

# LA ECONOMÍA ARGENTINA 1992-2003

## Una mirada retrospectiva al fracaso de una economía pequeña con tipo de cambio fijo y perfecta movilidad de capitales



Luis Fernando Agudelo Henao



### ■ RESUMEN

La República Argentina pasó de ser una de las naciones con mayor desarrollo relativo de Latinoamérica, a principios de la década de los ochenta, a tener uno de los cuadros de iniquidad cercanos a los pobres promedios de la región más inequitativa del planeta. En estas líneas se explica el mecanismo económico de la caja de convertibilidad, en una economía pequeña con perfecta movilidad de capitales, y cómo la financiación con deuda externa de la balanza de pagos fue esencial para originar los fenómenos económicos que precipitaron la devaluación y el caos social del 2001-2002. A partir del modelo keynesiano, se explicarán algunas de las políticas aplicadas con el fin de entregarle al lector herramientas para entender el fuerte retroceso en términos de ingresos e industrialización, que vivió la economía argentina en la década de los noventa.

### ■ ABSTRACT

The Argentine Republic, happened to be one of the nations with greater relative development of Latin America, at the beginning of the decade of ochentas,

to have one of the pictures of inequality near the poor averages of the most inequality region of the planet. In these lines explained, the economic mechanism of the box of convertibilidad, in a small economy with perfect mobility of capitals, and like the financing with external debt of the balance of payments, he was essential to originate the economic phenomena that precipitated the devaluation and the social chaos of the 2001-2002. From the Keynesian model, some of the applied policies will be explained, with the purpose of giving to the reader tools to understand, the strong backward movement in terms of income and industrialization, that the Argentina economy lived in the decade on noventas.

## ■ INTRODUCCIÓN

La República Argentina vivió una profunda crisis institucional en diciembre de 2001, que obligó, como hecho político más visible, a la dimisión del presidente Fernando de la Rúa, tras la represión de las multitudinarias marchas populares que, motivadas por un amplio abanico de intereses truncados, pedían su salida del gobierno. El remesón institucional y social que vivió el país fue uno de los más profundos de su historia Republicana: irrumpió en un escenario de cuatro años de contracción del producto interno bruto, y 25 años de un proceso de destrucción del aparato productivo nacional<sup>1</sup> (solo interrumpido por el fracasado plan Austral de Alfonsín tras la vuelta de la democracia en 1983) en beneficio del capital financiero con profundas conexiones internacionales (O'Donnell, 2001).

En la economía argentina se operó un proceso de desindustrialización, de pérdida de las economías regionales, tras el profundo proceso de apertura a la competencia y al flujo de capitales sin control estatal. Adicionalmente, se perdieron las necesarias conexiones entre el capital financiero y el productivo, debido a la fuerte internacionalización de la banca local, que opera con una fuerte lógica especulativa centrada en el corto plazo, contraria a la lógica más conservadora y pausada de los productores nacionales (agropecuarios e industriales).

Por otro lado, el crecimiento económico quedó sujeto a la capacidad del Estado de endeudarse, y a las posibilidades del circuito económico de atraer capitales, ya fueran especulativos o no. Los dos gobiernos de Carlos Menem exacerbaron el proceso. Tras dos fuertes eventos inflaciona-

rios a finales de la década de los 80 y principios de los 90, este gobierno apostó al control de la inflación por medio de un sistema de tipo de cambio fijo (un peso igual a un dólar estadounidense), combinado con una aplicación especialmente dogmática de las premisas del Consenso de Washington (O'Donnell, 2001).

Los índices sociales reflejaron de forma evidente las consecuencias del modelo aplicado y dejaron a una de las naciones de mayor desarrollo relativo de la región con uno de los más dramáticos escenarios de inequidad. En 1983, cuando regresó la democracia, el gobierno de Raúl Alfonsín estimaba que cinco millones de argentinos, el 15% de la población, se encontraba por debajo de la línea de la pobreza. Para el año 2002, en el peor momento de la crisis posterior a la devaluación nominal del 300%, el Instituto Nacional de Estadística y Censo de la Argentina estimaba que 20,5 millones de personas, el 57% de la población, se encontraban por debajo de la línea de la pobreza (Ferrase, 2003).

Esta profunda crisis institucional tuvo raíces económicas: los dos gobiernos del justicialista Carlos Saúl Menem<sup>2</sup> (que tuvieron como principal artífice de su política económica a Domingo Cavallo) mostraron indicadores aceptables en términos de estabilidad cambiaria, inversión extranje-

ra e inflación. Sin embargo, fue un período de desmonte del aparato productivo nacional, aumento del desempleo, mejoramiento de las condiciones de intercambio para los importadores, así como un *boom* de consumo para las familias.

Domingo Cavallo reapareció en el escenario de la economía argentina, de la mano de Fernando De la Rúa que, ante la salida de su Vicepresidente y su Ministro de Economía, no supo timonear las consecuencias estructurales de las políticas económicas de los noventa, ni tampoco contó con la cintura política necesaria para dar el cambio de dirección (en términos de devaluación y recomposición del aparato productivo nacional) que requería la grave situación económica del 2001.

La sociedad argentina vio cómo se reinstalaba en la cúspide del poder económico, uno de los portadores del halo de infalibilidad tecnocrática, propio de los reformadores que comandaron la transición democrática y económica latinoamericana de los noventa. Las medidas tomadas por Cavallo pretendían hacer reflotar el esquema de la convertibilidad. Dichas medidas se orientaron a equilibrar las cuentas públicas para generar confianza en torno a la capacidad del Estado para sacar al país del escenario de desaceleración económica sostenida. Sin embargo las medidas de recorte del gasto, en un contexto de alto

desempleo, especialmente el recorte de los magros sueldos de los pensionados, tuvieron graves efectos sociales.

Por otro lado, la incapacidad política del Gobierno de De la Rúa, de obtener apoyos para los importantes ajustes necesarios, fue evidente. Con el correr del 2001, la confianza se vino al piso y con el riesgo país por las nubes, los "jugadores" del mercado se aprovecharon de la coyuntura, y lideraron una corrida de depósitos en dólares de las entidades financieras, que finalizó con la bancarización obligatoria de los depósitos, medida que se conoció con el nombre del "corralito" financiero. A raíz del descontento político y social, Cavallo y su corte salieron de economía, y a los pocos días, en diciembre, dimitió el Presidente bajo la presión del partido peronista y de la multitud que salió a la calle para exigir su renuncia.

Tal como se mencionó, semejantes remesones políticos tuvieron profundos anclajes económicos. La pretensión fundamental de este trabajo es explicar, con base en el modelo keynesiano simple, cómo opera el mecanismo monetario automático, a través del cual se mantiene el balance de pagos en equilibrio en una economía pequeña, con tipo de cambio fijo y perfecta movilidad de capitales, tal y como sucedió en la Argentina hasta el año 2001.

