

## Argentina: entre la hiperinflación y la trampa de la liquidez<sup>†</sup>

HÉCTOR RUBINI\*

---

### Resumen

Durante los años noventa el gobierno argentino adoptó un régimen de tipo de cambio fijo e instrumentó reformas de mercado que no lograron perdurar. Estas fueron abandonadas en el año 2002 y Argentina pasó a exhibir signos inequívocos de subdesarrollo económico, inequidad distributiva e inestabilidad institucional. En este trabajo se sostiene que tanto el abandono de dicho régimen, como el agravamiento socio-económico se explican por errores propios de política económica, más bien que por "shocks externos". Abandonada la "Convertibilidad", si la sociedad "ha aprendido" de la experiencia no habría margen para políticas altamente discrecionales, pues tanto el Estado como los mercados conocerían los riesgos de las mismas: incurrir en alta o hiperinflación, o en prolongados periodos de deflación depresiva, asimilables a "trampas de liquidez". Frente a tales riesgos, restaurar la confianza en las instituciones se impone como condición necesaria para que Argentina pueda salir de la crisis actual.

### Abstract

In last 90's Argentine Government has put in force an irrevocable fixed exchange rate regime and market reforms that were not able to endure. These ones were left out in 2002, and Argentine was to show features of economic underdevelopment, distributive inequality and institutional instability. The main hypothesis of this paper is that both the abandonment of that regime and the worsening of the social-economic situation are due to domestic policy mistakes, rather than to "external shocks". Once upon the Convertibility was abandoned, if the society has "learned" from experience, there would not be scope for highly discretionary policies, because both the Government and the markets shall be conscious of the perils of falling in either high-hyper inflation, or depressive deflation, like the so-called "liquidity traps". Provided those risks, the recovery of trust of institutions emerges as a necessary condition to help Argentina to emerge from the present crisis.

---

### I. Introducción histórica

Una evaluación retrospectiva del llamado "Plan" de Convertibilidad argentino exige considerar los aspectos claves que determinaron su adopción, viabilidad y resultados:

---

<sup>†</sup> Este trabajo sintetiza contribuciones inéditas y trabajos anteriores, los cuales se han beneficiado de comentarios y diálogos con tantos colegas que sería demasiado extenso enumerar. Igualmente cabe destacar el más profundo reconocimiento y agradecimiento al Banco Central de Ecuador, y especialmente al Dr. Marco Naranjo Chiriboga. Todo error u omisión es de responsabilidad exclusiva del autor.

\* Licenciado en Economía (Universidad Nacional de Rosario, Rosario, Argentina), Master en Economía (Instituto Torcuato Di Tella, Buenos Aires, Argentina) y Master en Finanzas (Universidad del CEMA, Buenos Aires, Argentina). Consultor económico y profesor de la Universidad Argentina de la Empresa y de la Universidad Católica Argentina.

1. ¿Por qué la dirigencia argentina acordó en abril de 1991 adoptar por Ley del Congreso Nacional un sistema de tipo de cambio fijo irrevocable?
2. Los resultados más relevantes de la experiencia de los años noventa.
3. La catastrófica forma de salida de dicho régimen entre diciembre de 2001 y enero de 2002.

La literatura sobre inflación estructural ha demostrado (al igual que una apreciable evidencia empírica) que en países de crecimiento desequilibrado, la persistente (y a veces alta) tasa de inflación refleja la existencia de desequilibrios y desórdenes institucionales y políticos realmente muy profundos.<sup>1</sup>

En el caso de Argentina, su historia se ha caracterizado por una formidable sucesión de drásticos y muy frecuentes cambios de régimen cuyo origen es coincidente con el de la emancipación del dominio español (1806-1810), y se exagera con los enfrentamientos bélicos internos entre 1820 y 1852.<sup>2</sup>

Históricamente este país ha padecido de una crónica inestabilidad política y económica, y esta última se ha exteriorizado en el siglo XX a través de una persistente e inestable tasa de inflación. Hasta la década de los años treinta, Argentina había transitado de la desorganización política, económica y monetaria a la integración a la globalización comercial de fines del siglo XIX (la llamada "*Pax Britannica*") como país agroexportador. De esa forma (y a pesar de la crisis de endeudamiento público de 1890) Argentina emergió como una próspera y joven república. Esta prosperidad terminó en la década del treinta, pues, a la crisis financiera y el fuerte proteccionismo de los países centrales se sumaron golpes militares y posteriores elecciones fraudulentas que concentraron el poder político y económico en grupos corporativos proteccionistas. Posteriormente, las reformas sociales del presidente Juan Domingo Perón consolidaron en un modelo de economía semicerrada basado en la industrialización sustitutiva de importaciones, la incorporación de mano de obra rural a la industria urbana, y la expansión del Estado mediante empresas estatales de todo tipo, y una fuerte regulación de todas las actividades y mercados.

Si bien desde la Crisis de los años treinta alternaron períodos de libre mercado y otros más bien dirigistas, la inflación persistente se tornó crónica a partir de mediados del siglo XX. Pareciera haber sido el costo inevitable por la elección de un

---

<sup>1</sup> Ver Olivera, J.H.G. (1961, 1965, 1967).

<sup>2</sup> Esta inestabilidad no pareció detenerse con la Organización Nacional (1852-1853). Las décadas entre 1860 y 1890 no fueron de estabilidad monetaria permanente, y entre 1898 y 2003 (105 años) Argentina ha registrado 39 cambios de Presidente de la Nación y 124 cambios de Ministro de Economía. A su vez, entre el año de la creación del Banco Central de la República Argentina, 1935, y el año 2002, (67 años), dicha entidad tuvo 54 presidentes distintos.

modelo político y económico opuesto a otro basado en el libre mercado, y basado en la explotación del recurso relativamente más abundante: la tierra agrícola.

El cambio estructural vino dado por las presidencias de Perón (1946-1955). Durante las mismas se puso en vigencia un modelo de desarrollo con más énfasis en la distribución del ingreso, que en la rentabilidad empresarial o la eficiente asignación de los recursos. Habiendo afectado los intereses de las clases más adineradas de la Argentina, sus reformas exacerbaron la oposición a las mismas, y el golpe militar que lo derrocó en 1955 dio lugar a casi tres décadas de gran inestabilidad política e institucional. Desde entonces, ningún presidente constitucional completó más de 3 años en el poder hasta el período 1983-1989 (presidencia de Alfonsín).

La significativa inestabilidad macroeconómica de los últimos años parece haberse comenzado a incubar a partir del año 1973. En ese año retorna al país el General (R) Juan Perón, y triunfa en las elecciones pero fallece en julio de 1974. El posterior agravamiento de la guerra de guerrillas urbanas contribuyó a la inestabilidad del orden social y, por ende, a la incipiente reedición de una experiencia populista de redistribución de ingresos. En estos años se asistió a una breve restauración del sistema estatista de 1946-55, con nacionalización de la banca, controles de capitales, de cambios, de tasas de interés y de precios, fuerte poder sindical y fuerte énfasis en la protección del mercado interno. La devaluación dispuesta a mediados de 1975 por el entonces ministro de Economía, Celestino Rodrigo (el llamado “Rodrigazo”) impulsó la inflación de costos de insumos importados y la caída del salario real, iniciando un prolongado período (más de quince años) de aceleración inflacionaria y crisis de balanza de pagos que promovieron una progresiva dolarización de los ahorros de empresas y familias hasta la década de los noventa.

En la arena política, la creciente inestabilidad institucional percibida a partir del fallecimiento del presidente Perón (julio de 1974) se agravó por el “Rodrigazo” y coadyuvó a los encarnizados enfrentamientos entre grupos armados de extrema izquierda y derecha, que abrieron paso al golpe de Estado de marzo de 1976. El nuevo régimen se propuso poner fin al “desorden” heredado y sentar una etapa “fundacional”. Con ese objetivo, los funcionarios civiles a cargo de la política económica apostaron desde el inicio de ese período a la estabilización de precios y a una acotada liberalización de la economía. El intento más relevante (y ambicioso) fue el plan de estabilización de diciembre de 1978. El mismo preservaba la liberalización financiera vigente desde 1977 y su innovación fue la de introducir dos instrumentos con propósitos de estabilización: un régimen de mivedvaluaciones preanunciadas de un tipo de cambio oficial coexistente con otro determinado por el libre mercado, y la apertura a la importación. El primero (“*crawling peg activo*”)

pretendía estabilizar las expectativas de inflación, y el segundo alinear los precios internos a los internacionales. De ese modo la estrategia era afín al objetivo de imponer la disciplina social y distributiva con una estrategia de libre mercado complementaria a la política de fuerte represión de las libertades individuales.

Ese programa provocó un proceso devastador para la industria local. Los ajustes de precios relativos y la apertura comercial no movilizaron recursos de actividades no transables a sectores transables. Esto, sumado al creciente déficit fiscal, dio lugar a un desequilibrio de cuenta corriente agravado por la incertidumbre sobre la renovación de las autoridades y la percepción de riesgo cambiario a medida que el tipo de cambio de mercado se alejaba de la pauta oficial. El gobierno militar no pareció interesarse sobre ello pues su objetivo era el de restaurar un “Estado gendarme”, análogo al del modelo agroexportador de 1880-1930, independientemente de los costos por lograrlo. Su responsable, el ex ministro José Alfredo Martínez de Hoz lo explicitó sin ambigüedad al final de su gestión.

*“El Estado dejará pues de afectar dicha asignación de recursos a través de sistemas artificiales y variados, tales como la sobreprotección arancelaria, los subsidios abiertos o encubiertos; las cuotas de producción, distribución, importación o exportación; los tipos de cambio diferenciales; los precios máximos y una variada gama de controles y regulaciones de todo tipo. La aplicación de todos estos métodos lleva irremediamente al estancamiento relativo del país y a un menor bienestar, además de inducir a la obtención de privilegios para obtener beneficios por sobre la valorización del esfuerzo productivo”.*

*“Un programa destinado a lograr los principios expuestos debe reconocer la importancia que para el crecimiento económico tiene la asignación óptima de recursos. La eficiencia global del país depende de que su esfuerzo se concentre en aquellas con mayor productividad relativa, ya sean industriales, primarios y de servicios, lo que implica un aumento de la productividad media de la economía y, por lo tanto, del nivel general de vida. La inadecuada asignación de recursos fue la principal causa de la lenta evolución económica argentina de las últimas décadas... Con excepción de periodos aislados, el país se inclinó desde 1945 por un sistema de autarquía económica. La meta fue la de intensificar la industrialización y lograr la autosuficiencia mediante la sustitución de importaciones por producción local... Esta situación imponía la adopción de una política de sinceramiento de la economía, a fin de eliminar las distorsiones y trabas estructurales creadas por el dirigismo estatal. El programa económico anunciado el 2 de abril de 1976 pretendió introducir modificaciones*

*profundas en esta materia, abandonando la política de autarquía y de economía cerrada, que tan alto costo tuvo”*<sup>3</sup>

La inflación se estabilizó por muy poco tiempo, y las tasas de interés aumentaron *pari passu* con las expectativas inflacionarias y la incertidumbre sobre la solvencia fiscal. Los principales “perdedores” fueron, por lejos, los trabajadores expulsados por la pérdida de su empleo, como consecuencia del ingreso de importaciones competitivas en el período 1979-1981. Los precios domésticos, a diferencia de lo pregonado por los responsables y propagandistas del régimen, no convergieron a los precios internacionales, generándose con la insostenible “tablita cambiaria” una inflación reprimida que se liberó junto a una nueva estampida cambiaria al abandonarse el régimen en el año 1981, la cual fue reflejo de la crisis de balanza de pagos incubada desde 1980.<sup>4</sup>

La guerra contra Gran Bretaña por las Islas Malvinas (abril a junio de 1982) aceleró el final del régimen militar, pero este dejó al gobierno democrático un Estado con una elevada deuda externa. El pago de sus servicios pasó a ser un nuevo problema macroeconómico fundamental, complicando las estrategias de estabilización.<sup>5</sup>

Al retornar la democracia, el presidente Raúl Alfonsín optó por una estrategia basada en la promoción del crecimiento estimulando la demanda agregada. Sin embargo, la percepción de que su política expansiva induciría a una creciente emisión monetaria aceleró la espiral inflacionaria y la especulación cambiaria. La subida del tipo de cambio y del nivel de precios en los primeros meses de 1985 dio lugar al cambio en la conducción económica. Luego de algunas semanas de aceleración inflacionaria (aproximándose al 20% mensual), instrumentaron el llamado “Plan Austral”. Este fue el primer programa de estabilización heterodoxo

---

<sup>3</sup> Martínez de Hoz, J. (1981): “La ejecución en materia económica de los principios orientadores contenidos en los Documentos Básicos del Proceso de Reorganización Nacional iniciado a fines de marzo de 1976, fue confiada a un grupo de hombres bajo mi conducción, como Ministro de Economía”.

<sup>4</sup> Dos interpretaciones se dieron a este fenómeno. Una de tipo “estructuralista” por la cual el fracaso obedeció a la inexistente movilidad de recursos, de modo que la rápida apertura irrestricta tenía naturalmente que culminar con la bancarrota de empresas que antes de la apertura contaban con una elevada protección efectiva. Otra, de tipo “monetarista” señala a la incoherencia de sostener tipo de cambio fijo con libre movilidad de capitales, cuando la falta de control del déficit fiscal obligaba a sostener crecientes tasas de interés para frenar la fuga de capitales y postergar el inevitable colapso cambiario que finalmente ocurrió en abril de 1981.

<sup>5</sup> El principal artífice del incremento de la deuda durante la dictadura militar fue Domingo Cavallo, director del Banco Central durante los últimos meses de 1981 y presidente de la autoridad monetaria durante 45 días, luego de la derrota militar frente al Reino Unido. En esta etapa, especialmente reimplantó una mecánica de seguros de cambio, el cual permitió que la deuda de empresas privada termine siendo transferida al Estado por falta de divisas para cancelar esos contratos. Esto implicó cargar sobre toda la sociedad (y sobre varias generaciones futuras) la carga de una deuda de un grupo particular de empresas privadas (Ver Rodríguez (1980) y (1990)).

de shock, basado en el congelamiento transitorio de precios, una reforma monetaria (sustitución del peso por una nueva moneda, el Austral, y desindexación de contratos) y un compromiso con la disciplina fiscal y monetaria.

Si bien la economía gozó de una transitoria recuperación, el gradual abandono del congelamiento de precios obligó a flexibilizaciones en los controles de precios concertadas con sectores que lo reclamaban, pero cuya satisfacción implicaba mayor emisión monetaria. De allí la necesidad de intentar preservar el control monetario mediante el control de los descuentos y la remuneración de encajes legales. Si bien este instrumento evitó la descapitalización y la pérdida de liquidez del sistema bancario, significó una fuente de emisión que se sumó a la generada por el otorgamiento discrecional de descuentos a bancos estatales y adelantos transitorios a la Tesorería. En 1988 se debió lanzar un nuevo plan de concertación de precios, junto a una estrategia de control monetario con encajes diferenciales remunerados que eran básicamente deuda pública (“cuasi fiscal”) cuya remuneración se incrementaba con la tasa de inflación y la tasa de devaluación de la moneda local en relación al dólar (por haber sido lanzado a comienzos de la primavera de 1988 se lo llamó el “Plan Primavera”). El objetivo era el de contener el aumento de tasas de interés y el arbitraje entre colocaciones a plazo en bancos y compraventas de dólares, pero implicó un incremento notable de la deuda pública, después de que el Gobierno declaró la moratoria unilateral del pago de la deuda con bancos comerciales del exterior.<sup>6</sup>

El programa no fue percibido como sostenible, exacerbando en semanas la percepción de insolvencia fiscal, las expectativas de mayor emisión, y la dolarización de carteras. La consecuente pérdida de reservas obligó a las autoridades a anunciar el 6 de febrero de 1989 que no iban a contar con reservas suficientes para satisfacer la demanda de dólares al tipo de cambio vigente hasta entonces. La consiguiente aceleración de la depreciación del austral y la subida de tasa de interés, dieron lugar a la expansión del déficit fiscal y al aumento preventivo de precios. Esto incrementó (vía rezagos fiscales) el déficit fiscal, debiendo el Banco Central expandir el stock de dinero para financiarlo, junto al explosivo déficit cuasi fiscal (generado por la remuneración de encajes de los bancos). El país conoció así la primera hiperinflación, los saqueos de comercios, y la entrega anticipada del poder al ganador de las elecciones presidenciales, el candidato del opositor Partido Justicialista, Carlos Saúl Menem.

En materia de estabilización, el gobierno de Menem tuvo cuatro etapas:

---

<sup>6</sup> La renuncia del entonces Secretario de Industria y Comercio Exterior, Roberto Lavagna, disconforme con lo que llamó “festival de bonos” mostró la creciente debilidad del equipo económico, entonces dedicado a preservar el statu quo hasta las elecciones presidenciales de 1989.

1. el segundo semestre de 1989 con fallidos intentos de estabilización con tipos de cambio múltiples,
2. el período iniciado el 1° de enero de 1990 con el congelamiento de depósitos y su sustitución por un bono del Estado, junto a la eliminación de la remuneración de encajes y del déficit cuasi fiscal. Durante el mismo se mantuvo un régimen de tipo de cambios múltiples con flotación sucia, y mínimos controles a los movimientos de capitales sin cambios institucionales profundos,
3. la primera fase del "Plan" de Convertibilidad, entre abril de 1991 y la expulsión del gobierno de su artífice, el ministro Cavallo, en julio de 1996,
4. la segunda fase del "Plan" de Convertibilidad, entre julio de 1996 y el fin del mandato de Menem, el 10 de diciembre de 1999.

