

#10,00

ICONOS|12

~~FLACSO~~ - ~~Bibliotecas~~

Revista de FLACSO-Ecuador

No 12. noviembre, 2001

ISSN 13901249

Los artículos que se publican en la revista son de exclusiva responsabilidad de sus autores, no reflejan necesariamente el pensamiento de **ICONOS**

**Director de Flacso-Ecuador**

Fernando Carrión

**Consejo editorial**

Felipe Burbano de Lara (Editor)

Edison Hurtado (Co-editor)

Franklin Ramírez

Alicia Torres

Mauro Cerbino

Eduardo Kingman

**Producción:**

FLACSO-Ecuador

**Diseño e ilustraciones:**

Antonio Mena

**Impresión:**

Edimpres S.A.

FLACSO-Ecuador

Ulpiano Páez N 19-26 y Av. Patria

Teléfonos: 2232-029/ 030 /031

Fax: 2566-139

E-mail: [fburbano@flacso.org.ec](mailto:fburbano@flacso.org.ec)

[ehurtado@flacso.org.ec](mailto:ehurtado@flacso.org.ec)

FLACSO - Bibliotecas

# Indice

Coyuntura

---

6

**“Choque de civilizaciones”,**

fundamentalismo islámico y geopolítica de la nueva Guerra Fría

Marc Saint-Upéry



13

**La reforma fiscal deja intacto el problema del endeudamiento externo**

Fander Falconí,

Hugo Jácome

Dossier

---

22

El círculo vicioso de la transición:

**de la democracia formal a la poliarquía**

Pablo Andrade A.

33

Una democracia en busca de actores:

**reflexiones sobre el proceso político ecuatoriano a partir de la transición**

Francisco Sánchez López

47

**La crisis política en Colombia**

Pedro Santana Rodríguez

54

**Reconstruyendo la democracia en Perú: crisis y transición en la caída de Fujimori**

Carmen Rosa Balbi y

David Scott Palmer

Debate

---

66

**“Hay que romper los paradigmas que hemos construido”**

Discurso de Fernando Henrique Cardoso

en la recepción del Doctorado Honoris Causa otorgado por FLACSO



72

Apuntes sobre modernidad, reflexividad y política

**Más allá de la democracia dialógica.**

Natalia Catalina León G.

Diálogo

88

Diálogo con Axel Ramírez: **Las fronteras de la antropología y la antropología de las fronteras**

Mauro Cerbino

Temas

---

100

**La Bruja, la Tunda y la Mula:**

el diablo y la hembra en las construcciones de la resistencia afro-ecuatoriana

Paloma Fernández Rasines

108

Como insulina al diabético:

**la selección de fútbol a la nación en el Ecuador de los noventa**

Franklin Ramírez G.

Jacques Ramírez G.

Frontera

---

120

**Argentina: anatomía de una crisis**

Juan Jacobo Velasco

126

**La convertibilidad en Argentina:  
lecciones de una experiencia**

Alfredo Calcagno,

Sandra Manuelito y Daniel Titelman

142

Reseñas

---

148

Sugerencias bibliográficas

---

151

Contenido ICONOS 11

---



---

# La convertibilidad en Argentina: lecciones de una experiencia

Alfredo Calcagno,  
Sandra Manueliño y  
Daniel Titelman\*

## Introducción

En su larga experiencia en políticas antiinflacionarias, los países de América Latina han recurrido en repetidas ocasiones a esquemas de “ancla cambiaria”. Estos se adoptaron especialmente en situaciones de alta inflación a) en las que la moneda nacional tendía a ser sustituida por el dólar como unidad de cuenta y activo de reserva y b) en las que las constantes devaluaciones se repercutían rápidamente en el nivel general de precios, deterioraban las cuentas fiscales y la solvencia del sistema financiero y llevaban a un descontrol de la emisión monetaria. La fijación del tipo de cambio sirvió en general para interrumpir ese proceso pero, cuando se prolongó, introdujo rigideces en el funcionamiento de las economías. Al no permitir los ajustes necesarios de las tasas de cambio, condujo a grandes desequilibrios en las cuentas corrientes de la balanza de pagos, lo que llevó a su reemplazo por sistemas más flexibles.

Tanto el régimen de la convertibilidad en Argentina como la dolarización en Ecuador representan variantes del recurso a la “ancla cambiaria”. Empero, tienen rasgos propios que han llevado a

clasificarlos en una categoría aparte: la de los regímenes cambiarios “superfijos” o de “*hard peg*”<sup>1</sup>. Desde un punto de vista instrumental, estos regímenes asumen un mayor compromiso con el mantenimiento del tipo de cambio que en un régimen habitual de tipo de cambio fijo, al tiempo que establecen reglas monetarias muy rígidas. Desde un punto de vista estructural, no se presentan solamente como programas destinados a controlar la inflación y la especulación, sino como marcos estables para el funcionamiento y desarrollo de las economías. Por una parte, la renuncia a toda flexibilidad cambiaria y monetaria los dotaría de la credibilidad que le ha faltado a otros esquemas de cambio fijo, lo que los libraría de posibles ataques especulativos. Y por la otra, estos sistemas estarían dotados de mecanismos de ajuste automático que asegurarían su sustentabilidad, absorbiendo los posibles desequilibrios (en la medida en que se lleven a cabo reformas complementarias que flexibilicen el “sector real” de la economía) y haciendo fracasar cualquier movimiento especulativo, si se produjera.

Desde esta perspectiva, un examen del caso argentino es especialmente útil: se trata de una experiencia de más de diez años durante los cuales el poder político y los equipos económicos siguieron una misma línea y tuvieron plena latitud para realizar las reformas que estimaron necesarias<sup>2</sup>. En este lapso, el marco internacional alternó períodos de fácil acceso al crédito internacional y de retracción de los flujos financieros internacionales, lo que permite analizar la forma en que ha respondido la economía argentina a los *shocks* externos, positivos y negativos. Este artículo tiene por ob-

---

\* Los autores son Oficiales de Asuntos Económicos de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL). No obstante, las opiniones expresadas en este documento son de exclusiva responsabilidad de sus autores y pueden no coincidir con las de la organización.

jeto examinar algunos aspectos clave de la convertibilidad, pero no propone un balance global de la experiencia que debería incluir especialmente un análisis sectorial y social. En una primera parte, revisamos la evolución de los precios durante la convertibilidad; luego, examinamos los resultados obtenidos en el plano del crecimiento y el sector externo y, por último, abordamos la situación en el sector financiero y en el fiscal, que son claves para el mantenimiento de la convertibilidad.

## Precios

En Argentina, el sistema de convertibilidad ha tenido éxito en frenar la inflación: de una inflación de cuatro dígitos antes de la implementación del plan, la variación del IPC bajó a 84% en 1991 (con las mayores alzas concentradas en el primer trimestre, esto es, antes del inicio del programa), 18% en 1992 y 7,4% en 1993; desde 1995 ha oscilado entre +1,6% y -1,8%.<sup>3</sup>

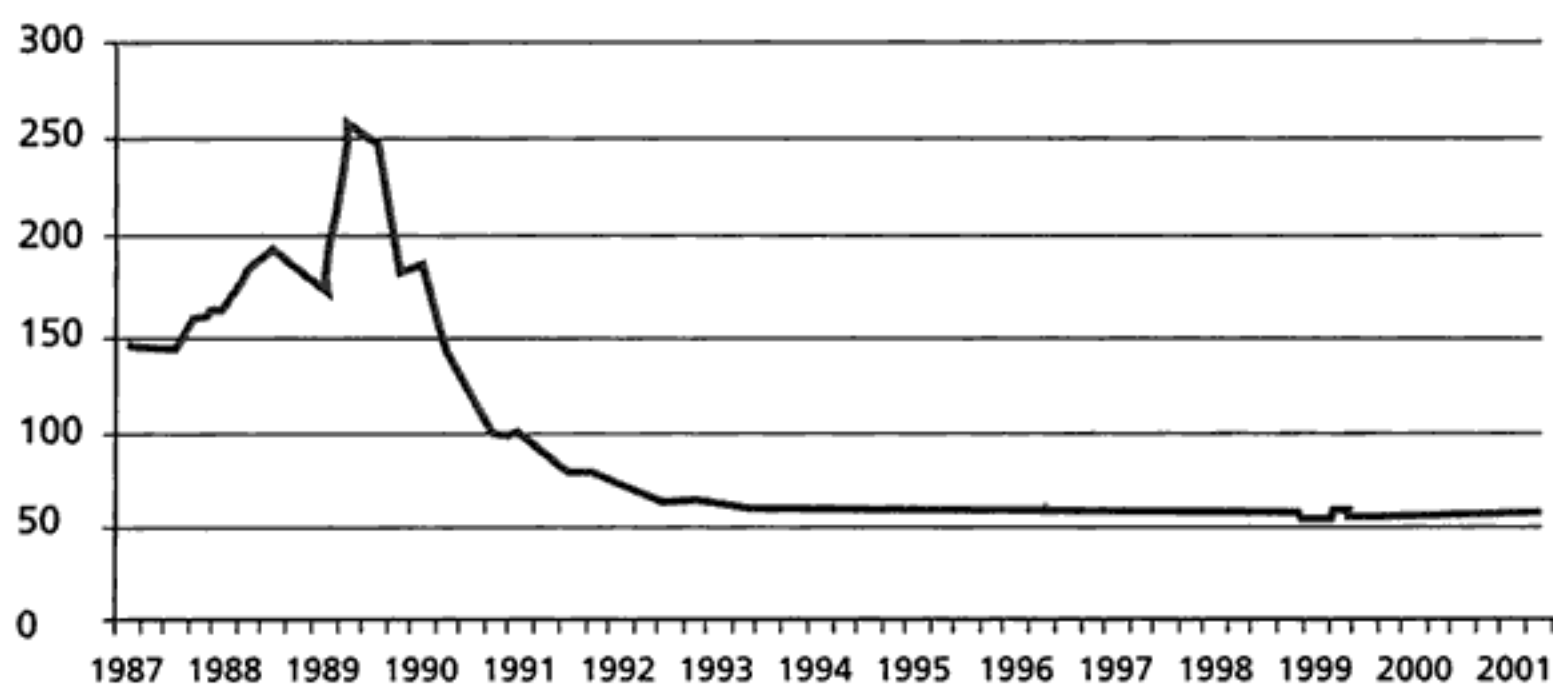
Este logro vino acompañado de un fuerte cambio en los precios relativos entre los bienes transables y los bienes no transables y servicios. Esta evolución puede observarse en el Gráfico 1; ahí se muestra la relación entre el índice de precios de los productos industriales (que en su mayoría son transables) y el índice de precios de los servicios (mayoritariamente no transables). Es

importante notar que, al momento en que la tasa de cambio fue fijada (en abril de 1991), los precios industriales ya se encontraban rezagados, en términos relativos. De hecho, hay que recordar que el plan de convertibilidad prolonga y hace explícito el uso de la “ancla cambiaria” que operó durante todo 1990; ese año la devaluación fue de 211%, frente a una inflación de 1.344%. Los precios relativos siguieron deteriorándose para los bienes transables, hasta que se estabilizaron en 1994. La estructura de precios resultante deterioró seriamente la competitividad de la economía.