Dicha explicación se iniciará con el análisis de la inconsistencia estructural entre el equilibrio fiscal y el crecimiento en la Argentina, en la configuración macroeconómica de los últimos años de la convertibilidad (2000-2001), así como del impacto de la ley de déficit cero en la caída del sistema de convertibilidad. Acto seguido, y para finalizar, se explicará cómo podría cambiar este análisis, si se supone que las expectativas de devaluación o la "prima de riesgo país" dependen de indicadores de fragilidad externa de la economía, como: la tendencia en cuenta corriente / exportaciones o deuda / exportaciones.

## **1. LOS NOVENTA: UN ESQUEMA DE CONVERTIBILIDAD FINANCIADO CON DEUDA EXTERNA, INVERSIÓN ESPECULATIVA Y VENTA DE ACTIVOS**

Para entender estas medidas, es necesario describir la forma como operó el esquema de acumulación de reservas durante el período 1992-1998 (las reservas del Banco Central aumentaron 18.363 millones de dólares). Durante ese lapso, las mayores contribuciones a la acumulación de divisas en la balanza de pagos las hizo el gobierno a través de colocaciones de deuda y privatizaciones de empresas del Estado (una contribución positiva de 22.132 millones de dólares), mientras que

el sector privado no financiero (con una contribución negativa de cerca de 900 millones de dólares), y el sector privado financiero (tuvo una contribución negativa de 5.700 millones de dólares) hicieron aportes negativos al saldo final de la balanza de pagos, es decir, sacaron del país más divisas de las que trajeron por medio de sus operaciones de intercambio de divisas (Damill, 2000).

Este proceso se sostuvo a lo largo del período mencionado, y se acentuó en los momentos de mayor incertidumbre externa con respecto a los mercados emergentes, especialmente durante las crisis financieras internacionales (la crisis mexicana de 1994, y la brasileña de 1998). En esos momentos de mayor vulnerabilidad externa, el Estado argentino equilibró los flujos deficitarios del sector privado (financiero

**En 1983, cuando regresó la democracia, el gobierno de Raúl Alfonsín estimaba que cinco millones de argentinos, el 15% de la población, se encontraba por debajo de la línea de la pobreza.**



y no financiero), actuando como una suerte de compensador de las menores absorciones de divisas que realizó el sector privado (en las épocas del "Efecto Tequila"<sup>3</sup> se presentaron los picos de mayor toma de deuda por parte del Estado), y que se vieron reflejadas en los saldos sectoriales negativos del sector privado, y los saldos del superávit del sector público.

**Saldo de la deuda externa argentina, clasificado por entidad tomadora, valores a amortizar y como porcentaje del total, a 31 de marzo de 2003**

Deuda Externa	A marzo de 2003	
	Monto	Proporción
<b>TOTAL</b>	<b>136,967</b>	<b>100%</b>
Sector Público no Financiero & Banco Central	92,348	67%
Sector privado no Financiero	31,649	23%
Sector Financiero (excl/Central Bank)	12,970	9%

**Amortización de Deuda de Mediano y Largo Plazo**

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010 <i>and +</i>
<b>TOTAL</b>	<b>21,159</b>	<b>22,383</b>	<b>12,744</b>	<b>8,209</b>	<b>9,992</b>	<b>8,498</b>	<b>25,167</b>	<b>2,154</b>
Sector Público no Financiero & Banco Central	14,434	17,355	9,385	6,274	6,444	5,775	22,668	0
Sector privado no Financiero	3,768	4,059	2,420	1,397	3,358	2,516	1,923	2,154
Sector Financiero (Banco Central)	2,957	969	939	538	190	207	576	0

Calificación del Riesgo deuda Soberana, a 31 de marzo de 2003

Calificadora	Largo Plazo			Corto Plazo		
	Foreign Currency	Local Currency	Outlook	Foreign Currency	Local Currency	Outlook
<b>MOODY'S</b>	Ca	Ca	Stable	Not Prime	-	Stable
<b>S&amp;P</b>	SD		Negativo	SD	SD	Negative
<b>FITCH</b>	DDD	C	Negativo	C	-	Negative

Fuente: Ministerio de Economía, República Argentina (www.mecon.gov.ar )

Este esquema de acumulación de reservas, **en el que el Estado funciona como, caja de compensación y financiador de los déficit de divisas privados**, tuvo dos obstáculos para su sustentabilidad: **(1)** el primero tiene que ver con que en el mediano plazo las divisas provenientes de privatizaciones de empresas

del Estado, alcanzará como máximo la magnitud de los activos que éste posea, es decir, el Estado no puede vender más de lo que tiene, y dicha cantidad de activos es finita, especialmente como fuente de financiación. **(2)** El financiamiento público de los déficit de la balanza de pagos, vía deuda externa, es igualmente

insostenible en el mediano plazo, si las magnitudes de este financiamiento copan en el futuro la capacidad de pago del gobierno. Por otro lado, la ley de solvencia fiscal<sup>4</sup>, que pretendía frenar la escalada de gastos del Estado, atándolos a los niveles de recaudación corrientes, vino a exacerbar el proceso, dado que incluyó mayor rigidez a la posibilidad del gobierno de seguir colocando deuda para finan-

ciar la balanza de pagos y mantener el circulante en la economía.

Estos dos obstáculos deberían haber aportado soluciones en el mediano plazo en los siguientes sentidos: **(1)** la entrega a los particulares de gran parte de las empresas comerciales e industriales del Estado debió reflejarse en una disminución de los gastos corrientes del Esta-

### Balanza de Pagos 1994-2002

Balanza de Pagos	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
<b>Cuenta Corriente</b> (Million of US\$)	-11,157	-5,211	-6,873	-12,333	-14,624	-12,001	-8,878	-4,550	9,320
Balanza de Bienes (Mercancías FOB)	-4,139	2,357	1,760	-2,123	-3,097	-795	2,558	7,451	16,967
Balanza de Servicios	-3,786	-	-3,582	-4,449	-4,516	-4,156	-	-4,097	-1,595
Renta de los Factores (contiene Int. de Deuda)	-3,694	-4,662	-5,496	-6,215	-7,409	-7,433	-7,372	-8,094	-6,465
Transferencias	462	552	445	453	398	382	241	190	413
<b>Cuenta de capital</b>	<b>12,742</b>	<b>7,223</b>	<b>12,086</b>	<b>16,819</b>	<b>18,418</b>	<b>14,009</b>	<b>9,634</b>	<b>-4,113</b>	<b>-12,565</b>
- Cuenta de capital	18	14	51	94	73	86	87	101	39
- Cuenta Financiera	12,724	7,209	12,035	16,724	18,345	13,923	9,548	-4,214	-12,604
Sector Financiero	2,000	4,691	-491	-910	3,506	1,329	66	11,496	-2,570
Sector público									
no Financiero	4,058	5,840	9,032	8,172	9,362	10,845	8,123	-3,445	3,101
Sector privado									
no financiero	6,667	-3,322	3,494	9,462	5,477	1,749	1,358	-12,266	-13,136
<b>Balance de Reservas</b>	<b>682</b>	<b>-102</b>	<b>3,882</b>	<b>3,273</b>	<b>3,438</b>	<b>1,201</b>	<b>-439</b>	<b>-12,084</b>	<b>-4,516</b>
<b>Errores y Omisiones</b>	<b>-902</b>	<b>-2,114</b>	<b>-1,331</b>	<b>-1,212</b>	<b>-356</b>	<b>-807</b>	<b>-1,197</b>	<b>-3,420</b>	<b>-1,542</b>