Inicialmente el gobierno se apoyó en sectores empresarios (los primeros dos ministros de economía y sus principales colaboradores provenían del holding Bunge y Born), pero sin contar con una estrategia clara en materia de reformas de mercado. La renegociación de la deuda externa y la restauración de relaciones con Gran Bretaña (interrumpidas desde la guerra de Malvinas de 1982) permitieron mejorar la imagen al gobierno, aunque su credibilidad interna se veía jaqueada por el alto impacto que tuvo el congelamiento de depósitos de fin de diciembre de 1989: todos los plazos fijos por más de \$1.000 australes se transformaron en un bono en dólares (Bono Externo serie 1989 en dólares, o BONEX '89) a diez años, frente a la fuerte subida de precios, con síntomas análogos al de la primera hiperinflación.<sup>7</sup>

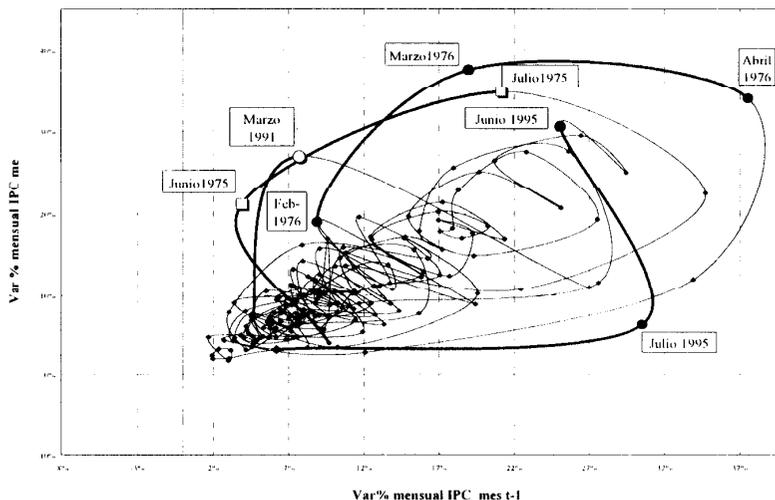
A la desconfianza del público en el sistema financiero, se sumó el impacto recesivo de las duras medidas fiscales adoptadas durante el año 1990. Sin embargo, la operatoria de préstamos y *swaps* con moneda local y extranjera mantenía un elevado nivel de liquidez en los circuitos especulativos. Ante el intento de la autoridad monetaria de detener la participación de bancos estatales en esos circuitos, algunas entidades reaccionaron colusivamente: se rehusaron a participar en la compra de divisas de la autoridad monetaria, procediendo a comprar y vender entre sí y con entidades minoristas. Ese veloz ataque especulativo hizo "saltar" el tipo de cambio en apenas dos días y ante la "corrida" del público de australes a dólares, en febrero de 1991 el gobierno aceptó la renuncia del Ministro de Economía y del titular del Banco Central. Ciertamente se imponía un drástico cambio de funcionarios y de régimen para anclar expectativas en una economía que no parecía converger a ninguna inflación estable. El temor no era trivial: la Figura N° 1 muestra una notable similitud entre la aceleración inflacionaria del primer trimestre de 1991 y las observadas en el "Rodrigazo" (junio-julio 1975) y los meses previos al golpe

<sup>7</sup> De ahí que dicho programa sea conocido en Argentina como "el Plan Bonex", que permitió prohibir la operatoria a menos de 30 días y las operaciones en pesos "cazadas" con compras de dólar en los mercados spot y futuro, acelerando la subida de tasas, del dólar y de la emisión necesaria para cubrir el gasto cuasifiscal de la remuneración de encajes legales.

militar de 1976. Se observa allí como un plan de estabilización de shock, el Plan Austral de junio de 1985, indujo una rápida estabilización, siendo un elemento clave el “ancla cambiaria”. Evidentemente en marzo de 1991 sólo cabía una estabilización de shock, creíble y sustentable en el tiempo. La opción elegida, la llamada “Convertibilidad”, se sostuvo por más de 10 años y a pesar de sus críticas ha sido el programa de estabilización más duradero conocido hasta el presente, permitiendo la reivindicación por algunos años del ex ministro de Economía, el Dr. Domingo Cavallo.

**Figura No. 1**

**Diagrama “de fase” de la inflación mensual (IPC) de Argentina**  
 Mayo 1975    Marzo 1991 (sin meses de muy alta o hiper inflación)



## 2. La adopción de un tipo de cambio fijo irrevocable

### 2.1. El cambio de régimen

El nuevo Ministro de Economía designado fue Domingo Cavallo, quien permitió una fuerte subida de tarifas públicas y del dólar, para proponer (previo feriado cambiario) un plan de estabilización aprobado por ley.

El mismo no se basó en estudios metódicos evaluados con suficiente antelación. Emergió como uno de los últimos recursos para un rebrote inflacionario que amenazaba tanto a la estabilidad macroeconómica como a la del gobierno.<sup>8</sup>

La Ley de Convertibilidad fue aprobado en maratónicas sesiones del Congreso Nacional el 2 de abril de 1992, y la estrategia se basó en:

- a) Establecimiento de una reforma del régimen monetario y cambiario.
- b) Apertura económica y financiera.
- c) Otorgamiento de facultades para rápidas y drásticas reformas estructurales en el sector público y en el sector privado.

De esta forma se estableció un nuevo régimen, cuyos fundamentos macroeconómicos claves fueron: un régimen monetario de caja de conversión con libertad total en el mercado cambiario, libertad para celebrar (y cancelar) contratos en pesos o en dólares, apertura comercial irrestricta, apertura financiera irrestricta, y fuerte reducción del tamaño e influencia del Estado en la actividad económica vía privatizaciones y desregulaciones. Lo llamativo no fue sólo la velocidad y eficacia con que se implantaron las reformas por parte de un partido político de tradición populista, sino que con esta estrategia implementó una estabilización y un cambio de modelo de desarrollo económico en dirección opuesta a su tradición ideológica.<sup>9</sup>

Esto se vio fortalecido por los ingresos de capitales que, atraídos por las privatizaciones de las empresas estatales y la reestructuración de la deuda pública externa, permitió al Estado Nacional y a las empresas argentinas recuperar el acceso al crédito voluntario internacional. Al mismo que se fue consolidando el proceso de ajuste, el ingreso de capitales generó una rápida recuperación económica, al tiempo que se logró una gradual pero notable baja de la tasa de inflación:

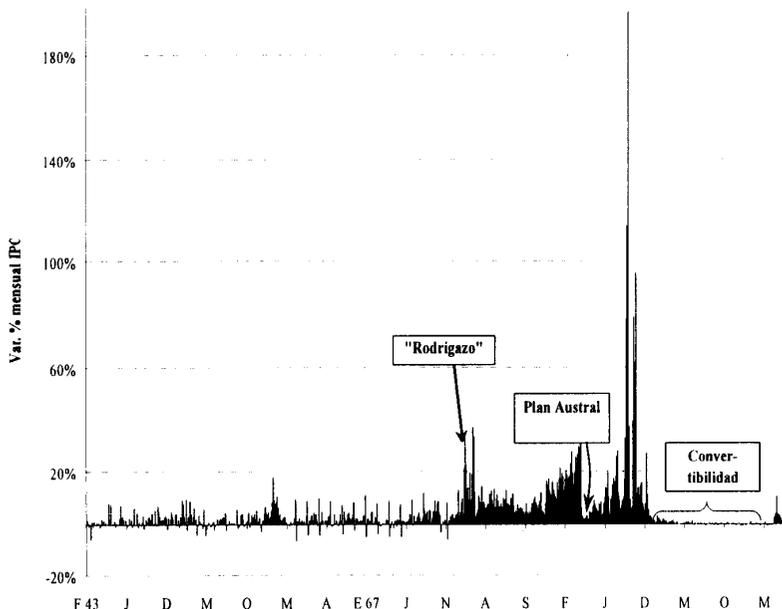
---

<sup>8</sup> La única genuina propuesta concreta de establecer una reforma monetaria basada en un régimen de "Caja de Conversión" (de eso se trató en esencia la "convertibilidad") fue formulada originalmente por los economistas locales Aquiles Almansi y Carlos Rodríguez (1989), como instrumento para terminar de manera drástica con la espiral hiperinflacionaria y sus posibles rebotes.

<sup>9</sup> El Partido Justicialista, creado por Juan Domingo Perón (de ahí su identificación como "peronismo"), históricamente ha sido el partido que tradicionalmente ha adherido a un modelo de desarrollo económico basado en la preservación de los ingresos de los asalariados por sobre todo otro objetivo de política económica. El nuevo modelo, en cambio, guardó notable similitud (al menos en sus propósitos) con el implantado durante los primeros cinco años de la dictadura militar

Figura No. 2

**Tasa de inflación (IPC) en Argentina**  
(Febrero 1943 – Marzo 2003)

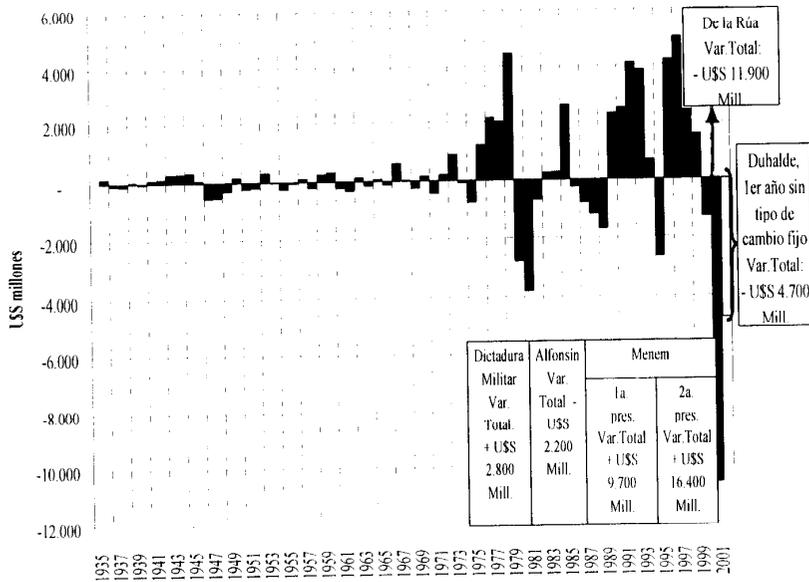


Esta estabilización, junto al ingreso de capitales alentado por las reformas estructurales pro-mercado, permitió estabilizar las expectativas, reducir el costo del capital y reactivar el consumo y la inversión. Sin embargo, alentó el fuerte endeudamiento y el gasto de los sectores público y privado, comportamiento que se sostuvo durante toda la década. Las Tablas I a IV del Apéndice permiten observar la evolución de la macroeconomía argentina durante las dos presidencias de Menem y durante el período trunco de Fernando de la Rúa. Es destacable la persistencia de un *superávit comercial*, coexistente con *déficit de cuenta corriente*, *aumento del déficit fiscal* y *aumento del endeudamiento público* (además del endeudamiento privado) de manera permanente. Es decir, estabilización y reactivación post-estabilización financiada con un endeudamiento que no había sido percibido como riesgo en esos

años, pero que sembró la semilla para un final que, como lo muestra el siguiente gráfico, ha sido una catástrofe histórica.<sup>10</sup>

Figura No. 3

Variaciones de Reservas Internacionales del BCRA desde su creación (año 1935)



2.2. El cambio estructural

A diferencia de la dictadura militar de los setenta, la “Convertibilidad” sirvió para restaurar una economía de mercado mediante una agresiva estrategia de

<sup>10</sup> Sobre los fundamentos teóricos de este fenómeno en un contexto de expectativas racionales (en el sentido de John Muth y de Robert Lucas) ver Heymann, D. (1983), Heymann, D. y Sanguinetti, P. (1994 y 1998). Una dinámica análoga, si bien no del todo similar se encuentra en Caballero, R.J. y Hammour M. (2002), si bien el “lado financiero” de esta dinámica no puede explicarse por la actividad del nunca desarrollado mercado de capitales domésticos, sino por la exposición a los flujos de capitales del exterior.

privatizaciones y desregulación de los mercados. Dicha política contó con una acogida favorable dentro y fuera del país, y las inversiones extranjeras permitieron percibir una creciente mejora en la calidad de los servicios, a la par que el acceso a una variedad de bienes y de servicios nunca visto desde la apertura económica de 1979-81.

Como ha destacado Enrique Bour (1995), estas reformas, con o sin modificación de régimen cambiario, eran ya imposterables, pues la superposición de la ineficiencia del Estado empresario y de las regulaciones al sector privado eran un obstáculo muy serio al crecimiento económico. La evidencia de Bour muestra que *hacia 1985 Argentina era, después de Italia e India, el país con mayor cantidad de empresas públicas en el mundo no socialista*. Además, entre 1965 y 1990 sólo nueve de las empresas públicas nacionales absorbieron transferencias del Estado nacional por U\$S 42.500 millones, y *contribuyeron a incrementar la deuda pública en unos U\$S 29.000 millones en moneda constante de 1991*.

Todo esto se mantuvo bajo la ideología de preservar un Estado supuestamente igualitarista, pero conducido sin exposición a la disciplina que imponen los mecanismos de mercado.

Las políticas de gobiernos civiles y militares preservaron la protección de mercados cautivos para estas empresas que, salvo contadas excepciones, estuvieron conducidas por burocracias ineficientes. Sin controles ni sistemas rigurosos de auditoría, podían mantener una oferta de servicios públicos caros y deficientes, sin competencia real ni potencial, y con necesidades de fondos financiadas con aumentos de tarifas, subsidios cruzados y transferencias de recursos desde la Administración Central. Bien medida, la tasa de retorno del capital invertido en las empresas públicas fue negativa, tanto en gobiernos civiles como militares. El consumidor era un “cautivo” de estos entes estatales costosos e ineficientes, que lo sometieron (y acostumbraron) a servicios caros, de baja calidad, con cortes de suministro, demoras en entregas (caso de teléfonos), contaminación del medio ambiente, prestación fuera de término (ferrocarriles), falta de mantenimiento (red vial y sistema portuario), e incrementos tarifarios periódicos.<sup>11</sup>

A su vez, en varios mercados privados prevalecía también una serie de regulaciones que fueron desmanteladas para normalizar el funcionamiento de la economía y sostener una oferta de servicios eficiente y de bajo costo. Los años noventa fueron de una acelerada desregulación del mercado de hidrocarburos, el mercado laboral, el mercado asegurador, el sistema financiero, la operatoria de los puertos, el comercio exterior, el transporte automotor de pasajeros de media y larga distancia, junto a una nueva regulación de los servicios provistos por empresas de

---

<sup>11</sup> Ver Bour, E. (1995).

infraestructura privatizadas (fundamentalmente en gas y en energía eléctrica) en cuanto a la determinación de precios según consideraciones de costos económicos y de competencia en esos mercados.

La Convertibilidad permitió satisfacer la demanda de reformas y, además de la estabilización y la desregulación de mercados, la decreciente incertidumbre inflacionaria se vio reforzada por la remonetización de la economía, en gran medida gracias a los ingresos de capitales para la compra de empresas estatales en proceso de privatización. Otras medidas del Poder Ejecutivo tendieron a eliminar las normas legales que implicaban restricciones a la oferta, al ingreso a los mercados, a la información al consumidor, y a las intervenciones en la formación de precios. Se estableció la legislación para la defensa de la Competencia y del Consumidor, y se suspendió la vigencia de una Ley de Abastecimiento que faculta al Gobierno a imponer precios máximos y determinar niveles de producción de establecimientos industriales o comerciales. Adicionalmente se implementó por Decreto una agresiva reforma del Estado con retiros voluntarios, eliminación de organismos redundantes y profesionalización de la función pública. Estos dos últimos aspectos, sin embargo, no se sujetaron a una adecuada disciplina, y desde mediados de los noventa se fue expandiendo el gasto en contrataciones de diverso tipo hasta desvirtuar el esfuerzo de principios de la década.

Debe reconocerse que a diferencia de otras “reformas fundacionales” fue un programa implementado por técnicos competentes y políticos conscientes de la necesidad del desmantelamiento de un régimen ineficiente. No obstante, esto no significó un resultado inequívocamente positivo. El posterior abuso de los Decretos de Necesidad y Urgencia promulgados por el Poder Ejecutivo abrió paso a crecientes cuestionamientos por parte de la sociedad y consolidó un creciente estado de sospecha que coadyuvó al debilitamiento de las bases políticas del programa y a la sustentabilidad de un régimen de tipo de cambio fijo. En gran parte, el fin del régimen coincide con la conjunción de una elevada volatilidad financiera internacional, el cada vez menor apoyo popular a las autoridades, y la expansión del déficit fiscal y del endeudamiento público, que han sido fundamentales en el catastrófico final del experimento de los noventa.

