

## **INSTABILIDADE E CRISE NA AMÉRICA LATINA**

---

# **La larga agonía de la convertibilidad**

---

*Jorge Schvarzer\**

**L**os cuatro primeros años de la aplicación de la Convertibilidad (1991-94) alentaron cierta euforia social. El factor decisivo residía en el logro de la tan ansiada estabilidad de precios, después de un largo período de alta inflación, jalonado de brotes hiperinflacionarios. Además, algunos signos aparentes de recuperación de la actividad daba lugar a la esperanza de un nuevo ciclo de crecimiento sostenido; luego de la amarga experiencia del estancamiento de la década del ochenta y la intensa caída del bienio 1989-90, esa expectativa era más que razonable. En esa primera etapa de la década del noventa el producto arrojaba cifras de alza del orden de 9% anual, valores que eran repetidos por el discurso oficial en el intento de generar la mayor confianza posible en el Plan y sus resultados.

La situación, sin embargo, no era tan exitosa como se suponía. En primer lugar, porque la estabilidad de precios se había alcanzado mediante un modelo que generó (o permitió) profundos cambios en los precios relativos en el mercado local. El nuevo conjunto de precios afectaba a la producción industrial, que quedó desarmada frente a la competencia externa, mientras que favorecía a los servicios volcados al mercado interno. En consecuencia, una vez terminada la primera etapa de reactivación fácil se notó una fuerte restricción a la marcha de la actividad fabril; en efecto, diversas ramas exhibieron una franca decadencia, mientras crecían algunas actividades comerciales y financieras y, en especial, los servicios públicos. La mayoría de estos últimos fueron privatizados en un contexto de demanda largamente postergada, que no había sido atendida por las empresas estatales y que ofrecía amplias oportunidades de negocios dentro del nuevo contexto.

Los servicios telefónicos lideraron el proceso de inversión. Sus operaciones tendieron a multiplicarse para atender la demanda latente, tarea que implicó que las empresas concesionarias de dichos servicios figuraran como las mayores importadoras de bienes de capital durante la década del noventa. Las líneas

---

\* Profesor-investigador en la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad de Buenos Aires y Director del CEEED (Centro de Estudios Económicos de la Empresa y el Desarrollo) en esa misma Facultad.

telefónicas fijas instaladas en el país saltaron de 3 a 7 millones en una década, mientras que el servicio celular, que acababa de surgir en el mercado local, cubrió en el mismo plazo a 7 millones de nuevos consumidores.

Esos elementos de éxito, aunque muy sectoriales, contribuyeron a sostener una imagen de éxito. Además, posibilitaron que se ignorara el profundo ajuste que estaba sufriendo una parte decisiva de la actividad fabril y la contracción del empleo público. Esos fenómenos se manifestaron en los medios, por primera vez, cuando se difundió el índice de desempleo de mayo de 1994, que arrojó la cifra, hasta entonces inédita, del 10%. La sorpresa de buena parte de la población frente a ese resultado permite evaluar la confianza generalizada puesta hasta entonces en el supuesto buen desempeño de la economía, actitud que tendió a mantenerse en el período siguiente, pese a la continua suba de aquel indicador. El desempleo trepó a 12,2% en octubre de ese año para saltar a un valor máximo de 18,4% en mayo de 1995<sup>1</sup>.

Para entonces, la preocupación por el desempleo quedó subordinada al *shock* generado por la crisis mexicana a fines de 1994. El efecto de contagio del *tequila* fue muy intenso en la Argentina y superior a lo observado en otras economías de la región. Numerosos inversores externos decidieron el retiro de sus fondos del país, igual que muchos agentes locales, generando una enorme presión sobre el tipo de cambio y el precario equilibrio del sistema financiero. Este proceso adquirió un carácter acumulativo que puso a todo el sistema al borde del colapso. La expresión local de la crisis del *tequila* alarmó a todo el equipo gobernante que, en busca de superar los problemas, generó el modelo de referencia para las crisis que siguieron. En ese sentido, esa crisis se constituyó en el "ensayo general" de esa obra dramática conocida como la convertibilidad; conviene, por eso, recordarla en sus líneas más generales.

## La crisis de 1995

La primera manifestación de la crisis fue una "corrida" contra el tipo de cambio. La desconfianza de los agentes frente a un peso sobrevaluado se agudizó en vista de la experiencia de devaluación caótica que estaba ocurriendo en México y desató una demanda masiva de dólares en el mercado local. Esa demanda era facilitada por la convertibilidad, cuyas reglas incluyen la posibilidad de cambiar pesos por dólares en cualquier momento, a un tipo de cambio fijo de "uno a uno", con bajísimos costos de intermediación; esas reglas exigen, también, que la cantidad de moneda en circulación sea igual al monto de las

<sup>1</sup> Todas las cifras que se presentan, salvo mención en contrario, provienen de fuentes oficiales, sean estas el ministerio de Economía o el INDEC (Instituto Nacional de Estadísticas y Censos).

reservas del Banco Central, de modo que, en última instancia, todos los billetes disponibles en el mercado local puedan ser canjeados por dólares (conocido como método de la "caja de conversión" en el lenguaje económico).

En los tres primeros años de la convertibilidad, esas reglas habían resultado bastante eficaces para alimentar la confianza de los agentes en la moneda local; sin embargo, bastó una señal externa (por un fenómeno que los especialistas denominan de "contagio") para que esa confianza se revirtiera con una rapidez que sorprendió a los observadores.

El gobierno contrajo nuevos créditos externos para poder hacer frente a esa demanda especulativa. No trataba simplemente de satisfacer los pedidos de divisas, sino también de evitar la caída de reservas puesto que esa tendencia se convertía, a su vez, en un indicador que multiplicaba la desconfianza de los agentes y renovaba la demanda de dólares. La estrategia oficial esperaba que la demanda se calmara a medida que los agentes locales comprobaran que el sistema era capaz de cumplir con sus reglas básicas, ofreciendo todos los dólares que se le pedían.

La demanda de dólares requería el retiro masivo de fondos del sistema bancario. Los depositantes retiraban su capital para comprar los dólares y guardarlos, ya sea en el extranjero, ya sea bajo el resguardo de los cofres de seguridad que los mismos bancos ofrecen. La intensa fuga de depósitos se constituyó en un factor adicional de presión; la inesperada y aguda escasez de dinero en el sistema elevaba rápidamente la tasa de interés y sometía a los bancos a una presión casi insoportable. El Banco Central, por otro lado, no podía actuar como proveedor de recursos adicionales (en la función de prestamista de última instancia, típica de todo sistema financiero) porque la ley de Convertibilidad le prohibía emitir sin respaldo.

En consecuencia, las dudas sobre la continuidad del tipo de cambio fijado legalmente fueron el gatillo que lanzó la demanda de dólares contra las reservas, que caían para atender esas compras. Ese círculo vicioso no se cerraba sobre sí mismo, puesto que esas mismas dudas desequilibraban al sistema financiero, provocando tasas de interés tan elevadas que llevaban a la recesión a todo el sector productivo.