Fuente: Ministerio de Economía, República Argentina (www.mecon.gov.ar )

do, que serían liberados para financiar la balanza de pagos y sostener niveles económicamente saludables de circulante; por otro lado, la mayor eficiencia que el sector privado le imprimiría a estas empresas permitiría aumentar las recaudaciones fiscales provenientes de las empresas privatizadas; en el mejor de los casos se cambiaba un costo por un ingreso, y en el peor de los casos se cambiaba un costo mayor (**ineficiencia**) por uno menor (**mayor eficiencia privada de actividades públicas**). Sin embargo, este escenario no se dio, y los gastos del Esta-

do, lejos de disminuir, se incrementaron, entre otras, por la carga de la deuda colocada para financiar los flujos negativos de los privados. (2) La deuda tomada por los privados, por su parte, debería haber rendido sus frutos en el mediano plazo en el sentido de permitir, sobre la base de un peso fuerte, adquirir en el exterior la tecnología y las competencias humanas para poseer un aparato productivo externamente competitivo, que traduciría su mayor eficiencia en mayores niveles de divisas genuinas obtenidas de las exportaciones.

**Balanza de Comercial 1994-2002**

<b>Comercio Exterior por regiones</b>	<b>1994</b>	<b>1995</b>	<b>1996</b>	<b>1997</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>
<b>Exportaciones FOB</b>	<b>15,839</b>	<b>20,963</b>	<b>23,766</b>	<b>26,430</b>	<b>26,441</b>	<b>23,333</b>	<b>26,410</b>	<b>26,654</b>	<b>25,399</b>
MERCOSUR	4,804	6,787	7,918	9,564	9,390	7,071	8,402	7,448	5,660
Nafta	0	0	0	0	2,699	3,174	3,765	3,654	3,725
Unión Europea	3,923	4,466	4,563	3,993	4,602	4,713	4,691	4,529	5,147
Otros mercados	7,113	9,710	11,285	12,873	9,750	8,375	9,552	11,022	10,867
<b>Importaciones CIF</b>	<b>21,543</b>	<b>20,122</b>	<b>23,712</b>	<b>30,450</b>	<b>31,404</b>	<b>25,508</b>	<b>25,243</b>	<b>20,312</b>	<b>8,988</b>
MERCOSUR	4,784	4,594	5,801	7,605	7,930	6,290	7,199	5,908	2,936
Nafta	0	0	0	0	7,216	5,777	5,675	4,055	2,027
Unión Europea	6,527	6,026	6,902	8,321	8,620	7,119	5,784	4,598	2,036
Otros	10,232	9,502	11,010	14,525	7,638	6,322	6,584	5,750	1,989

Fuente: Ministerio de Economía, República Argentina (www.mecon.gov.ar )



Sin embargo, y con contadas excepciones (**ARCOR®** un ejemplo), las empresas argentinas privilegiaron la satisfacción de las demandas de los consumidores internos, y no se volcaron, de la mano con el gobierno, a producir estrategias de aumento de exportación de productos de alto valor agregado. Y no lo hicieron por varias razones, entre otras, porque los consumidores internos, que disponían de un

peso fuerte, podían pagar altos precios relativos por mercancías que no necesariamente eran muy competitivas fuera de las fronteras. Otra razón fue que, con el tiempo, la barrera cambiaria se volvió insalvable, en el sentido que el peso acumuló valor (revaluándose de forma continua durante casi una década) con respecto a otros mercados emergentes que, en ese período, siguieron devaluando.

### Indicadores Monetarios 1994-2002

Indicadores Monetarios (end of period)	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
<b>Reservas Internacionales del BC</b>	<b>17,836</b>	<b>18,485</b>	<b>19,296</b>	<b>24,308</b>	<b>26,524</b>	<b>27,831</b>	<b>26,491</b>	<b>19,425</b>	<b>35,231</b>
Notas del gobierno	1,864	2,543	1,793	1,826	1,618	1,424	1,343	4,879	0
Efectivo y otras	15,972	15,942	17,503	22,482	24,906	26,407	25,148	14,546	35,231
<b>Financial Liabilities</b>	<b>16,267</b>	<b>17,318</b>	<b>18,169</b>	<b>22,401</b>	<b>24,692</b>	<b>26,307</b>	<b>24,562</b>	<b>12,690</b>	<b>35,900</b>
LEBACS									5,735
Monetary Liabilities									30,165
<b>Base Monetaria</b>	<b>16,069</b>	<b>13,050</b>	<b>14,030</b>	<b>15,966</b>	<b>16,370</b>	<b>16,493</b>	<b>15,077</b>	<b>11,982</b>	<b>29,151</b>
<i>Monetary Base como % M3</i>	28.6%	24.3%	21.8%	19.5%	18.1%	17.9%	15.6%	16.0%	34.8%
<b>M3</b>	<b>56,163</b>	<b>53,749</b>	<b>64,488</b>	<b>81,825</b>	<b>90,290</b>	<b>92,383</b>	<b>96,469</b>	<b>74,692</b>	<b>83,663</b>
GDP	257,440	258,032	272,150	292,859	298,948	283,523	284,204	268,697	340,249
<i>M3 como % of GDP</i>	21.8%	20.8%	23.7%	27.9%	30.2%	32.6%	33.9%	27.8%	24.6%
<b>Depósitos Totales <sup>(1)</sup></b>	<b>44,940</b>	<b>42,595</b>	<b>52,198</b>	<b>65,977</b>	<b>73,701</b>	<b>78,712</b>	<b>87,753</b>	<b>67,482</b>	<b>72,033</b>
<i>Share of Pesos</i>	47.8%	45.0%	43.3%	44.6%	43.6%	38.6%	38.9%	30.1%	94.7%
<i>Share of Private Deposits</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	85.1%	88.9%	85.4%
<b>Total Loans</b>	<b>52,612</b>	<b>52,693</b>	<b>58,049</b>	<b>67,173</b>	<b>77,475</b>	<b>77,681</b>	<b>77,376</b>	<b>72,385</b>	<b>71,434</b>

**Fuente:** Ministerio de Economía, República Argentina

El final del decenio de los noventa encontró al gobierno argentino con crecientes vencimientos de la deuda, tomada en el período con el fin de financiar la balanza de pagos y sostener los niveles de circulante exigidos por la demanda. Adicionalmente, la ley de solvencia fiscal incluyó nuevas restricciones a colocar nueva deuda para seguir financiando los déficits de divisas necesarios para sostener un nivel de circulante adecuado para la actividad económica.

