluación como una reestructuración de la deuda.

Sin embargo, tras la declaración del *default* con los acreedores privados y la devaluación, el FMI aplicó una estrategia de “castigo ejemplar” con la Argentina, requiriendo cada vez nuevos compromisos que, si bien iban siendo cumplidos en su mayoría por el gobierno argentino, no alcanzaban a satisfacer las exigencias del organismo. De este modo, durante 2002 la Argentina aplicó una política que en buena medida estuvo influenciada por las recomendaciones del FMI, pero, curiosamente, no recibió fondos sino que de hecho repagó deudas contraídas anteriormente con esa y otras instituciones multilaterales.

Finalmente, si bien en todos los casos de crisis, con la excepción de Brasil, hubo ruptura de contratos, se afectaron los derechos de propiedad y se produjeron serios problemas en el sistema financiero, en ningún episodio dichas consecuencias han alcanzado la magnitud al cual llegaron en la Argentina, a causa, en lo esencial, del antes señalado rol clave de la Convertibilidad y del grado de dolarización de la economía doméstica. Esto es importante, al presente, no sólo para entender lo ocurrido en la crisis, sino para analizar las vías de salida, considerando que el impacto sobre las instituciones podría ser mucho más duradero y profundo que en los otros casos bajo estudio.

C. Las crisis, el FMI y la agenda del desarrollo económico

Para finalizar, queremos señalar que el grueso de la literatura recibida, así como la atención de los analistas y hacedores de política, se han centrado en las causas “inmediatas” de las crisis sistémicas (la política cambiaria y fiscal, el nivel de endeudamiento, etc.). A la vez, cuando se habla de reformas estructurales, la única agenda pareciera ser la que plantea el FMI (tanto sea para apoyarla como para combatirla).

En nuestra visión, este enfoque resulta demasiado estrecho. Las crisis en los países emergentes deben ser entendidas en un marco más amplio, que contemple dichos episodios en el contexto de la compleja problemática general de los procesos de desarrollo económico. Sobre estas bases, creemos que los problemas de las economías emergentes son más profundos y, sin desconocer la relevancia de los temas arriba mencionados, resulta necesario plantear otra agenda de reformas estructurales, con fundamentos, prioridades y secuencias temporales diferentes a los que proponen los organismos multilaterales de crédito. De este modo, la discusión sobre la “sustentabilidad” de los programas económicos en los países emergentes adquiere una nueva dimensión, que va más allá de los equilibrios macroeconómicos básicos para abordar la cuestión de cuáles son los caminos que permiten lograr un crecimiento económico rápido y sustentable en términos sociales y ambientales.

En este sentido, y sin que se requiera aceptar inciertas hipótesis “conspirativas”, es bastante evidente que las crisis son aprovechadas por los organismos multilaterales para imponer ciertos condicionamientos sobre los países afectados que van más allá de los estrictamente necesarios para salir de la crisis. La motivación detrás de este comportamiento, más allá de la influencia de ciertos intereses materiales concretos en cada caso, parece ser la convicción de que el modelo de capitalismo “anglosajón” es el único viable y deseable *urbi et orbi*.

A nuestro juicio, la evidencia disponible muestra que las vías hacia el desarrollo económico han sido, históricamente, diversas, y que muchos países, como lo muestra la experiencia asiática, han logrado crecer exitosamente sobre la base de políticas diferentes a las propulsadas por los organismos multilaterales (y no nos estamos refiriendo a temas vinculados a política fiscal o cambiaria, sino a las áreas de política industrial, comercial y tecnológica, esencialmente).

Sobre estas bases, surge la necesidad de abordar seriamente un conjunto de fallas de mercado y de coordinación que obstaculizan el avance del proceso de desarrollo económico en los países emergentes. De hecho, los países industrializados tienen una valiosa experiencia en dichos temas, que debería transferirse (y adaptarse a las realidades específicas) al diseño e implementación de reformas estructurales en los PED. Dichas reformas deberían tender a alcanzar objetivos tales como el aumento del ahorro y la inversión en activos tangibles e intangibles, así como del valor agregado de la producción y

de la exportación, la mejora de las capacidades empresariales, la promoción de la educación y la innovación tecnológica y la defensa de la competencia. La construcción de un marco institucional sólido y de Estados y agentes capaces de manejar los instrumentos de política respectivos son también parte central de esta agenda que lamentablemente, ante la gravedad de la crisis, casi ha desaparecido de la discusión pública en nuestro país.