### **2.3. Estabilización, ajuste e imprudencia fiscal**

El plan de Convertibilidad permitió poner fin al régimen de alta inflación adoptando un régimen cambiario que tornó endógena a la oferta monetaria y prácticamente irrelevante el rol del Banco Central como agencia de control monetario. Con el tipo de cambio fijo la liquidez interna depende de la competitividad de la economía, esto es, de su capacidad para generar el ingreso de

divisas necesario para remonetizar y reactivar la economía. Ahora bien, bajo tales condiciones esto implicó exponer a empresas y consumidores locales a las fluctuaciones de los términos de intercambio y de los flujos financieros internacionales, sin ningún tipo de mecanismo amortiguador provisto por el Estado. De ese modo, los vaivenes externos cobraron un rol significativo para afectar a la dinámica de la actividad interna durante el “Plan” de Convertibilidad.<sup>12</sup>

El régimen monetario, similar a una caja de conversión, se asentaba en la independencia de la autoridad monetaria del Tesoro y en la bimonetariedad de los contratos. El mecanismo de ajuste macroeconómico no era sino el del “enfoque monetario” de la balanza de pagos, con los siguientes atributos:

- a) La oferta monetaria efectiva para el público fue igual a la base monetaria integrada por circulante más encajes legales sobre depósitos bimonetarios, multiplicada por el correspondiente multiplicador.<sup>13</sup>
- b) La variación de las reservas internacionales del Banco Central reflejaba el saldo de la balanza de pagos, pero de manera parcial, pues el ingreso de divisas por transacciones de la economía formal podía liquidarse en entidades financieras tanto bajo la jurisdicción del Estado argentino como de otros estados, siendo inevitables las diferencias entre las variaciones de reservas internacionales del Banco Central y los saldos de la balanza de pagos.
- c) Operativamente, el Banco Central quedaba dividido en tres compartimentos separados: la Superintendencia de Entidades Financieras y Cambiarias, a cargo de supervisión y regulación prudencial del sistema financiero, la Gerencia de Administración de Reservas Internacionales, a cargo de la conversión en última instancia de dólares por pesos y viceversa (además de la administración de la cartera de activos de reserva) y las demás áreas relacionadas con el resto de las funciones de la autoridad monetaria (asuntos judiciales, operatoria de mercado abierto, estudios económicos y financieros, administración del sistema de pagos).

---

<sup>12</sup> Cfr. Capítulo Heymann y Kosacoff (2000) y Heymann (2000). Este modelo implica además exponer a la economía interna al impacto contrapuesto que tienen sobre las cuentas externas el nivel y la variación del tipo de cambio real (Ver Rodríguez, C.A. (1981). Los equilibrios son metaestables, de modo que un tipo de cambio fijo sostenible requiere que la economía local “señalice” la fortaleza competitiva y la solvencia intertemporal de manera permanente, no transitoria.

<sup>13</sup> Esto introduce un aspecto “heterodoxo” a la caja de conversión argentina, por cuanto la base monetaria se podría modificar tanto por fluctuaciones del stock de reservas internacionales, como por el volumen de depósitos y de la política de encajes del Banco Central. Por consiguiente, si bien formalmente el Banco Central no podía ser mucho más que una caja de conversión, la facultad legal de modificar los encajes le permitía alterar la base monetaria directamente, independientemente de la variación de las reservas internacionales. Igualmente, el dinero sigue siendo pasivo, pero para preservar la estabilidad monetaria y la credibilidad en el régimen cambiario, las reservas internacionales debían “respaldar” a la base monetaria y no meramente a los billetes y monedas en circulación.

Este régimen ancló así las expectativas devaluatorias y, de ese modo, al reducir la incertidumbre, permitió alargar los horizontes de planeamiento, a medida que disminuía la tasa de inflación. De esa forma, el Banco Central pudo dedicarse a reformas significativas:

- a) Implantar la regulación del sistema financiero según los criterios de Basilea y de la Reserva Federal para previsionamiento de préstamos y constitución de capitales mínimos en base a criterios de “scoring” de cada préstamo según sus riesgos (de contraparte, de tasa de interés, sectorial, etc.), incluyendo capitales mínimos adicionales por riesgo macroeconómico;
- b) Señalar a los mercados el compromiso con la no financiación de entidades financieras insolventes vía la inexistencia de garantía estatal para los depósitos y la inexistencia de seguro de depósitos;
- c) Fortalecer la disciplina de mercado en el sistema financiero vía la progresiva autorización de casas de cambio a operar como bancos, y permitiendo la adquisición de entidades financieras locales por parte de bancos europeos;
- d) privatizar entidades financieras de los estados provinciales.

De esta manera, tanto los agentes económicos residentes y no residentes podían percibir a la autoridad monetaria argentina como una institución independiente (del Ministerio de Economía en cuanto a sus funciones), con una conducción absolutamente comprometida con una misión claramente definida y alineada con los principios e innovaciones institucionales de los países desarrollados. La señal a los mercados era clara: la autoridad monetaria iba a mantener su compromiso como ente independiente de los desequilibrios fiscales y de los avatares políticos, sin interferencia en los mercados financieros con políticas distorsivas o asimilables a épocas de “represión financiera”.

Esto fue clave para convencer al sector privado del compromiso con una estrategia de reglas de juego basadas en los mecanismos de mercado y no en subsidios discrecionales direccionados desde la banca pública o desde el Tesoro. Complementariamente, la baja de aranceles dispuesta al inicio de la convertibilidad fue crucial para convencer a los agentes privados de ese compromiso, así como para inducir una más eficiente asignación de recursos como para alinear los precios (relativos al menos) con los internacionales. La evidencia mostraba una recuperación de la absorción doméstica, junto a una expansión del gasto orientada hacia bienes no transables y también transables (especialmente bienes importados), junto a una apertura económica que aceleraba la transición hacia una economía con predominio relativo de bienes transables sobre no transables.

Consecuentemente, la expansión de la demanda agregada contribuyó al llamado “atraso” del tipo de cambio real, pues luego de la estabilización del nivel de precios desde 1994 no hubo una deflación que eliminara el encarecimiento relativo de los bienes y servicios de Argentina en relación a bienes y servicios comparables del



En el caso argentino, el primer impacto del plan de convertibilidad fue el de una expansión del consumo reprimido y postergado por años de alta inflación. Esto implicó una expansión inicial del consumo de bienes de consumo durables y de servicios no transables. Algunos hechos estilizados que se percibían en esa época se ilustran en el Gráfico 1.

- a) la reactivación económica, vía una expansión de la producción agregada, con mayor impulso por el lado de los transables, tanto por la apertura económica como por la privatización de servicios públicos que pasaron a ser bienes transables (caso de la producción y distribución de gas y electricidad, servicios de telecomunicaciones y producción e industrialización de hidrocarburos, entre otros),
- b) el “efecto riqueza” de los consumidores, que ante la percepción de estabilidad y recuperación económica tomaron conciencia de su incremento de ingresos reales, no sólo en moneda local sino en dólares. Esto dio lugar a un fuerte incremento del consumo de bienes importados y de gastos en el exterior, reflejándose además en una expansión de la economía formal en relación a la economía informal, que se fue consolidando a la par de la creciente inestabilidad macroeconómica y la propensión a preservar los niveles de gastos, mediante la obtención de ingresos en actividades no registradas,
- c) el sostenido incremento (pari passu con el aumento del PIB) del consumo de servicios no transables, cuyo incremento de precios en relación a los bienes transables fortaleció no sólo el encarecimiento relativo de los servicios en relación al resto del mundo, sino que favoreció la tendencia hacia la apreciación real del peso (el llamado “atraso cambiario”).<sup>15</sup>

Todo esto se resume en el desplazamiento de la frontera de posibilidades de producción hacia la derecha, con mayor incremento en la producción relativa de bienes transables, junto al incremento del consumo agregado. Si bien a lo largo del Plan de Convertibilidad la economía argentina mantuvo un sostenido superávit fiscal, siempre tuvo déficit de cuenta corriente. Consecuentemente, el país en su conjunto (sector privado + sector público) comenzó a endeudarse (aún a pesar de los ingresos por privatizaciones), pues la expansión del ingreso disponible y del mercado interno, junto a la apertura económica, permitieron crear un escenario favorable para el reequipamiento y la sustitución de equipos obsoletos por máquinas de alta calidad provenientes de otros países.<sup>16</sup>

<sup>15</sup> Para ver en detalle la evolución de la realidad económica en esa década ver Heymann (2000).

<sup>16</sup> Ver Ramos y Martínez (2000). Al abandonarse el régimen de tipo de cambio fijo en enero de 2001, la estampida cambiaria tornó prohibitiva la adquisición de repuestos y bienes de reposición, afectando severamente a actividades intensivas en capital importado sin sustitutos cercanos (instrumental quirúrgico, medicina de alta complejidad, componentes y accesorios de computadoras, instrumental de precisión, pesticidas, etc.).

Por consiguiente, el Plan de Convertibilidad tuvo el efecto de atraer capitales y expandir el consumo en mayor proporción que el PIB, con mayor sesgo hacia los bienes transables (de hecho, la apertura económica contribuyó a incrementar la "transabilidad" de bienes hasta entonces no transables por su elevado nivel de protección efectiva). En el Gráfico N° 1 se ha representado dicho cambio mediante el paso del punto de producción Q al Q', pero con un consumo que alcanza hasta el punto Q". Esto significa, una economía que expandió sus gastos en mayor medida que su producción agregada, resultando un déficit de cuenta corriente (que es precisamente la diferencia entre la absorción doméstica y el producto nacional neto). Este sesgo prevaleció durante los años noventa, acompañado de un encarecimiento relativo de los bienes no transables (favorecidos por la rigidez a la baja de las tarifas de la mayoría de los servicios públicos privatizados). La diferencia no es sino aumento del endeudamiento de los residentes en el país con acreedores no residentes.

Sin embargo, gran parte del endeudamiento (especialmente público) fue destinado fundamentalmente a transferencias corrientes, que no tuvieron como contrapartida una sostenida acumulación de capital. Este sesgo se tornó especialmente marcado a partir de mediados de 1998, en que la tendencia fue hacia la parálisis de la obra pública, la reducción del ritmo de acumulación de capital, el financiamiento empresario para cambios de propiedad de paquetes accionarios de empresas, y la ausencia de inversiones de grandes grupos industriales de países desarrollados, en claro contraste con la radicación de importantes plantas automotrices y de otros rubros en países emergentes como Brasil y México. Martínez y Ramos (2000) presentan evidencia detallada del tipo de inversiones extranjeras directas en Argentina entre 1992 y 1997, el periodo de mayor dinamismo. Dichos autores muestran cómo las financiaciones inequívocas para la acumulación de capital (reversión de utilidades, aportes de accionistas y privatizaciones) fueron perdiendo importancia relativa frente a los ingresos de capitales por simple intercambio de titularidad de paquetes accionarios (ventas de empresas de accionistas nacionales a no residentes).

No parece aventurado, entonces, asociar la acumulación de capital observada en los años noventa a los ingresos de capitales atraídos por las privatizaciones y la percepción de menor incertidumbre institucional y de precios relativos. No obstante de ello, la aplicación de fondos externos pareció sesgarse más hacia la compraventa y fusiones de empresas *ya constituidas* que hacia la constitución de nuevas unidades productivas.<sup>17</sup>

---

<sup>17</sup> Lo que se quiere decir es que, a medida que avanzó la década, el incremento del endeudamiento no fue acompañado por mayor acumulación de capital, de modo que el endeudamiento ha financiado más bien absorción doméstica corriente que formación bruta de capital fijo. Sin embargo, como lo destacan Ramos y Martínez (2000), los capitales extranjeros han sido la principal fuente de financiación del espectacular salto de la inversión agregada que se logró gracias al Plan de Convertibilidad.

Por consiguiente, *una vez agotados los ingresos por privatizaciones, era inevitable el "test" de la supuesta fortaleza de la economía argentina para valerse por sí sola*: o lograba crecer financiada con capitales del exterior atraídos por prospectos de futura rentabilidad, o en base a las ganancias de productividad y baja de costos que exige financiar el crecimiento con crecientes exportaciones, o mejorar las cuentas fiscales para sostener el ritmo de endeudamiento público. De lo contrario, el final esperado no era sino un drástico ajuste vía recesión y deflación a menos que se optara por abandonar el régimen de tipo de cambio fijo.<sup>18</sup>

La estabilidad nominal permitió a gran parte de los argentinos mejorar su nivel de vida, la fragilidad del régimen parecía un evento imposible. Sin embargo, persistían la tendencia al encarecimiento relativo de los bienes producidos en Argentina en relación al resto del mundo, y a un creciente endeudamiento (fundamentalmente del sector público). Ambos factores, incompatibles con un régimen de tipo de cambio fijo sostenible, comenzaron a recibir atención por parte de los críticos al programa de estabilización y a las reformas estructurales. Sin embargo, el alerta pública vino de las calificadoras de riesgo de Estados Unidos. Ante la creciente expansión del endeudamiento público y la concesión de calificaciones "investment grade" a empresas locales, y no al Gobierno Nacional, comenzaron a aparecer desde 1997 cada vez más los cuestionamientos al régimen cambiario.

La administración Menem recibió su primer alerta anticipada a fin de diciembre de 1994. La crisis financiera de México se transmitió con singular fuerza a varias economías cuyos títulos de deuda fueron revendidos con fuertes bajas por parte de grandes bancos y fondos de inversión de EEUU dedicados a países emergentes. Esto afectó a la posición en títulos mexicanos y argentinos de un conocido, pero pequeño, banco argentino, y su suspensión por parte del Banco Central generó una corrida bancaria inédita en al menos una década. Entre enero y mayo de 1995 el sistema bancario fue objeto de una "corrida" de los depositantes por más de US\$ 8.000 millones. La autoridad monetaria prefirió favorecer el "flight to quality" de

---

<sup>18</sup> Por primera vez en décadas se observó deflación en los precios internos mayoristas entre 1997 y 2001, y en los precios al consumidor, entre 1998 y 2001. Si bien no se cuentan con estadísticas oficiales completas y exhaustivas, diversos indicadores de sondeos privados han revelado una tendencia generalizada hacia la deflación nominal de salarios en el sector privado a partir de 1997 y hasta fin de 2002. Sin embargo, Altimir y Beccaria (2000, pág. 490) dan cuenta de una baja en los salarios reales en el Aglomerado Gran Buenos Aires en el período 1994-1997 de los asalariados en servicios, en la construcción, ocupados en servicio doméstico, cuentapropistas, manteniéndose relativamente constantes los ingresos reales de los asalariados en la industria manufacturera. Esto refleja la presencia de un proceso generalizado de deflación nominal, exacerbado por la mayor fragilidad financiera de las empresas con posterioridad al "efecto Tequila" de 1995, así como la creciente flexibilización de las modalidades de contratación y de la normativa laboral en materia de despidos y de indemnizaciones. Esto contribuyó a aumentar la precarización laboral, y a inducir a los subocupados y desocupados a resignarse a aceptar empleos por salarios nominales cada vez más bajos.

los depositantes suspendiendo y cerrando bancos medianos y pequeños (principalmente cooperativos). Como la conducción de la entidad se opuso a reinstaurar un seguro de depósitos y de alguna forma de prestamista de última instancia, el Ministerio de Economía optó por vulnerar la independencia del Banco Central: logró que el Congreso aprobara una Ley que creó el seguro de depósitos y una limitada garantía de depósitos, obteniendo un préstamo del Banco Mundial para devolución de depósitos de determinadas entidades y para la reestructuración de entidades con poca liquidez.

Esa primera crisis dejó varias lecciones específicas para la Argentina, que las autoridades locales no supieron o no quisieron leer en su totalidad:

- a) no hay sistema financiero estable ni seguro con tipo de cambio fijo, sustitución de monedas y libre movilidad de capitales, a menos que se trate de una economía “grande” y sea sede de las casas matrices de los bancos del sistema,
- b) durante una crisis bancaria, las casas matrices de los países de origen de los bancos extranjeros no aportan dinero a sus sucursales locales para devolver los fondos que reclaman los depositantes,
- c) con tipo de cambio fijo, no puede sostenerse el sistema financiero sin un prestamista de última instancia. De hecho, la corrida bancaria se detuvo cuando se conoció el logro del apoyo del Banco Mundial, es decir cuando apareció un prestamista de “última instancia”,
- d) sostener niveles elevados de exigencias legales de encajes no es suficiente ni necesario para frenar una corrida bancaria, ni para evitar la caída de las entidades con menor liquidez actual o potencial,
- e) en presencia de bancos públicos, los depositantes “asustados” que no desean o no pueden fugar capitales al exterior, tienden a desplazar sus ahorros de los bancos privados a los públicos, o a la adquisición de dólares. Por consiguiente, la banca estatal juega el rol de “refugio seguro” en un pánico bancario, salvo en casos extremos donde el Estado confisca los depósitos, como luego habría de ocurrir en febrero de 2002, de modo que sin crecimiento económico, la privatización de bancos estatales entrafía costos fiscales inciertos y mayor fragilidad financiera.

Superada la crisis bancaria, y luego de la reelección del Presidente Menem, no hubo cambios fundamentales sino hasta el año 1996, en que comenzaba a erosionarse la credibilidad de las autoridades.

#### **2.4. La caída del ministro Cavallo**

La recuperación de la economía tardó varios meses por el aumento de la incertidumbre política. Si bien ya hacia el segundo semestre se había terminado con

el problema de la caída de depósitos y de reservas internacionales, varios eventos aceleraron el proceso que culminaría con la renuncia del Ministro de Economía, Domingo Cavallo. Luego de la renuncia de su Secretario de Ingresos Públicos, Carlos Tacchi, los conflictos con el Presidente Menem y las divergencias con las autoridades del Banco Central minaron su credibilidad, dado el inédito aumento del desempleo, la indiferencia del Gobierno hacia esa realidad, y la evidencia indiscutida de que la política fiscal no era austera, como lo exige un régimen de tipo de cambio fijo. Finalmente, en julio de 1996 el Presidente Menem aceptó la renuncia de Cavallo y lo reemplazó por el titular del Banco Central, Roque B. Fernández.