Esta imposibilidad de obtener dineros frescos, sumado a que las privatizaciones no aliviaron los presupuestos públicos, y el sector privado (especialmente el no financiero) no revirtió el saldo deficitario de sus flujos de divisas (visto desde la balanza de pagos) a través de mayores exportaciones, impuso restricciones financieras que hicieron inviable la sustentabilidad de la configuración macroeconómica (La base monetaria se contrajo entre el final del 2000 y el final del 2001 en más de 3.000 millones de pesos-dólares).

## 2. LA LEY DE DÉFICIT CERO Y SU PAPEL EN LA CRISIS

Y este razonamiento no se circunscribe solamente, a una crítica a la ley de solvencia fiscal (que por cierto aplicó nueva rigidez al sistema, tratando de controlar los niveles de deuda y déficit públicos que

hacían inviable la financiación del gasto público) en la medida que ésta apareció cuando el esquema macroeconómico, en su conjunto, había impuesto cargas de deuda, gasto y déficit al estado argentino, que hacían imposible seguir sosteniendo el déficit de la balanza de pagos exclusivamente sobre los hombros públicos.

Además, porque la ley de déficit cero<sup>5</sup> le permitía, al Estado nacional, tomar deuda para financiar intereses corrientes de la deuda, lo que hubiese permitido alargar los tiempos de la convertibilidad, en la medida que se ampliaran los plazos para el pago del capital (aunque eso conllevara incrementos del costo futuro). El razonamiento va encaminado a expresar que las ventajas del régimen de convertibilidad, tales como la estabilidad de precios y salario, la previsibilidad de los índices monetarios y la posibilidad de reponer tecnología y adquirir competencias humanas, no se aprovecharon.

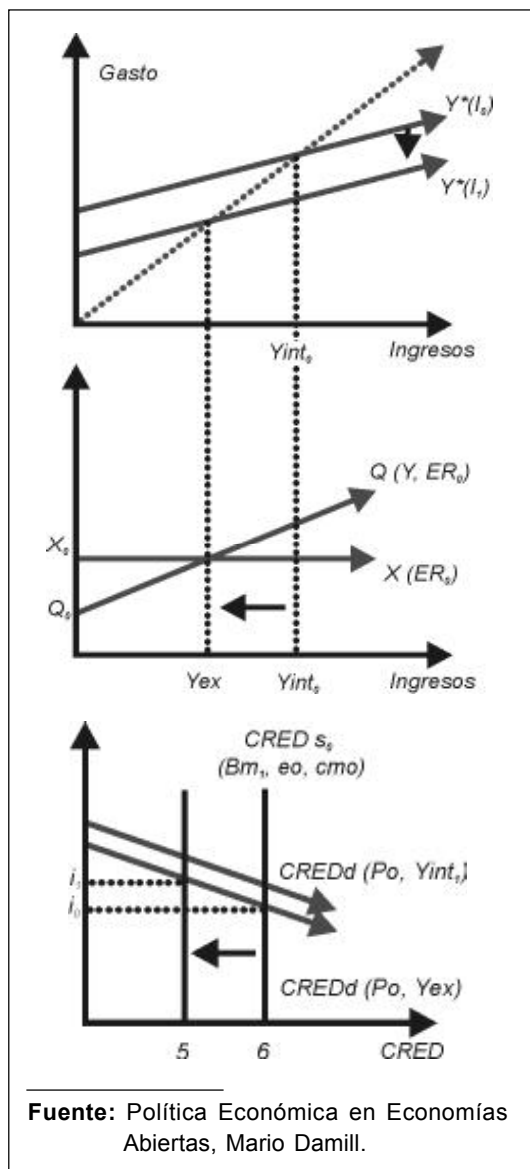
Y la oportunidad se desperdició, especialmente en los primeros años del proceso, porque no se desarrollaron políticas de mejoramiento de la competitividad que, en el mediano plazo, le permitiera el Estado argentino entregar la posta de la financiación de la balanza de pagos a un sector privado reconvertido, eficiente y competitivo más allá de las fronteras de la Argentina.

### 3. EL MODELO DE ECONOMÍA PEQUEÑA, CON TIPO DE CAMBIO FIJO Y PERFECTA MOVILIDAD DE CAPITALES

Para entender cómo funcionó la economía argentina de los noventa, es necesario explicar brevemente cómo funciona el mecanismo monetario automático y la determinación de tasas de interés, en una economía pequeña con tipo de cambio fijo y sin movilidad perfecta de capitales.

El desequilibrio original está en los diferentes niveles de ingreso que producen los equilibrios interno y externo. En el caso que se ilustra en esta página se puede observar que el ingreso interno (gasto agregado = ingreso agregado -  $Y_{int}$ ), es superior al nivel de ingreso que equilibra ( $Y_{ex}$ ) las cantidades de divisas que genera ( $X$ ) y demanda ( $Q$ ) la economía a través del comercio exterior (balanza comercial). Dado que la economía se encuentra en un nivel de equilibrio  $Y_{int}$ , las divisas que genera, como resultado del comercio exterior, son menores que las que demanda para realizar las importaciones. Ese desequilibrio en el nivel de ingreso inicial  $Y_{int}$  impide que exista perfecta movilidad de capitales; por lo tanto, el déficit sostenido de la balanza comercial contraerá la base monetaria con su consecuente disminución de la tasa de cambio.

Mecanismo de definición de la tasa de interés y ajuste monetario automático en una economía pequeña con tasa de cambio fija y sin perfecta movilidad de capitales



Se hace un paréntesis para anotar que la autoridad monetaria podría operar en este punto sobre la oferta de dinero del mercado de crédito, para empujarla, a través de políticas expansivas, al nivel original

**El final del decenio de los noventa encontró al gobierno argentino con crecientes vencimientos de la deuda, tomada en el período con el fin de financiar la balanza de pagos y sostener los niveles de circulante exigidos por la demanda.**



de la Base Monetaria, o muy cerca de él, en la medida en que las restricciones del tipo de cambio fijo se lo permitan; éste es el mecanismo de esterilización monetaria. Pero como el objetivo de este razonamiento es explicar el mecanismo de ajuste automático que se utilizaba en la economía argentina de los noventa, en la que existía perfecta movilidad de capitales, se supone que la autoridad monetaria se abstiene de intervenir el mercado de crédito.