El gobierno que asumió a fines de 1999 ha intentado revertir, al menos parcialmente, esta situación a través de una renegociación de los contratos de las empresas privatizadas proveedoras de servicios básicos (telecomunicaciones, energía, agua, peajes, etc.), que contemplara la disminución de tarifas<sup>4</sup>.

A primera vista, esta estrategia de absorber progresivamente el “atraso cambiario” mediante la disminución de determinados precios parece lograr algunos resultados: el IPC viene disminuyendo desde mediados de 1999, con un tipo de cambio estable con relación al dólar y una inflación de 2 a 3% en EE.UU. Un examen más cuidadoso muestra, sin embargo, las dificultades de corregir precios relativos y recuperar competitividad por esta vía. En primer lugar, el proceso es muy lento, pero sobre todo, no está eliminando las distor-

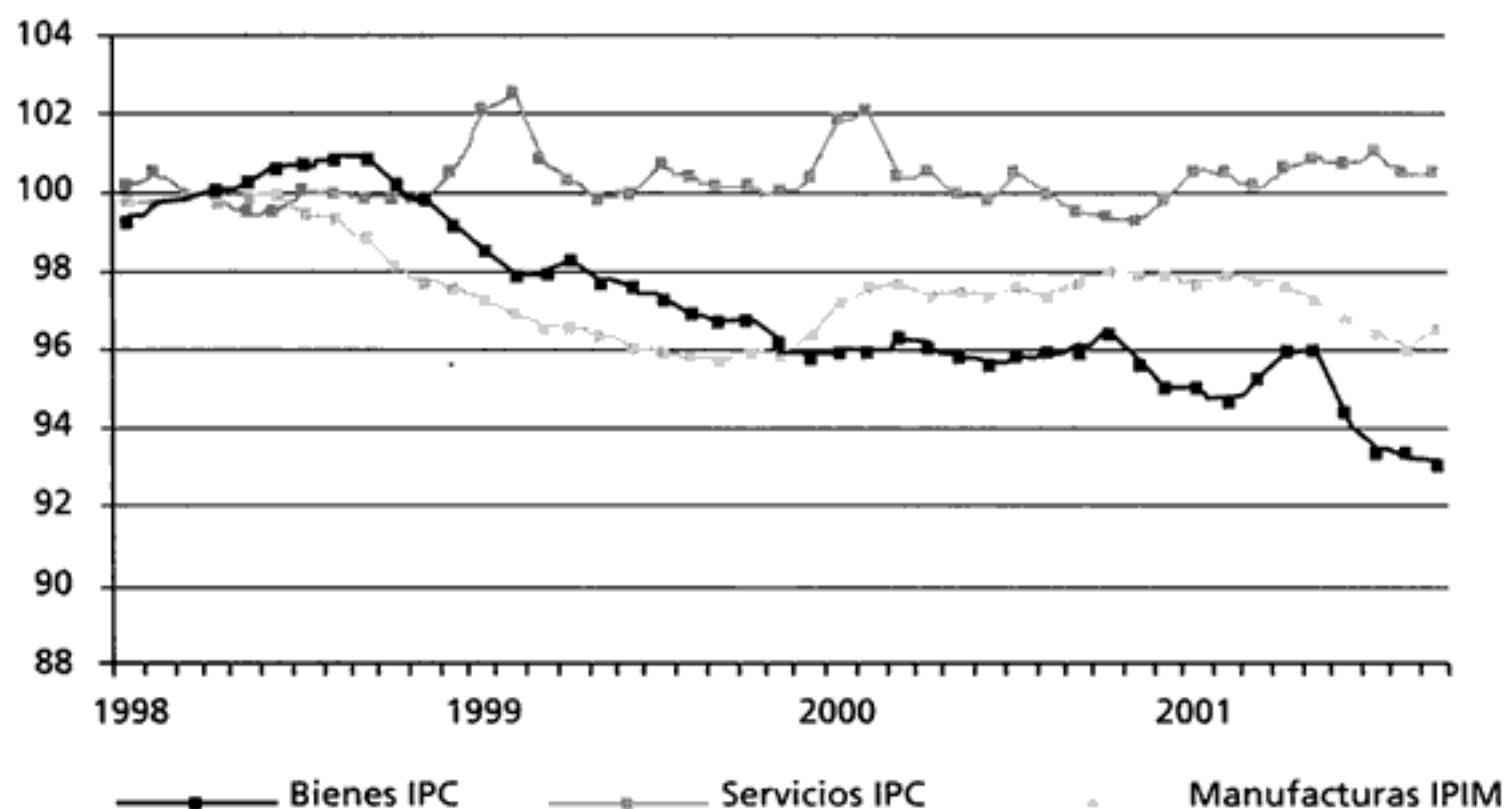
Gráfico 1  
Argentina: Relación entre los índices de precios de los bienes industriales y de precios de los servicios, primer trimestre de 1987- segundo trimestre de 2001\*



Fuente: Oficina de CEPAL en Buenos Aires, sobre la base de datos del INDEC. (\*) Los precios industriales están medidos por el IPM nacional no agropecuario exceptuando aquellos productos derivados de bienes típicamente pampeanos. Los precios de los servicios son componentes del IPC.

Gráfico 2

**Argentina: Evolución de los precios de los bienes y servicios de acuerdo al índice de precios al consumidor, y de los precios de las manufacturas\* según el índice de precios mayoristas, enero de 1998-septiembre de 2001. (Índices: marzo de 1998=100)**



Fuente: Instituto Nacional de estadísticas y Censos. (INDEC), Argentina. (\*) Incluye los precios de la energía eléctrica.

siones ya que el peso se ha apreciado respecto de las monedas de los principales socios comerciales (Brasil y Europa) y la deflación local, producto de la recesión, no está reequilibrando los precios relativos. En efecto, los precios que están disminuyendo no son los de los servicios, sino los de los bienes y las manufacturas (Gráfico 2). No ha habido, entonces, una corrección espontánea de precios relativos, y los esfuerzos por inducirla mediante negociaciones con los proveedores de los servicios privatizados, sin modificar la tasa de cambio, han sido infructuosos.

### Sector externo y actividad económica

La estabilización del nivel de precios, combinada con la entrada de capitales extranjeros, tuvo un efecto importante sobre la reactivación económica que tuvo lugar entre 1991 y 1994. En particular, estos factores permitieron una rápida remonezización de la economía y una expansión del crédito (especialmente de consumo), que dieron ímpetu a una reactivación basada en buena parte en el uso de la capacidad ociosa (cuadro 1).

Un aspecto central en este desempeño fue el acceso a abundantes capitales extranjeros. Recor-

Cuadro 1

**Argentina: Tasas medias de crecimiento anual del PIB, de las importaciones y de las exportaciones, entre 1990 y 2001\*.**

(Tasas calculadas mediante regresión, sobre la base de valores constantes de 1995).

	1990-1994	1994-1997	1997-2001
<b>Producto interno bruto</b>	6.5	3.6	-0.9
<b>Importaciones</b>	39.5	12.3	-5.2
<b>Exportaciones</b>	2.6	14.7	2.3

Fuente: CEPAL, sobre la base de cifras oficiales.

(\*) Los valores de 2001 se basan en las proyecciones del Centro de Proyecciones Económicas de la División de Estadísticas y Proyecciones Económicas de la CEPAL.



Cuadro 2 Entradas de capital extranjero (netas), 1992-2000 (promedio anual)				
	1992-1994	1995-2000	1992-1994	1995-2000
	Miles de millones de dólares		en %	
<b>Flujos de capital al sector publico</b>	<b>3.2</b>	<b>8.8</b>	<b>27.5</b>	<b>68.6</b>
Privatizaciones	2.3	1.2	19.5	9.3
Préstamos externos	0.9	7.6	8.0	59.3
<b>Flujos de capital al sector privado</b>	<b>8.6</b>	<b>4.0</b>	<b>72.5</b>	<b>31.4</b>
Sector financiero (excl. Banco Central)	1.1	0.7	9.6	5.1
Préstamos externos al sector no financiero	3.3	3.6	27.7	28.4
Otros movimientos de capital	1.1	-6.1	8.9	-47.3
IED & inversión de cartera	3.1	5.8	26.4	45.3
<b>Total</b>	<b>11.8</b>	<b>12.9</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>

Fuente: Sobre la base de Secretaría de Programación Económica y Regional, Ministerio de Economía y Obras y Servicios Públicos. *Informe Económico* (varios números) y *Estimaciones Trimestrales del Balance de Pagos y Activos y Pasivos Externos* (varios números).

demos que el lanzamiento del plan de convertibilidad coincidió con el reinicio de los flujos de capitales hacía América Latina, y que la renegociación de la deuda externa, en el marco del Plan Brady, facilitó el acceso a estos capitales.