Durante los tres años y medio de su gestión, Fernández mantuvo a rajatabla los fundamentos del sistema cambiario, aunque no avanzó en ninguna de las reformas estructurales pendientes para consolidar un sistema capitalista eficiente: reforma del sistema de salud, mejora en el sistema educativo, instituciones que reduzcan el costo de financiamiento y el acceso al crédito de PYMEs y microempresas, reforma del sistema de Coparticipación Federal de Impuestos (como lo exige la Constitución Nacional vigente desde 1994), mejoras en la eficiencia de los servicios del Estado y especialmente en la gestión de recaudación de impuestos. Los únicos avances vinieron por el lado del Banco Central que entre 1997 y 1998 autorizó la venta de las más grandes entidades financieras locales a bancos europeos y privatizó a la mayor parte de las entidades públicas de los gobiernos provinciales. Si bien es cierto que en su gestión debió afrontar el impacto devastador de la devaluación de la moneda de Brasil, no mostró nunca una actitud proactiva (ni siquiera en materia de disciplina fiscal) frente a una deflación con estancamiento económico.<sup>19</sup>

Por el contrario, y frente a la expectativa de cierta probable interpretación legal de la reforma constitucional de 1994, el gobierno comenzó a prestar atención a la viabilidad de una re-reelección del presidente Menem en los comicios de 1999. Sin embargo, frente a la inviabilidad legal de tal estrategia y la fortaleza de la emergente oposición, el Gobierno debió abandonar tal iniciativa. Igualmente, tras su discurso de supuesta austeridad y ortodoxia liberal, no contrajo el gasto público frente a la creciente carga de intereses de la deuda.

A su vez, en el plano interno, los gobernadores y jefes municipales pugnaban por acceder sin demoras a sus fondos por coparticipación federal de impuestos y a los discrecionales Aportes del Tesoro Nacional que distribuía el Ministerio del Interior del Gobierno Nacional. Ante el acercamiento de la fecha de los comicios, mayor fue el incentivo de los gobernadores a políticas expansivas, explicadas tanto por la ineficiencia en la gestión recaudatoria, como a la caída de la base imponible fruto de una recesión en gran medida resultante de la política económica: al caer el nivel de

<sup>19</sup> Su estilo, conocido como del "piloto automático" sigue siendo hoy considerado como el arquetipo del "Estado ausente", más bien que el del "Estado eficiente".

actividad, aumenta el déficit fiscal y la fragilidad financiera del sector público y del privado. El sistema bancario pasó a prestar al Estado más bien que al sector privado. Este comportamiento procíclico significaba alto costo del crédito, menos liquidez, y restaba posibilidades de reactivación.

En este escenario, las autoridades mantuvieron invariable su actitud, consintiendo, además, la expansión del endeudamiento provincial con aval de la recaudación de impuestos nacionales, tanto vía emisión de bonos, como vía crédito de bancos locales.

Esta estrategia de financiamiento fue altamente riesgosa y obligaba al gobierno que asumiera en diciembre de 1999 a buscar formas de financiamiento genuino cuando se estaba estancando la economía y ya no ingresaban capitales. Tampoco se contaba con excedentes en el Estado ni con saldos favorables de cuenta corriente. Era evidente que intentar obtener superávit fiscales aumentando la presión tributaria y/o reduciendo salarios en el sector público para continuar el sendero de endeudamiento y refinanciamientos iba a llevar, a la corta o a la larga, a la cesación de pagos y a contraer el ingreso disponible. El ministro Machinca del presidente electo De la Rúa adoptó esa estrategia, y a los diez meses de su gestión el Estado quedó al borde de la cesación de pagos.

Si bien la crisis de Rusia (1998) había afectado negativamente la oferta de crédito (por la mayor aversión al riesgo de los inversores globales hacia los países emergentes), este endeudamiento estatal llevó a que el crédito bancario se concentrara fundamentalmente en préstamos al sector público y en la inversión de los recursos líquidos en títulos del Gobierno Nacional y de las provincias.<sup>20</sup>

Esto ha sido una suerte de "crowding out" favorecido desde el Banco Central por la regulación bancaria vigente: se mantuvo la inexistencia de exigencias de capitales mínimos a las entidades financieras por tenencia de títulos de deuda pública garantizada por Coparticipación Federal de Impuestos Nacionales. Ante la percepción de "riesgo de default cero", las entidades dedicaron creciente proporción de sus fondos a la compra de deuda pública. Sin embargo, la crisis de 2001-2002 evidenció que las entidades evaluaron deficientemente los riesgos de default y de devaluación, aunque en gran medida inducidos por una normativa bancaria defectuosa.

---

<sup>20</sup> Si algo llamó la atención fue la condescendencia del Fondo Monetario Internacional (FMI) hacia una política fiscal absolutamente insostenible y difícilmente calificable como responsable. Como era de esperar, el cambio de autoridades en el FMI a partir del año 2001 implicó un cambio radical, más afín hacia la tradición ortodoxa de dicho organismo y no hacia la imprudente concesión de financiamiento discrecional hacia países considerados "ejemplos", cuando están desviándose de las políticas publicitadas, justamente, como "ejemplares".

Por el año 1999, en cambio, poca atención recibían las quejas de sectores de pequeñas empresas y de medianos productores por el elevado costo (cuando no del imposible acceso) del crédito bancario. Sin embargo, la devaluación de la moneda de Brasil en enero de 1999 afectó muy negativamente a las exportaciones hacia ese país (el principal socio comercial de Argentina). Ante las críticas sobre la viabilidad del régimen cambiario, el gobierno consideró la posibilidad de un Acuerdo Monetario con los Estados Unidos para dolarizar la economía. La idea no prosperó, y el año 1999 mostró una incipiente reactivación, si bien el elevado endeudamiento público y las altas tasas de interés para deudores locales tornaban necesarias algunas correcciones en materia fiscal, a efectos de asegurar una genuina disciplina presupuestaria, inexistente durante la gestión de Roque Fernández. Peor aún, a pesar de cierta transitoria reactivación, la actividad económica seguía padeciendo de las medidas tributarias basadas en la expansión de la base imponible de algunos tributos y la creación de otros nuevos. Esto afectó negativamente al ingreso disponible, a tal punto que por primera vez en décadas, la economía argentina parecía estar con riesgo de ingresar a una suerte de estancamiento con deflación permanente como se observa en el Cuadro V del Apéndice.<sup>21</sup>

## 2.5. 1999-2001: deflación, depresión y bancarrota del “Estado mínimo”

**“El plan económico argentino tiene el apoyo del sistema financiero internacional.”**

*William Rhodes, vicepresidente de Citicorp, Nueva York, septiembre de 2000*

La ocurrencias de shocks internacionales adversos de este período son usualmente citados como los causantes del derrumbe de la economía Argentina. Sin embargo, ninguna otra economía pequeña abierta sufrió un derrumbe como el padecido por Argentina. Es evidente que una causalidad en ese sentido no es sino una suerte de falacia post hoc-ergo-propter hoc: el desplome de la Argentina exige tener presentes los desaciertos de política interna que no han sido neutros en absoluto.

---

<sup>21</sup> El entonces titular del ente recaudador, el economista del FMI Carlos Silvani extendió la base imponible del IVA, incrementó la alícuota máxima del Impuesto a las Ganancias al 35%, redujo el nivel máximo del ingreso mínimo no imponible, y creó tributos de baja eficiencia recaudatoria como el Impuesto a los Bienes Personales, el Impuesto a la Ganancia Mínima Presunta (no observada), el Impuesto al Endeudamiento Empresarial, y un impuesto sobre automotores, barcos y aeronaves, para financiar salarios de docentes. De su paso por el ente recaudador no se recuerda una sola medida que haya significado logros concretos en materia de eficiencia recaudatoria, salvo la iniciativa de una Ley Penal Tributaria aprobada por el Congreso Nacional. Su estrategia recaudatoria atacó a los ingresos de personas ocupadas en la economía formal, con ingresos medios y bajos, contribuyendo así a la ~~contra~~contracción del mercado interno y, consecuentemente, al estancamiento de la recaudación tributaria.

El año 1998 ya había comenzado con una desaceleración de las ventas y de la expansión del crédito que no se percibía como algo relevante o permanente. Por un lado, los voceros del Ministerio de Economía justificaban la falta de políticas activas por temor a una suerte de “recalentamiento” de la economía, y por otro, la oposición parecía aceptar (si bien con poca convicción) a políticas fiscales algo austeras y al mantenimiento del régimen de Convertibilidad. En los comicios presidenciales de 1999 triunfó la Alianza entre la Unión Cívica Radical y el Frente del País Solidario (FREPASO) llevando al gobierno a Fernando De la Rúa. Su debut fue exitoso, pues logró rápida aprobación en el Congreso (dominado por el Partido Justicialista) de una Ley orientada a limitar los déficit y el endeudamiento de las administraciones provinciales (la llamada “Ley de Responsabilidad Fiscal”).

De esa forma, la transmisión del mando no fue nada traumática, quedando el poder en manos de un gobierno cuyas preocupaciones pasaban por sanear la Administración Pública, castigando a funcionarios “emblemáticos” del gobierno anterior sospechados de corrupción, y por promover una estrategia de crecimiento orientada hacia el fortalecimiento de las exportaciones. El breve gobierno de la Alianza no logró ninguna de las dos metas, tampoco la de la solvencia fiscal.

El nuevo Presidente mostró desde el inicio de su gestión total falta de liderazgo y de capacidad para gobernar. Su Ministro de Economía, José Luis Machinea, parecía comprometido con la meta de reducir el déficit fiscal, aunque sin políticas para reactivar la economía real. El aumento de la presión tributaria, conocido “*el impuestazo*”, impactó negativamente en las expectativas de empresarios y en el ingreso disponible de la clase media. Esto marcó un sesgo deflacionario cada vez más evidente a medida que se sucedían episodios conflictivos en el gobierno, fruto de fallas de coordinación entre los propios funcionarios y la falta de liderazgo de De la Rúa.

Ya en mayo comenzó a aumentar la desconfianza por el anuncio (luego desmentido) de un tributo sobre los depósitos bancarios que generó temores en los mercados de capitales locales y en los inversores extranjeros. Esto se agravó ante el aumento de la incertidumbre política, dada la falta de autoridad del primer mandatario para afrontar diversos eventos críticos:

- Las denuncias (nunca probadas en sede judicial) de pago de sobornos en el Senado para la votación de la Ley de Flexibilización Laboral.
- La renuncia del Jefe de Gabinete, Rodolfo Terragno, por discrepancias con la política económica del ministro de Economía, José Luis Machinea.
- La cada vez más conflictiva relación entre el vicepresidente Carlos “Chacho” Alvarez (del FREPASO) con el jefe de los Servicios de Inteligencia, el ex

banquero y amigo personal del Presidente, Fernando de Santiháñez, que culminó con la renuncia de ambos y la ruptura de la Alianza gobernante.

En este marco, las inquietudes del sector privado comenzaron a focalizarse cada vez más en la capacidad de la Argentina para pagar sus deudas. En el septiembre se conoció un trabajo del banco JP Morgan que explicitó las dudas ya generalizadas sobre la capacidad del Gobierno para pagar los servicios de la deuda pública.<sup>22</sup>

La causa fundamental que quedaba en evidencia era la inconsistencia entre la persistente sobrevaluación del nivel del tipo de cambio, la dinámica del nivel de actividad y la evolución del stock de la deuda pública en relación con el Producto Interno Bruto. Mientras el superávit primario se percibía como insuficiente para alcanzar un déficit consolidado inferior al 4% del PIB, la dinámica recesiva impedía mejorar la recaudación y los números de la cuenta corriente. La baja del nivel de actividad y de los precios redujo la base tributaria del Impuesto al Valor Agregado y la elevada presión tributaria incentivó cada vez más la evasión de impuestos.

Esto se reflejó en el incremento del riesgo país y las cada vez más desfavorables opiniones de las calificadoras de riesgo aceleraron la subida de las tasas de interés. El efecto directo fue la mayor renuencia de los bancos privados locales y extranjeros a adquirir títulos de deuda argentina (tanto del sector privado como del sector público).

La renuncia del vicepresidente Álvarez a los 9 meses de gestión destruyó la credibilidad en las autoridades y, ante la percepción de la imposibilidad de cumplir normalmente con el pago de servicios de la deuda, el gobierno ya estaba en un escenario de severo "*financiamiento de crisis*" en octubre de 2000. Ante la imposibilidad de obtener financiamiento voluntario debió solicitar un préstamo a organismos internacionales y a bancos locales para evitar la cesación de pagos. La ayuda acordada fue de U\$S 39.700 millones a desembolsar entre el 2001 y el 2005, contingente al cumplimiento de metas de reducción del déficit fiscal. Sobre este total, U\$S 23.420 iban a ser aportados en el año 2001 según el siguiente detalle:

---

<sup>22</sup> Sekiguchi, David (2000).

**Salvataje Financiero del año 2000 (“Blindaje”)  
Aportes previstos para el año 2001 según fuente de fondos**

<b>Fuentes de Fondos</b>	<b>Monto (US\$ Millones)</b>
Bancos locales (“market makers”)	10.000
FMI	6.700
Fondos de pensión locales	3.000
Banco Interamericano de Desarrollo	1.220
Gobierno de España	1.000
Banco Mundial	800
Emisión de deuda por canje de títulos	700
<b>Total primer tramo del “Blindaje”</b>	<b>23.420</b>

**FUENTE:** Elaboración propia en base a información del Ministerio de Economía de Argentina.

Con este aporte de fondos, el gobierno apostaba a financiar los desequilibrios de la Administración Central del año 2001 sin sobresaltos. Sin embargo, en los mercados de capitales se observaba que el Gobierno se endeudaba para defender la posición de reservas y el régimen cambiario. Más aún, la desconfianza se fue extendiendo hacia los organismos multilaterales de crédito que llamativamente se esforzaban por sostener a un deudor crónico como el Gobierno argentino, para que los inversores locales y extranjeros sigan financiando sus desequilibrios financieros.<sup>23</sup>

Una suerte de alarma fue provocada por el memorando de entendimiento con el FMI apenas otorgado el “blindaje”: con dicho organismo se acordó la postergación del cronograma de convergencia hacia un déficit cero previsto en la reglamentación de la Ley de Responsabilidad Fiscal. Luego se convino una nueva postergación del cumplimiento de esa meta, con lo que tanto el Gobierno como el FMI acordaron la derogación de la norma.<sup>24</sup>

<sup>23</sup> El tratamiento de este problema se encuentra en los trabajos de Grilli y Garber (1986) y Buitier (1987).

<sup>24</sup> Un punto a tener en cuenta es que a partir de la reforma constitucional de 1994 en Argentina los tratados y acuerdos internacionales tienen rango constitucional, de modo que las leyes quedan supeditadas a dichos acuerdos, incluidos aquellos con organismos multilaterales de crédito. Por consiguiente, el FMI ha sido inequívocamente un co-responsable de este relajamiento de la disciplina fiscal de Argentina.

El “Blindaje” fue leído como una apuesta que buscaba frenar la fuga de capitales y el salto del riesgo país. Como era de esperar, la rigidez a la baja del gasto y el efecto recesivo de las medidas tributarias impidieron el logro de las metas fiscales, y en marzo de 2001 el FMI decidió postergar el desembolso acordado según el “Blindaje”.

Frente al descenso de la calificación de riesgo de la deuda pública y al aumento de los *spreads* por riesgo país, las tasas de interés locales comenzaron a aumentar rápidamente. Esto, sin embargo, no impidió una primera huida de depósitos del sistema bancario y la salida de capitales al exterior. En esa vorágine, el ministro Machinea debió renunciar y fue reemplazado por Ricardo López Murphy. Este ministro decidió anunciar un programa de ajuste del gasto público de shock a través de la reducción del gasto en asignaciones familiares y en las universidades públicas. Las medidas, altamente impopulares, provocaron la renuncia de varios ministros del Gabinete y protestas generalizadas. El Presidente decidió días después reemplazarlo por el entonces criticado Domingo Cavallo.

El retorno de Cavallo no contó con apoyo político ni siquiera dentro del Poder Ejecutivo. Si bien la jefatura de Gabinete fue confiada a un integrante del partido político de Cavallo, la dinámica de gestión la marcó el propio Cavallo. La impulsividad frenética con que trató de imponerlas lo fue convirtiendo en un personaje mal visto tanto por los políticos, como por economistas, empresarios, sindicalistas y acreedores externos. En un escenario depresivo y casi sin crédito voluntario, apeló a una mayor presión tributaria, creando un impuesto a las transacciones financieras. También presionó a que la autoridad monetaria emitiera redescuentos y redujera encajes conforme al deseo del propio Ministro (violando la independencia del Banco Central consagrada por ley).

## **2.6. De la Rúa + Cavallo = caos**

La desesperación de Cavallo por lograr credibilidad y seguir endeudando a un Estado, devino en una serie de cambios mensuales de política que precipitaron la peor crisis de la que se tenga memoria en Argentina:

### **2.6.1. Marzo de 2001**

Crea un impuesto a los créditos y débitos en cuenta corriente e intenta violar la independencia del Banco Central, presionando a su directorio para otorgar redescuentos según indicaciones del Ministro de Economía.

### **2.6.2. Abril de 2001**

Estableció rebajas de aportes patronales y de pago de IVA por actividades seleccionadas discrecionalmente. Fueron los llamados “Planes de Competitividad” cuya obtención exigía una negociación previa con los funcionarios del equipo económico. Significaron una pérdida de recaudación tributaria del orden de los US\$ 1.000. El Gobierno remueve el Presidente del Banco Central, Pedro Pou, por “mala conducta” presunta aún no probada en sede judicial. Su reemplazante, Roque Maccarone, proveniente del banco privado con mayor stock de títulos de deuda de los gobiernos provinciales, respondía a las directivas del Ministro de Economía. De ese modo llegó a su fin la independencia del Banco Central.