Siguiendo con el mecanismo automático, la disminución de la Base Monetaria tiene efectos recesivos, es decir, hace que se disminuya el gasto agregado de la economía, vía una menor disponibilidad de crédito por su encarecimiento, que está representado en una tasa de interés más alta. Como

un efecto en cascada, la disminución del nivel de actividad de la economía, en general, tendrá efectos (vía el nivel de ingresos) en una menor oferta de crédito de la economía (CRED<sup>50</sup>, que se mueve de 6 a 5), que se compensará, en parte, con el incremento original de la tasa de interés (que se había dado por la reducción de la Base Monetaria con orígenes cambiarios).

Este proceso de idas y vueltas, de ajustes y reajustes hacia arriba de la tasa de interés, se detendrá en el momento en el que la recesión sea lo suficientemente profunda para que el nivel de ingreso, que equilibra la función ingreso-gasto (**demanda agregada**), sea igual al nivel de ingreso de equilibrio externo, es decir, aquel en el que las exportaciones son iguales a las importaciones. En todo caso, la situación final, en el marco de este modelo, es una situación de menor circulante, encarecimiento (**compensado por la recesión y menor demanda de crédito**) del crédito (**con aumento de i**), y recesión de la economía (**de origen monetario**). La economía deberá contraerse más o menos para alcanzar **Y<sub>ex</sub>**, dependiendo, entre otras, de si sus exportaciones se producen con muchos o pocos insumos de origen externo, puesto que de esta autonomía con respecto a insumos importados dependerá una mayor o menor contracción del producto (**Y**).

Un paréntesis para explicar el funcionamiento del modelo

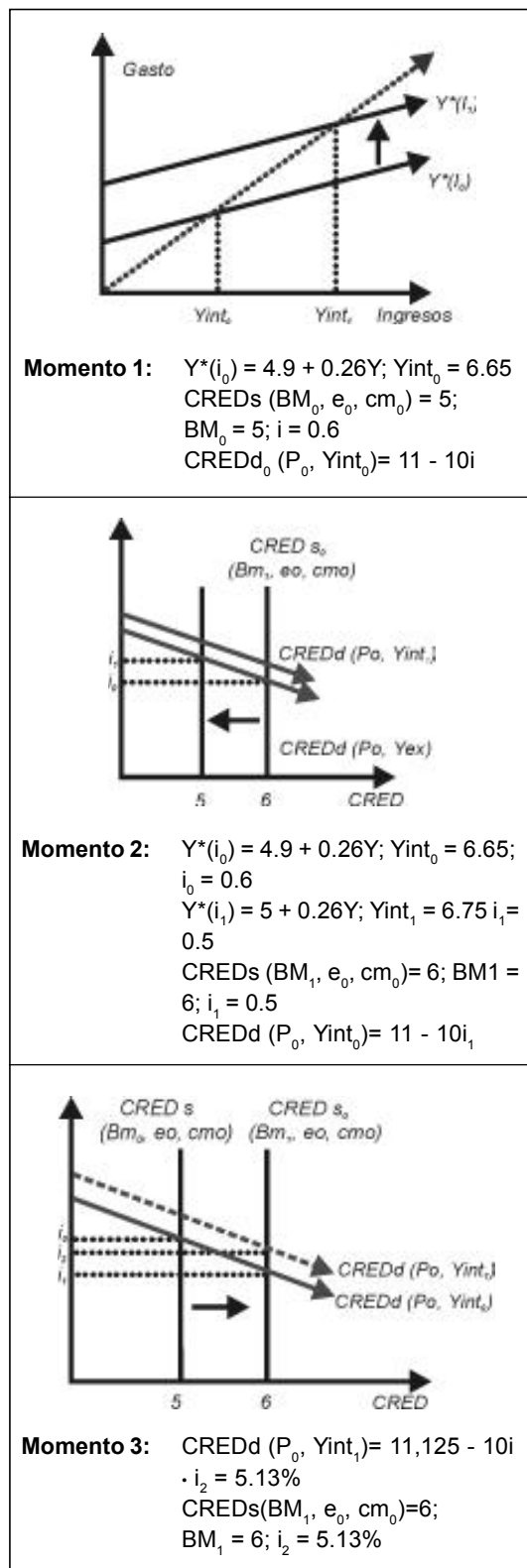
Fórmulas	Valores	
<b>Oferta de Crédito CRED s</b>		
<b>CREDs</b> = $BM_0 [(1-e_0)/(cm_0 + e_0)]$	$BM_0 = 5$	Base Monetaria
	$cm_0 = 0.5$	Preferencias de Cartera (%)
	$e_0 = 0.25$	Encaje (%)
<b>Reemplazando...</b>		
<b>CREDs</b> = $5 \cdot [(1-0.25)/(0.5+0.25)]$	<b>CRED s</b> = $5 (0.75/0.75) = 5$	
<b>Demanda de Crédito CRED d</b>		
<b>CREDd</b> = $CRED_0 + k.PY - h.i$	$CRED_0 = 1$	Componente Autónomo CRED d
	$k = 3$	Sensibilidad de la CREDd a precio
	$h = 10$	Sensibilidad de la CREDd a la i
	$YInt_0 = 6.25$	Tasa de interés
	$Yint_1 = 6.75$	
	$P = 0.5$	Nivel de precios
<b>Reemplazando...</b>		
<b>CREDd</b> = $1 + [(3 \cdot 0.5 \cdot 6.25) - (10 \cdot i)]$	<b>CREDd (YInt<sub>0</sub>) = 10 - 10i</b>	
<b>CREDd</b> = $1 + [(3 \cdot 0.5 \cdot 6.75) - (10 \cdot i)]$	<b>CREDd (Yint<sub>1</sub>) = 11 - 10i</b>	
<b>Equilibrio CREDs = CREDd</b>		
<b>Y*Int<sub>0</sub></b> <b>CRED s = CREDd</b> $BM_0 [(1-e_0)/(cm_0 + e_0)] =$ $CRED_0 + k.PY - h.i$	$5 = 10 - 10i$	Es el valor de la tasa de interés (i) que equilibra <b>CREDs</b> y CREDd, con un nivel de ingreso <b>Y*Int<sub>0</sub> = 6.25</b>
	$i = 5/10 = 0.5$ <b>i = 0.5</b>	
<b>Y*Int<sub>1</sub></b> <b>CRED s = CREDd</b> $BM_0 [(1-e_0)/(cm_0 + e_0)] =$ $CRED_0 + k.PY - h.i$	$5 = 11 - 10i$	Es el valor de la tasa de interés (i) que equilibra <b>CREDs</b> y CREDd, con un nivel de ingreso <b>Y*Int<sub>1</sub> = 6.75</b>
	$i = 6/10 = 0.6$ <b>i = 0.6</b>	

Fuente: Elaborado por el autor del artículo.