En tanto, en el plano internacional, además de las mencionadas cuestiones vinculadas a la nueva arquitectura financiera global (donde es imprescindible hacer progresos sustanciales para reducir el impacto de los comportamientos erráticos por parte de los inversores y canalizar los sustanciales ahorros disponibles en el mundo industrializado para el financiamiento de un crecimiento sustentable en los países en desarrollo), aparece el tema del proteccionismo vigente en los países industrializados, que conspira contra el crecimiento de las exportaciones de las naciones emergentes.

A nuestro juicio, si bien la combinación de cambios en el orden económico internacional y reformas estructurales en los países en desarrollo no van a eliminar la posibilidad de crisis sistémicas, tal vez las van a hacer menos frecuentes y, seguramente, van a facilitar un proceso de desarrollo más vigoroso y equitativo.



Universidad de
San Andrés

REFERENCIAS

- Alpha Estudio de Economía y Negocios, 2003. "Informe Económico". Marzo.
- Calvo, G., Mendoza, E. 1996. "Mexico balance of payments crises: A chronicle of a death foretold" Journal of International Economics (3-4).
- Calvo, G., Fernández-Arias, E. 2000. "The new features of financial crisis in emerging markets" in Wanted: World financial stability. Banco Interamericano de Desarrollo. Washington D.C.
- Calvo, G., Izquierdo, A. 2002. "Sudden Stops, the Real Exchange Rate and Fiscal Sustainability: Argentina's Lessons", Inter-American Development Bank.
- Caprio, J., Klingebiel, D. 1999. "Episodes of systemic and borderline financial crises". Mimeo, The World Bank.
- Chang, Ha-Joon. 2000. "The Hazard of Moral Hazard: Untangling the Asian Crisis" World Development. (4)
- Claessens, S, Klingebiel D. and Leaven L. 2002. "Financial Restructuring in banking and Corporate Sector Crisis: Which Policies to Pursue" in Managing the Real and Fiscal Effects of Banking Crisis. Edited by Klingebiel D. and Leaven L. World Bank. Washington D.C.
- De la Torre, A; Levy Yeyati, E.; Schmukler, S. 2002. "Beyond the Bipolar View: The Rise and Fall of Argentina's Currency Board"(mimeo)
- DeLong, B., Eichengreen, B. 2001. "Between meltdown and moral hazard: the international monetary and financial policies of the Clinton administration" NBER working paper 8443.
- Dornbusch R, Goldfajn I, Valdes R. 1995. "Currency crisis and collapses" Brookings Papers on Economic Activity, Nbr. 2.
- Dornbusch, R. 2001. "Malaysia: Was it different?". NBER working paper 8325.
- Eichengreen, B. 2002. Financial Crises and what to do about them. Oxford University Press, New York
- Feldstein, M. 2002. "Economic and financial crisis in emerging market economies: Overview of prevention and management". NBER working paper 8837.
- Feldstein, M. 2002. "Lessons from Argentina". NBER, Conference on the Argentine Crisis.
- Fischer, S. 2002. "Financial crisis and reform of the international financial system". NBER working paper 9297.
- FMI -Fondo Monetario Internacional- (2000), "Recuperación tras la crisis asiática y papel del FMI". Preparado por el personal técnico del FMI, Junio
- FMI -Fondo Monetario Internacional- 2002. World Economic Outlook. September.
- Ffrench-Davis, R. 1999. Macroeconomía, Comercio y Finanzas para Reformar las Reformas en América Latina CEPAL, Mc Graw Hill