El régimen de convertibilidad demostró ser un ávido consumidor de divisas. Empezó, es cierto, con un muy bajo nivel de importaciones; empero, estas aumentaron a una tasa mucho más rápida que las exportaciones durante los primeros años, transformando un excedente comercial de 8 mil millones de dólares en 1990 en un déficit de igual magnitud en 1994. Las exportaciones crecieron significativamente entre 1993 y 1996 en valores corrientes, estancándose luego. Ese incremento obedeció en gran medida a la institución del Mercosur, dentro del cual se desarrollaron procesos de especialización que incrementaron notablemente el comercio intrasectorial e intrafirma, poco sensible al tipo de cambio real. También crecieron algunas exportaciones primarias, petroleras y agrícolas, que tampoco dependen significativamente

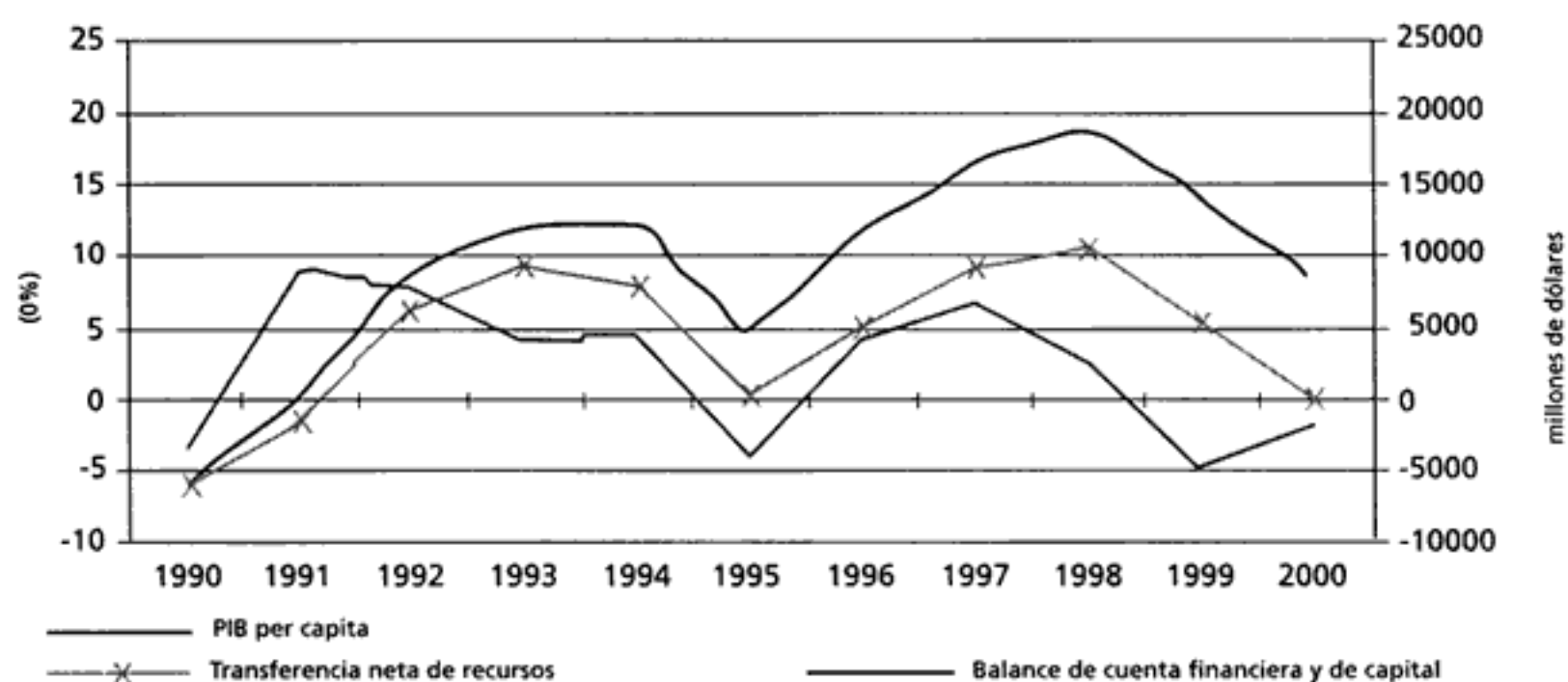
del tipo de cambio. Pero este aumento no ha sido sostenido, ni ha podido evitar un permanente déficit comercial entre 1992 y 2000.

A ese desequilibrio se sumaron las remesas de utilidades y el pago de intereses, que crecieron con el aumento de la deuda externa y de la inversión extranjera directa durante los años noventa (principalmente por venta de empresas, públicas y privadas, a inversores extranjeros). Esto condujo a un déficit en la cuenta corriente del balance de pagos que ha resultado muy difícil de reducir: entre 1997 y 2000 este déficit se mantuvo entre 10 y 15 mil millones de dólares, esto es, entre 35% y 50% de las exportaciones de bienes y servicios.

En este marco, la captación de considerables sumas de capitales externos ha sido indispensable para mantener la convertibilidad. Para financiar el desequilibrio en cuenta corriente y para acumular reservas con las que respaldar la base monetaria, fueron necesarios más de 112 mil millones de dólares, en términos netos, entre 1992 y 2000. La composición de este financiamiento ha ido va-

Gráfico 3

**Argentina: Producto Interno Bruto por habitante, transferencias netas de capital y transferencias netas de recursos, 1990-2000**



Fuente: CEPAL, sobre la base de cifras oficiales. Variación porcentual anual del PIB per capita y transferencias netas de capital y de recursos en millones de dólares.

riando. Durante los primeros tres años, hasta la crisis de 1995, las entradas netas de capitales fueron de 11.800 millones de dólares anuales en promedio. Aproximadamente un 27% de este monto vino de operaciones del sector público, mientras que el 73% restante (capitales de corto plazo, colocaciones de bonos y inversión de cartera) se orientó al sector privado (cuadro 2).

A partir de 1995, las necesidades de financiamiento externo aumentaron hasta un promedio anual de 12.900 millones de dólares, pese a que la tasa media de crecimiento del producto cayó abruptamente. Esto de por sí representa un resultado adverso para la estrategia anunciada al principio de la convertibilidad. De acuerdo a ella, las reformas y privatizaciones iban a generar tales ganancias de productividad que los desequilibrios de la balanza de pagos desaparecerían en breve plazo, gracias a un rápido aumento de las exportaciones y a una mayor competitividad de los sectores transables. Todo esto sin necesidad de modificar el tipo de cambio. Junto con el monto de financiamiento requerido cambió también su composición. Disminuye el financiamiento al sector privado y se producen flujos netos de capitales de corto plazo fuertemente negativos. Otros capitales de más largo plazo continuaron entrando principalmente bajo la forma de colocaciones netas de títulos de deuda privada (fueron particularmente relevantes en 1997, para luego declinar hasta vol-

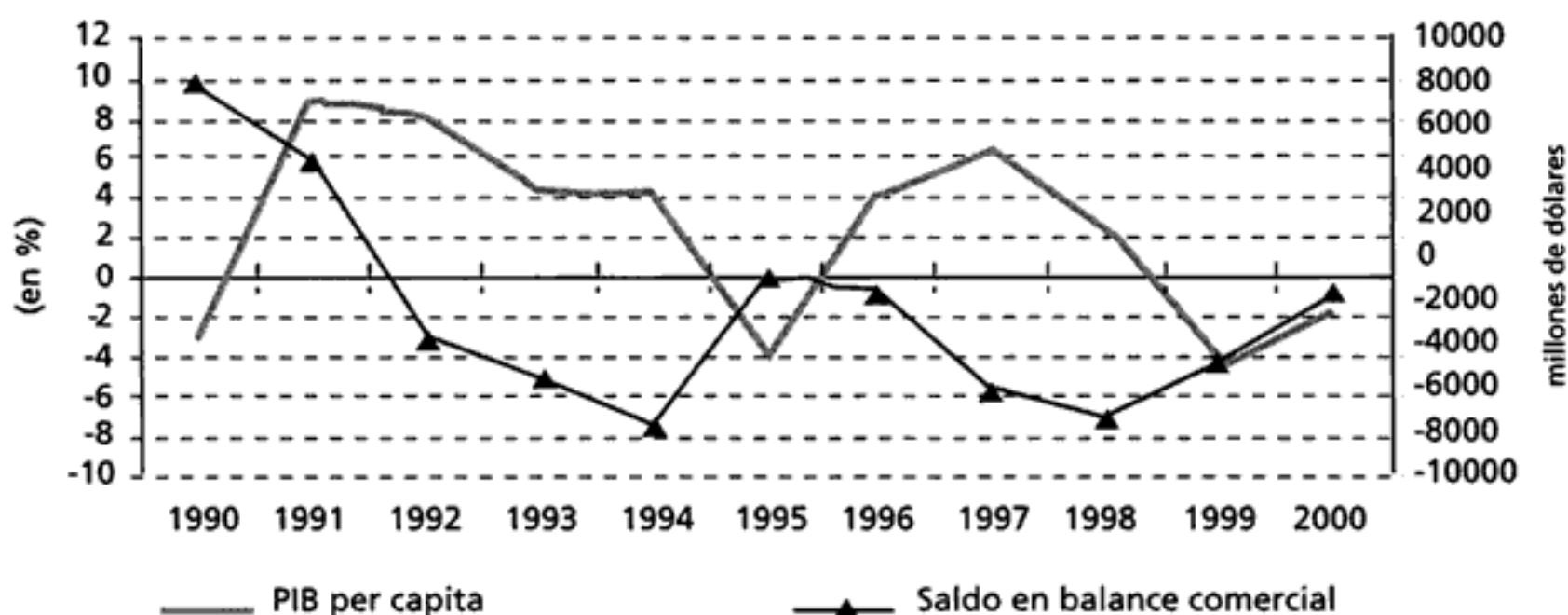
verse negativa en 2000), y de IED, que corresponde en buena medida a la compra de bancos y empresas argentinas por inversores extranjeros. Del lado del sector público, las privatizaciones fueron todavía significativas, pero fue el alza en el endeudamiento público la que explicó la mayoría de los capitales entrados.

Como se puede ver, la situación cambió significativamente con la crisis de 1995 y las crisis posteriores en Asia y Rusia. Los flujos de capital dirigidos al sector privado disminuyeron fuertemente y, exceptuando la IED, la tendencia claramente se volcó a una salida de capitales<sup>5</sup>. En esta segunda etapa, el sector público proveyó 69% del total del financiamiento externo mediante la colocación de deuda externa (existía ya poco que privatizar). La deuda externa total pasó de 58.600 millones de dólares en 1991 a 147.000 millones en 2000 (cerca de 5 veces las exportaciones); 60% de este monto corresponde al sector público<sup>6</sup>.