**El funcionamiento del modelo, con una política monetaria expansiva**

La política monetaria opera sobre el mercado de crédito, en la medida que hace variar las cantidades y precios, de la mercancía dinero. Las herramientas que el gobierno, a través del Banco Central, o autoridades públicas (superintendencias, bancos públicos, ministerios de economía) puede aplicar son múltiples. Vale decir que puede cambiar la base monetaria emitiendo dinero, variando la tasa de interés a la que ofrece redescuentos, variando la tasa mínima de encaje, obligando a los individuos a realizar todas las operaciones a través del sistema bancario (tal como operó la *bancarización* aplicada por Cavallo en 2001), estableciendo medidas de control o liberación de precios de mercancías, y afectando los niveles de ingresos disponibles en la economía para el consumo y la inversión, entre otras. Para ilustrar los efectos de una *política monetaria expansiva*, se seleccionó el aumento de la base monetaria, entre otros, porque tiene efectos directos sobre los recursos disponibles en la economía para el consumo y la inversión, y por motivos prácticos, en el sentido que la bibliografía consultada lo ilustra con detalle.

Para observar los efectos y perturbaciones de una *política monetaria expansiva*, se propondrá un análisis en tres momentos.



En el **primer momento** se encuentra una función de demanda agregada en equilibrio, en **Yint<sub>0</sub>**, y un mercado de crédito con una oferta de crédito de cinco unidades monetarias, y una demanda de crédito en equilibrio con en el nivel de tasa de interés  $i_0$ . La entrada al **momento 2** está marcada por el anuncio del Banco Central de realizar una emisión de dinero, que aumenta la base monetaria en un 20%, pasando de 5 unidades monetarias a 6 unidades monetarias.

Este aumento de la Base Monetaria, que pasaría de 5 Unidades Monetarias a 6 Unidades Monetarias, tiene efectos inmediatos en la función de demanda agregada, que se desplaza hacia arriba en una magnitud igual al impacto que tiene la disminución de la tasa de interés, sobre la Inversión planeada que se incrementa. Este incremento de la Inversión planeada que con la función  $Y^*(i_0) = 4.9 + 0.26Y$  se ubicaba en 0.4, por la disminución de la  $(i)$  de 0.6 a 0.5, se ubica en un nivel mayor que el anterior, pasando a 0.5 unidades monetarias de inversión y una nueva función  $Y^*(i_1) = 5 + 0.26Y$ .

Es decir, el aumento de la inversión hace que la función de la demanda agregada se desplace paralelamente hacia arriba. Por otro lado, el desplazamiento de la curva de demanda agregada y la ubicación de un nuevo ingreso de equilibrio (**Yint<sub>1</sub>** =

**6.75**) tienen repercusiones sobre el mercado de crédito, que acaba de ser expandido por un aumento en la oferta de crédito. Este efecto del nuevo y superior nivel de ingreso de equilibrio hace que la demanda de crédito, que varía –entre otros– por el nivel de ingresos de la economía, aumente. A continuación se presenta el efecto de “rebote” que tienen el aumento de la inversión, la demanda y el ingreso, así como sobre la demanda de crédito y la tasa de interés. En una economía real, esta expansión de la demanda vía la emisión monetaria podría tener su representación en las medidas que utilizó el gobierno argentino en 2001 y 2002, permitiendo la emisión de cuasimonedas (Bonos de Deuda de las provincias que se emitieron con formato de billetes y circulaban como tales), y las posteriores emisiones de pesos para el rescate de las cuasimonedas.

El **tercer momento** está marcado por la expansión de la demanda agregada que, vía el aumento del ingreso de equilibrio, aumenta la demanda de crédito. Esta demanda se ve empujada hacia arriba por el impacto que los incrementos de ingreso tienen sobre la necesidad de obtener dinero. Este desplazamiento hacia arriba está marcado por un aumento de la tasa de interés que, para el aumento de la Base Monetaria que operamos, no compensó la baja inicial de la tasa de cambio tras el aumento del 20% en el dinero circulante. A

través del ejemplo matemático, se puede observar cómo se compensó una parte de la baja inicial de la tasa de interés, con el aumento posterior de la demanda agregada, el ingreso y la demanda de crédito.

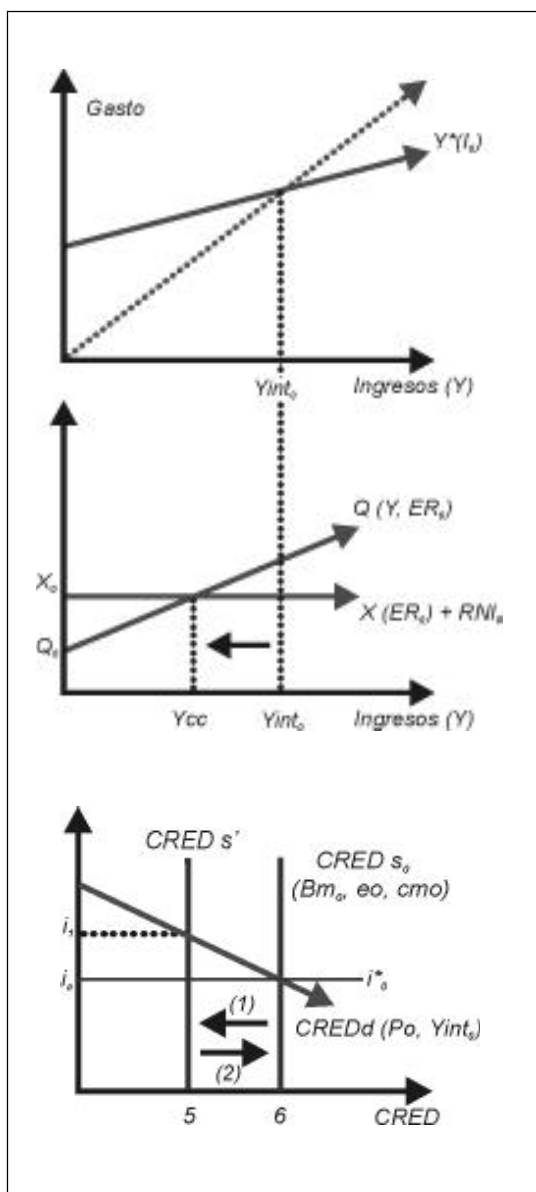
**En conclusión**, los efectos finales que tiene la aplicación de políticas monetarias expansivas estarán determinados por el tipo de herramienta que se utilice –de las múltiples existentes–, y el impacto que la herramienta seleccionada tenga sobre los demás agregados económicos de este modelo simple. En todo caso, es importante señalar cómo una expansión del circulante tiene efectos directos sobre la oferta de dinero y la demanda agregada (a través de las tasas de interés), que se expanden, mientras que tiene efectos indirectos sobre la demanda de dinero, vía el ingreso y las tasas de interés, que bajan.