- Galiani, S., Heymann, D. y Tommasi, M. 2002 “Missed Expectations: The Argentine Convertibility”, Documento de Trabajo Nro. 55, Departamento de Economía, Universidad de San Andrés. Publicación en español: “Expectativas frustradas: el ciclo de la convertibilidad”, Desarrollo Económico N° 169, Vol. 43, abril-junio de 2003.
- Gilpin, R. 2001. The challenge of global capitalism: The world economy in the 21st century. Princeton University Press.
- Goldstein, M. 2002. “Lessons of recent currency crises”. Brookings Trade Forum, Washington DC.
- Haggard, S., Low, L. 2000. “The political economy of malaysian capital controls”. Mimeo, Harvard University
- Halac, M. y Schmukler, S 2003. “Distributional Effects of Crisis: The Role of Financial Transfers”. Mimeo.
- Hausmann, R., Velasco, A. 2002. “Hard Money’s Soft Underbelly: Understanding de Argentine Crisis”, Kennedy School of Government, Harvard University.
- Honohan, P., Klingebiel, D. 2000. “Controlling the fiscal costs of banking crises”. World bank working paper.
- Jomo, K.S. 2001. “Growth after the Asian Crisis: What Remains of the East Asian Model?”. G-24 Discussion Paper Series N°10
- Kharas, H., Pinto, B., Ulatov, S. 2001. “An analysis of Russia’s 1998 meltdown: fundamentals and market signals”. Brookings papers on economic activity Nbr 1.
- Krueger, A. 2002: “Crisis Prevention and Resolution: Lessons from Argentina”, NBER, Conference on the Argentine Crisis.
- Machinea, J. L. 2002. “Currency crises: a practitioners’s view”. Brookings Trade Forum, Washington DC.
- Mussa, M. 2002. Argentina y el FMI: del Triunfo a la tragedia, Ed. Planeta, Buenos Aires.
- Nofal, B. 2002. “Las causas de la crisis de la Argentina” Boletín Informativo Techint 310
- O’Connell, Arturo. 2002. “The recent crisis of the argentine economy: some elements and background”. METU Conference, Ankara.
- Palma, G. 2002. “The Three Routes to Financial Crisis: The Need for Capital Controls” en Eatwell J. & Lance Taylor (eds) International Capital Markets. Systems in Transition, Oxford University Press, New York.
- Perry, G. y Servén, L. 2002. “La anatomía de una crisis múltiple: qué tenía Argentina de especial y qué podemos aprender de ella” Desarrollo Económico. Revista de Ciencias Sociales, Octubre-Diciembre.
- Pesenti, P. y Tille C. 2000. “The economics of currency crises and contagion: an introduction” FRBNY Economic Policy Review, September
- Rodrik, D., Kaplan E. 2001. “Did the malaysian capital controls work?” NBER working paper 8142.

- Sachs, Jeffrey D., Tornell, A., Velasco, A. 1996. "The Mexican peso crisis: Sudden death or death foretold" Journal of International Economics (3-4).
- Sachs, Jeffrey D., Radelet, Steven. 1998. "The East Asian financial crisis". Brookings papers on economic activity Nbr 1.
- Shin, Jang-Sup and Chang, Ha-Joon. 2002. "Restructuring 'Korea Inc.'-Financial Crisis, Corporate Reform, and Institutional Transition". Mimeo
- Stiglitz, J. E. 2002. El malestar de la globalización. Taurus
- Sturzenegger, F. 2002. "Default episodes in the 90s: Factbook and preliminary lessons". Versión preliminar preparada para el Banco Mundial.
- Tejeyro, M. 2001. "Una Vez Mas, La Política Fiscal...", Centro de Estudios Públicos, Buenos Aires.
- UNCTAD. 2002 Transnational Corporations and Export Competitiveness.World Investment Report Geneva.
- Wade, R. 1998. "The Asian Debt-and-development Crisis of 1997-?: Causes and Consequences" World Development (8)



Universidad de
San Andrés

Anexo estadístico

CUADRO 2: MEXICO, ESTE DE ASIA, RUSIA Y BRASIL ALGUNOS INDICADORES MACROECONOMICOS
(Porcentajes)