El gobierno actuó con energía en defensa de la convertibilidad. Además de mantener, a toda costa, la oferta de dólares al precio de uno a uno, emitió persistentemente el mensaje de que estaba dispuesto a seguir adelante hasta que todos los pesos fueran cambiados y el dólar quedase como *la* moneda local por simple sustitución de funciones. Naturalmente, el camino no era tan simple porque en ese recorrido estaban presentes la quiebra potencial de todo el sistema bancario y un futuro de incertidumbres; en el interin, las elevadas tasas de interés desalentaban la inversión y frenaban el avance potencial de las actividades económicas.

La crisis fue superada, pero el riesgo asumido fue muy elevado. Los retiros de los bancos superaron el 18% del total de depósitos, cuando se estimaba que el 20% era un valor límite que no se podría superar sin graves costos para todo el sistema. El tipo de cambio se mantuvo, al costo de una masa significativa de reservas que se perdieron; lentamente, el sistema volvió a la normalidad<sup>2</sup>. La crisis productiva fue superada a fines de 1995 y el producto volvió a tomar una senda ascendente, aunque ya no podría exhibir los valores exitosos de la etapa anterior.

## El fortalecimiento de la ortodoxia

La crisis obligó al gobierno a estrechar filas. El ministro de Economía, D. Cavallo, ya había tenido oscuros roces con el presidente C. Menem, pero sus diferencias políticas pasaron a segundo plano frente a las urgencias que planteaba la fuga de capitales y la fuerte presión de los agentes financieros externos e internos. Por otra parte, a mediados de 1995 debía tener lugar la crucial elección presidencial que podía ratificar la renovación del mandato del presidente Menem o su reemplazo por el candidato de la oposición. La victoria del primero, adjudicada en buena medida al miedo de la sociedad ante el potencial derrumbe de la estabilidad monetaria, coincidió con el inicio de la superación de la etapa más aguda de la crisis. No resulta casual que, hacia fines de 1995, los medios políticos comenzaran a discutir la posibilidad, hasta entonces casi impensable, de un alejamiento del ministro de Economía de su cargo. Algunos estimaban que ese retiro no era posible, por su imagen de fundador de la Convertibilidad y de garante implícito de todo el sistema; esa corriente estimaba que el alejamiento de Cavallo podía generar una nueva e insoportable "corrida" que tumbaría todo el equilibrio económico. Otros suponían que el presidente, por sí solo, podría garantizar la continuidad del Plan, mientras reforzaba su posición política, si expulsaba del gabinete a ese ministro que se mostraba como un candidato a presidente y competidor personal.

Lo decisivo es que ese debate comenzó a instalar en la opinión pública la idea de que el ministro podría irse sin que se afectara la convertibilidad. Al fin, a mediados de 1996, el presidente logró la renuncia de su ministro, a quien reemplazó inmediatamente por el entonces presidente del Banco Central. La maniobra exhibió la preocupación política por "tranquilizar" a los agentes económicos: el cambio se informó oficialmente un viernes por la tarde, luego del

---

<sup>2</sup> Una excelente revisión del funcionamiento del sistema monetario en ese período crítico, y los problemas que creaban las reglas de la convertibilidad, puede verse en A. F. Calcagno (1997).

cierre de los mercados, de modo que el fin de semana sirviera como un amortiguador del impacto de esa noticia y permitiera calibrar las posibles reacciones de los agentes antes del comienzo de la rueda de negocios del lunes siguiente.

El nuevo ministro de Economía, Roque Fernández, era conocido como un discípulo ortodoxo de la Escuela de Chicago, igual que su reemplazante en el Banco Central, Pedro Pou. Ambos eran miembros del CEMA, un *think tank* local que había ganado poder e influencia en el país defendiendo las ideas de esa corriente de pensamiento<sup>3</sup>. Sus posiciones sobre política económica tendían a asegurar el apoyo de los agentes financieros, locales y externos, y se fueron definiendo como una vuelta de tuerca en favor de una ortodoxia de tinte monetarista que marcó profundamente el rumbo de la economía argentina en el período 1996-1999.

El nuevo equipo, en especial, tendió a fortalecer la apertura financiera y a estrechar los vínculos del peso con el dólar; sus reiterados esfuerzos en ese sentido llegaron a alentar de manera continua el uso del dólar como moneda alternativa. Diversas normas del Banco Central contribuyeron a ese objetivo que consolidó un curioso sistema bi monetario en el país; esas medidas autorizaron, y en cierta forma, fomentaron, que los bancos locales captaran depósitos, e hicieran los préstamos en dólares, mientras les exigían que mantuviesen sus reservas en esta última moneda. Esta estrategia de aumentar la ya estrecha relación entre el peso y el dólar tendía a asegurar la confianza de los agentes locales y la estabilidad de precios, pero erosionaba, al mismo tiempo, el valor del primero como moneda autónoma; más aún, sólo permitía que el peso subsistiera mientras pudiera convertirse en aquella divisa.

La estrategia no se limitó al ámbito bancario. Además, la casi totalidad de las empresas de servicios públicos, que habían sido privatizadas, fueron autorizadas a facturar sus servicios en dólares (aunque cobraran en pesos) y a ajustar sus tarifas de acuerdo a la evolución del índice de precios de los Estados Unidos e independientemente de la evolución de esa variable en la Argentina. Esta política tenía en cuenta la experiencia de la crisis iniciada hacia fines de 1994 y se reveló eficaz para sostener al peso ligado al dólar frente a las crisis recurrentes que se sucedieron, que no fueron pocas.

Las más graves y evidentes fueron la crisis asiática de 1997, el *default* ruso de 1998 y la devaluación brasileña de fines de 1999. Cada una de ellas tuvo

---

<sup>3</sup> El Centro de Estudios Macroeconómicos de la Argentina (CEMA) fue fundado en 1978 y creció hasta agrupar a un considerable número de profesionales, que desarrollan numerosas actividades de difusión de ideas y diagnósticos sobre el país. En los últimos años, el CEMA creó una universidad con el mismo nombre y multiplicó su presencia en los medios, así como en el debate sobre la economía argentina.

un efecto de contagio en la economía local y provocó nuevas corridas en el mercado financiero y nuevos esfuerzos oficiales por frenarlas con nuevas y mayores dosis de las mismas medicinas ya ensayadas previamente. La más grave, de todas ellas, fue la devaluación brasileña, porque su impacto sobre el equilibrio financiero local fue multiplicado por su efecto adicional sobre buena parte del sistema productivo; la devaluación afectó la competitividad de la producción argentina respecto al país vecino y tendió a reducir la ventaja comercial previa. La recesión que vivió la economía brasileña junto con esa devaluación contribuyó a agravar la actividad económica argentina que sintió el deterioro de la demanda de su principal socio comercial.