### **2.6.3. Mayo de 2001**

El gobierno refinancia los vencimientos de títulos de deuda pública mediante el canje de bonos existentes por otros con vencimientos a más largo plazo. La designación del banco a cargo de la operatoria y las comisiones cobradas fueron denunciadas en sede judicial.

### **2.6.4. Junio de 2001**

El Congreso aprueba una Ley propuesta por el Poder Ejecutivo para que el peso sea convertible a una cesta monetaria compuesta por dólar (50%) y euro (50%) a partir de la fecha en que un dólar cotice a un euro. De ese modo dejaría de existir desde una fecha futura (incierta) el régimen de tipo de cambio fijo irrevocable.

### **2.6.5. Julio de 2001**

Cavallo pone en vigencia un sistema cambiario específico para operaciones de comercio exterior, liquidándose las divisas de exportación por un coeficiente llamado “factor de empalme” en función del tipo de cambio dólar euro. El mismo implicaba el pago de una suerte de subsidio a los exportadores, financiado mediante un recargo simétrico cobrado a los importadores. Fue una “devaluación fiscal” para subsidiar a empresas exportadoras tomando como referencia el tipo de cambio implícito en la “canasta de monedas”. Se agrava la situación fiscal de la Nación y de las provincias por el corte de financiamiento externo y de bancos locales. El gobernador de la provincia de Buenos Aires anticipa que entraría en *default* (moratoria), provocando una corrida contra bonos argentinos y una huida de

depósitos. Ante los reparos del FMI, Cavallo debió negociar (y obtuvo) un nuevo salvataje proveniente del Tesoro de los Estados Unidos.

#### **2.6.6. Agosto de 2001**

Se logra un acuerdo transitorio entre Nación y Provincias para instrumentar medidas de ajuste fiscal. El Congreso de la Nación aprueba un plan de “déficit cero” basado en la rebaja del 13% de los sueldos de los empleados públicos y de los haberes de los jubilados. El gobierno de la Provincia de Buenos Aires anuncia la emisión de un bono a ser utilizable como medio de cambio: el llamado “Patacón”. La subida del riesgo país continuaba mientras concluía la mayor fuga de capitales y de depósitos observada desde abril de 2001.

#### **2.6.7 Septiembre de 2001**

Llega el paquete de ayuda del Tesoro de los EEUU, un aporte de los organismos internacionales y del gobierno de España (US\$ 4.000 millones). El Ministerio de Economía emite un bono a ser utilizado como medio de pagos: la Letra de Cancelación de Obligaciones Provinciales (“LECOP”). Su distribución se hacía a quienes recibían estos cuasidineros de acuerdo a sus gastos en salarios de empleados públicos.

#### **2.6.8. Octubre de 2001**

Elecciones legislativas con los más altos índices de abstencionismo y de votos nulos, reflejando el rechazo de los ciudadanos a toda la clase política. Continúa la salida de depósitos y la fuga de capitales.

#### **2.6.9. Noviembre de 2001**

Se acelera la fuga de depósitos y se profundiza la recesión. Cae la recaudación tributaria y el gobierno establece una refinanciación compulsiva de la deuda en manos de inversores institucionales locales, canjeándola por un título ilíquido llamado “Préstamo Garantizado”. El intento por implementarlo con acreedores no residentes fracasa y se generaliza la percepción de que el Gobierno iba rumbo a la declaración formal de la cesación de pagos. El Presidente del Banco Central manifiesta que no se abandonaba la Convertibilidad por no saber “cuándo” hacerlo. El temor por una incautación de depósitos acelera otra corrida bancaria (en sólo el último día hábil de noviembre el sistema perdió US\$ 1.700 millones)

#### **2.6.10. Diciembre de 2001**

Ante la corrida Cavallo impone un bloqueo por 90 días de la libre disponibilidad de fondos en depósitos bancarios, (conocido popularmente como “corralito”) por montos superiores a \$ 1.000 mensuales de cuentas a la vista, y obligando a utilizar tarjetas de débito en pagos de contado. Esta medida y los sucesivos feriados bancarios acentuaron la iliquidez del sector privado. Dado el incumplimiento de las metas fiscales comprometidas (el “déficit cero”), el FMI (al igual que en marzo de 2001) negó el desembolso los fondos acordados y se acelera en el exterior la venta de bonos argentinos y la subida del riesgo país. Ante los saqueos en varios lugares del país, De la Rúa anuncia en la noche del 19 de diciembre la vigencia del Estado de Sitio. La ciudad de Buenos Aires reacciona con un levantamiento popular (el “cacerolazo”) que obliga a renunciar al ministro Cavallo. Al día siguiente, las movilizaciones, saqueos y enfrentamientos armados frente a la Casa de Gobierno forzan la renuncia de De la Rúa y su gabinete. Asume un presidente interino que dura un día, y el Congreso nombra como nuevo mandatario al gobernador de San Luis, Adolfo Rodríguez Saá, quien declaró la moratoria unilateral de los pagos de la deuda “externa”. Luego de una semana en el poder renuncia y es sucedido por un presidente interino por un día y medio. El Congreso Nacional nombra como sucesor del mismo al ex gobernador de la Provincia de Buenos Aires, el Senador Eduardo Duhalde.<sup>25</sup>

#### **2.6.11. Enero de 2002**

Se emite un Decreto de Reforma del Régimen Cambiario (luego refrendado por Ley) por el cual se deroga la Ley de Convertibilidad, con una devaluación del 40% para el tipo de cambio para comercio exterior, dejándose en libre flotación el tipo de cambio para las demás operaciones. Se mantiene el “corralito” y se extiende el default (la moratoria) del Gobierno Nacional a toda la deuda emitida dentro y fuera del país, salvo con organismos internacionales.

#### **2.6.12. Febrero de 2002**

Por Decreto se dispone un calendario de devolución reprogramada a largo plazo de los fondos depositados en colocaciones a plazo fijo. Se transforman a pesos todos los contratos en dólares. Se transforman depósitos y préstamos en dólares y moneda extranjera a moneda nacional con tipos de cambio diferentes. La llamada “pesificación asimétrica” consistió en transformar depósitos en dólares a pesos a un

---

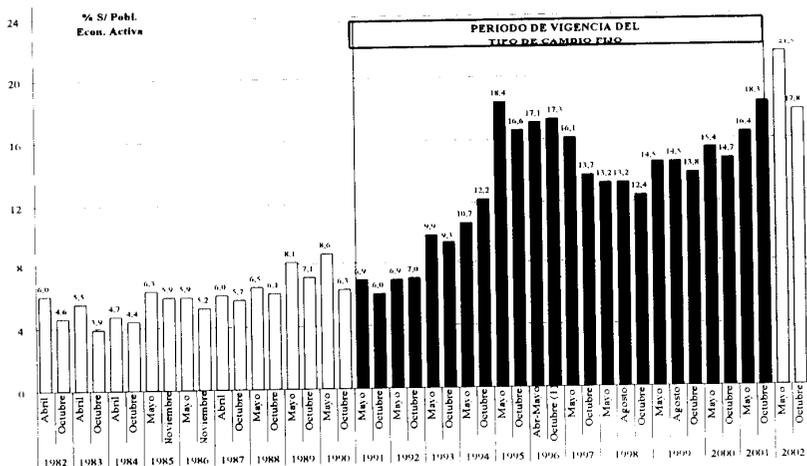
<sup>25</sup> Duhalde fue vicepresidente de la Nación durante la primera presidencia de Carlos Menem (1989-1995).

tipo de cambio de \$1,40, y préstamos en dólares a pesos a un tipo de cambio de \$ 1 por dólar.<sup>26</sup>

Esto significó un incremento del 40% de los pasivos de los bancos, pero al transformarse a pesos a un tipo de cambio inferior al de mercado (en febrero ya superaba los \$2) también los acreedores en dólares (sean depositantes o bancos) sufrieron una pérdida de riqueza real. Adicionalmente se acordaron ciertas metas con los gobiernos provinciales, junto a la pesificación compulsiva de las deudas de los gobiernos provinciales, la nacionalización de las deudas de las provincias con organismos multilaterales de crédito, y el mantenimiento del *default* de la deuda de las provincias, en la medida en que esté en *default* el Gobierno Nacional.

Además, se autorizó la libre circulación de Certificados de Crédito Fiscal, como instrumento representativo para cancelar obligaciones tributarias con Letras de Tesorería en *default*. Ante la virtual suspensión del mercado de crédito y la fuga de capitales, dichos Certificados se constituyeron en el instrumento más líquido dada su aceptación por parte del Gobierno para el pago de IVA, Impuesto a las Ganancias e Impuesto a los Bienes Personales. La contrapartida de toda esta sucesión de cambios fue la contracción económica y la aceleración del aumento del desempleo de la mano de obra, fenómeno por demás ostensible en toda la década de los noventa.

### Argentina: Tasa de desocupación de la mano de obra



<sup>26</sup> Similar medida se adoptó para los préstamos no bancarios. La ingeniería de la pesificación asimétrica se presenta en el Apéndice 3.

**Tasa de desempleo promedio por periodo presidencial**

Presidente	Desempleo abierto (% s/PEA)	Cantidad de años
ALFONSIN	7,6	5,5
MENEM	11,8	10,5
DE LA RUA	16,2	2
DUHALDE*	19,7	1

- \* El mandato de Duhalde fue de 17 meses, pero a la fecha de terminación de este trabajo no se había publicado la medición del desempleo al mes de mayo de 2003. Por consiguiente, la cifra de desempleo promedio es de su primer año de mandato.

**FUENTE:** Elaboración propia en base a información del Instituto Nacional de Estadísticas y Censos.

### 3. Argentina 2002-2003: sin ancla cambiaria ni sistema financiero

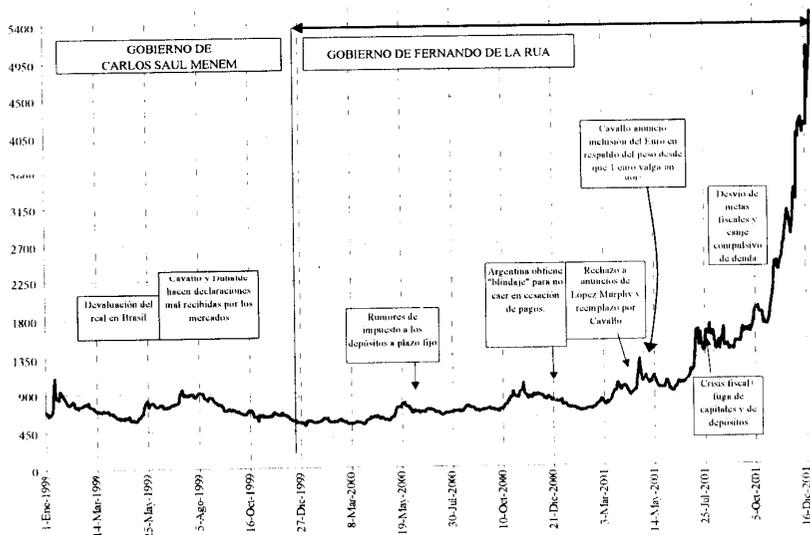
La evidencia muestra que la política fiscal fue central en el debilitamiento y abandono de la Convertibilidad. Esto ha sido por demás evidente para inversores y desde 2001 para el público a partir de la lectura de la evolución del riesgo país de Argentina: desde ese año empezó a ser cada vez más claro que el indicador EMBI+ del banco JP Morgan se ha consolidado como un buen indicador de la desconfianza de los inversores internacionales hacia emisores de deuda.<sup>27</sup>

En el caso argentino, la segunda mitad de los noventa mostraba que esa desconfianza hacia la capacidad de repago del Estado Argentino no era sino la reacción hacia señales que mostraban una creciente dependencia de la política fiscal de los “ruidos” políticos, y que esos “ruidos” comprometían cada vez más la capacidad de pago del Estado. Esto es: a medida que se aceleraba el aumento del endeudamiento público, aumentaba también la aparición de señales y eventos en la arena política que inducían una creciente incertidumbre sobre la capacidad de pago del Gobierno. Por consiguiente, los últimos años de los noventa mostraron la coexistencia de incremento de ruido político con mayor riesgo país, menor ingreso, y hasta salida neta de capitales, y una cada vez menor actividad económica por falta de liquidez.

<sup>27</sup> Dicho índice es un índice compuesto del spread de los títulos de deuda del gobierno emisor respecto de bonos comparables (de la misma duración) emitidos por el Tesoro de los Estados Unidos. Ante mayor riesgo percibido de repago, mayor el valor del índice y mayor el riesgo soberano y, por consiguiente, también lo es la tasa de retorno requerida a la deuda de emisores del país cuya deuda pública es “castigada” con mayores tasas internas de retorno requeridas a su deuda (subyacente a esto es una dinámica de presión vendedora de esos bonos y caída de su valor de mercado).

El gráfico muestra precisamente que los principales “saltos” del riesgo país estuvieron motivados por medidas o anuncios políticos imprudentes que ponían en seria duda la credibilidad en la reputación del Gobierno y en su capacidad de pago de la deuda.

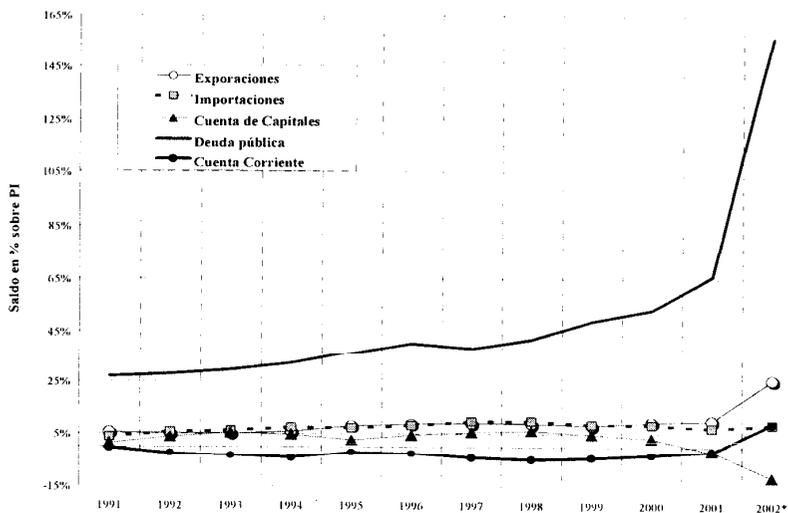
### Riesgo país percibido EMBI + (Argentina)



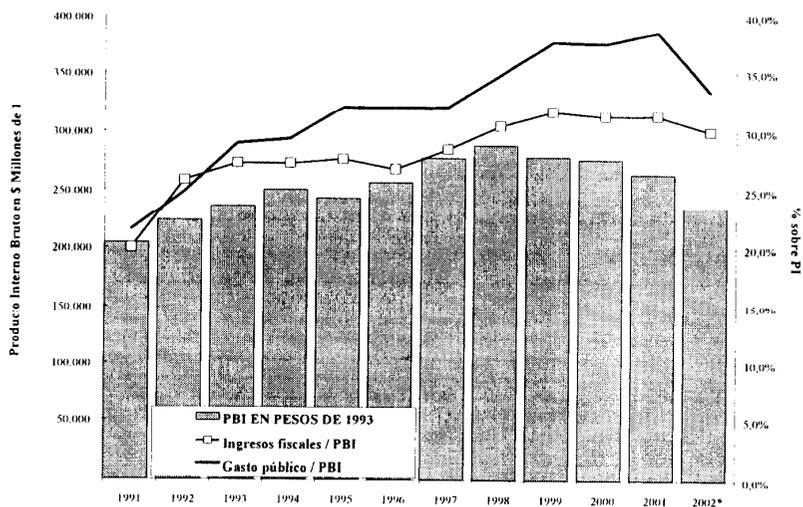
Los siguientes gráficos muestran, además, que la “driving force” de esta dinámica ha sido la dispendiosa política fiscal de los años noventa, inconsistente con un régimen de tipo de cambio fijo. A esto debemos sumar algunos aspectos detallados que al menos justifican varias conjeturas evidentes de la realidad, pero que no refutan la visión de que la lectura “fiscalista” de los mercados de capitales ha sido central para determinar el grado de confianza o de desconfianza de los inversores hacia la Argentina.

Un punto crítico ha sido la baja competitividad de la Argentina en esos años, dado que en el mejor año de exportaciones, 1998, estas superaron los US\$ 29.000 millones. En el periodo de mayor expansión del comercio exterior (1997-1998) la suma de exportaciones e importaciones apenas alcanzó el 18,8% del PIB, y la expansión del año 2002, ya sin tipo de cambio fijo, obedeció a la contracción de las importaciones y del nivel de actividad (ver Tablas I, IV, y V del Apéndice).

### Deuda pública y cuentas externas de Argentina



### Actividad económica y desempeño fiscal de deuda de Argentina



Tanto inversores como organismos internacionales observaban con preocupación que a la par que aumentaba sin freno el “*leverage*” del sector público, no había una correspondencia de la misma forma para aumentar la capacidad de la Argentina en generar dólares para que el Estado, vía impuestos, lograra recaudar los recursos requeridos para cumplir sus compromisos. En parte esto resultó de la falta de decisión política para mejorar la eficiencia recaudatoria (salvo en los tres primeros años de la Convertibilidad), pero también del apresuramiento e improvisación con el que el Ministro Cavallo impuso la reforma del sistema previsional.