MEXICO	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
PBI Real ^a	5,1	4,2	3,6	2,0	4,4	-6,2	5,2	6,8	4,9	3,7	6,6	-0,3
Superávit fiscal / PBI	-2,7	3,2	4,5	0,5	0,0	-0,5	-0,2	-1,1	-1,4	-1,5	-1,3	-0,7
Ahorro / PBI ^b	15	12	9	15	15	20	23	24	21	21	21	18
Inversión / PBI	25	25	25	21	22	20	23	26	24	24	24	21
Cuenta Corriente / PBI	-3	-5	-7	-6	-7	-1	-1	-2	-4	-3	-3	-3
Exportaciones / PBI	16	15	14	13	14	28	29	28	28	28	29	26
Importaciones / PBI	17	17	19	16	19	25	27	27	30	30	30	27
Tipo de cambio nominal ^c	44	47	48	49	53	100	118	123	142	149	147	146
Tipo de cambio real ^d	84	77	70	66	69	100	91	80	81	74	69	66
Tasa de Desempleo	2,8	2,6	2,8	3,4	3,7	6,2	5,5	3,7	3,2	2,5	2,2	2,4
Reservas internacionales ^e	9.446	17.140	18.394	24.886	6.101	15.250	19.176	28.136	31.461	30.992	35.142	44.384
TAILANDIA												
PBI Real ^a	11,2	8,6	8,1	8,7	8,6	8,8	5,5	-0,4	-10,2	3,3	4,4	n.d
Superávit fiscal / PBI	4,9	4,0	2,5	1,8	2,8	3,2	0,9	-0,3	-2,8	-3,3	-2,2	-2,4
Ahorro / PBI ^b	33	35	34	34	36	36	34	33	32	30	31	31
Inversión / PBI	41	43	40	40	40	42	42	34	20	21	23	24
Cuenta Corriente / PBI	-9	-8	-6	-5	-6	-8	-8	-2	13	10	8	5
Exportaciones / PBI	27	29	29	29	31	33	30	38	47	46	56	55
Importaciones / PBI	35	35	33	33	33	38	35	37	33	35	46	48
Tipo de cambio nominal ^c	103	102	102	102	101	100	102	126	166	152	161	178
Tipo de cambio real ^d	111	109	108	107	104	100	99	119	147	137	148	166
Tasa de Desempleo	2,2	2,7	1,4	1,5	1,3	1,1	1,1	0,9	3,4	3,0	2,4	3,3
Reservas internacionales ^e	13.247	17.287	20.012	24.078	28.884	35.463	37.192	25.697	28.434	33.805	31.933	32.350
MALASIA												
PBI Real ^a	9,0	9,5	8,9	9,9	9,2	9,8	10,0	7,3	-7,4	5,8	8,5	0,6
Superávit fiscal / PBI	-2,9	-2,0	-0,8	0,2	2,3	0,8	0,7	2,4	-1,8	-3,2	n.d.	n.d
Ahorro / PBI ^b	30	29	32	35	35	34	37	37	40	38	36	32
Inversión / PBI	32	38	35	39	41	44	41	43	27	22	27	24
Cuenta Corriente / PBI	-2	-9	-4	-4	-6	-10	-4	-6	13	16	9	8
Exportaciones / PBI	65	69	67	69	76	81	76	77	100	106	109	100
Importaciones / PBI	60	68	62	65	74	81	73	74	75	78	86	79
Tipo de cambio nominal ^c	108	110	102	103	105	100	100	112	157	152	152	152
Tipo de cambio real ^d	112	114	104	105	105	100	100	111	150	144	147	149
Tasa de Desempleo	5,1	4,3	3,7	3,0	2,9	2,8	2,5	2,5	3,2	3,4	3,1	3,6
Reservas internacionales ^e	9.327	10.421	16.784	26.814	24.888	22.945	26.156	20.013	24.728	29.670	28.625	29.585

CUADRO 2 (Continuación): MEXICO, ESTE DE ASIA, RUSIA, BRASIL y ARGENTINA, ALGUNOS INDICADORES MACROECONOMICOS
(Porcentajes)