Esas crisis fueron acompañadas por otros impactos externos negativos, quizás menos evidentes, pero con gran incidencia en la economía argentina. Uno fue la caída del precio internacional del petróleo en 1998-1999, que redujo el valor de las exportaciones en alrededor de mil millones de dólares y tendió a desalentar las inversiones en el sector; la recuperación posterior de esos precios alivió la situación sectorial, pero esos efectos positivos se vieron neutralizados por otro impacto externo aún más grave que este en otro ámbito productivo. En efecto, la intensa tendencia a la baja de las cotizaciones de los bienes agrícolas en los últimos años, que se comenzó a sentir en 1998, pero actuó con fuerza a partir del año 1999 hasta la actualidad, afectó a las mayores exportaciones argentinas. El precio del aceite de soja (el más importante de los bienes agrícolas argentinos) se derrumbó de 565 dólares la tonelada en 1997 a 338 dólares en 2000 en el mercado mundial, acompañado en esa tendencia por el precio del trigo, que cayó de 160 a 114 dólares la tonelada entre las mismas fechas. Ese proceso afectó el equilibrio comercial, al reducir el valor de esas exportaciones y desalentar la oferta; al mismo tiempo, esa baja contrajo el ingreso de los productores, que se acercaron peligrosamente a niveles de rentabilidad cero o negativa, motivando demandas y protestas que siguen en la actualidad.

La convicción del equipo de gobierno sobre las ventajas presuntas del libre funcionamiento de los mercados contribuyó a negar los apoyos pedidos por esos productores en un contexto en el que, de todos modos, cualquier subsidio otorgado a estos haría peligrar el precario funcionamiento de las cuentas públicas.

Por último, la sobrevaluación del dólar (al que está atada la moneda local), que se ha manifestado como un fenómeno prolongado y con mucha fuerza, contribuyó a reducir la competitividad de la producción local frente a otros agentes internacionales.

## Avanzando por un camino de cornisa

La política oficial de impulsar una vinculación cada vez más estrecha entre el peso y el dólar fue generando el predominio de este último en el mercado. Los depósitos en dólares colocados en los bancos locales subieron sin pausa durante la década del noventa. Su monto, que había trepado del 20% del total hasta el 41% entre 1990 y 1994, siguió ganando posiciones en los años siguientes: 51% en 1997 y más de 60% del total registrado en 2000. Debido al impacto de ese proceso resulta que en la actualidad casi las dos terceras partes de los depósitos bancarios están nominados en dólares, mientras que ocurre una situación similar con los créditos; no es poco curioso que esos mecanismos posibiliten que el dinero provenientes de estos últimos se utilice para comprar bienes locales cuyos costos son en pesos.

El fenómeno bancario se repite en el sistema circulatorio de la moneda. No hay estimaciones precisas sobre el valor de los dólares en billetes que circulan en el mercado local, aunque hay claros indicios de que esa moneda es el instrumento preferido en las compra ventas de bienes de mayor valor, como propiedades y automóviles; cualquier observador podrá ver que esos billetes son utilizados, y aceptados, en toda la Argentina, en operaciones menores como pagos en bares y hasta en taxis. La amplia aceptación del dólar como moneda, que tiende a reemplazar al peso, es un hecho que se puede medir en el ámbito bancario y estimar fácilmente en el resto del mercado.

Esta transición no logró, pese a las expectativas al respecto presentadas por los funcionarios responsables, reducir las tasas de interés; estas tendieron a mantenerse en niveles muy elevados, en medio de grandes fluctuaciones de sus valores coyunturales. Las regulaciones oficiales, que exigen elevados encajes a los bancos para asegurar la "fortaleza" del sistema, así como otros mecanismos adoptados por esa política, impulsan las tasas al alza. Este objetivo no es ajeno al discurso monetarista que insiste en que se deben "respetarse los derechos de los ahorristas" a una ganancia razonable y que una estrategia como la aplicada es indispensable para evitar una "fuga de capitales". No hace falta agregar que los resultados generan, de manera apreciable y sistemática, un elevado valor para las tasas activas que bloquea las posibilidades de inversión.

El temor a los potenciales "riesgos sistémicos del sector financiero" llevó al Banco Central a autorizar la compra de bancos locales por los extranjeros. Diversos comentarios sugieren que la estrategia oficial se apoyaba, sobre todo, en la expectativa (no demostrable ni comprobada hasta ahora) de que la presencia de grandes bancos transnacionales otorgaría mayor estabilidad al sistema. La hipótesis supone que, en caso de riesgos por "corridas", por ejemplo, las casas centrales de esos nuevos actores locales no permitirían que sus filiales quiebren; esta salida sería diferente a lo que le podría ocurrir a los bancos locales

sin el recurso de un prestamista de última instancia, como ocurrió durante el tequila, y que exigió el cierre de varias entidades. Esta estrategia se vio potenciada por el atractivo de las notables ganancias sectoriales que obtenían las entidades bancarias en la Argentina y logró que en poco tiempo un reducido grupo de bancos españoles ingresara en el mercado local, acompañados por un par de otras grandes entidades de distintos orígenes. Las compras de los bancos ya instalados les permitió a estos nuevos actores quedarse con la mayor parte del mercado; los bancos propiedad de capital externo pasaron de captar el 18% de los depósitos bancarios en 1992 al 43% en 1998, con tendencia creciente en los años posteriores a esa fecha debido a nuevas adquisiciones<sup>4</sup>.

La desnacionalización *de facto* de los depósitos en pesos, la preferencia generalizada por el dólar como moneda de cuenta y la desnacionalización progresiva de las empresas bancarias, fue generando una situación que tiende a reducir la capacidad de control del Banco Central sobre el sistema. Se trata de un rasgo inédito de la economía argentina, tanto respecto a su historia como en relación con otras naciones, que plantea problemas novedosos. El diagnóstico de algunos de esos problemas, o la continuidad de esa estrategia, llevó a una propuesta de dolarización total.

La idea estaba latente desde mediados de la década, pero recién hacia fines del gobierno del presidente Menem comenzó a hacerse sentir la propuesta de dolarizar la economía argentina; ella intenta declarar al dólar como la moneda local, cambiar todos los pesos locales por esa divisa y eliminar a éste último de la circulación. Para ello, propone utilizar las reservas que la ley de convertibilidad estableció como garantía de la circulación del peso y que serían distribuidas como billetes. El único problema que parecen visualizar o plantear los proponentes de esta alternativa es que el gobierno argentino perdería el beneficio aportado por esas reservas que, en condiciones normales, están colocadas en bonos del Tesoro de los Estados Unidos. De allí que esos agentes propongan un "acuerdo monetario" con el gobierno de ese país para que éste aporte el dinero perdido, supuestamente asimilado a un *señorage*<sup>5</sup>.

<sup>4</sup> Estos datos están analizados en nuestro trabajo «Los grandes grupos económicos argentinos. Tendencias de largo plazo y desafíos del presente» presentado en las *XVII Jornadas de Historia Económica* (2000).

<sup>5</sup> En rigor, las reservas de la convertibilidad fueron obtenidas a través de la deuda externa, dado que el país tiene déficit crónico en su cuenta corriente. De modo que el gobierno argentino paga un elevado interés por ese dinero mientras que obtiene una renta de menor valor cuando lo coloca en títulos muy líquidos. Si los dólares se distribuyen en la sociedad, esa deuda queda pero se pierde la renta. Este último valor, y presunto *señorage*, resulta muy inferior al costo real de sostener el peso argentino mediante una reserva en dólares, o bien, de disponer de una masa monetaria local en base a la deuda.