En 1993 el sistema previsional, que era de reparto (“*pay-as-you-go system*”) fue transformado en uno de cuentas individuales de capitalización en fondos de pensión (sistema análogo, pero no exactamente igual al de Chile). Esto significó la pérdida de recursos por aportes al sistema estatal de alrededor de U\$S 4.000 millones por año en los primeros 6-7 años del sistema. Ante este desequilibrio presupuestario, era evidente que frente a la rigidez a la baja del gasto social correspondía implementar una política de severo control de las cuentas fiscales. Nada de eso ocurrió. En 1995 se tuvo que ir el responsable de la recaudación tributaria por la falta de apoyo para ejecutar las obligaciones de importantes deudores por aportes al sistema de seguridad social. No mejoró la calidad de la tecnología recaudatoria, y se alentó la evasión con la acumulación de nuevos tributos, lo cual aumentó el “premio esperado” por evadir impuestos y no ser detectado. A su vez, en 1996 el Congreso Nacional aprobó una reforma educativa que dispone un incremento permanente del gasto público en educación si aumenta el PIB, pero no si este baja. Frente a esto era necesario contraer el gasto de la administración central y el de las provincias, y no acumular erogaciones por intereses de la deuda.

Sin embargo, el comportamiento del Estado fue procíclico y en la euforia post-estabilización interrumpida brevemente por el “efecto Tequila”, el gasto público, el déficit fiscal y el endeudamiento siguieron aumentando de manera permanente. Los bancos comerciales locales, varios bancos de inversión extranjeros y hasta los organismos internacionales también fueron copartícipes de esta “fiesta”, pues financiaron de manera casi irrestricta (y altamente imprudente) esta burbuja de endeudamiento. En el caso de los bancos de inversión, recaudaron generosas comisiones por servicios prestados como *lead managers* de las emisiones de bonos, *underwriters* de la deuda pública y privada, *market makers* para emisiones de deuda dentro de Argentina, y hasta servicios de custodia para el depósito de las reservas legales de los bancos comerciales argentinos en Nueva York.

Los bancos locales, a su vez, con el argumento de la contracción del mercado interno, prestaban al sector público, incentivados por las normas de la autoridad monetaria que no exigía capitales mínimos ni previsionamiento por la exposición de las entidades financieras locales al riesgo soberano del Gobierno Nacional o de los

gobiernos provinciales. Consecuentemente, la adopción del régimen de Basilea pecaba de un gravísimo defecto: no exigía capitales mínimos por riesgo soberano a las inversiones en títulos públicos del propio gobierno, al igual que en los países de la OCDE. Sin embargo, estos son países con categoría “*investment grade*” para las calificadoras de riesgo de deuda. Consecuentemente, la normativa “prudencial” conocida localmente como “Basilea Plus” no era tan “prudencial”. Incentivó la compra de deuda pública en dólares con fondos captados en pesos y en dólares, lo cual sólo podía sostenerse de mantenerse el régimen cambiario.<sup>28</sup>

La ocurrencia del doble siniestro de *default* del Estado y abandono del régimen cambiario dejó en evidencia el fracaso de la normativa bancaria puesta en vigor durante los años noventa. Frente a la preocupación de no alentar la expansión monetaria y del crédito con impacto inflacionario, fomentaron el endeudamiento público con los bancos y, en un escenario recesivo como el de fines de los noventa, los bancos optaron por prestar al Estado por tener menos “riesgo” que empresas privadas orientadas al mercado interno. Por consiguiente, la normativa del Banco Central terminó siendo procíclica, favoreció el endeudamiento público induciendo una suerte de “*crowding-out*” que restó liquidez a la economía real y expuso al sistema financiero y a la economía toda a una catástrofe resultante de la salida de la Convertibilidad y el repudio del pago de la deuda pública, complementada con una desdolarización asimétrica y la no devolución de depósitos a plazo fijo en tiempo y forma (el llamado “corralazo”, ver Anexo 2).

La catástrofe política fue seguida por una sucesión de catástrofes de política económica, impulsadas por políticos ineptos o fácilmente cooptados por grupos empresarios que lograron sostenerse gracias a estas medidas:

- a) la moratoria unilateral (y por tiempo indefinido) en el pago de la deuda con acreedores externos,
- b) la devaluación de la moneda en un país donde el sistema bancario otorgó por más de una década préstamos en dólares a deudores que perciben ingresos en pesos, sin cláusula ni contrato de seguro de cambio,
- c) la desdolarización compulsiva de activos y pasivos bancarios a un tipo de cambio superior para los pasivos, lo que destruyó de manera deliberada al sistema de pagos de contado y a plazo, así como también al mercado de capitales.

Estas medidas (complementadas con la reprogramación compulsiva de la devolución de los depósitos) han sido un remedio más grave que la enfermedad,

---

<sup>28</sup> Erróneamente, entre 1996 y 1998 se pensó que la venta de bancos de los estados provinciales a entidades financieras extranjeras era el paso previo a una banca tan sólida como la de los países desarrollados. Sobre dicho proceso ver Clarke, G R G y R Cull (1998) y (1999).

pues además de destruir casi un tercio de la economía, ha tenido consecuencias muy nocivas para el largo plazo:

- a) generó la percepción de que no respetar los derechos de propiedad es lo “normal”,
- b) ha dificultado el financiamiento del Estado,
- c) fomentó el retorno generalizado hacia la economía informal,
- d) destruyó la credibilidad en todo futuro proceso de bancarización y de toda reconexión en el corto plazo a los circuitos financieros normales de financiamiento voluntario desde el exterior,
- e) mantiene vivo el incentivo a ahorrar en dólares y a mantenerlos ocultos dentro o fuera del país, sin declarar dichas tenencias a las autoridades.

El “corralito” y el “corralazo” evitaron la caída de entidades financieras, pero ante la pérdida de confianza en el Estado y en los hancos, no evita la desaparición de gran parte de las entidades existentes en la industria bancaria.<sup>29</sup>

Sin desconocer la dinámica destructiva de los últimos años de la Convertibilidad, no cabe dudas de que las medidas adoptadas en los primeros meses de 2002 han destruido a gran parte de la economía y la han dejado sin sistema financiero. Desde diciembre de 2001 la Argentina no cuenta ni con mercado de capitales líquido ni con sistema bancario normalizado que financie a la actividad productiva. Al igual que en los meses previos a la salida de la Convertibilidad, la economía retornó luego del primer cuatrimestre de 2002 a una dinámica recesiva y deflacionaria. La suba del dólar se contuvo gracias a controles compulsivos a la disponibilidad de dinero de los bancos y desde septiembre de 2002 a controles extremos a la movilidad de capitales, que fueron levantados en su casi totalidad en mayo de 2003. Ante el abandono de la Convertibilidad cabe preguntarse si esto es una salida superadora, o simplemente acentúa el sesgo de la economía argentina hacia una deflación depresiva de manera irremediable.

Esto requiere poner un poco en perspectiva la dinámica macroeconómica proveniente desde los noventa. Ya desde antes de la caída del Gobierno de De la Rúa se observaba una dinámica que no ha sido transitoria:

---

<sup>29</sup> Un trabajo interesante por su anticipación a estos eventos es el de Streb (1998).

**INICIO DE LA CRISIS ECONOMICA**  
(los números romanos indican trimestre)

1. La desocupación empezó a crecer desde	IV/1991
2. La tasa de desocupación es superior al 10% desde	Mayo/1994
3. La Población por debajo de la línea de Pobreza sube desde	Mayo/1994
4. La Rentabilidad Empresarial (bienes transables) es negativa desde	IV/1995
5. La deflación en los bienes transables comenzó en	I/1996
6. El crédito bancario nuevo al sector productivo es nulo desde	II/1996
7. El riesgo país, promedios semestrales, comenzó a crecer en	IV/1997
8. Los indicadores sociales de salud/educación empeoran desde	IV/1997
9. La recesión, medida como variación del PIB, comenzó en el	III/1998
10. La recaudación fiscal tradicional (IVA y ganancias) cae desde	III/1998
11. La pérdida de reservas internacionales comenzó en	I/2001
12. La salida de depósitos y la asistencia del BCRA comienza en	II/2001

**FUENTE:** González Fraga (2002).

De estos indicadores, cabe destacar que la desocupación habría dejado de aumentar a mediados de 2003, pero no retorna a niveles inferiores al 10%. La pobreza podría disminuir según indicadores oficiales, pero el deterioro de calidad de vida ha sido notable. La dinámica de precios ha retornado a un sendero deflacionario gracias a la prohibición de ajuste de tarifas de servicios privatizados y a la no indexación de salarios y jubilaciones. A su vez, algunas actividades productoras de bienes transables fueron rentables y exportaron mientras el tipo de cambio superaba el nivel de 3,10 pesos por dólar, pero eso fue un período de unos pocos meses entre fines de 2002 y febrero de 2003. La recaudación tributaria está estancada, y la subida de reservas obedece a la imposición de liquidar divisas en el Banco Central y al no pago de la deuda pública en *default* a los acreedores externos. Además, después de 18 meses de flotación cambiaria, no hay crédito privado ni se han resuelto las compensaciones y ejecuciones de pérdidas y ganancias netas, así como de deudores incobrables. Tampoco es clara cuál es la real posición financiera neta del sistema financiero ni cuál será la estrategia para reconstruir una arquitectura financiera interna creíble y sostenible en el tiempo.

Por lo tanto, sin crédito interno ni externo, ni para el sector público ni para el sector privado, la percepción interna es de bajas expectativas de reactivación y de creación de empleo y de reformulación de la posición del Estado frente a los acreedores externos.

Esto plantea desafíos no menores, pues tanto la imprudencia de las administraciones económicas de los años noventa, como la improvisada salida de la Convertibilidad y el repudio de la deuda, han dejado un país en un estado análogo al del que hubiera perdido una guerra:

- a) No hay mercado de capitales profundos donde puedan financiarse a costo razonable empresas privadas ni los gobiernos nacional y provinciales.
- b) La industria de fondos comunes de inversión está prácticamente destruida.
- c) Casi ha desaparecido el mercado de seguros de vida con capitalización.
- d) No hay mantenimiento ni renovación de bienes de capital, sino destrucción neta (la reposición no alcanza a compensar la amortización por obsolescencia, desgaste y destrucción).
- e) Salvo excepciones puntuales, no hay obra pública en marcha, sólo hay construcciones privadas financiadas con deuda pública aceptable como medio de pago por parte de los bancos.
- f) No hay política definida para recuperar pequeñas y medianas empresas.
- g) El cuadro social es de desamparo y desprotección de millones de nuevos pobres.
- h) Desde el año 2000 continúa la emigración de los recursos humanos más jóvenes y valiosos del país.

### Consideraciones finales

La experiencia reciente deja en claro algunas lecciones y consecuencias que pueden ser altamente gravosas para generaciones de argentinos si su dirigencia política, empresarial y de organizaciones intermedias no comprende la necesidad de coordinar esfuerzos.

Ciertamente (y parte de ello lo refleja el diagrama de fase de la caótica trayectoria de la tasa de inflación en el último medio siglo) subyace un severo problema estructural de carencia de autoorganización colectiva. Ahora bien, el diagnóstico de la situación ex-post exige un mínimo de realismo, no sólo en términos de agregados económicos sino también de responsabilidades.

A diferencia de los años treinta, esta crisis mayúscula tiene múltiples causas:

- a) la falta de disciplina fiscal encuentra como responsables directos a quienes detentaron el poder político y la responsabilidad como ejecutores, y también legisladores,<sup>30</sup>
- b) la normativa prudencial, que no lo fue tal, pues preservó la no exigencia de capitales mínimos ni previsionamiento por tenencia de títulos públicos, lo

---

<sup>30</sup> Un fruto de esa ineficiencia ha sido la emisión de deuda de las provincias garantizada con Coparticipación Federal de Impuestos Nacionales, de modo que el riesgo de esos títulos de deuda era, en definitiva, riesgo de *default* del Gobierno Nacional, lo que incentivó el sobreendeudamiento y el riesgo moral (*moral hazard*) de las indisciplinadas administraciones provinciales, además de casos crónicos como la Provincia de Buenos Aires, financiada con deuda y con adelantos de su propio banco, el cual no fue (y probablemente nunca sea) privatizado.

que expuso (*sin hedging*) al sistema bancario al riesgo de *default* del Estado y de abandono del ancla cambiaria,<sup>31</sup>

- c) la reforma previsional que, además de generar un aumento del déficit fiscal, se instrumentó con restricciones a las Administradoras de Fondos de Pensión sobre los montos a ser invertidos por tipos de activos. Esta medida redujo en extremo la flexibilidad para instrumentar estrategias de rebalanceo de cartera o “seguro de portafolio” ante la deflación de la cotización de los títulos de renta fija,
- d) la falta de controles a las potestades de las autoridades a reformar leyes por decretos, al igual que en gobiernos dictatoriales.

Todos estos flancos débiles crearon las condiciones objetivas para que el Estado financie su creciente déficit con deuda colocada fuera del país y en el sistema bancario y de fondos de pensión de Argentina. Ante la reducción del financiamiento voluntario a partir de 1998, las sucesivas administraciones optaron por la “receta fácil” y cortoplacista de incrementar la presión fiscal. El resultado fue la contracción de la actividad económica, la reversión definitiva del optimismo (en gran medida exagerado) de los años de acelerado crecimiento, y la precipitación de una crisis de liquidez en el Estado que forzó a acudir a salvatajes de organismos internacionales.

Estos últimos fueron también copartícipes y corresponsables por haber consentido con generosos préstamos al financiamiento de esta burbuja acompañada por los mercados de bonos y acciones, y en gran medida alentada por bancos locales y extranjeros que cobraban interesantes comisiones por ser “*lead managers*” de colocaciones de deuda. A mayor deuda, más materia prima para la intermediación y mayores utilidades. Pero dadas las rígidas normas de la autoridad monetaria, en la recesión de 1998-2001 encontraron menos riesgoso financiar al Estado que al sector privado.

La crisis de 2001-2002 mostró también el fracaso de las entidades financieras y hasta de los inversores externos como evaluadores de riesgo, dado que no se conoce que hayan previsto estrategias o instrumentos de cobertura frente a la eventualidad de una catástrofe como la que podía ocurrir ante el irresponsable endeudamiento público, especialmente entre 1995 y 2001. Lo que deja de manera permanente es (como lo muestran la tabla de los apéndices) una economía devastada, tanto por la crisis bancaria y la fuga de capitales del año 2001, como por la desastrosa política elegida para abandonar la Convertibilidad.

---

<sup>31</sup> El sistema financiero fue frágil por la bimonetariedad asimétrica de la economía bancarizada, pues prestaba en dólares a agentes que percibían ingresos en pesos argentinos sin cobertura cambiaria, de modo que el riesgo cambiario del sujeto de crédito quedó en cabeza de las entidades. La ocurrencia del doble siniestro de devaluación y *default* de la deuda pulverizó el valor de mercado de las carteras de activos en títulos públicos, y de préstamos al Estado a diversos agentes económicos con títulos públicos en cartera.

Esta última no ha sido, como afirman sus responsables, una estrategia inducida o motivada por las fuerzas del mercado: fue una política deliberada acompañada por una ineficiente desdolarización de activos y pasivos a tipos de cambio diferenciados. Esa violación de la partida doble contable no conoce un solo antecedente histórico y, para evitar la explosión final, se procedió al congelamiento de depósitos para su devolución posterior. Esto provocó daños patrimoniales que trataron de resolverse con la emisión de deuda pública en los años 2002-2003, pero ha sido ineficiente, pues no proveyó una compensación completa, ha cargado en cabeza de generaciones de futuros contribuyentes el costo de una decisión dictatorial tomada por un puñado de funcionarios, y ha pulverizado la confianza en el sistema bancario. La misma ha perjudicado a ahorristas y a entidades financieras, y ante la destrucción de la actividad económica y de fuentes de trabajo, la capacidad de repago, especialmente del pequeño empresario y de las familias, es mínima.

Argentina, entonces, llega al presente sin un sistema financiero que funcione fluidamente, hay compensaciones y acciones judiciales pendientes, demandas insatisfechas y una contracción de demanda agregada que se refleja en índices de deflación que se vuelven a observar, aún después de la triplicación del tipo de cambio. Esto reedita un escenario muy afín a una trampa de la liquidez, pero agravado por la insolvencia del Estado, el *default* de su deuda, el corte de crédito voluntario por vías institucionales y la percepción de inflación reprimida (por congelamiento de tarifas públicas), o de devaluación reprimida (debido a la existencia de controles de capitales desde septiembre de 2002).

Aislada financieramente y sin sistema bancario, Argentina es ahora una “*cash-economy*” donde el financiamiento interempresario se canaliza por vías informales, pero para mantener la estructura productiva. Y la misma exige inversión, y esta la reconstrucción de un mercado de crédito, el cual a su vez es inviable si no se restaura la confianza, el respeto de los derechos de propiedad, y la estabilidad de reglas de juego. En definitiva, la reconstrucción de instituciones que permitan reducir la incertidumbre y la aversión al riesgo de ahorristas e inversores locales y del exterior.

En Rubini (2001) se ha explorado la viabilidad de trampas de la liquidez en condiciones de incertidumbre o de lo que microeconómicamente se conoce como “*disappointment aversion*”. Al igual que en la Teoría General, si los fundamentales observados o esperados inducen a percepciones de escenarios más riesgosos o caóticos, la conducta racional es postergar gastos en consumo y en inversión. La consecuencia macroeconómica es de estancamiento de la demanda agregada para niveles de tasa de interés que pueden ser extremadamente altos si el Gobierno está cerca, o ha arribado a su virtual bancarrota. Si los agentes postergan sus gastos y la oferta agregada no reacciona, la deflación de precios puede coexistir con altas tasas

de interés (por ejemplo como en 2001, con un sesgo hacia el aumento del riesgo país y de las tasas de interés, junto a una persistente deflación de precios).