COREA	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
PBI Real ^a	9,0	9,2	5,4	5,5	8,3	8,9	6,7	5,0	-6,7	10,9	9,3	3,0
Superávit fiscal / PBI	-0,7	-1,6	-0,5	0,6	0,3	0,3	0,1	-1,3	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Ahorro / PBI ^b	38	37	37	36	36	35	34	33	34	33	32	30
Inversión / PBI	38	40	37	36	37	37	38	34	21	27	28	27
Cuenta Corriente / PBI	-1	-3	-1	0	-1	-2	-4	-2	13	6	3	2
Exportaciones / PBI	25	24	24	24	24	25	25	29	42	36	38	36
Importaciones / PBI	26	26	25	23	24	26	28	30	29	29	34	33
Tipo de cambio nominal ^c	92	95	101	104	104	100	104	123	182	154	147	167
Tipo de cambio real ^d	106	105	108	110	106	100	102	119	165	142	136	154
Tasa de Desempleo	2,4	2,3	2,4	2,8	2,4	2,0	2,0	2,6	6,8	6,3	4,1	3,8
Reservas internacionales ^e	14.459	13.306	16.640	19.704	25.032	31.928	33.237	19.710	51.963	73.700	95.855	102.487
INDONESIA												
PBI Real ^a	9,0	8,9	7,2	7,3	7,5	8,2	7,8	4,7	-13,1	0,8	4,8	3,3
Superávit fiscal / PBI	0,4	0,4	-0,4	0,6	0,9	2,2	1,2	-0,7	-2,9	-1,1	n,d,	-1,2
Ahorro / PBI ^b	32	32	34	29	30	28	28	29	22	14	20	23
Inversión / PBI	36	35	36	29	31	32	31	32	17	12	15	17
Cuenta Corriente / PBI	-3	-3	-2	-1	-2	-3	-3	-2	4	4	5	5
Exportaciones / PBI	23	23	24	23	23	23	22	26	53	36	43	39
Importaciones / PBI	19	19	19	18	18	20	19	21	33	22	26	24
Tipo de cambio nominal ^c	82	87	90	93	96	100	104	129	445	349	375	456
Tipo de cambio real ^d	108	109	108	104	102	100	99	118	262	174	186	209
Tasa de Desempleo	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	2,3	2,2	4,7	5,5	6,4	6,1	8,1
Reservas internacionales ^e	7.353	9.151	10.181	10.988	11.820	13.306	17.820	16.088	22.401	26.245	28.280	27.048
RUSIA												
PBI Real ^a	n.d.	-5,5	-19,4	-10,4	-11,6	-4,8	-6,7	1,0	-4,9	3,5	9,0	5,0
Superávit fiscal / PBI	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-4,5	-6,9	-6,1	-4,6	-1,2	2,4	3,0
Ahorro / PBI ^b	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	30	28	27	22	19	28	36	33
Inversión / PBI	n.d.	n.d.	35	27	26	25	25	23	15	15	19	22
Cuenta Corriente / PBI	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	3	2	3	0	0	13	18	11
Exportaciones / PBI	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	24	25	22	21	27	39	41	33
Importaciones / PBI	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	18	19	16	17	21	20	17	17
Tipo de cambio nominal ^c	n.d.	n.d.	n.d.	22	48	100	112	127	213	540	617	640
Tipo de cambio real ^d	n.d.	n.d.	n.d.	250	139	100	78	79	105	147	144	126
Tasa de Desempleo	n.d.	0,1	0,8	5,7	7,5	8,9	9,9	11,3	13,3	12,4	9,9	8,7
Reservas internacionales ^e	n.d.	n.d.	n.d.	5.829	3.976	14.265	11.271	12.771	7.800	8.455	24.263	32.538