Los proponentes de esta estrategia incluyen a los miembros del CEMA y al propio presidente del Banco Central (1996-2001), P. Pou, así como al presidente Menem, que la ha propagado a los cuatro vientos y sigue insistiendo con ella desde que dejó su cargo. En rigor, esa iniciativa resulta un reconocimiento implícito del fracaso de la convertibilidad en lo que respecta a la capacidad de ese régimen para forjar una moneda local creíble y de uso generalizado en condiciones de estabilidad de precios. Lo irónico consiste en que ella sea lanzada por algunos de los principales promotores originales de la propia convertibilidad.

La falta de desarrollos teóricos y antecedentes prácticos respecto a lo que podría significar la dolarización, en términos de pérdida de independencia monetaria y del uso de ese instrumento de regulación indirecta de la economía nacional, presenta un problema nada desdeñable para el debate. Si bien sus partidarios afirman que ella reduciría notablemente el "riesgo cambiario", no pueden decir lo mismo respecto al "riesgo país" (que refleja la expectativa de los agentes respecto a la capacidad oficial de pago de la deuda antes que el riesgo de cambio). Por ahora, el rechazo de los Estados Unidos a asumir cualquier responsabilidad monetaria frente a la Argentina, ha reducido la posibilidad de esa iniciativa que permanece latente en todas las perspectivas de la economía nacional.

## **El círculo vicioso de la deuda**

Durante la primera etapa de la convertibilidad la deuda externa pudo verse reducida, en términos nominales, debido a las operaciones de privatización, en que las empresas públicas se vendían a cambio de títulos de deuda. Por otra parte, la madurez de ese pasivo se extendió apreciablemente en el tiempo mediante la reconversión de la deuda registrada con los bancos en bonos de largo plazo; esta estrategia se aplicó en todo el continente y no es otra cosa que el resultado del conocido Plan Brady. Los intensos ingresos de fondos externos en los primeros años del proceso contribuyeron a estimular la actividad local y a dar una sensación de éxito hasta mediados de 1994. La decisión de la Reserva Federal, en los Estados Unidos, de elevar las tasas de interés a partir del comienzo de ese año (por razones de política interna) fueron la primera señal de que el auge había terminado. El flujo financiero que salía de los Estados Unidos, en busca de alternativas más rentables de inversión, comenzó a retornar a ese mercado, con efectos muy negativos sobre las demandas de las naciones emergentes (y cuya primer víctima fue México a fines de ese año).

La economía argentina necesitaba divisas que no podía generar, al menos todavía, mediante sus exportaciones. Estas se mantuvieron casi todo ese período por debajo de sus importaciones (aunque esa brecha tendió a caer en

momentos de recesión). El déficit de la balanza comercial era sólo una parte del déficit de la balanza de pagos, dado que los flujos de servicios también eran negativos; las continuas inversiones de fondos externos sólo ofrecían un paliativo coyuntural porque enseguida comenzaban a demandar nuevos giros de divisas al exterior en concepto de beneficios, intereses y regalías. El deseado ingreso de capitales (fueran de cartera o de inversión) era, en rigor, una solución a corto plazo de los problemas de la balanza de pagos que agravaba la situación de esta una vez que comenzaba a operar en estado de régimen.

Una parte decisiva del ingreso de capitales en la primera parte de la década del noventa se dirigió a la compra de empresas estatales (y consistió en su mayor parte en títulos de deuda, como se señaló). La estrategia posterior de esos inversores puede resumirse de modo muy simple: ellos se dedicaron a distribuir dividendos a sus accionistas desde su primer ejercicio contable (lo que implica un flujo negativo de divisas dado que los mayores propietarios eran externos) mientras financiaban sus inversiones locales con créditos externos. La salida de divisas y el pago de esos créditos, más los intereses, creaban nuevas tensiones sobre la balanza de pagos en el mediano plazo. Dado que la casi totalidad de las empresas privatizadas se dedica a proveer servicios para el mercado interno, su actividad no genera las divisas que demandan para sus operaciones, lo que multiplica el círculo vicioso del endeudamiento externo.

Los datos son contundentes. La deuda externa de las empresas privatizadas, que era del orden de 1.500 millones de dólares a fines de 1992, se acercaba a 10.000 millones de dólares a fines de 1995 para saltar hasta los 18.000 millones en el momento del cambio de gobierno (diciembre de 1999). Los pagos en concepto de intereses originados en esos compromisos pasaron de apenas 86 millones de dólares en el primer año mencionado a más de 1.400 millones en 1999; dicho flujo de salida totalizó 5.800 millones en esos ocho años. Paralelamente, las utilidades y dividendos remitidas por ese grupo de empresas al exterior del país siguieron una tendencia semejante, de modo que llegaron a acumular 7.500 millones de dólares registrados por dichos motivos en ese mismo plazo<sup>6</sup>.

El resto de las inversiones externas en ese período tuvo un comportamiento semejante sobre la balanza de pagos. Como la mayor parte de ese flujo se orientó a la adquisición de empresas locales dedicadas a atender el mercado interno, sus operaciones generaron la misma exigencia sobre el equilibrio externo del país, mientras ofrecían una contribución mínima (en el mejor de los casos) a sus exportaciones. El efecto benéfico aparente del ingreso de esos

---

<sup>6</sup> Estos datos están tomados de un estudio realizado por la Dirección de Cuentas Internacionales del ministerio de Economía que se titula "El proceso de privatizaciones en la Argentina desde una perspectiva del balance de pagos" (Argentina, 2000).

capitales sobre el equilibrio externo es apenas coyuntural; su aporte en el momento de entrar al país tiende a dispersarse rápidamente con el transcurso del tiempo debido a esa lógica de sus operaciones que exige nuevos pagos al exterior.

El análisis de la balanza de pagos argentina a lo largo de la década del noventa exhibe, entonces, un déficit sistemático de los flujos requeridos por el sector privado. El saldo negativo de la balanza comercial, más los pagos al exterior de las empresas radicadas en el país en concepto de dividendos e intereses, más los gastos en turismo en el exterior (alentados por el elevado valor del peso frente al dólar), más la fuga de capitales (que parece ser un fenómeno sistemático en el país) exige que algún otro actor obtenga los fondos necesarios para equilibrar las cuentas externas. Como lo muestra un estudio detallado del tema, ese rol lo asumió el Estado, que se endeudó de modo persistente a lo largo de ese período (y, sobre todo, después de 1994) para compensar el déficit generado por el sector privado<sup>7</sup>. Los ingresos de divisas por esa vía contribuyeron a aumentar la liquidez de la economía, alentando, por lo tanto, la actividad en los momentos de auge.

La explicación más difundida en la Argentina sobre ese endeudamiento culpa al *excesivo* gasto público y el consiguiente déficit del Tesoro por sus demandas crecientes de nuevo endeudamiento. Sin embargo, como plantea el estudio que se acaba de mencionar, cabe preguntarse que pasaría con el equilibrio de la balanza de pagos si, por alguna fórmula milagrosa, el presupuesto pudiera equilibrarse y el gobierno dejara de tomar deuda externa. El problema sería mayor aún, si el Tesoro se convirtiera en un demandante adicional de divisas con el objeto de atender sus compromisos. En ese caso, el déficit de la balanza de pagos provocaría una profunda restricción sobre la evolución de la economía argentina.