Así, desde 1995 la convertibilidad se ha mantenido gracias al creciente endeudamiento externo del sector público. Los elevados saldos de endeudamiento externo así como IED e inversión de cartera generaron un déficit estructural en la balanza de servicios factoriales que ha llegado a representar 40% de las exportaciones. Si además se le agregaran los vencimientos de capital, se excedería largamente el monto total de las exportaciones. Esta situación colocó a Argentina en virtual situa-



Gráfico 4

**Argentina: Crecimiento del PIB por habitante y balanza comercial (bienes y servicios)**

Fuente: CEPAL, sobre la base de cifras oficiales. Variación porcentual anual del PIB per cápita y saldo en balance comercial en millones de dólares.

ción de insolvencia: sólo puede servir su deuda si se le prestan los recursos para hacerlo, en un engraje de endeudamiento creciente y sin crecimiento económico. Para prevenir la cesación de pagos, a fines de 2000 se negoció un paquete de ayuda liderado por el FMI para cubrir o renovar vencimientos en 2001 y 2002 (fue el llamado "blindaje"), y en junio de 2001 se realizó un canje de deuda por 30.000 millones de dólares, difiriendo algunos pagos de capital e intereses, pero aceptando tasas de interés muy elevadas<sup>7</sup>. El que ninguno de estos programas haya logrado restablecer la situación del sector externo ni el acceso a los mercados voluntarios de capital muestra que no se está frente a un problema transitorio de iliquidez.

La dependencia de los flujos de capitales se ha manifestado también en la inestabilidad del crecimiento. Durante los años noventa, se verificó una fuerte correlación entre la transferencia neta de recursos y la tasa de crecimiento (Gráfico 3). Períodos de crecimiento se asocian con un aumento del déficit comercial (Gráfico 4), compensado con creces por la entrada neta de capitales; pero basta con una disminución de esa entrada para que la economía entre en recesión. Más aún, se percibe una brecha creciente entre los flujos netos de capitales y la transferencia neta de recursos, debido al peso creciente de los intereses y utilidades.

### Sistema financiero

La convertibilidad introduce un modo de funcionamiento del sistema monetario-financiero que, supuestamente, aseguraría su perdurabilidad<sup>8</sup>. El principio básico consiste en vincular la emisión de moneda por el Banco Central a la acumulación de reservas internacionales. Concretamente, el valor de la base monetaria no puede exceder el de las reservas internacionales al tipo de cambio fijado por la ley (1 peso=1 dólar). Es cierto que se mantiene un margen de flexibilidad al computarse como reservas internacionales cierta cantidad de títulos públicos argentinos (que no pueden superar 33% de las reservas totales) que, al no ser activos sobre el exterior, no son verdaderas reservas. De cualquier forma, esta regla monetaria ha dado pie a la idea, importante para dar confianza a los depositantes, que "todos los pesos están respaldados por dólares en el Banco Central", lo cual en rigor sería aproximadamente cierto para la base monetaria, pero no para los depósitos bancarios (las distintas definiciones de M2 o M3 exceden con mucho a las reservas internacionales del Banco Central).

La regla monetaria también introduce, en teoría, un mecanismo automático de ajuste, similar al del esquema del patrón oro. Según éste, si se acumulan reservas, se expande el crédito y baja la tasa de interés, lo cual lleva a un incremento de la actividad económica. En la medida en que esto

---

ocasiona un desequilibrio externo (puesto que las importaciones tienden a crecer más rápidamente que el producto), se contraen las reservas internacionales, disminuye la liquidez del sistema bancario, cae el crédito y aumenta la tasa de interés. Luego disminuyen la actividad económica y las importaciones, al tiempo que la mayor tasa de interés atrae capitales extranjeros, restableciendo el balance externo y dando lugar a una recuperación económica. De este modo, la estrecha relación entre la balanza de pagos y la liquidez garantizaría la continuidad del sistema y las limitaciones de la política monetaria tendrían menos consecuencias.

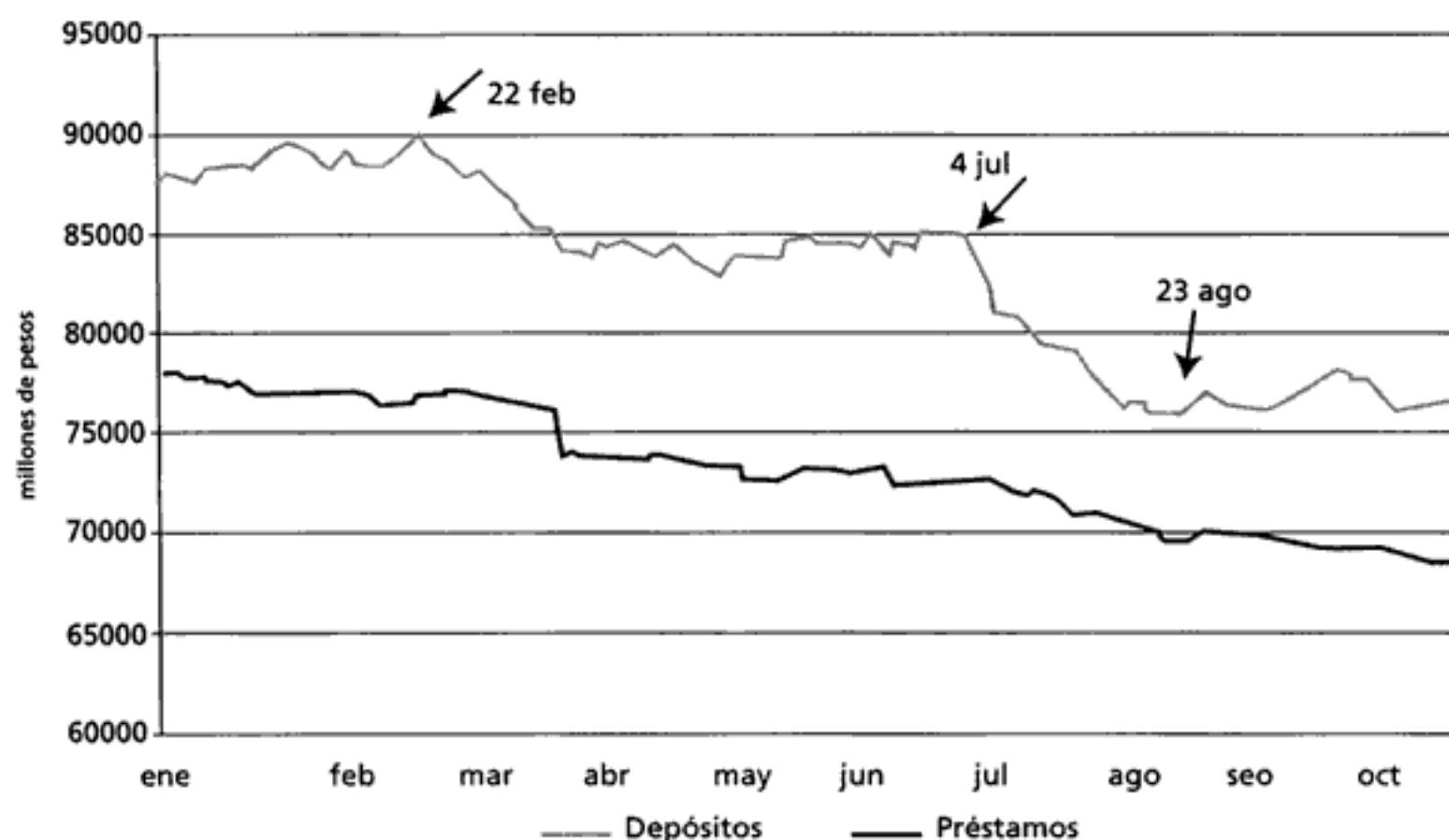
La experiencia argentina no avala estos postulados teóricos; de hecho, se observa una marcada asimetría entre los períodos de expansión de las reservas y los de contracción. Durante los primeros (por ejemplo, entre 1991 y 1994, y luego entre 1996 y 1998), se verificó un incremento simultáneo de las reservas internacionales, la base monetaria, el crédito y los depósitos bancarios, de acuerdo con el mecanismo teórico. La expansión conjunta fue notable durante los primeros años de la convertibilidad, cuando se produjo una rápida remonetización de la economía (el índice de monetización pasó de 5,4% en 1990 a 17% del PIB en 1994), al tiempo que las reservas internacionales pasaban de 6.400 millones de dólares a 25.100 millones entre esos años. Los préstamos al sector privado crecieron un 73% en términos reales entre fines de 1991 y fines de 1994, mientras que los depósitos lo hacían un 119%. Entre fines de 1995 y fines de 1998, también se observa una expansión general, aunque a tasas disímiles: entre esas fechas, las reservas crecen 65%, los depósitos 80% y los créditos 47%. La diferencia en las tasas se debe, en gran medida, a la recomposición de los balances bancarios después de la crisis de 1995.

Esto nos lleva al examen de los episodios de contracción de las reservas, que son los que brindan la verdadera prueba del funcionamiento de este esquema monetario. El primer episodio ocurrió en 1995, en ocasión de la crisis mexicana. Durante los tres primeros meses de ese año se perdieron 5.800 millones de dólares de reservas (36% del saldo de fines de 1994). Si comparamos los balances del Banco Central de noviembre de 1994 (para eliminar la estacionalidad de diciembre) y de mayo

de 1995 (para incluir la asistencia financiera por 1.900 millones de dólares recibida en abril), vemos que las reservas cayeron 2.706 millones de pesos. En teoría, la base monetaria se debería haber contraído en montos similares, pero no fue así: sólo cayó 886 millones de pesos. Por su parte, M1 (la suma del circulante y de los depósitos a la vista) se mantuvo estable. Al mismo tiempo, hubo una salida de depósitos (en pesos y dólares) de 6.500 millones de pesos. Esta caída contrasta con la cuasi estabilidad de los saldos de crédito (en pesos o dólares) que apenas disminuyeron 320 millones de pesos. Varias enseñanzas surgen de este episodio. Por una parte, se constató que las reservas no funcionan como respaldo de la base monetaria, ya que no es ésta ni son los medios de pago (M1), los que fueron cambiados por dólares: fueron los depósitos a plazo. Asimismo, se comprobó que frente a una pérdida de depósitos, los bancos no pudieron contraer los créditos en la misma medida: no es en medio de una crisis cuando pueden cobrar los créditos de sus clientes; deben renovarlos a su vencimiento, o admitir su incobrabilidad. Esta situación (perder recursos sin poder contraer activos) los llevaba a la quiebra si no recibían un financiamiento de emergencia. Por su parte, las reservas no eran suficientes para seguir cambiándose por los depósitos, si la corrida se mantenía.