Ahora, es preciso explicar cómo funciona el mecanismo monetario automático y la determinación de tasas de interés, en una economía pequeña con tipo de cambio fijo y con movilidad perfecta de capitales. El desequilibrio original está, en este caso, en los diferentes niveles de ingreso, que producen el equilibrio en la función ingreso-gasto (**demanda agregada**), y el nivel de ingreso que equilibra la cuenta corriente (**Ycc**), puesto que se incorporan las rentas netas de la inversión (**RNI**). Es decir, este nuevo ingreso de equilibrio

externo (**Ycc**) no se ocupa tan solo de los flujos de comercio, sino de los flujos de ingresos y egresos correspondientes a las rentas de los capitales, que circulan libremente por nuestra "nueva" economía abierta y con perfecta movilidad de capitales. Este desequilibrio original, y ante la presencia de flujos libres de entrada y salida de capitales, condiciona la actuación de la autoridad monetaria, en términos de determinación de la cantidad de circulante y, consecuentemente, de la tasa de interés del mercado de crédito.

Ante la presencia del desequilibrio cambiario (con una disminución de reservas para hacer frente al déficit de la cuenta corriente), la oferta de crédito –que en una economía con tipo de cambio fijo está directamente vinculado con la cantidad de reservas– en un **primer momento**, se *contraería*, disparando hacia arriba el valor de la tasa de interés hasta el nivel que *fuere* necesario para causar una disminución del producto tal que **Yint (nivel de ingreso de equilibrio interno)** se redujera igualándose con **Ycc (nivel de ingreso que equilibra la cuenta corriente de la balanza de pagos)**. Pero como nuestra economía, además de "atar" con una relación fija la base monetaria y el nivel de reservas, tiene perfecta movilidad de capitales con el exterior (a muy bajos costos de transacción por entrada y salida de capitales), en un **segundo momen-**





to, los *brookers* que operan en el mercado, al momento de "observar" que la tasa de interés interna es superior a la tasa de interés internacional (**ia**), se lanzarán, a la velocidad de las redes, a colocar los capitales a rentar a esa tasa inflada por la contracción de la oferta de crédito.

Si el costo de oportunidad lo amerita, el flujo de capitales será tan rápido y de una magnitud tan suficiente, que pueda interrumpirse en el momento preciso en el que la tasa de interés interna se equipare con la internacional. En ese **tercer momento**, y por la mayor disponibilidad de capitales de origen externo, se expandirá la oferta de capital interna hasta el nivel inicial. Este tira y afloje permanecerá mientras exista el desequilibrio cambiario que lo originó. Hay que recordar que esta economía es pequeña y tomadora de tasas; además, es importante señalar que en este esquema todos los jugadores cuentan con la misma información, y ninguno puede ni debe influenciar regulaciones o desatar olas especulativas con base en información privilegiada.

Este es el caso de la Argentina de los 90. Sin embargo, los niveles de tasas de interés de la Argentina en esa época permanecían altos, especialmente en los últimos años de la convertibilidad, y no confluían hacia la tasa de interés internacional –que se encontraba a la baja–. Esta diferencia en la tasa interna y la externa que no impulsaba a los *arbitrajistas* a hacer fluir suficientes capitales hasta lograr igualar ambas tasas tenía que ver, entre otras razones, porque a los países emergentes, que abrieron sus fronteras al flujo de capitales, se les "castigaba" con una tasa adicional a la internacional, que compensaba

el riesgo contingente de colocar los capitales, sin tener certeza de su devolución (tasa de riesgo país)

#### 4. EL PAPEL DE LAS EXPECTATIVAS NEGATIVAS EN LA CRISIS DEL 2001

Éste, teóricamente aceitado, mecanismo de ajuste automático, dejaría de funcionar por muchas razones, pero básicamente por una desmejora de las expectativas que tienen los arbitrajistas en torno a la seguridad de las inversiones que realizan en el mercado y de la posibilidad de recuperarlas. Estas expectativas no son, por supuesto, como muchos piensan, sensaciones subjetivas de quisquillosos operadores financieros que, tras una terminal de computador, a miles de kilómetros de distancia de "nuestro mercado emergente", correrán a sacar sus capitales ante el menor atisbo de riesgo (**o por lo menos uno quisiera pensar que no es así**).

De ninguna manera, estas expectativas se basan en indicadores como:

- La capacidad exportadora de la economía, de forma que genere divisas suficientes para entregarlas a los inversionistas en el momento que estos decidan retirarse del país.
- La capacidad extractiva y las recaudaciones fiscales del gobierno.
- La capacidad de los actores sociales de hacer honor a sus deudas con acreedores externos en las monedas, montos y plazos establecidos, y el hecho de que el déficit corriente no permanezca durante muchos periodos seguidos.
- El hecho de que el déficit corriente no se financie permanentemente con deuda o venta de activos.
- El crecimiento de la economía se mantenga en niveles adecuados, sobre bases productivas diversificadas, y por periodos subsiguientes.
- Los niveles de opacidad de la economía, entre otros.

Tal como se vio, en la Argentina de finales de los 90, las expectativas negativas se dieron en torno a: la capacidad del Estado de hacer honor a las deudas con inversionistas y organismos no residentes (déficit público sostenido), la disminución de las reservas, las recesiones sucesivas del producto, la baja capacidad exportadora con respecto al producto total y a otras economías "emergentes". Esta combinación de indicadores se reflejó (especialmente en el 2001) en el incremento de los niveles de riesgo país, que llevó a un proceso paulatino de disminución de los flujos entrantes de capitales, y en el incremento de las tasas internas de interés.

## ■ CONCLUSIONES

La economía argentina de los noventa tuvo una inconsistencia estructural entre la necesidad de generar crecimiento económico sostenido y la financiación de la balanza de pagos, con un tipo de cambio fijo, teniendo como fuente principal la capacidad del Estado y de las empresas para endeudarse en el exterior. Dicha configuración se hizo insostenible en la medida que no se flexibilizó la tasa de cambio, y se acumuló una década de revaluación, que minó la competitividad de las exportaciones. Esta incapacidad de generar ventas externas no permitió que se abriera una fuente de financiación alterna de la balanza de pagos, en el contexto de convertibilidad.