La estrategia del sector público consistió en tomar en divisas todos los recursos que necesitaba aún cuando parte de ellos estuviera destinado a financiar gastos locales en pesos. Más aún, el gobierno resolvió emitir bonos en divisas para pagar diversos compromisos surgidos con actores locales que ni siquiera exigían el pago en una moneda distinta del peso. Fue así que el gobierno canceló, mediante la emisión de bonos de deuda externa, sus compromisos con proveedores locales, sus atrasos de pago a jubilados (que reclamaban ante los tribunales y obtenían así la satisfacción a sus pedidos), y hasta los pagos de indemnizaciones decididos legalmente para compensar a numerosos ciudadanos afectados por la dictadura militar. Esa estrategia aplicada durante la década del noventa llevó a emitir un enorme monto de bonos en divisas, que convertían una

---

<sup>7</sup> Ver en ese sentido, el notable trabajo de M. Damill (2000).

deuda específicamente interna en una externa; los bonos emitidos por esos conceptos se cotizan en los mercados locales y son parte de la deuda externa, más allá de la posible nacionalidad de sus tenedores.

Los resultados están a la vista. Al 31-12-2000, menos del 3% del total de la deuda pública argentina, que alcanzaba ya a 128.000 millones de dólares, estaba nominada en pesos; el 97% estaba registrado en divisas, con gran presencia del dólar, pero con emisiones en otras monedas fuertes, como el yen y el euro (o sus antecesoras). La dependencia del Tesoro de una deuda en divisas es una consecuencia de una estrategia que ha dado prioridad a esa relación durante un largo período de tiempo.

Este resultado no era inesperado sino el efecto natural de los métodos elegidos y aplicados por el equipo económico durante la década del noventa. El propio Pou, como presidente del Banco Central, explicó, en una reunión con los banqueros locales, que esa apertura financiera externa resulta muy ventajosa porque introduce el "monitoreo permanente de los mercados internacionales" sobre las decisiones locales<sup>8</sup>. Ese "monitoreo" tendría una presencia creciente en cada una de la crisis que viviría el país hasta convertirse en la expresión de un sistema de poder que restringe de manera extraordinaria los grados de maniobra del gobierno argentino.

## El déficit del presupuesto nacional

El presupuesto del sector público nacional refleja claramente algunas de las consecuencias de la estrategia mencionada, cuando se observan ingresos y gastos. Sus ingresos corrientes se han mantenido entre 38.000 y 40.000 millones de pesos durante el plazo que transcurrió entre 1993 y 2000, con fluctuaciones que dependen de las oscilaciones de la coyuntura y de los continuos cambios aplicados en el régimen impositivo<sup>9</sup>. Los ingresos no subieron porque el gobierno aplicó, a partir de 1994, un nuevo régimen de jubilación privada según el cual los aportes de los trabajadores pasan a unos organismos financieros que los administran; esos fondos superan ahora los 4.000 millones de pesos (dólares)

<sup>8</sup> Discurso de P. Pou en la reunión anual de ADEBA (Asociación de Bancos Argentinos), según la versión publicada en *La Nación*, del 21 maio 1998.

<sup>9</sup> Coviene señalar dos aspectos claves de este comentario. En primer lugar, que se mencionan sólo los ingresos que son captados por el gobierno nacional, dado que el régimen federal argentino incluye los llamados impuestos "coparticipables" que son recaudados por la nación, pero que se transfieren de manera automática a las provincias. En segundo lugar, que todas las cifras que se presentan fueron tomadas de los informes del ministerio de Economía y no fueron revisadas en su consistencia interna, pese a que surgen múltiples dudas sobre su veracidad y coherencia.

anuales que el sector público dejó de percibir aunque mantiene sus compromisos de pagos con los jubilados actuales que siguen recibiendo sus ingresos desde el Estado. Ese "descalce" entre los ingresos y los egresos del rubro es una de las mayores causas del déficit del sector público aunque los defensores del sistema argumentan que servirá para eliminar dicho desequilibrio dentro de un par de décadas; como diría Keynes, la solución llegará para una fecha en la que "todos vamos a estar muertos".

Los gastos corrientes del sector público nacional subieron, en el mismo período considerado, desde unos 30.000 millones de pesos hasta 35.000 en 1998-99, etapa previa a las elecciones presidenciales, para iniciar un rumbo decreciente al año siguiente. El aumento se explica por el aumento del número de jubilados (por razones demográficas y por el paso de algunas cajas de jubilaciones provinciales al ámbito nacional) y por variaciones de menor monto en diversas actividades públicas; la serie exhibe un aumento tendencial del orden del 3% anual.

Estas cifras desmienten la versión de algunos voceros que insisten en el aumento "desmedido" que habría ocurrido en la recaudación y el gasto público. Estos comentaristas toman como base de sus análisis al año 1990, etapa de mínimo gasto público, que contribuyó a alimentar una intensa recesión; por otra parte, en ese momento previo a la convertibilidad había inflación y problemas de cambio de los precios relativos de tal magnitud que arrojan dudas sobre la validez de una comparación<sup>10</sup>. Pero esas críticas serían más correctas si se incluye en el panorama la evolución de los pagos en concepto de intereses de la deuda externa. Este rubro, que está separado del gasto corriente, saltó de 2.500 millones de pesos en 1993 a 9.500 millones en 2.000 y está estimado en cerca de 11.000 millones en 2.001. El alza aparentemente incontenible de estos flujos está ligada tanto al aumento de la deuda por capital como a la suba apreciable de las tasas que debe pagar el gobierno debido a la estrecha relación de estas con el llamado "riesgo país"<sup>11</sup>.

---

<sup>10</sup> Uno de los mayores voceros de esta opinión es R. López Murphy, economista jefe de FIEL (una fundación dedicada a estudios económicos y sostenida por las grandes empresas) y fugaz ministro de Economía del presidente de la Rúa en marzo de 2001.

<sup>11</sup> El riesgo país es una medida ya adoptada por numerosas empresas financieras que tiende a medir la caída del valor de los bonos de deuda que se cotizan en el mercado; el rendimiento real de esos bonos aumenta a medida que baja su precio nominal (debido a que las tasas que paga el gobierno son fijas con respecto al capital nominal). Ese rendimiento real, menos la tasa que paga el Tesoro de los Estados Unidos, mide la sensación del mercado respecto a la seguridad de cobro de esos bonos (igual que en el caso de los famosos "bonos basura" emitidos en los Estados Unidos) y sirve para establecer la tasa de interés que los agentes financieros estarían dispuestos a aceptar en las nuevas emisiones de deuda que tiene que hacer el país.

La consecuencia inmediata de estos cambios es que los pagos de intereses de la deuda externa no sólo se multiplicaron por cuatro en siete años, sino que pasaron de representar 8% de los gastos corrientes a nada menos que 27% en 2.000 y una cifra cercana al 30% en 2001. Las corrientes de pensamiento de la derecha incluyen a los pagos por intereses en el total del gasto corriente; por eso, concluyen que el Estado "gasta mucho" y que se debe bajar ese gasto cuando lo real es que los pagos de la deuda (aún antes de contar los vencimientos de capital) absorben una parte decisiva de los recursos del presupuesto nacional.