Como se puede ver, no hubo ajuste automático: ni la base monetaria cayó con las reservas, ni los préstamos disminuyeron con los depósitos. Lo que hubo fue un rescate en gran escala liderado, primero, por el Banco de la Nación Argentina (estatal), y luego por el Banco Central mismo, a través de redescuentos y operaciones de pases para inyectar liquidez por 3.500 millones de pesos (para ello, se cambió por decreto la ley que establece la Carta Orgánica del BC). Asimismo, se flexibilizaron los requisitos de encajes obligatorios de los bancos, se reinplantó una garantía de depósitos y se constituyeron dos fondos para financiar la reestructuración del sistema bancario, incluyendo fusiones y transferencias. De este modo, el Banco Central tuvo una intervención decisiva para enfrentar la crisis bancaria. Esto no significa que buscara preservar a todos los bancos; por el contrario, a partir de la crisis, favoreció activamente la concentración del sistema bancario y la

Gráfico 5  
Depósitos totales y préstamos al sector privado del sistema financiero,  
enero a octubre de 2001



Fuente: Boletín Estadístico, Banco Central de la República Argentina.

penetración de bancos extranjeros: su parte de mercado pasó de 16% en noviembre de 1994 a 48% en octubre de 2000.

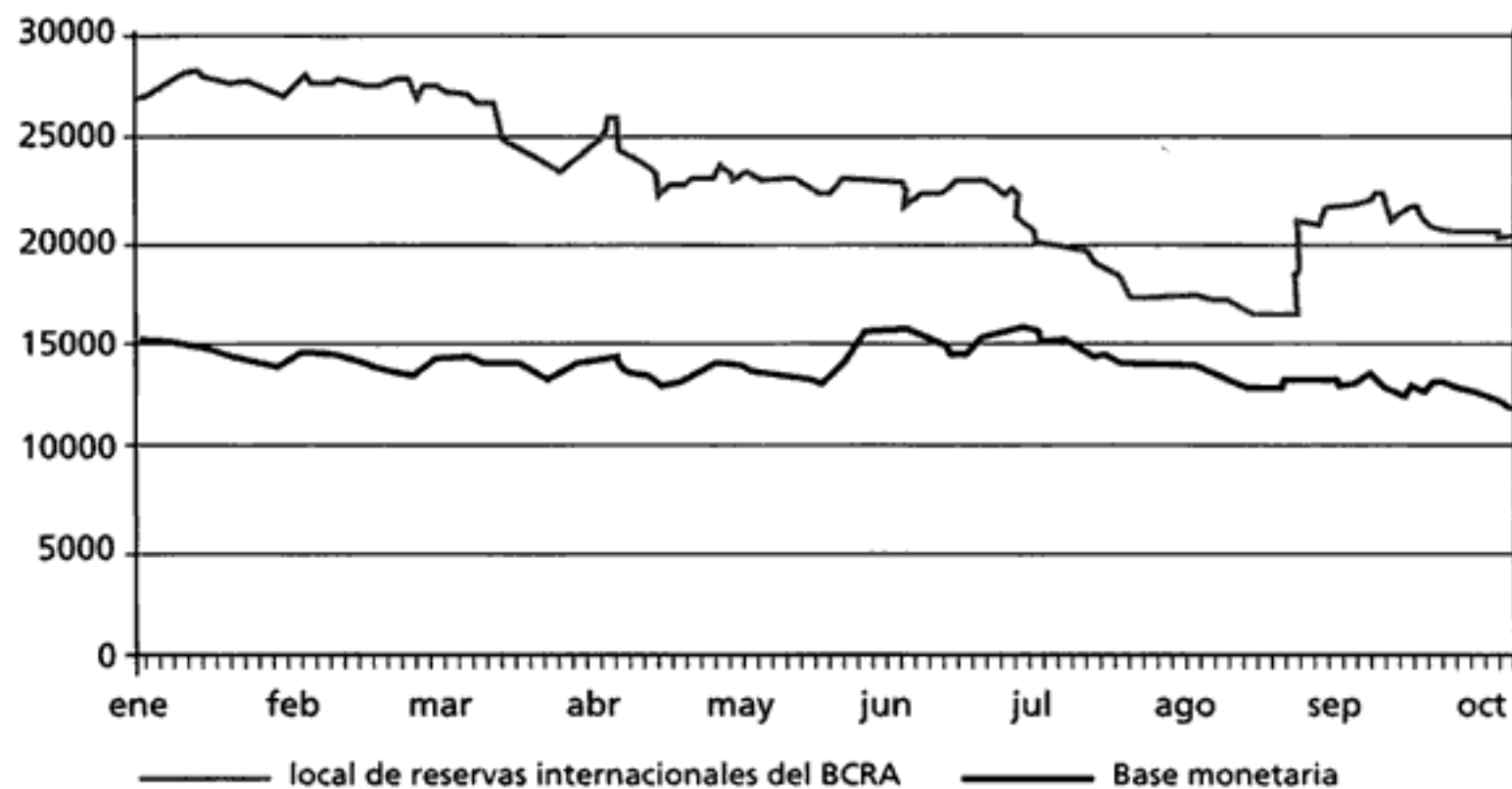
Un nuevo episodio se presentó entre marzo y agosto de 2001 cuando volvieron a caer simultáneamente los depósitos de los bancos y las reservas del Banco Central. En seis meses, el Banco Central llegó a perder 12 mil millones de dólares de reservas. Como en 1995, el motor del proceso fue la fuga de depósitos del sistema bancario (la fuga se concentró en los depósitos de más de 1 millón de pesos o dólares); pero a diferencia de 1995, el detonador de la corrida en marzo de 2001 no fue exógeno. La prolongación de la depresión económica disipó el efecto del anuncio del "blindaje"; la incertidumbre se agravó con dos cambios en pocas semanas del equipo económico. La vuelta de Domingo Cavallo a la conducción económica frenó el proceso en abril, sin revertirlo. Las políticas activas ensayadas en el plano arancelario (subiendo aranceles de bienes de consumo y reduciendo los de bienes de capital), tributario (con las desgravaciones previstas en los "planes de competitividad") y cambiario (introducción del euro en la definición del tipo de cambio para el comercio exterior) no lograron reactivar la economía. El costoso canje de deuda no lo-

gró despejar los riesgos de *default*, al persistir el desequilibrio externo y deteriorarse la recaudación impositiva. En ese marco, en julio se reinicia la fuga de depósitos, que esta vez afecta a grandes y pequeños depósitos por igual; desde febrero, los bancos llegaron a perder depósitos por 13.500 millones de pesos (15% del total), principalmente los pactados en pesos, pero también en dólares (Gráfico 5). Los bancos respondieron utilizando parte de su liquidez en el exterior y reduciendo en parte los préstamos al sector privado. El Banco Central actuó también en esta ocasión para apoyar al sistema bancario: redujo los requisitos de efectivo mínimo y de liquidez y prestó 1.800 millones a los bancos mediante operaciones de pase. La corrida bancaria recién se detuvo a fines de agosto cuando se anunció un nuevo apoyo financiero del FMI por 8.000 millones de dólares, parte de los cuales se destinaron a recomponer reservas. Una vez más, la contracción de las reservas no tuvo como contrapartida una disminución similar de la base monetaria (véase el Gráfico 6) y fue necesario un rescate externo para detener el proceso de salida de depósitos y reservas. Una vez más, también, se comprobó que el sistema es vulnerable y que no cuenta con un mecanismo endógeno de ajuste.



Gráfico 6

**Reservas internacionales del Banco Central y base monetaria, enero a octubre de 2001**



Fuente: *Boletín Estadístico*, Banco Central de la República Argentina.

En el momento de escribir este artículo, los depósitos todavía no se habían recuperado y los préstamos al sector privado seguían disminuyendo. Las tasas de interés muestran niveles muy elevados dentro de una alta volatilidad, lo que estaría deteriorando la calidad de las carteras bancarias y haciendo más difícil la salida de la depresión. El diferencial entre tasas en pesos y en dólares muestra la existencia de un riesgo cambiario, pero la subida del costo en dólares muestra que también existe un alto riesgo de insolvencia (Gráfico 7). A su vez, las altas tasas de interés están repercutiendo fuertemente sobre las cuentas fiscales de los gobiernos nacional y provinciales.

### Sector fiscal

Al inicio de la convertibilidad, las cuentas fiscales mejoraron por varios motivos: la estabilización y la reactivación de la economía, el menor costo real de la deuda pública en dólares, la menor erosión inflacionaria de los ingresos fiscales devengados (el efecto Olivera-Tanzi al revés) y la ampliación de la base impositiva gracias al incremento de la actividad y de las importaciones. También se contó con cuantiosos ingresos por privatizaciones. Estas nuevas condiciones, combinadas con un mejor

funcionamiento del sistema tributario, permitieron una subida de los ingresos fiscales y una fuerte disminución del déficit, pese a que también aumentaron los gastos.