CUADRO 2 (Continuación): MEXICO, ESTE DE ASIA, RUSIA, BRASIL y ARGENTINA, ALGUNOS INDICADORES MACROECONOMICOS												
(Porcentajes)												
BRASIL	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
PBI Real ^a	0,4	1,0	-0,5	4,9	5,8	4,2	2,7	3,3	0,1	0,8	4,4	1,5
Superávit fiscal / PBI	-5,8	-0,4	-3,8	-9,3	-6,1	-7,2	-5,9	-6,1	-8,1	-10,3	-4,6	-5,3
Ahorro / PBI ^b	19,0	19,2	20,2	20,2	21,2	19,5	17,8	17,3	16,8	15,5	17,2	16,3
Inversión / PBI	20,2	19,8	18,9	20,8	22,1	22,3	20,9	21,5	21,1	20,3	21,7	21,0
Cuenta Corriente / PBI	-0,8	-0,4	1,6	0,0	-0,2	-2,6	-3,0	-3,8	-4,3	-4,8	-4,1	-4,6
Exportaciones / PBI	6,8	7,8	9,2	9,0	8,1	6,6	6,2	6,6	6,5	9,0	9,3	11,6
Importaciones / PBI	4,4	5,2	5,3	5,8	6,1	7,1	6,9	7,4	7,3	9,3	9,4	11,1
Tipo de cambio nominal ^c	0,0	0,0	0,2	4	70	100	110	117	126	198	199	257
Tipo de cambio real ^d	95	111	121	120	112	100	97	100	106	161	157	195
Tasa de Desempleo	3,7	n.d.	6,5	6,2	5,1	4,6	5,4	5,7	7,6	7,6	7,1	6,2
Reservas internacionales ^e	7.429.7	8.020	22.520	30.602	37.069	49.707	58.322	50.826	42.578	34.786	32.488	35.729
ARGENTINA	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
PBI Real ^a	10,6	9,6	5,7	5,8	-2,8	5,5	8,1	3,8	-3,4	-0,8	-4,4	-10,9
Superávit fiscal / PBI	-0,5	0,0	1,2	-0,1	-0,5	-1,9	-1,5	-1,4	-1,7	-2,4	-3,2	-1,5
Ahorro / PBI ^b	15,4	14,5	16,2	15,6	16,5	17,1	16,6	16,1	13,6	14,4	14	19,7
Inversión / PBI	14,6	16,7	19,7	20,0	18,5	19,6	20,9	21,0	17,9	17,5	15,7	10,8
Cuenta Corriente / PBI	-0,3	-2,5	-3,5	-4,3	-2,0	-2,5	-4,2	-4,9	-4,2	-3,1	-1,7	9,0
Exportaciones / PBI	6,3	5,4	5,6	6,2	8,2	8,8	9,0	8,8	8,2	9,3	9,9	25,5
Importaciones / PBI	4,0	6,0	6,6	7,8	7,3	8,2	9,7	9,9	8,5	8,4	7,1	8,5
Tipo de cambio nominal ^c	95	99	100	100	100	100	100	100	100	100	100	315
Tipo de cambio real ^d	127	109	102	100	100	103	105	105	109	114	118	287
Tasa de Desempleo	6,5	7,0	9,6	11,5	17,5	17,2	14,9	12,9	14,3	15,1	17,4	19,7
Reservas internacionales ^e	7.435	11.436	15.463	15.978	15.967	19.715	22.439	24.877	26.373	25.154	14.556	10.485

Fuente: Fondo Monetario Internacional, Estadísticas Financieras Internacionales (IFS); Ministerio de Economía de Argentina; Banco de Información Económica (México); Goskomstat; Jomo (2001).

a: Variación porcentual con respecto al año anterior.

b: Elaboración propia en base a IFS. Se calculó sustrayendo al PBI a precios corrientes la remuneración neta a factores del exterior, las transferencias corrientes netas y el consumo público y privado. Las transferencias corrientes provienen del balance de pagos, el cual se estima en dólares corrientes, por lo cual fueron convertidas a moneda nacional mediante el tipo de cambio promedio del período.

c: Índice, 1995=100

d: Tipo de cambio nominal por IPC de Estados Unidos sobre IPC del país. Índice, 1995=100

e: Millones de dólares estadounidenses a fin de período.