Evolución del presupuesto del Estado nacional — 1993-00

(en millones de pesos)

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Ingresos corrientes .....	38 250	37 740	36 610	33 580	39 500	40 400	40 000	40 400
Gastos corrientes .....	29 890	32 000	32 130	31 570	35 200	34 750	36 400	35 100
Superávit primario .....	8 360	5 740	4 480	2 010	4 300	5 650	3 600	5 300
Intereses devengados .....	2 550	2 920	3 890	4 460	5 500	6 450	8 000	9 500
Saldo final .....	5 810	2 820	590	-2 450	-1 200	-800	-4 400	-4 200

FUENTE: INFORME ECONÓMICO Ministerio de Economía, Secretaría de Hacienda, p. 246, año 2000.

NOTAS: No incluye otras cuentas, como ingresos de capital, gastos de inversión, o la porción de impuestos de coparticipación cobrados con destino a las provincias, como se explica en el texto.

En rigor, el presupuesto exhibe superávit primario (es decir, antes de pagar los intereses de la deuda) que se transforma en un déficit creciente cuando se adicionan los compromisos derivados de esta. La batalla mediática que se despliega actualmente en el país por reducir el déficit es, en realidad, una batalla para aumentar el superávit primario hasta un valor que permita el pago total de estos últimos.

En definitiva, los compromisos derivados de la deuda se han vuelto a convertir en el problema más importante de la nación. Ellos inciden sobre el equilibrio de las finanzas públicas, mientras ejercen una presión implícita sobre la balanza de pagos. Sus efectos restringen al máximo la capacidad de maniobra del Tesoro; el gobierno tiende a quedarse sin recursos para otros objetivos, como atender las demandas sociales, y se enfrenta con un alza adicional de las tasas de interés, que repercuten sobre sus compromisos de pagos futuros. Irónicamente, eso ocurre cada vez que intenta destinar sus recursos a resolver las necesidades

de su función, sean estas la salud, la educación, la seguridad, los aportes a los jubilados, o ciertas inversiones que se consideran imprescindibles para el desarrollo económico.

## La marcha de la actividad productiva

Si bien es cierto que la mayor parte de la deuda es deuda pública, el pago de los compromisos correspondientes no se puede realizar si el país no crece y si no aumentan sus exportaciones. El incremento de la riqueza producida es la base que podría permitir que el Tesoro capte los recursos necesarios para pagar la deuda así como para asegurar la oferta necesaria para incrementar las exportaciones que deben generar las divisas correspondientes. Pero, ni la actividad productiva ni la oferta exportable han estado a la altura del desafío planteado por esa situación.

A lo largo de la década del noventa el producto bruto de la Argentina ha crecido a una tasa anual acumulativa de 3,4%, de acuerdo a las cifras oficiales, que no son demasiado confiables por distintos motivos<sup>12</sup>. La tasa es relativamente baja después del estancamiento sufrido durante la década del ochenta y más baja aún si se la refiere al incremento del producto *per capita* que sería de apenas 1,9% anual. Para peor, la recesión iniciada a comienzos de 1999 no muestra signos de terminar después de tres años en los que el producto ya cayó más del 5% acumulado.

Es cierto que hubo algunos años de mejor comportamiento de la actividad productiva, pero que se explican por una recuperación de la caída previa, o debido a impulsos sectoriales muy específicos que no muestran continuidad en el tiempo. La tendencia del producto global resulta superior a la del valor agregado por la industria, que apenas llegó a registrar una evolución inferior al 2% anual en ese mismo período<sup>13</sup>.

Los únicos núcleos de crecimiento de la economía argentina corresponden a nichos reducidos formados en algunas materias primas (petróleo y gas, leche, vinos finos, etc.) y en ciertos sectores de servicios protegidos de la competencia externa, entre los que se incluyen las comunicaciones y diversos servicios personales, además del sector financiero. Esos sectores, en general, no tienen

---

<sup>12</sup> Ver el cálculo detallado en Jorge Schvarzer (2001). La discusión sobre los problemas que plantea el cálculo oficial del producto, y sus consecuencias sobre el diagnóstico de la situación argentina (puesto que tendería a exagerar el crecimiento real ocurrido), lo tratamos en Jorge Schvarzer (1997).

<sup>13</sup> La discusión sobre este tema, que acá reducimos a su mínima expresión, la hemos realizado en Jorge Schvarzer (1999).

el tamaño suficiente, ni las características deseables, para servir de locomotoras del desarrollo local; además, la mayoría de ellos está llegando a una *meseta* en su actividad, por diversas razones, de modo que tampoco parecen capaces de impulsar la economía argentina en el futuro próximo.

Estas tendencias productivas repercuten en la capacidad exportable del país que no exhibe demasiado dinamismo después de una primera etapa de expansión de la oferta de bienes primarios. Las exportaciones oscilan en torno a los 26.000 millones de dólares entre 1997 y 2001 y sus ciclos dependen estrechamente de los precios internacionales de las materias primas (que fueron desfavorables para la Argentina, como se señaló más arriba) y de las dificultades para colocar bienes en el Brasil después de la devaluación ocurrida a fines de 1998.

En la medida en que las exportaciones no se expanden al ritmo suficiente, el saldo de la balanza comercial resulta deficitario, como ocurrió durante toda la década del noventa, dada la fuerte demanda local por bienes externos en las condiciones actuales de la economía argentina. El ajuste de ese balance, en ese caso, sólo puede realizarse a través de una contracción de las importaciones que se origine en la recesión local, como ocurrió después del *tequila* y está pasando a partir del nuevo ciclo depresivo iniciado en 1999. Eso explica que los 31.000 millones de compras externas registradas en 1998 (el máximo de la serie) hayan caído a 25.000 millones en 2000, con una tendencia a una reducción adicional en 2001. El pequeño saldo positivo obtenido por dicha vía en la balanza comercial no alcanza, de todos modos, a compensar los saldos negativos del resto de las cuentas externas que componen el balance de pagos del país.

Las dificultades para producir se originan en la apertura externa unilateral, que ha generado un ingreso masivo de mercancías producidos por países más dinámicos. Ese flujo de oferta, ayudado por el nivel relativo del tipo de cambio local, la baja abrupta de aranceles y la inexistencia de mecanismos efectivos de control *anti dumping*, desplazó a una parte decisiva de la producción local y redujo el potencial entusiasmo de los empresarios nativos a encarar actividades para exportar. A eso se le sumaron las elevadas tasas de interés que conspiran contra los planes de inversión y llegan, a veces, a imposibilitar la disponibilidad de capital de trabajo en las empresas. Como señaló gráficamente el presidente de la Unión Industrial Argentina, "con la actual tasa de interés no hay país competitivo que pueda exportar un escarbadientes"<sup>14</sup>.

---

<sup>14</sup> Declaración publicada en el diario *La Nación*, del 23 ago. 2001.



## La delicada transición política

Las condiciones descritas estaban delineadas durante el largo período de transición política que desembocó en el reemplazo del gobierno de C. Menem. Es probable que no todas esas variables estuvieran presentes en la imaginación de los dirigentes políticos de los partidos mayoritarios con la fuerza que adquirieron más adelante (cuando la crisis estalló de modo abierto) pero es evidente que condicionaron en buena medida las actitudes de estos en el período.