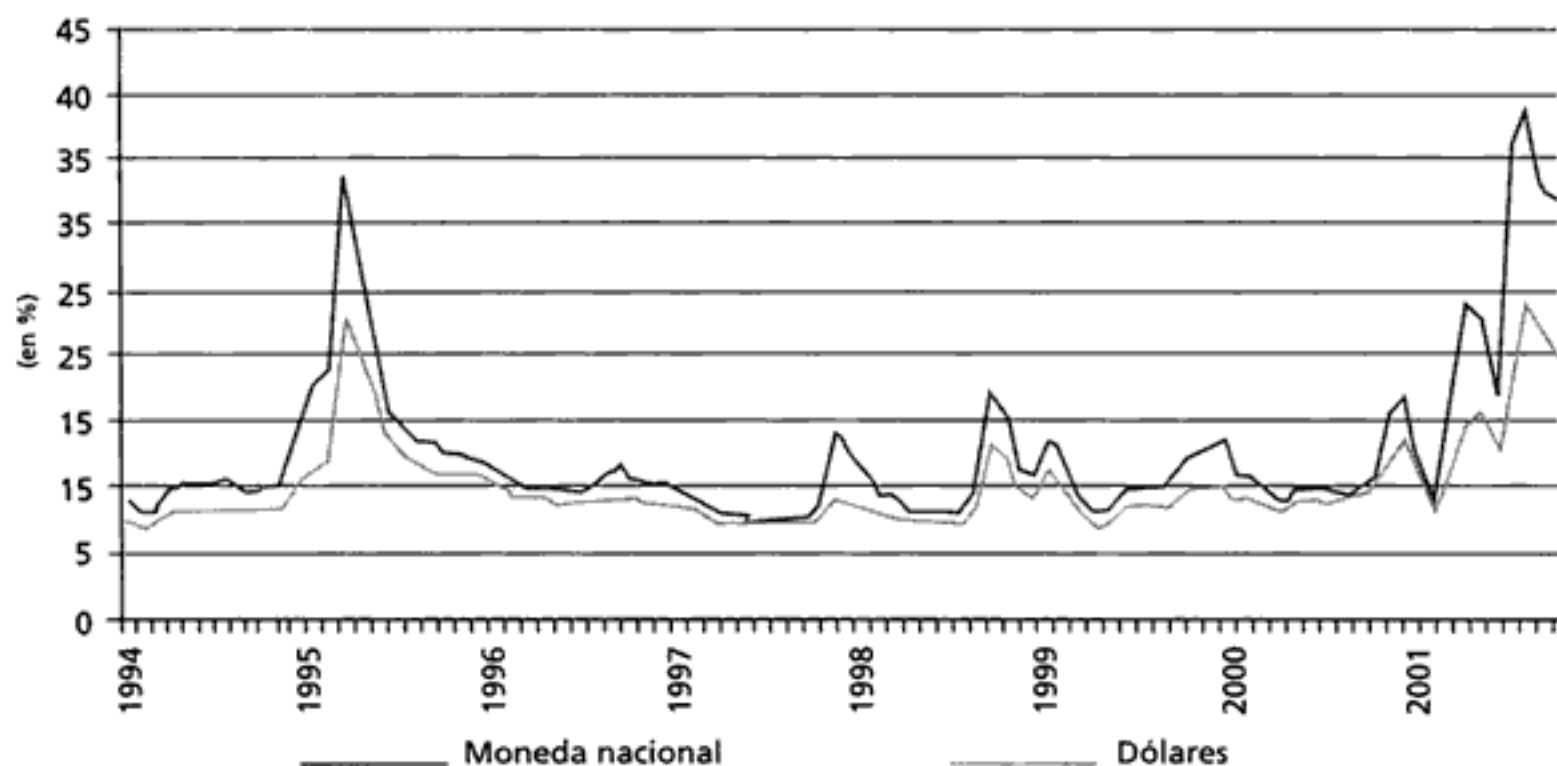
A mediados de los años noventa, empezaron a agotarse varios de estos factores. Las privatizaciones disminuyeron en importancia y empezaron a gravitar factores negativos introducidos por el modelo económico, tales como el peso de un endeudamiento público creciente y el costo fiscal de la reforma del sistema de seguridad social.

En junio de 1994 se reformó el sistema de pensiones, dando origen al Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones. Este se estructura en torno a un primer pilar de reparto administrado por el Estado que otorga una prestación básica o pensión mínima. Un segundo pilar otorga a los trabajadores la posibilidad de optar entre un régimen de reparto con beneficios definidos administrado por el Estado, o uno de capitalización individual gestionado por el sector privado a través de las Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (AFJP).

Independientemente de las bondades o problemas que el nuevo sistema presente en el mediano y largo plazo, lo que interesa destacar para efectos de este trabajo es que la reforma ha tenido efectos negativos sobre las cuentas fiscales (Gráfi-

Gráfico 7

Tasa de interés a las empresas de primera línea, a 30 días plazo, en pesos y en dólares



Fuente: Boletín Estadístico, Banco Central de la República Argentina.

co 8), contribuyendo a un déficit creciente. Varios factores inciden en esa tendencia. Por una parte, la estructura de gastos de la seguridad social a cargo del Estado ha mantenido su tendencia anterior a la reforma ya que las AFJP no se hacen cargo todavía de pagos significativos, mientras los ingresos totales (aportes personales y contribuciones patronales) tienden a disminuir. En esta reducción inciden la disminución de los salarios, los altos niveles de desempleo, subempleo y empleo informal y los beneficios que le fueron otorgados a distintas empresas para disminuir sus contribuciones patronales. Ahora bien, la reforma dispone que el Estado debe transferir a las AFJP las contribuciones correspondientes al sistema de capitalización (unos 4.300 millones de dólares anuales entre 1998 y 2000), quedando solamente el "ingreso neto" como ingreso fiscal (Gráfico 8). El déficit que surge al comparar ese ingreso neto con el gasto total es, por consiguiente, sustancialmente superior.

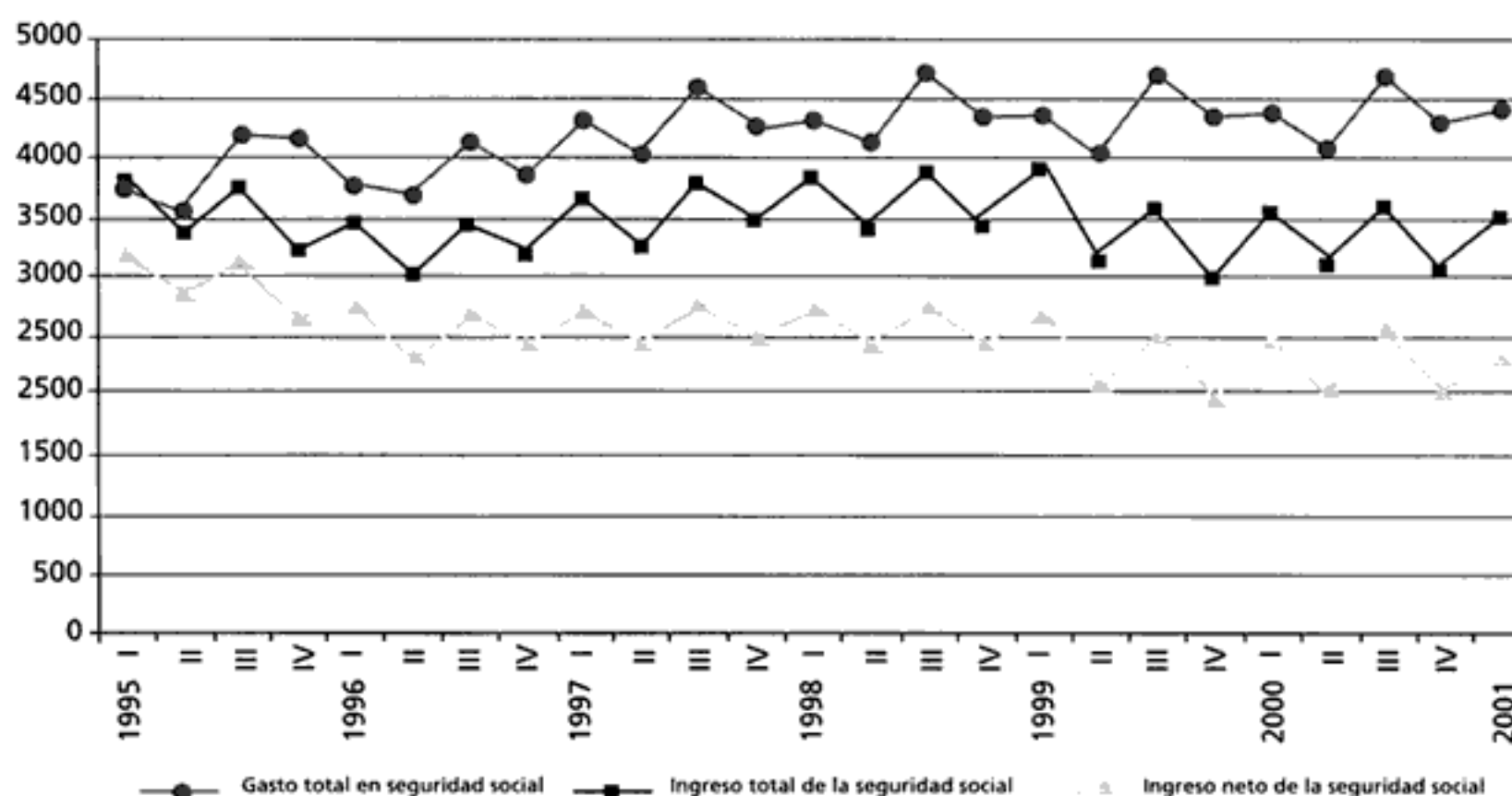
Otro factor que ha gravitado decisivamente en el déficit fiscal es la carga de intereses de la deuda pública. Estos representaban 6,5% de los ingresos corrientes en 1993, 9,8% en 1996 y 21,4% en el primer semestre de 2001. Es el rubro que explica, por sí solo, el incremento del gasto de los últimos años (Gráfico 9). Las crecientes dificultades para acceder al financiamiento se reflejan en las elevadas tasas que debe pagar el gobierno cuando debe

cubrir un vencimiento con nueva deuda. Las altas tasas con las que el sistema bancario ha tratado de retener sus depósitos también afectan las cuentas públicas, ya que esas tasas sirven para determinar el costo de la deuda pactada a tasa variable. Por su parte, la recaudación fiscal tiende a disminuir. Con ingresos tributarios estrechamente vinculados al nivel de actividad (IVA, ganancias, seguridad social, importaciones), la recaudación se vio afectada por la depresión económica en la que Argentina entró a mediados de 1998 (Gráfico 10).

Varias tentativas fueron hechas por el gobierno de De la Rúa para reducir el déficit fiscal en una coyuntura recesiva, tanto a través del corte de gastos como a través de cambios en la estructura de los impuestos. Del lado de los ingresos, se procuró incrementar el cobro de impuestos mediante la reducción del mínimo no imponible a las ganancias personales y la eliminación de algunas exenciones al IVA. También se creó un impuesto sobre las transacciones financieras que grava con 0,6% tanto los débitos como los créditos en cuentas corrientes (con algunas excepciones como el pago de salarios y jubilaciones). Parte de este impuesto puede computarse a cuenta del pago de IVA y de ganancias. Se aumentaron y uniformizaron las contribuciones patronales pudiendo también tomarse el incremento a cuenta de IVA. Al mismo tiempo, se lanzaron los "planes de compe-



Gráfico 8  
**Ingresos y gastos de la seguridad social**  
 (millones de pesos, datos trimestrales, 1995-2001)



Fuente: Dirección Nacional de Investigaciones y Análisis Fiscal, Secretaría de Hacienda, Ministerio de Economía.

titividad” para apoyar a determinados sectores, pero que debería generalizarse en un futuro al conjunto de la economía<sup>9</sup>. Esos planes eliminan los impuestos a la renta mínima presunta y al endeudamiento empresario y permiten computar todas las contribuciones patronales al pago del IVA; a cambio, las empresas se comprometen a no despedir personal hasta marzo de 2003 y a realizar esfuerzos para mejorar su competitividad. También se modificaron los aranceles a las importaciones, incrementando los de los bienes de consumo hasta el máximo permitido por la OMC (35%), mientras se bajaba a 0% la tasa para los bienes de capital.