Revertir esta dinámica exige reformas que induzcan un cambio de expectativas sostenido en el tiempo. En un escenario de desorden económico y creciente confusión sobre la viabilidad y estabilidad del orden social, la definición de reglas de juego creíbles y con premios y castigos efectivamente cumplibles, vuelve a ser condición sine-qua-non para que se perciba menor incertidumbre, tanto en los mercados financieros como en la economía real.

Argentina enfrenta un desafío mayúsculo, tanto por la magnitud de la catástrofe macroeconómica ya mencionada como por las consecuencias permanentes, las cuales son de difícil reversión en un país con un poder de decisión fragmentado en jurisdicciones provinciales y en los tres poderes de la administración nacional, así como por el tipo de secuela que queda para la credibilidad en la dirigencia y hasta en el sistema político. El empobrecimiento que soporta casi el 70% de la población argentina no ha sido fruto de una guerra, sino, fundamentalmente, del incumplimiento sistemático de una serie de reglas de comportamiento y de promesas asociadas a las reglas de juego vigentes en los noventa bajo la falsa creencia de que “la Convertibilidad llegó para quedarse”, que era suficiente para la disciplina fiscal, que “a nadie se le ocurriría abandonar la regla cambiaria”.

La principal ancla subjetiva consistía en suponer que por tratarse de un sistema que se impuso con un sistema bancario bimonetario, la falta de cobertura del riesgo cambiario era suficiente para disuadir a la clase política de abandonar el régimen del tipo de cambio fijo. La realidad mostró que no. Ante la caída del gobierno de De la Rúa, el nuevo presidente Duhalde, contando con la suma del poder otorgada por un acuerdo político con la oposición, optó por iniciar el abandono del “modelo fracasado” vía devaluación de la moneda, desdolarización asimétrica del sistema financiero, *default* de la deuda pública y represión financiera. El resultado ha sido la peor crisis conocida en toda la historia del país, crisis en la cual sólo se beneficiaron los endeudados en dólares porque el gobierno desdolarizó sus pasivos a un tipo de cambio inferior al de mercado y además suspendió por tiempo indefinido la ejecución de garantías. El daño ha sido soportado en mayor medida por los participantes en el mercado financiero, pero esto junto al *default* de la deuda también ha acarreado una formidable destrucción de riqueza para los aportantes al sistema de seguridad social, y reducción del mercado de capitales a una mínima expresión.

Como vemos, soluciones políticas improvisada han minado la credibilidad en las instituciones. Argentina pareciera perfilarse como una economía de promesas rotas, en el sentido de Leijohnjufvud. Y ante la carencia de una buena teoría económica sobre una sociedad que sistemáticamente no cumple, ni con sus promesas ni con sus

contados, tanto las autoridades como los profesionales carecemos de instrumentos generalmente válidos para encontrar salidas viables y de mínimo costo que sean sustentables. Mientras no se restaure la confianza en una nueva estructura de premios y libre de transferencias arbitrarias de ingresos, es difícil pensar que Argentina pueda salir rápidamente de su actual estado bien asimilable a una suerte de “gran depresión”. Ciertamente, no hay lugar para recetas simplistas inspiradas en la creencia de que las fuerzas de mercado proveerán el retorno automático hacia una hipotética (o quizá inexistente) tasa “natural” de desempleo. Queda mucho por hacer, pero el punto de partida exige un diagnóstico realista y objetivo. De lo contrario, el proceso de recuperación será más largo y penoso, quizá más aún que la salida de la Gran Depresión de los años treinta.

## APÉNDICE

Tabla No. 1

Actividad económica y sector externo de Argentina (1991-2002)  
En millones de dólares corrientes

	PIB	PIB per cápita	Export.	Import.	Balanza Comer- cial	Cuenta Corrin- te	Cuenta de capitales	Errores y omisio- nes	Saldo Bza. de Pagos	Var. Reservas Banco Central
1991	216.178	6.565	11.977	8.275	3.702	-672	3.152	-125	2.355	2.338
1992	236.931	7.109	12.399	13.795	-1.396	-5.615	9.220	-278	3.287	3.118
1993	250.436	7.425	13.269	15.633	-2.364	-8.163	13.564	-1.163	4.238	4.458
1994	270.471	7.925	16.023	20.162	-4.139	-11.118	12.741	-911	682	561
1995	262.500	7.550	21.162	18.804	2.357	-5.175	7.224	-2.152	-102	-69
1996	272.115	7.726	24.043	22.283	1.760	-6.822	12.380	-1.676	3.882	3.782
1997	292.830	8.209	26.431	28.554	-2.123	-12.210	16.818	-1.306	3.273	3.062
1998	297.190	8.227	26.434	29.531	-3.097	-14.510	18.414	-446	3.438	3.442
1999	282.769	7.731	23.309	24.103	-795	-11.910	13.635	-533	1.201	1.093
2000	280.507	7.834	26.410	23.852	2.558	-8.808	9.654	-1.286	-440	-424
2001	263.676	7.282	26.610	19.159	7.451	-4.483	-4.568	-3.032	-12.083	-12.005
2002*	98.750	2.727	25.352	8.469	16.883	8.954	-11.438	-2.031	-4.516	-4.437

\* PIB per cápita: está expresado en dólares corrientes.

FUENTE: Elaboración propia en base a información del Ministerio de Economía de Argentina y de CEPAL.

**Tabla No. 2**  
**Actividad económica y sector externo de Argentina (1991-2002)**

Año	PIB (1)		Crec. PIB real	Inflación anual	PIB per cápita US\$ Corrientes
	a	b			
1991	216.178	204.153	10,6%	84,0%	6.565
1992	236.931	223.751	9,6%	17,5%	7.109
1993	250.436	236.505	5,7%	7,4%	7.425
1994	270.471	250.308	5,8%	3,9%	7.925
1995	262.500	243.186	-2,8%	1,6%	7.550
1996	272.115	256.626	5,5%	0,1%	7.726
1997	292.830	277.441	8,1%	0,3%	8.209
1998	297.190	288.123	3,9%	0,7%	8.227
1999	282.769	278.369	-3,4%	-1,8%	7.731
2000	280.507	276.173	-0,8%	0,0%	7.834
2001	263.676	263.870	-4,5%	-1,5%	7.282
2002 (est.)	98.750	235.108	-10,9%	40,0%	2.727

a. A Precios de Mercado.

b. Valor Agregado Bruto deflactado por Índice de Precios al Productor (base 1993 = 100).

(1) En millones de dólares corrientes.

FUENTE: Elaboración propia en base a información del Ministerio de Economía.

Tabla No. 3a

**Cuentas fiscales de Argentina (1991-2002)**  
En millones de dólares corrientes

Año	Ingresos fiscales (1)						Gasto Sector Público No Financiero (1)			
	Estado Nacional (a)	Estados Provinciales		Estados municipales		INGRESOS SECTOR PUBLICO (a)+(b)+(c)	Estado Nacional (d)	Estados provinciales (e)	Estados municipales (f)	GASTO PUBLICO (c)+(d)+(e)
		Recursos propios nacional	Total (b)	De origen Nac. y Prov.	Total (c)					
1991	28.490	6.316	8.430	14.746	s.d.	43.235	30.389	16.247	s.d.	46.636
1992	39.564	9.823	11.981	21.804	s.d.	61.363	36.613	22.400	s.d.	59.013
1993	42.876	12.263	13.244	25.507	2.650	68.383	38.709	27.265	6.695	72.670
1994	46.431	13.545	13.825	27.370	2.565	73.801	42.641	29.561	7.244	79.446
1995	45.910	13.270	13.424	26.694	2.502	72.604	47.332	29.942	6.830	84.104
1996	43.832	14.668	14.413	29.081	2.438	72.913	50.171	30.273	6.709	87.153
1997	50.860	16.296	16.321	32.617	2.766	83.477	53.683	32.730	7.465	93.878
1998	57.419	16.365	16.747	33.112	2.721	90.531	60.251	35.061	8.104	103.416
1999	53.349	19.825	16.436	36.261	2.762	89.610	61.934	36.380	8.344	106.658
2000	55.613	15.742	16.408	32.150	2.863	87.763	62.058	35.359	7.946	105.363
2001	50.455	15.537	16.633	32.170	2.894	82.625	58.891	35.043	7.815	101.749
2002 (est.)	17.884	7.000	4.750	11.750	863	29.634	19.361	11.044	2.595	33.000

s.d.: Sin datos

FUENTE: Elaboración propia en base a información del Ministerio de Economía de Argentina.

Tabla No. 3b  
Cuentas fiscales de Argentina (1991-2002)

Año	RESULTADO FISCAL				DEUDA PÚBLICA (*)		
	Nación (a) (d) = (1)	Provincias (b)-(e) = (2)	Municipios (c)-(e) = (3)	Total Consolidado (1)+(2)+(3)	Gobierno Nacional	Gob. Provinciales (3)	TOTAL
1991	-1.899	-1.501	s.d.	-3.400	52.739	5.764	58.503
1992	2.951	-596	s.d.	2.355	59.357	6.974	66.331
1993	4.167	-1.758	-317	2.092	66.259	7.544	73.803
1994	3.790	-2.191	-349	1.250	77.957	9.186	87.153
1995	-1.421	-3.248	-329	-4.998	84.295	11.937	96.232
1996	-6.340	-1.192	5	-7.527	96.447	13.921	110.368
1997	-2.824	-113	1	-2.936	101.313	11.802	113.115
1998	-2.832	-1.949	-336	-5.117	112.327	13.164	125.491
1999	-8.584	-119	-683	-9.386	122.453	16.565	139.018
2000	-6.445	-3.209	-243	-9.897	128.861	20.992	149.853
2001	-8.436	-2.873	-35	-11.344	144.279	30.066	174.345
2002 (est.)	-1.477	706	85	-686	144.453	10.022	154.475

s.d.: Sin datos.

(\*) No incluye deuda «flotante» (pasivos no documentados por atrasos en pagos de diverso plazo).

FUENTE: Elaboración propia en base a información del Ministerio de Economía de Argentina.

Tabla No. 4

## Agregados económicos como % del PIB

Año	Export.	Import.	Bza. Comercial	Cuenta Corriente	Cuenta de Capitales	Errores y omisiones	Saldo Bza. de Pagos	Ingresos fiscales	Gasto público	Déficit fiscal	Deuda pública
1991	5,5%	3,8%	1,7%	-0,3%	1,5%	-0,1%	1,1%	20,0%	21,6%	-1,6%	27,1%
1992	5,2%	5,8%	-0,6%	-2,4%	3,9%	-0,1%	1,4%	25,9%	24,9%	1,0%	28,0%
1993	5,3%	6,2%	-0,9%	-3,3%	5,4%	-0,5%	1,7%	27,3%	29,0%	0,8%	29,5%
1994	5,9%	7,5%	-1,5%	-4,1%	4,7%	-0,3%	0,3%	27,3%	29,4%	0,5%	32,2%
1995	8,1%	7,2%	0,9%	-2,0%	2,8%	-0,8%	0,0%	27,7%	32,0%	-1,9%	36,7%
1996	8,8%	8,2%	0,6%	-2,5%	4,5%	-0,6%	1,4%	26,8%	32,0%	-2,8%	40,6%
1997	9,0%	9,8%	-0,7%	-4,2%	5,7%	-0,4%	1,1%	28,5%	32,1%	-1,0%	38,6%
1998	8,9%	9,9%	-1,0%	-4,9%	6,2%	-0,2%	1,2%	30,5%	34,8%	-1,7%	42,2%
1999	8,2%	8,5%	-0,3%	-4,2%	4,8%	-0,2%	0,4%	31,7%	37,7%	-3,3%	49,2%
2000	5,4%	8,5%	0,9%	-3,1%	3,4%	-0,5%	-0,2%	31,3%	37,6%	-3,5%	53,4%
2001	10,1%	7,3%	2,8%	-1,7%	-1,7%	-1,2%	-4,6%	31,3%	38,6%	-4,3%	66,1%
2002*	25,7%	8,6%	17,1%	9,1%	-11,6%	-2,1%	-4,6%	30,0%	33,4%	-0,7%	156,4%

FUENTE: Elaboración propia en base a información del Ministerio de Economía de Argentina y de CEPAL.

Tabla No. 5  
Tasa de crecimiento de agregados económicos de Argentina

Año	Export.	Import.	Bza. Comercial	Cuenta Corriente	Cuenta de Capta-omisiones	Errores y Bz. de Pagos	Saldo de Ingresos fiscales	Gasto público	Déficit fiscal	Deuda pública	Crec. PIB real	Inflación anual
1991											10,6%	84,0%
1992	3,5%	66,7%	-137,7%	741,5%	192,5%	122,6%	39,6%	26,5%	-169,3%	13,4%	9,6%	17,5%
1993	7,0%	13,3%	69,3%	44,3%	47,1%	318,0%	29,0%	23,1%	-11,2%	11,3%	5,7%	7,4%
1994	20,8%	29,0%	75,1%	36,6%	-6,1%	-21,7%	-83,9%	9,3%	-40,2%	18,1%	5,8%	3,9%
1995	32,1%	-6,7%	-157,0%	-53,6%	-43,3%	136,2%	-115,0%	5,9%	-499,9%	10,4%	-2,8%	1,6%
1996	13,6%	18,5%	-25,4%	31,8%	71,4%	-22,1%	-3905,9%	3,6%	50,6%	14,7%	5,3%	0,1%
1997	9,9%	28,1%	-220,6%	79,4%	35,8%	-22,1%	-15,7%	7,7%	-61,0%	2,5%	8,1%	0,3%
1998	0,0%	3,4%	45,9%	18,7%	9,5%	-65,8%	5,0%	10,2%	74,3%	10,9%	3,9%	0,7%
1999	-11,8%	-18,4%	-74,3%	-18,1%	-26,0%	19,6%	-65,1%	3,1%	83,4%	10,8%	-3,4%	-1,8%
2000	13,3%	-1,0%	-421,9%	-26,0%	-29,2%	141,0%	-136,7%	-1,2%	5,4%	7,8%	-0,8%	0,0%
2001	0,8%	-19,7%	191,3%	-49,1%	-147,3%	135,9%	2644,4%	-3,4%	14,6%	16,3%	-4,5%	-1,5%
2002*	-4,7%	-55,8%	126,6%	-299,7%	150,4%	-33,0%	-62,6%	-67,6%	-94,0%	-11,4%	-10,9%	40,0%

FUENTE: Elaboración propia en base a información del Ministerio de Economía de Argentina y de CEPAL.

## ANEXO N° 1

**Los pilares básicos del “Plan de Convertibilidad”****a. Reforma monetaria y cambiaria en base a la Ley de Convertibilidad y la reforma vía Ley de la Carta Orgánica del Banco Central. Sus contenidos fundamentales han sido:**

- Cambio de la moneda preexistente por una nueva, el peso.
- Tipo de cambio del peso fijo por Ley: 1 peso por dólar, y modificable sólo vía una nueva Ley.
- Mercado de cambios único y libre.
- Liberación de todas las tasas de interés, si bien la política de la banca oficial (Banco de la Nación Argentina, de la Provincia de Buenos Aires e Hipotecario Nacional) ha sido una suerte de “*benchmark*” para algunas tasas activas.
- Prohibición de la indexación de todo tipo de contratos.
- Uso del dólar (al igual que el peso) como unidad de cuenta y medio de cambio en todo tipo de transacciones (incluyendo la operatoria bancaria), si bien el peso emitido por el Banco Central era la única moneda con curso legal.
- Facultades y límites al Banco Central:
  - 1) misión exclusiva: preservar el valor de la moneda y la estabilidad del sistema financiero,
  - 2) emisión de pesos contra aumento de reservas,
  - 3) no otorgar redescuentos, salvo adelantos transitorios para necesidades de liquidez de las entidades financieras,
  - 4) prohibición de financiamiento al Tesoro, vía la eliminación explícita de su anterior función de “agente financiero del Estado”,
  - 5) habilitación de depósitos en pesos y en dólares,
  - 6) prohibición de remuneración de encajes (posteriormente se permitiría la constitución de encajes en dólares, y finalmente en cuentas en el exterior, depositando los montos en inversiones en títulos de calificación “AAA” o certificados de depósitos de bancos de primera línea de países de la OCDE),
  - 7) supresión de toda garantía a los depósitos,
  - 8) derogación de su rol de prestamista de última instancia,

- 9) respaldo de la base monetaria en un 100% por “reservas internacionales” constituidas por dólares, si bien se permitió integrarlas hasta un 33% con bonos del Gobierno Nacional emitidos en dólares u otras monedas.<sup>12</sup>
- 10) nombramiento y prohibición del directorio a cargo del Senado de la Nación.

El Poder Ejecutivo podía proponer candidatos o aprobar o no los nombramientos del Senado, pero no nombrarlos por sí.

#### **b. Apertura económica y financiera**

Total libertad para ingreso y egreso de divisas, activos en moneda extranjera y constitución de depósitos “offshore”.

Fuerte baja de aranceles, agrupando a las posiciones arancelarias en tres grupos, con arancel de 0%, 11% y 22% (salvo excepciones como el complejo automotriz).

Total libertad para inversión extranjera directa.

Total libertad para venta de artículos importados, salvo exigencia de pago de las tasas aduaneras, requisitos sanitarios, y otros análogos.