La transición no fue fácil. A mediados de 1998, Menem dejó entrever su decisión de ser reelecto nuevamente en una maniobra que exigía el cambio de la constitución y un conflicto con los dirigentes de su propio partido que aspiraban a reemplazarlo<sup>15</sup>. Esos conflictos afectaron el panorama político hasta que se definieron los candidatos a reemplazarlo por el justicialismo y, más tarde, por la oposición. El candidato del partido del gobierno fue E. Duhalde, gobernador de la provincia de Buenos Aires, envuelto en oscuro enfrentamiento con el presidente; Duhalde contaba con la masiva presencia electoral del peronismo en su favor, pero no parecía generar demasiada confianza en los círculos financieros. El candidato de la oposición fue F. de la Rúa, luego de un largo proceso de negociaciones que llevó a la formación de la *Alianza*, un frente entre el partido radical y el Frepaso (un grupo político nuevo que había ganado una notable presencia electoral gracias a la presencia mediática de sus dirigentes).

En el curso de la campaña electoral ambos grupos se cuidaron de exhibir una disposición "ortodoxa y responsable" para evitar los peligros potenciales de un rechazo de los mercados que diera fuerza a una nueva espiral de la crisis, como ya había ocurrido en ocasiones anteriores. No se trató sólo de los discursos sino también de algunos hechos. A mediados de 1999, y en plena campaña, el Congreso, con el voto de todos los partidos, aprobó una ley que exigía obtener el equilibrio fiscal en un período de cuatro años mediante una reducción ordenada, y programada, de los gastos.

Pero la ortodoxia no es una propuesta que facilite ganar las elecciones, y los dirigentes políticos se vieron envueltos frente a esa contradicción. Uno de los problemas más impacientes, sin duda, fue una declaración de R. López Murphy, economista de FIEL y asesor del candidato presidencial de la Alianza, en el

---

<sup>15</sup> Menem fue electo en 1989 por un período de seis años y sin reelección inmediata, de acuerdo a la Constitución nacional. En el curso de su mandato logró modificar la Constitución, que estableció mandatos de cuatro años para los presidentes, permitiendo una reelección inmediata y agregando la posibilidad de una nueva candidatura luego de pasado cuatro años de la gestión anterior. Aún así, el presidente intentó volver a reformar la Constitución para que esta le permitiera ser reelecto de manera continuada, pero la propuesta fracasó. En diciembre de 1999, entregó el cargo, luego de más de diez años de gestión corrida y poco después inició su campaña como candidato para las elecciones para presidente en 2003.

sentido de que haría falta bajar los salarios del sector público para ajustar la economía argentina. La ola de protestas desatada por esta declaración fue tan fuerte que de la Rúa tuvo que distanciarse formalmente de su asesor, quien se había convertido "en un enemigo del pueblo" en el imaginario popular. A pesar de ese antecedente, no bien ganó las elecciones, de la Rúa designó a López Murphy como ministro de Defensa, una opción para incorporarlo al gabinete y disponer de su capacidad en el caso de una crisis, como efectivamente ocurrió en marzo de 2001 y se menciona más adelante.

La campaña provocó cierto aumento del gasto público, como se advierte en la tabla presentada más arriba, que se originaba en las necesidades de los dirigentes políticos así como en las crecientes demandas de ayuda de los sectores de desocupados. El incremento del desempleo, grave en general, resultó muy intenso en algunas localidades del interior del país donde el cambio de régimen llevaba al cierre de ciertas actividades, eliminando la principal fuente previa de empleo local; el ejemplo más típico fue el de la explotación petrolera, luego de la privatización de la empresa estatal, cuyo desplazamiento hacia las áreas más rentables sumió a varios pueblos en una miseria sin perspectivas de solución. Luego de diversos ensayos, los habitantes de esas poblaciones descubrieron una manera de hacer oír sus reclamos: cortar las rutas mediante piquetes de gente que impedían el paso de los vehículos. Esos movimientos de protesta se fueron extendiendo y lograron cierta presencia social; finalmente, muchos de ellos consiguieron captar subsidios aportados por el gobierno con el objeto de mitigar la pobreza. Los cortes de ruta se convirtieron en una estrategia que prosigue hasta hoy, con una fuerza que preocupa al gobierno, mientras que los dirigentes de esos hechos comenzaron a coordinarse en el *movimiento de piqueteros*. Este último nombre, ampliamente popularizado, alude al mayor movimiento social de la Argentina actual, dada la menor movilización de los trabajadores que viven preocupados ante el fantasma de la desocupación.

La victoria de la Alianza en las elecciones llevó a de la Rúa a la presidencia pero no le aseguró la mayoría en el Congreso. En el Senado, el peronismo mantiene una representación suficiente como para garantizar su predominio, y parece probable que lo va a sostener luego de las elecciones previstas para la renovación de la Cámara, en octubre de 2001; además, la mayoría de las provincias quedó gobernada por la oposición, que controla especialmente las más grandes en población y en actividad económica. En ese contexto, el gobierno de la Alianza se encontró en una posición difícil que le obliga a negociar permanentemente con el peronismo, tanto para obtener las leyes que propone como para acordar las políticas de ingresos y gastos con las provincias.

## Un período de ensayos y tanteos

El nuevo gobierno formó un gabinete que desorientó a los observadores. Como ministro de Economía designó a J. L. Machinea, un profesional que era reconocido como "no ortodoxo", que había actuado en el gobierno de R. Alfonsín, y que gozaba de la confianza del Frepaso, la otra fuerza de la coalición<sup>16</sup>. A su lado, de la Rúa designó a otros economistas en cargos que no requerían esa especialidad; además de López Murphy en Defensa, nombró a J. Llach en Educación, a A. Rodríguez Giavarini en Relaciones Exteriores y a F. de Santibañez en la Secretaría de Inteligencia del Estado. Llach había sido viceministro con D. Cavallo y su designación provocó sorpresas tanto por el hecho de que fuera a Educación como por el de representar, de alguna manera, al equipo que había actuado con el gobierno de Menem. Rodríguez Giavarini era un afiliado radical, que acompañó a de la Rúa en el gobierno de la Ciudad de Buenos Aires, pero parecía curioso que se eligiera a un economista para Relaciones Exteriores; el caso de Santibañez, por último, resultó el más conflictivo porque se trataba de un discípulo de la Escuela de Chicago, colega y colaborador del CEMA (el instituto donde actúa el equipo de R. Fernández y P. Pou), que había logrado enriquecerse actuando como ejecutivo de un banco local y al que no se le conocían antecedentes políticos.

Los primeros pasos del nuevo gobierno señalaron tanto las dificultades para modificar la coyuntura económica como las tensiones internas que generaba un gabinete tan heterogéneo como el designado por de la Rúa. Diversos ensayos de captar recursos para el Tesoro, mediante nuevos impuestos, se mostraron poco efectivos en términos de ingresos públicos adicionales, mientras que la ortodoxia los criticaba como causantes de la continuidad de la recesión. Los esfuerzos por obtener fondos frescos para refinanciar los compromisos de la deuda eran cada vez mayores frente a las restricciones externas e internas que resultaba cada vez más difícil superar. Mientras tanto, las demandas sociales comenzaban a hacerse sentir, luego de una breve tregua durante la campaña electoral, y las protestas se multiplicaban ante la ausencia de una salida visible a la recesión.