Del lado del gasto, al incluir algunos recortes de salarios, el gobierno procuró reducir los gastos corrientes no financieros ya entre sus primeras medidas. A fines de julio se dio un paso cualitativo en esa dirección al adoptarse la “Ley de Déficit Cero”. Esta dispone que, cuando los recursos presupuestarios resulten insuficientes para atender todos los gastos previstos, “se reducirán proporcionalmente los créditos correspondientes a la totalidad del Sector Público Nacional, de modo de mantener el equilibrio entre gastos operativos y recursos presupuestarios”. Entre los rubros sujetos a recorte se incluyen expresamente a los sueldos,

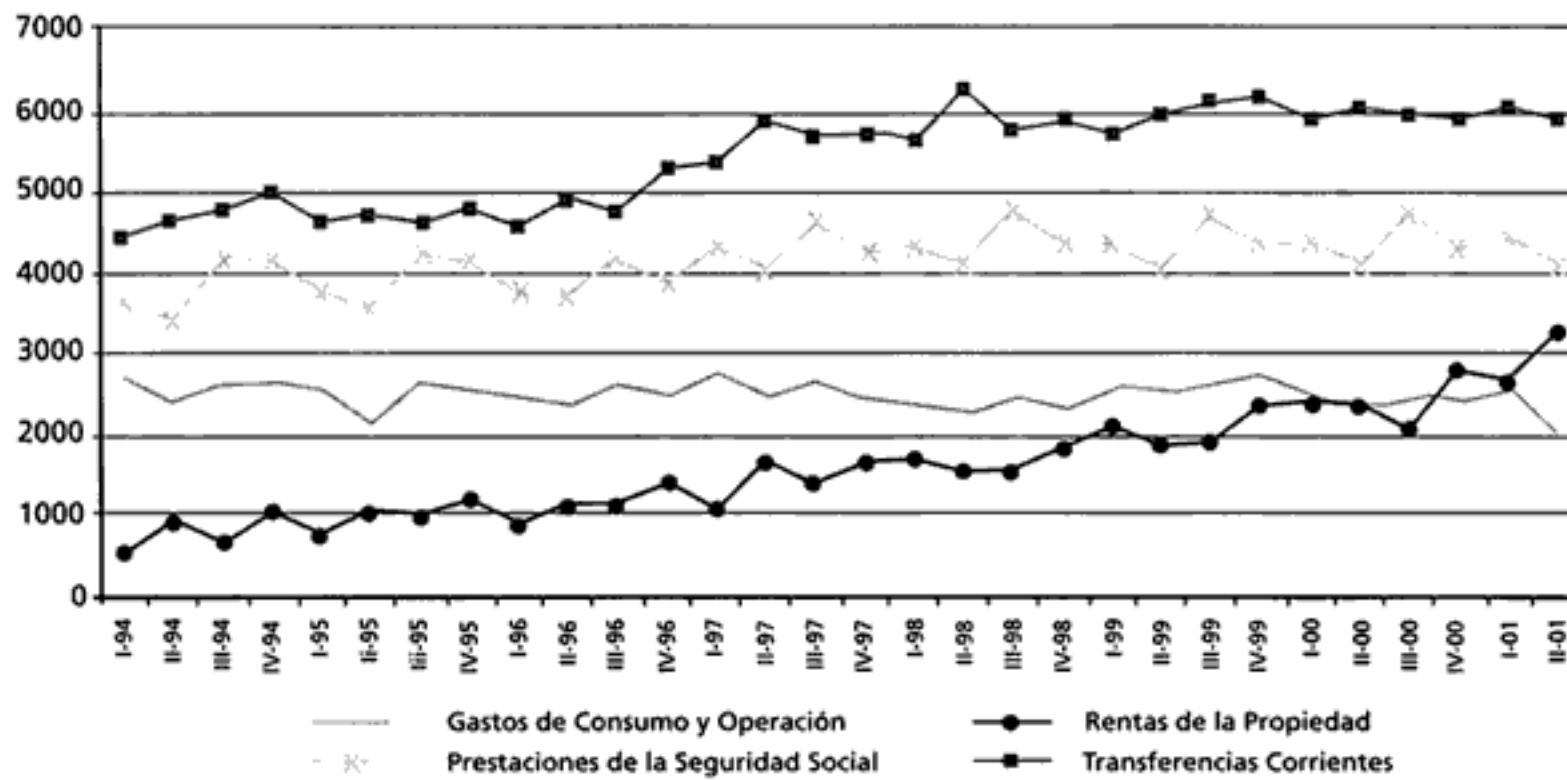
asignaciones familiares, jubilaciones y pensiones, pero no los intereses de la deuda pública. De hecho, esta ley busca dar un reaseguro a los acreedores para restablecer la confianza de los mercados internacionales en Argentina. Se estableció inicialmente un recorte general de 13%, incluyendo a los salarios y jubilaciones superiores a 500 pesos<sup>10</sup>.

La gran cantidad de cambios en el ámbito fiscal y su carácter reciente hace difícil establecer con precisión el efecto neto de las reformas. No está claro, por ejemplo, el costo fiscal de los planes de competitividad, ni el resultado neto de los regímenes de pago a cuenta; tampoco se puede estimar en qué medida las empresas signatarias de planes de competitividad están incrementando su eficiencia y preservando el empleo. Sí se está comprobando una caída sensible de la recaudación atribuible en gran medida a la crisis económica, a las dificultades para financiarse de muchas empresas y también a las dificultades administrativas y de control de la Dirección General Impositiva para adaptarse al nuevo esquema impositivo con múltiples pagos a cuenta.

Los sucesivos ajustes fiscales, al parecer, han sido hasta ahora contraproducentes una vez que contribuyeron a profundizar la crisis, reduciendo así la recaudación tributaria. Por su parte, las ven-

Gráfico 9

**Sector público nacional no financiero: gastos corrientes**  
(millones de pesos, datos trimestrales, 1994-2001)



Fuente: Secretaría de Hacienda, Ministerio de Economía.

Nota: las "transferencias corrientes" corresponden en su casi totalidad a las transferencias a las provincias de impuestos coparticipables.

tajas impositivas de los planes de competitividad y la supresión de los aranceles para los bienes de capital no han logrado reactivar la actividad económica ni la inversión. Se corrobora aquí una asimetría ya señalada por Keynes: en una situación de depresión económica, no se pueden mejorar suficientemente las perspectivas empresarias (la "eficacia marginal del capital") de manera de relanzar la actividad y la inversión a través de reducción de determinados costos (salarios, impuestos, precio de los bienes de capital, etc.), si los empresarios no anticipan un incremento de la demanda. En cambio, la reducción de salarios y jubilaciones entre otros gastos públicos, agravada por la incertidumbre de nuevos recortes o de la pérdida del empleo, deprime el consumo de las familias, lo que tiene un efecto inmediato sobre la actividad y sobre las propias anticipaciones de las empresas.

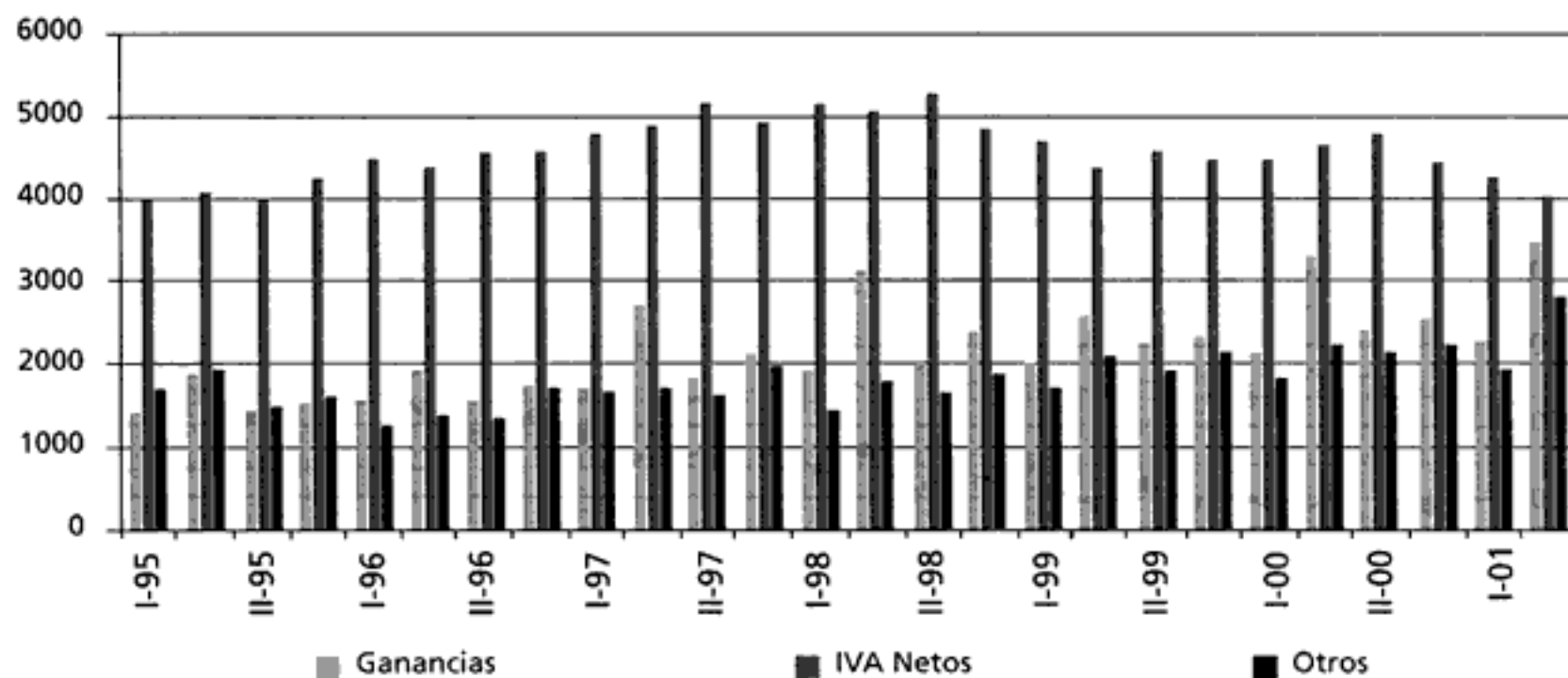
**Conclusiones**

El sistema de convertibilidad en Argentina ha tenido un éxito notable como programa antiinflacionario, lo que en una primera etapa dio lugar (junto con las entradas de capital extranjero) a una rápida recuperación del nivel de actividad.