#### **c. Facultades para reformas estructurales**

El Poder Ejecutivo quedó facultado para emitir Decretos de Necesidad y Urgencia para proceder a implementar reformas estructurales. En ese espíritu se emitieron los decretos que dieron lugar a la segunda fase de privatizaciones, desregulaciones y reforma del Estado.

---

<sup>12</sup> Si el 100% de las reservas computables estuvieran constituidos en activos contra no residentes en “moneda dura”, o directamente en “moneda “dura”, esta exigencia es más “fuerte” que para las cajas de conversión clásicas, donde los activos en moneda extranjera (o directamente moneda extranjera) son la contrapartida de los billetes y monedas (o circulante). En un régimen de tipo de cambio fijo (una forma de dinero mercancía, en este caso con patrón dólar), la existencia de bancos con encajes fraccionarios obliga al banco emisor a “respaldar” los pasivos monetarios (o “financieros”) del Banco Central, esto es, la base monetaria y no sólo los billetes y monedas.

**ANEXO N° 2****El “Plan Remes II”: “pesificación” y “corralazo”**

El 3 de febrero de 2002, el entonces ministro de Economía Jorge Remes-Lenicov anunció la desdolarización compulsiva o “pesificación” de activos financieros, la cual fue implementada formalmente desde el día siguiente. Por cualquier eventualidad, estableció un feriado bancario de cuatro días y feriado cambiario por una semana para evitar “corridos”. Las medidas consistieron en lo siguiente:

**1. Desdolarización del sistema financiero**

- Los depósitos en dólares se pesificaron a \$ 1,40 por dólar para quienes quieran su devolución. Para los que deseen mantenerlos, se aplica al capital pesificado a \$ 1,40 un coeficiente de ajuste por variación de Índice de Precios al Consumidor. Para retirarlo, podía hacerse de la siguiente forma. Por cada US\$ 1.000 originales recibirán \$1.000 en efectivo y los \$ 400 restantes bajo la forma de un bono en dólares (un BONEX) a 10 años de plazo, con dos de gracia, y un cupón por intereses de 2% - 3% anual (posteriormente esto se sustituyó por un nuevo bono, emitido después de que Remes Lenicov fuera reemplazado por el actual ministro Roberto Lavagna a fines de abril de 2002).
  - Los créditos en dólares se pesificaron a \$ 1 por dólar y se aplica el citado coeficiente de ajuste por inflación acumulativo por seis meses. Las cuotas a pagar no varían hasta los pagos con vencimiento hasta el 4 de julio de 2002. La deuda remanente se actualiza luego de dicha fecha por la variación acumulada de dicho índice por seis meses, y mensualmente incorporará el ajuste citado (Decreto 214 del 04/02/2002). Esto es, un ajuste por inflación del capital no amortizado (o “nuda propiedad” del acreedor) no muy diferente al sistema indexatorio de la circular 1.050 de José Alfredo Martínez de Hoz durante la dictadura militar.
  - La deuda pública en dólares en manos de acreedores locales, que fuera transformada compulsivamente por Cavallo en un Préstamo Garantizado en la Fase I del canje de noviembre, se “pesificó” a \$ 1,40 por dólar.
2. Anuncio de un régimen de tipo de cambio único y flotante, con intervención del BCRA. El mismo entró en vigencia el lunes 11 de febrero de 2002.
  3. Presentación al Congreso de un proyecto de Presupuesto del Gobierno Nacional que prevé una fuerte caída de ingresos y de gasto público, consistente con un déficit fiscal proyectado de \$ 3.000 millones, en base a suponer una caída del PIB del 4,9%, un tipo de cambio fijo para todo 2002 de \$ 1,40 por dólar, y una inflación promedio de mayoristas y minoristas de 14% para todo el año.

4. Anuncio de una política monetaria activa, previa reforma de la Carta Orgánica del BCRA orientada a intervenir en el mercado cambiario y a financiar vía emisión de pesos a \$ 1.000 millones del déficit fiscal y a \$ 2.500 millones al sistema financiero.

Conforme a supuestos conservadores, esta pesificación lleva a la siguiente transferencia de ingresos:

#### DEPOSITANTES:

Al 4 de enero de 2002 el stock de depósitos en dólares a pesificar a \$ 1,40 era de US\$ 35.000 millones. El 90% eran depósitos por menos de US\$ 30.000, y con un porcentaje estimado de que un 80% de ese conjunto no aceptara seguir en el sistema ni el nuevo bono del Gobierno, la pesificación del saldo no transformado en el bono a \$ 1,40 es igual a \$ 35.280 millones (a) . Para el tipo de cambio de mercado igual a \$ 2 los bancos ahorraron dinero a costa de los depositantes, pues si estos deseaban volver a tener dólares debían *comprárselos* a las entidades al tipo de cambio libre de entonces (2 pesos por dólar), lo que equivalía a \$ 50.400 millones (b) . La diferencia favorable para los bancos (b) – (a) significó una pérdida para los depositantes:

#### Pérdida para los depositantes:

En pesos:	\$ 15.120 millones
En dólares (a tipo de cambio US\$ 1 = \$2)	US\$ 7.560 millones

Lamentablemente aún no se dispone de información en detalle de esta operatoria, pues desde febrero de 2002 el Banco Central mantiene suspendida la publicación de balances de las entidades financieras para modificar el régimen informativo y los criterios de valuación de activos y pasivos. Además también se mantiene suspendido el régimen de auditorías y el de calificaciones de riesgo.

#### DEUDORES DE BANCOS:

Al lunes 04/02/2002 el stock de créditos en dólares era de US\$ 45.400 millones. Al pesificarlos a un peso por dólar resulta en igual valor en moneda local. Sobre ese total se aplicará una indexación del capital por tasa de inflación (Decreto 214 de 4/02/2002). Tomemos una tasa de inflación promedio (precios mayoristas y minoristas) estimada de 79,1% para todo el año<sup>33</sup>, la deuda de los ahorristas pasaba a ser de \$ 81.311 millones. Lo que hizo el Gobierno fue aplicar un Coeficiente de Variación Salarial (que en todo el año fue prácticamente cero) y de ese modo evitó

<sup>33</sup> En el año 2002 el incremento del Índice de Precios al Consumidor fue del 40% y el del Índice de Precios Internos Mayoristas fue de 40%. El promedio es 79,1%.

la formidable transferencia de deudores a bancos, pero la Corte Suprema de Justicia no ha emitido dictamen definitivo. Igualmente algunos bancos intentaron aplicar formas de indexación, y se han sucedido acciones judiciales y extrajudiciales cruzadas para resolver este problema creado por la intención de “pesificar” compulsivamente. A esto luego han sucedido acciones judiciales para evitar ejecuciones de deudores, lo que ha sido convalidado por el Congreso que hasta el presente sigue emitiendo leyes que suspenden la ejecución de hipotecas.. Asumiendo una tasa de inflación anual “moderada” del 79,1%

Transferencia nominal de deudores a bancos: 0  
 Transferencia real para los bancos en el 2002:

Esperada:

Créditos (1 + devaluación) – cancelaciones	\$ 132.000 millones
menos: Crédito x (1 + inflación)	\$ 81.311 millones
Total: En pesos	\$ 50.689 millones
<b>En dólares</b>	<b>US\$ 16.870 millones</b>

El problema de hacerlo de única vez (“up front”) hubiera significado una cesación de pagos casi total de los deudores. La inflación inducida por la devaluación fue la opción elegida a efectos de evitar la cesación de pagos del sector privado y la caída del sistema, pero de no detenerse, se habrá postergado, simplemente, la caída de entidades en cadena.

## **BANCOS:**

La pesificación significa para los bancos mantener en el mismo valor los activos (préstamos) pues se pesifican 1 a 1, pero en el lado de los pasivos, para traducir a pesos los importes de depósitos en dólares, deben multiplicarlo por 1,4, lo que implica una pérdida patrimonial para las entidades. Al 4 de enero de 2002, el stock de depósitos en dólares era de U\$S 35.000 millones y los activos en dólares ascendían a U\$S 47.000 millones. *La aplicación de la pesificación implica una pérdida contable inmediata por U\$S 14.000 millones.*

La solución aplicada por el Gobierno apunta a que no se aplique el dólar libre (o “el más alto”) para evitar la incobrabilidad de los préstamos, en un contexto fuertemente recesivo. Es verdad que por un lado pesifican depósitos en dólares (son pasivos con los depositantes) a \$ 1,40 y créditos en dólares a \$1 por dólar. Pero luego cobrarán préstamos indexados por inflación, sin ajustar depósitos ni su devolución por la tasa de inflación. Por consiguiente, el resultado para los bancos ex ante implicaba:

**PERDIDA PARA LOS BANCOS**

Beneficio percibido por pesificación de depósitos:		US\$ 7.560 millones
Pérdida por pesificación de depósitos y créditos:	-	US\$ 14.000 millones
Beneficio perdido por indexación de créditos:	-	US\$ 16.870 millones

---

**TOTAL :** US\$ 23.310 millones

**PERDIDA PARA DEPOSITANTES:** US\$ 7.560 millones  
**AHORRO PARA DEUDORES:** US\$ 14.000 millones

Decidida la devaluación y el ajuste asimétrico de activos y pasivos, la pérdida inmediata llevó el patrimonio neto del sistema financiero consolidado de US\$ 12.000 millones a un valor negativo por - US\$ 11.310. A esto cabría agregar la pérdida por la imposibilidad de ejecución de garantías de deudores incobrables, que fuentes privadas han estimado que a valor de liquidación ascenderían aproximadamente al 50% del valor de mercado de las garantías por no menos del 40% de cartera que desde febrero de 2002 pasó a ser incobrable. Esto equivaldría a unos US\$ 5.500 millones de dólares adicionales, que llevarían al patrimonio neto consolidado del sistema a - US\$ 17.000 millones. Posteriormente el recupero de créditos y el canje de activos por deuda pública, por ahora líquida, le ha permitido a las entidades recomponer liquidez vía recupero de préstamos, pero igualmente siguen exigiendo al Estado una compensación por la pérdida resultante de la pesificación asimétrica.

*La lógica ha sido clara: beneficiar a deudores en dólares (que perciben ingresos en pesos devaluados) a costa de los intermediarios financieros y de los ahorristas. El costo lo pagan todos los ciudadanos, no así los funcionarios responsables de este nuevo "invento argentino".<sup>34</sup>*

---

<sup>34</sup> El único antecedente de "desdolarización" conocido es el instrumentado por el ex presidente de Bolivia Hernán Siles Zuazo en noviembre de 1982, que llevó a ese país a una hiperinflación sin precedentes (ver Bedregal Gutiérrez (1988), Cap 5 y Morales (1986).

**Bibliografía**

- Almansi, A. A. y C. A. Rodríguez (1989): "Reforma Monetaria y Financiera en Hiperinflación". *Documento de Trabajo N° 67*. Centro de Estudios Macroeconómicos de Argentina (CEMA). Buenos Aires.
- Altimir, O. y L. Beccaria (2000): "Distribución del Ingreso en la Argentina", en *La Argentina de los Noventa. Desempeño Económico en un Contexto de Reformas, Tomo I, ed. por D. Heymann y B. Kosacoff*. Pág. 37-176. EUDEBA-CEPAL, Naciones Unidas. Buenos Aires.
- Bedregal Gutiérrez, G. (1988): *Dialéctica de la Hiperinflación en Bolivia*. Ediciones Temática S.R.L.
- Dour, E. A. (1993): "El Programa Argentino de Desregulación y Privatización", en *Reforma y Convergencia: Ensayos sobre la Transformación de la Economía Argentina, comp.: Felipe de la Balze*, págs. 225-272. Consejo Argentino para las Relaciones Internacionales-Ediciones Manantial. Buenos Aires.
- Bour, J. L. (1995): "Los Cambios en la Oferta de Trabajo", en *Libro Blanco sobre el Empleo en Argentina*. Ministerio de Trabajo y Seguridad Social. Buenos Aires.
- Buiter, W.H. (1987): "Borrowing to Defend the Exchange Rate and the Timing and Magnitude of Speculative Attacks". *Journal of International Economics* (21), 221-239. North Holland.
- Caballero, R. J. y M. L. Hammour (2002): "Speculative Growth". NBER Working Paper No. 9381.
- Calvo, G. A. (1980): "Devaluación: Niveles vs. Tasas". *Documento de Trabajo N°13*. Centro de Estudios Macroeconómicos de Argentina (CEMA).
- Clarke, G. R.G. y R. Cull (1998): "Why Privatize? The Case of Argentina's Public Provincial Banks". *Working Paper WPS 1972*. The World Bank.
- Clarke, G. R.G. y R. Cull (1999): "Provincial Bank Privatization in Argentina: The Why, The How and The So What". *Working Paper WPS 2159*. The World Bank.
- Garber, P. M., y V.U. Grilli (1986): "The Belmont-Morgan Syndicate as An Optimal Investment Banking Contract". *European Economic Review*. 30, 649-677.

- González Fraga, J. (2002). "La Convertibilidad: La Causa de la Crisis Bancaria Argentina". Documento de trabajo presentado en Moscú, Rusia, el 14 de noviembre de 2002.
- Harberger, A.C.(1984): "La Crisis Cambiaria Chilena de 1982" *Cuadernos de Economía*, 63, 123-126. Pontificia Universidad Católica de Chile.
- Heymann, D. (1983): "Wealth Perceptions and Aggregate Production". *Seminario. Centro de Investigaciones Económicas. Instituto Torcuato Di Tella*. Buenos Aires.
- Heymann, D. (2000): "Introducción: Comentarios Generales sobre el Comportamiento de la Economía y Temas Abiertos al Finalizar los Noventa", en *La Argentina de los Noventa: Desempeño Económico en un Contexto de Reformas, Tomo I, ed. por D. Heymann y B. Kosacoff*. Pág. 37-176. EUDEBA-CEPAL, Naciones Unidas. Buenos Aires.
- Heymann, D. (2000): "Políticas de Reforma y Comportamiento Macroeconómico", en *La Argentina de los Noventa: Desempeño Económico en un Contexto de Reformas, Tomo I, ed. por D. Heymann y B. Kosacoff*. Pág. 37-176. EUDEBA-CEPAL, Naciones Unidas. Buenos Aires.
- Heymann, D. y P. Sanguinetti (1994): "Fiscal Inconsistencies and High Inflation". *Journal of Development Economics*, 43 (1) , 85-104.
- Heymann D y P. Sanguinetti (1998): "Business Cycles from Misperceived Trends". *Economic Notes*, 27 (2), Banca Monte dei Paschi di Siena, Italia.
- Heymann, D., R. P. J. Perazzo y A. R. Schuschny (2002): "Dinámicas No Lineales y Modelos de Agentes Múltiples en Economía". *Mimeo*. Universidad de Buenos Aires.
- Martínez de Hoz, J. A. (1981): *Bases para una Argentina Moderna 1976-80*. Compañía Impresora Argentina. Buenos Aires.
- Morales, J.A. (1988): "La Inflación y la Estabilización en Bolivia". En *Inflación y Estabilización: La Experiencia de Israel, Argentina, Brasil, Bolivia y México, ed. por M. Bruno, G. Di Tella, R.Dornbusch y S. Fischer (1988)*, págs. 365-409.
- Olivera, J. H.G. (1961): "Inflación y Estructura Económica". En *Economía Clásica Actual, ed. por Julio H.G. Olivera*. Ed. Macchi, Buenos Aires. Pág. 3-9.

- Olivera, J. H.G. (1965): "Monetarismo vs. Estructuralismo". En *Economía Clásica Actual*, ed. por Julio H.G. Olivera. Ed. Macchi, Buenos Aires. Pág. 11-22.
- Olivera, J. H.G. (1967): "Aspectos Dinámicos de la Inflación Estructural". *Desarrollo Económico* (7), 262-266.
- Ramos, A. y R. Martínez (2000): "El Proceso de Inversiones en la Economía Argentina: Impacto de las Reformas de Política y Procesos de Decisión ante un Cambio de Incertidumbres", en *La Argentina de los Noventa: Desempeño Económico en un Contexto de Reformas, Tomo I*, ed. por D. Heymann y B. Kosacoff. Pág. 177-243. EUDEBA-CEPAL, Naciones Unidas. Buenos Aires.
- Rodríguez, C.A. (1980): "El Dólar y el Seguro de Cambio", en *Inflación y Estabilidad: El tipo de Cambio como Instrumento de Estabilización. Ensayos sobre la Experiencia Argentina Reciente*, ed. por R. B. Fernández y C.A. Rodríguez (1982). Ediciones Macchi, Buenos Aires.
- Rodríguez, C. A. (1981): "Managed Float: An Evaluation of Alternative Rules in the Presence of Speculative Capital Flows". *The American Economic Review*, 71(1), 256-260.
- Rodríguez, C. A. (1990): "Managing Argentina's External Debt: The Contribution of Debt Swaps" *Centro de Estudios Macroeconómicos de Argentina. Doc. de Trabajo N° 68*. Buenos Aires.
- Rubini, H. J. (2001): "Liquidity Traps and 'High' Interest Rates Under a Currency Board: An Introduction". *Presentado en la XXXVI Reunión Anual de la Asociación Argentina de Economía Política*. [www.aaep.org.ar](http://www.aaep.org.ar).
- Sekiguchi, D. (2000): "Argentina's Debt Dynamics: Much Ado About Not So Much" *Market Brief. JP Morgan Securities Inc.* New York.
- Streb, J. (1998): "Y, si no hay más remedio... Inflación, Desconfianza y la Desintegración del Sistema Financiero en Argentina". *Documento de Trabajo N° 128*. Universidad del CEMA. Buenos Aires.