De otro lado, las expectativas externas, centradas en la percepción de la capacidad de pago de la deuda contraída con los acreedores internacionales, dejaron de ser positivas, y los flujos capitales, que a principios de la década entraron al país, cambiaron de tendencia y ahora eran sacados del país para ser colocados en mercados más seguros, aunque menos rentables. Otra razón para oscurecer las expectativas fueron los pobres resultados en términos de capacidad exportadora con relación a la deuda creciente. El proceso de retiro de inversiones se hizo con cargo a las reservas que, al llegar a niveles que hacían in-

sostenible el tipo de cambio (1 dólar americano un peso argentino), fueron "acorralados" en las entidades financieras.

El mecanismo de ajuste automático en esta economía pequeña, tomadora de tasas, con tipo de cambio fijo, centra su éxito en que, a través de una moneda interna fuerte, el país obtenga capitales, que por sus características permitan en el mediano plazo (permanencia y costo) reconvertir el sistema productivo y contar con capital de trabajo suficiente para torcer la tendencia deficitaria de la cuenta corriente de la balanza de pagos, hacer crecer la economía a partir de la producción y las exportaciones, generando un círculo virtuoso que atenúe los indicadores de fragilidad externa, y permita realizar el pago

**La economía argentina de los noventa tuvo una inconsistencia estructural entre la necesidad de generar crecimiento económico sostenido y la financiación de la balanza de pagos, con un tipo de cambio fijo, teniendo como fuente principal la capacidad del Estado y de las empresas para endeudarse en el exterior.**



El año 2003 mostró un crecimiento de 8.4%, después de casi cuatro años de recesión. Reconstruir el aparato productivo nacional, y reconvertirlo para orientarlo al mundo, es el principal reto de esta Argentina que se viene.

■

de las deudas del gobierno y nacionales en los términos pactados, y a costos internacionalmente razonables.

Esto hubiese sido posible en la medida que, sobre la base de la moneda local fuerte, se hubiesen construido las ventajas competitivas que le permitieran a la economía producir y competir, a pesar de la desventaja cambiaria. En términos del modelo sería tener niveles crecientes de  $Y$ , que se vean acompañados de equilibrio o superávit en la cuenta corriente (**Ycc**) para el nivel de ingreso de equilibrio interno (**Yint**), de manera que la autoridad monetaria tenga recursos suficientes, provenientes de reservas genuinas (**exportaciones + IDE**, para expandir la base monetaria sin efectos recesivos).

Sin embargo, este proceso no se dio: el empresariado argentino no aprovechó el

cuarto de hora del peso fuerte, para reconvertirse y reconvertir su mano de obra con una visión exportadora. Por lo tanto, la financiación vía exportaciones genuinas, de la balanza de pagos, nunca reemplazó la financiación externa. La insostenibilidad del sistema y la incapacidad política se combinaron, para arrastrar a la sociedad argentina a una de las peores crisis de su historia Republicana.

La palabras del presidente Néstor Kirchner sirven de corolario para estas líneas:

*"Recuperaremos el progreso social, la movilidad ascendente, la producción y el trabajo (...) reconstruiremos la igualdad, la Justicia, y una Argentina para todos, no es una tarea fácil pero estamos absolutamente comprometidos y decididos a hacerlo (...) aunque a algunos no les guste, otro país se viene. No nos faltan ganas, ni fuerza, ni decisión de construir una Argentina distinta".*

El reto para este patagónico, que meses antes de las elecciones era un perfecto desconocido para la mayoría de los argentinos, es inmenso, en la medida que deberá recuperar la confianza internacional en una economía que se acostumbró a no crecer, en los primeros años del milenio. El año 2003 mostró un crecimiento de 8.4%, después de casi cuatro años de recesión. Reconstruir el aparato productivo nacional, y reconvertirlo para orientarlo al mundo, es el principal reto de esta Argentina que se viene.

## ■ BIBLIOGRAFÍA

AGUDELO, L. "Construir poder alternativo en Latinoamérica: ¿Es posible en la Colombia de la era global? [Un análisis comparado de Brasil, Argentina, Venezuela y Colombia]". [en línea] <www.iigov.org>. [Consultado 4 de marzo de 2004].

BONASSO, M. "Una entrevista macondiana con el presidente de Venezuela: Yo soy un militar peronista". Entrevista con Hugo Chávez, F. Periódico, página/12 Buenos Aires. 1 de junio de 2003.

BORAGNI, C. Entrevista a John Williamson - La nueva agenda que prepara Washington. Diario Clarín Buenos Aires, 30 de marzo de 2003.

BURGO, Ezequiel. El mapa latinoamericano de la desigualdad. Le Monde Diplomatique Cono Sur, noviembre 2002.

CEPAL, Panorama Social América Latina 2000-2002, Santiago de Chile, 2002.

DAMILL, M. ¿Quién gana reservas? Convertibilidad, deuda pública y consistencia macro-económica. Diario CLARIN, junio de 2000.

DAMILL, M. Política económica en economías abiertas. Universidad Nacional de Quilmas. Quilmas. 2000.

FERRARESE, L. Las cajas PAN, el gran antecedente. Diario La Nación Buenos Aires. 15 de junio de 2003.

FERRARI, A. Palabras de Alberto Cândido de Melo Souza -fundador del PT- en "Lula veinte años después". Le Monde Diplomatique Cono Sur, noviembre 2002.

HADJIAN, Avedis. Lo que fue y lo que puede venir. [en línea] <www.cnnenespanol.com>. [Consultado 12 de septiembre 2001].

LUZZANI, T. Lagos ve un MERCOSUR fuerte. Entrevista con Ricardo Lagos. Diario Clarín. Buenos Aires. 25 de mayo 2003.

O'DONNELL, G. "El capital financiero y el futuro de la Argentina". Diario Página/12, marzo 2001.

PNUD, Informe de desarrollo humano 2000. (CD).

## ■ NOTAS

- 1 El hito que marcó el comienzo del cuarto de siglo mencionado, fue la gestión del ministro Martínez de la Hoz, con su política de tipo de cambio fijado a través de una tabla preestablecida, que anclaba el valor de la moneda. Este proceso monetario llevó a la revaluación y pérdida de la competitividad de las exportaciones argentinas.

- 2 Carlos Saúl Menem fue presidente de la República Argentina por los periodos 1989-1995, 1995-1998. En el primer periodo asumió de manera anticipada en 1989, año que le correspondía gobernar a Alfonsín.
- 3 Nombre con el que se conoció la crisis económica mexicana, en diciembre de 1994, causada por una corrida de los inversionistas, que colocaron gran cantidad de recursos en los llamados "mercados emergentes".
- 4 La Ley de Solvencia Fiscal, o Ley de Déficit Cero, pretendía equilibrar las cuentas públicas, especialmente las del Estado Nacional, y garantizar que el sector público consolidado (Estado Nacional y provincias) lograra superávit.
- 5 Ley 25.453 de 2001, que intentaba equilibrar los ingresos y los gastos, para tratar de controlar el déficit público, y generar superávit primarios que permitieran atender el servicio de la deuda.