Pero no ha brindado un marco adecuado para el crecimiento en el mediano y largo plazo. La reducción de la tasa de inflación fue acompañada de fuertes cambios en los precios relativos entre los bienes transables y los bienes no transables y servicios que deterioraron la competitividad de la economía. Así, la estabilidad de precios no resultó un sinónimo de estabilidad económica, toda vez que la persistente tendencia al déficit externo hizo que la actividad económica se viera muy afectada por los vaivenes de los capitales externos. La ausencia de flexibilidad en los precios relativos entre productos transables y no transables requiere que, ante un déficit externo, el peso completo del ajuste recaiga en una contracción de la actividad económica como única manera de reducir importaciones. A través de la vinculación entre el crédito interno y los flujos de capitales externos, el funcionamiento del sistema financiero bajo la convertibilidad también coadyuva a la inestabilidad de la economía.

Se argumenta frecuentemente que entre 1991 y 1994 el desempeño de Argentina fue exitoso debido a la caja de conversión y que, desde 1995, las crisis sucesivas (mexicana, asiática, rusa, turca...) crearon un ambiente financiero internacional adverso, que sería la causa del negativo desem-

Gráfico 10  
**Sector público nacional no financiero: ingresos tributarios**  
 (millones de pesos, datos trimestrales, 1994-2001)



Fuente: Secretaría de Hacienda, Ministerio de Economía.

peño durante la segunda mitad de los años noventa. De acuerdo a esta posición, el éxito inicial de la convertibilidad sería fruto de sus propias virtudes mientras que los problemas posteriores serían causados por factores externos.

Este tipo de argumentos olvida que una de las ventajas más enunciadas de los regímenes “superfijos” para pequeñas economías abiertas es que facilitan la integración con los mercados de capitales internacionales, reduciendo la probabilidad de ataques especulativos. Ahora bien, durante períodos de bonanza todos los regímenes de tipo de cambio funcionan. El verdadero test se da cuando deben enfrentar condiciones externas adversas. En este contexto, un régimen “superfijo” introduce rigideces que limitan la capacidad de la economía de ajustarse a un ambiente internacional cambiante. Así, la convertibilidad argentina pudo eliminar durante años el riesgo de devaluación, para terminar incrementando extraordinariamente el riesgo de *default* que ha mostrado ser tan costoso como el primero y se ha traducido en un fuerte ataque a la convertibilidad<sup>11</sup>.

Otro argumento en favor de los regímenes “superfijos” es que proveerían de mecanismos automáticos de ajuste en el sector externo y en el gasto interno. Esta experiencia muestra que tales mecanismos no funcionan de una manera suave y pueden no funcionar en absoluto. Esto quedó en

evidencia durante los episodios de salida de depósitos y pérdida de reservas, lo que mostró la necesidad de un prestamista en última instancia y de un financiamiento externo de emergencia para mantener el esquema cambiario y sostener al sistema bancario. Accesoriamente, mostró la vulnerabilidad de la convertibilidad y la inexistencia de un “respaldo” en dólares que cubriría a toda la masa monetaria (M3).

Esta vulnerabilidad puede derivar en un quiebre de la convertibilidad en caso de una fuerte emisión monetaria destinada a cubrir desequilibrios fiscales, como forma de evitar un quiebre masivo de bancos o bien como consecuencia de éste (debido al reembolso los depósitos garantizados). También puede tener que abandonarse la convertibilidad si se produjera otra pérdida persistente de reservas, derivada del déficit externo o de la fuga de depósitos.

Esto apunta a la existencia de una contradicción interna al régimen de convertibilidad: dados el nivel del tipo de cambio real y la apertura de la economía, le ha sido imposible a Argentina crecer sin generar o ahondar un déficit en la balanza comercial, pero al mismo tiempo, la falta de crecimiento genera déficit fiscal. El sistema de convertibilidad no es compatible con desequilibrios duraderos en ninguno de estos dos frentes, ya que ni puede perder demasiadas reservas, ni puede emi-



.....

tir para financiar al gobierno. Durante los años noventa, el abundante financiamiento externo permitió obviar esa contradicción, pero no la resolvió. Por el contrario, al incrementar el endeudamiento externo (en particular del sector público nacional), generó una carga financiera que ha llevado a que ambos déficits se produzcan simultáneamente. A su vez, los niveles de endeudamiento alcanzados, combinados con el estancamiento del producto y las exportaciones, terminaron por excluir a Argentina del crédito voluntario.

La respuesta actual de la política económica apunta a profundizar el ajuste fiscal como punto de partida de un círculo virtuoso de recuperación de la confianza de los inversionistas extranjeros, recuperación del crédito, reducción de las tasas de interés y crecimiento de la actividad. Empero, los inversores externos parecen estar más atentos al crecimiento económico y de las exportaciones (y por ende, a la capacidad de pago de largo plazo) que a la determinación, quizás inviable económica y políticamente, de pagar a cualquier costo la deuda pública; deuda que está aumentando aceleradamente, justamente por su elevado costo.

---

1 De acuerdo a Guillermo Calvo, un régimen *hard peg* "corresponde a fijar la tasa de cambio de acuerdo a una moneda dura y mantener suficientes reservas que permitan respaldar la tasa de cambio fijada (i.e. manteniendo un stock de reservas internacionales igual a la base monetaria). La dolarización plena es un ejemplo". Véase *The case for hard pegs in the brave new world of global finance*, junio 2000, en [www.bsos.umd.edu/econ/ciecalvo/](http://www.bsos.umd.edu/econ/ciecalvo/)

2 En efecto, en Argentina un "golpe hiperinflacionario sirvió para arrasar con las resistencias a un determinado orden político y económico, tanto porque su efecto redistributivo restó poder a los sectores remisos, cuanto porque arrimó consenso social a una opción política que ofrecía sacar a la economía del remolino hiperinflacionario, cualesquiera fuesen sus costos para vastos sectores sociales y sus efectos de largo plazo". Véase Pedro Sáinz y Alfredo Calcagno, "En busca de otra modalidad de desarrollo", *Revista de la CEPAL* No. 48, Santiago de Chile, diciembre de 1992.

3 Estos valores corresponden a la variación diciembre a diciembre del Índice de Precios al Consumidor (fuente: CEPAL, sobre la base de cifras oficiales).

4 En varias de las empresas privatizadas, las tarifas a ser cobradas por los servicios prestados fueron previamente esta-

blecidas y, en varios casos, estas tarifas fueron indexadas a la inflación de Estados Unidos; al mismo tiempo, términos y condiciones monopolísticas fueron concedidas a las empresas en cuestión. Como resultado, mejoras en la productividad y eficiencia no fueron traspasadas al resto de la economía.

5 Los datos del Cuadro 2 no incluyen los "errores y omisiones" del balance de pagos (presumiblemente capitales privados de corto plazo), que representaban, en promedio, -800 millones de dólares anuales durante 1992-94 y -1.100 millones de dólares anuales en el período 1995-2000.

6 Véase República Argentina, Ministerio de Economía, *Estimaciones Trimestrales del Balance de Pagos y de Activos y Pasivos Externos*, varios números. De acuerdo a otras fuentes, el total de la deuda en el año 2000 es de 152.100 millones de dólares. Véase J.P. Morgan, *Emerging Markets Outlook*, mayo 2001.

7 El "blindaje" incluía 13.700 millones de dólares del FMI, 2.500 del Banco Mundial, otro tanto del BID y 1.000 del gobierno español; el paquete se completaba con otros 20.000 millones de créditos que inversores institucionales y bancos internacionales renovarían, en principio, a su vencimiento. Con el "megacanje" se pospusieron vencimientos de capital e intereses por un total de 16 mil millones en el próximo quinquenio, con un incremento del stock de la deuda de 2.000 millones, pago de comisiones por 145 millones de dólares y aceptando tasas de interés efectivas de 15% por un período prolongado (véase Ministerio de Economía, Informe Económico n° 38, primer trimestre de 2001, en [www.mecon.gov.ar/informe/](http://www.mecon.gov.ar/informe/)). Ello llevó los vencimientos de capital sobre deuda de mediano y largo plazo previstos para 2002 desde 22 mil millones a 17 mil millones de dólares.

8 Una presentación más detallada del sistema de la convertibilidad y de la crisis de 1995 puede encontrarse en Alfredo F. Calcagno, "El régimen de convertibilidad y el sistema bancario en Argentina", *Revista de la CEPAL*, n.º 61, abril de 1997, y en Alfredo F. Calcagno y Sandra Manuelli, "La convertibilidad argentina, ¿un antecedente relevante para la dolarización de Ecuador?", *Cuestiones Económicas*, Banco Central de Ecuador, Vol.17, n.º1, primer cuatrimestre de 2001.

9 A la fecha se han firmado 26 mil acuerdos de competitividad con otras tantas empresas de 20 sectores, entre los que sobresalen la actividad agropecuaria, productores de calzado, textil e indumentaria, construcción, bienes de capital, industria automotriz, empresas de turismo, papel y gráfica, productos de madera, la industria alimenticia, productos plásticos y transporte de carga.

10 Véase *"Déficit Cero: Una Política de Estado"*, Ministerio de Economía, disponible en [www.mecon.gov.ar/basehome/deficit0.htm](http://www.mecon.gov.ar/basehome/deficit0.htm).

11 Un indicador de ese riesgo lo da el indicador EMBI+ de J.P. Morgan, que se triplicó durante el último año, desde niveles de 600-700 puntos básicos hasta superar los 1.800 puntos básicos.