CUADRO 3: MEXICO, ESTE DE ASIA, RUSIA, BRASIL y ARGENTINA, INDICADORES DE DEUDA EXTERNA
(Porcentajes)

MÉXICO	1990	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Deuda total / PBI	42	34	33	33	58	47	37	38	35	26
Deuda total / Exportaciones ^a	214	202	215	197	187	148	122	125	113	83
Deuda corto plazo / Reservas	170	133	146	644	245	156	99	84	78	54
Deuda corto plazo / Deuda total	15	22	28	28	22	19	19	16	14	13
Intereses de la deuda / PBI	3	2	2	2	4	4	3	3	3	2
TAILANDIA										
Deuda total / PBI	33	38	42	45	60	59	73	94	79	65
Deuda total / Exportaciones ^a	96	101	111	117	142	151	151	159	136	97
Deuda corto plazo / Reservas	63	74	94	101	124	115	147	104	69	47
Deuda corto plazo / Deuda total	30	35	43	45	44	40	34	28	24	19
Intereses de la deuda / PBI	2	n.d.	n.d.	2	2	3	4	4	6	4
MALASIA										
Deuda total / PBI	35	34	39	41	39	39	47	59	53	46
Deuda total / Exportaciones ^a	47	45	50	46	41	43	51	51	44	37
Deuda corto plazo / Reservas	20	22	26	25	32	42	75	34	20	16
Deuda corto plazo / Deuda total	12	18	27	20	21	28	32	20	14	11
Intereses de la deuda / PBI	3	n.d.	n.d.	2	2	2	3	3	2	3
COREA										
Deuda total / PBI	14	14	14	18	18	22	29	44	32	29
Deuda total / Exportaciones ^a	48	51	50	65	58	76	83	88	76	65
Deuda corto plazo / Reservas	75	72	62	126	146	200	273	54	47	42
Deuda corto plazo / Deuda total	31	27	26	44	54	57	39	20	27	30
Intereses de la deuda / PBI	1	n.d.	n.d.	1	1	1	1	3	2	1
INDONESIA										
Deuda total / PBI	61	63	56	61	62	57	63	158	107	93
Deuda total / Exportaciones ^a	239	237	220	240	235	227	215	276	270	201
Deuda corto plazo / Reservas	151	177	164	165	195	181	204	90	76	80
Deuda corto plazo / Deuda total	16	21	20	18	21	25	24	13	13	16
Intereses de la deuda / PBI	3	n.d.	n.d.	3	3	3	3	7	4	5
RUSIA										
Deuda total / PBI	n.d.	n.d.	n.d.	44	36	30	30	63	90	62
Deuda total / Exportaciones ^a	n.d.	n.d.	n.d.	160	130	122	124	204	206	139
Deuda corto plazo / Reservas	n.d.	n.d.	n.d.	248	73	108	48	192	186	64
Deuda corto plazo / Deuda total	20	n.d.	n.d.	8	9	10	5	8	9	10
Intereses de la deuda / PBI	n.d.	n.d.	n.d.	0	1	1	1	2	3	2

CUADRO 3 (Continuación): MEXICO, ESTE DE ASIA Y RUSIA, INDICADORES DE DEUDA EXTERNA
(Porcentajes)

ARGENTINA	1990	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Deuda total / PBI	44	n.d.	30,6	33,4	38,4	40,6	42,7	47,5	51,2	51,5
Deuda total / Exportaciones ^a	420	409	443	443	397	390	404	456	521	470
Deuda corto plazo / Reservas	244	n.d.	n.d.	52	155	133	144	126	113	116
Deuda corto plazo / Deuda total	17	n.d.	n.d.	10	22	21	25	22	20	19
Intereses de la deuda / PBI	2	n.d.	n.d.	1	2	2	3	3	4	4
BRASIL										
Deuda total / PBI	26	35	33	28	23	23	25	31	46	40
Deuda total / Exportaciones ^a	341	341	334	311	305	345	335	410	441	369
Deuda corto plazo / Reservas	319	112	103	87	63	62	69	70	84	95
Deuda corto plazo / Deuda total	20	18	22	21	19	20	18	12	12	13
Intereses de la deuda / PBI	0	n.d.	n.d.	1	1	1	2	2	3	3

Fuente: Banco Mundial, World Development Finance; CEPAL; Ministerio de Economía de Argentina; Jomo (2001).

a: Exportaciones de bienes y servicios.