La crisis económica alimentaba y se realimentaba con la crisis política. A mediados de 2000, la renuncia del Vicepresidente (un dirigente del Frepaso que parecía decidido a luchar contra la "corrupción" en el Senado) agregó una incógnita adicional a la problemática de la gobernabilidad; se sugería que, si el

---

<sup>16</sup> Machinea había sido presidente del Banco Central entre 1986 y 1989 y en ese cargo había enfrentado y sufrido la hiperinflación que provocó el descrédito del gobierno de Alfonsín y que había generado algunas dudas sobre su capacidad para enfrentar la coyuntura diez años después.

Frepaso se retiraba de la Alianza, se reduciría aún más el escaso apoyo político que contaba el gobierno.

Las sucesivas crisis provocaron el retiro de Llach y de Santibañez, así como el de otros miembros del gabinete y contribuyeron a oscurecer aún más el panorama político. Pero lo fundamental pasaba por el ámbito económico, en condiciones en que el gobierno no conseguía financiamiento adicional para atender los compromisos derivados de la deuda. A mediados de 1999, el gobierno dispuso una rebaja de 12% en los salarios de los empleados públicos a partir de haberes superiores a 1.000 pesos. La decisión se tomó mediante un decreto de necesidad y urgencia (que generó numerosas causas judiciales pidiendo su derogación) y fue refrendado, luego, por el Congreso. El déficit del Tesoro, y las dificultades para conseguir financiamiento, fueron las causas mencionadas para esta medida que tendió a quebrar la Alianza, provocó protestas en el partido radical y alentó la movilización social contra el "ajuste".

Los meses siguientes estuvieron signados por la recesión, la crisis política y las movilizaciones populares contra el plan económico del gobierno. Los esfuerzos de este por reducir aún más los gastos encontraban dificultades muy fuertes mientras resultaba igualmente difícil recaudar más (dada la intensidad de la recesión) o obtener financiamiento privado.

El ministro de Economía dedicó los últimos dos meses del año a gestionar un "paquete" de créditos, externos e internos, que suprimieran la necesidad de salir al mercado financiero a pedir dinero cada semana a la tasa que allí se fijara. Conviene señalar que esas demandas sumaban unos 10.000 millones de dólares de intereses más otros 12.000 millones de dólares de vencimientos de capital (rubro que no se incluía en el déficit porque se daba por descontado que se refinanciaría con nuevos créditos, pero que aparecía permanentemente en las demandas cotidianas del Tesoro). Es decir que el Tesoro debía salir al mercado a pedir unos 400 millones de dólares cada semana a una tasa que no podía discutir por su dependencia financiera<sup>17</sup>.

El "paquete", anunciado en diciembre, era una combinación de créditos obtenidos en el FMI y el Banco Mundial (sujetos, por supuesto, a que se cumplieran ciertos compromisos de política económica) más créditos comprometidos por los bancos y otras instituciones financieras locales (que tampoco estaban asegurados) a hacerse efectivos a lo largo del 2001 y 2002. El monto total oscilaba en los 40.000 millones de dólares y se lo denominó como el "blindaje" en una intensa operación publicitaria que pretendía suponer que el Tesoro no debería recurrir al mercado voluntario de deuda durante dos años, lo

<sup>17</sup> Una parte menor de esa demanda podía ser atendida con el saldo primario del presupuesto, pero hay diversos indicios que sugieren que ese monto era muy inferior al indicado en la tabla que exhibe la evolución de gastos e ingresos públicos.

que le daría un respiro a sus operaciones mientras se reactivaba la economía (supuestamente tonificada por la baja de las tasas de interés que debería provenir de esta nueva situación).

El respiro esperado duró mucho menos de lo pensado. Las presiones políticas se incrementaron mientras el gobierno no podía definir las prioridades para su gestión. En el medio de esta coyuntura, el ministro de Economía decidió presentar su renuncia, junto con la de todo su equipo, y se retiró del gobierno. Sin duda, la memoria de la experiencia pasada en la etapa de la hiperinflación contribuyó para que Machinea decidiera retirarse antes de la crisis latente al no percibir el apoyo deseado a su programa.

En medio de la sorpresa, el presidente decidió designar a López Murphy como ministro de Economía al mismo tiempo que recomponía parte de su gabinete. El nuevo ministro formó un equipo integrado básicamente por los profesionales de FIEL que llegaron imbuidos de un espíritu de misión especial y decidido al "todo o nada". Convencidos de que la intensidad de la crisis obligaba a actuar a fondo en el esfuerzo de bajar el gasto, prepararon, en un par de semanas, una propuesta de reducción que afectaba diversos aspectos de la administración, pero se concentraba en la educación y especialmente en las Universidades públicas. A partir de la idea de que los estudiantes universitarios son miembros de las clases medias, el equipo sostenía que el presupuesto destinado a ese área implicaba un subsidio a quienes no lo merecían; su expectativa implícita era que la Universidad resolviera su escasez de recursos aplicando un arancel a los alumnos, como ese equipo venía proponiendo desde mucho antes. La respuesta fue la renuncia inmediata del ministro de Educación, que no aceptó participar en ese proyecto, más la movilización estudiantil, con la ocupación de las Facultades, el dictado de clases en la calle (cortando el tránsito) y otras medidas de protesta.

El clamor contra el ajuste, que repercutía en el seno del propio gabinete, llevó a la renuncia de López Murphy luego de unas pocas semanas en el cargo. Pero la dimensión de la crisis financiera y la falta de crédito potencial para atender las demandas cotidianas del Tesoro obligaban a actuar rápido y, sobre todo, a designar como ministro a una personalidad aceptable para los agentes financieros. El presidente decidió proponer el cargo a D. Cavallo quien lo aceptó inmediatamente. Este cambio provocó una fuerte desazón entre diversos miembros de la Alianza; Cavallo no sólo había sido ministro en el gobierno anterior sino que había formado más tarde un partido político propio, y opuesto a la Alianza, con el objeto de alcanzar el poder. Su designación era, por sí misma, un cambio en la estructura de acuerdos políticos dentro del gobierno que abría paso a nuevas crisis políticas y nuevos acuerdos. Cavallo era, también, el *padre* de la Convertibilidad, de modo que su ingreso al gobierno prometía una solución a los problemas de la coyuntura.

Los resultados contradijeron las expectativas de los observadores. Cavallo inició su gestión criticando a los «calificadores de Wall Street» (y a los grupos monetaristas locales), a quienes no consideraba capacitados para juzgar la marcha de la economía argentina, y proponiendo dar prioridad al crecimiento frente a la problemática del desequilibrio fiscal. Su propuesta se basaba en que el crecimiento era la única manera de captar más recursos fiscales que ayudarían a contraer el déficit.

La respuesta de los agentes financieros fue de rechazo rotundo a esa posición. Los banqueros locales se resistieron a dar crédito al Tesoro a las tasas de interés vigentes mientras que el alza acelerada del riesgo país generaba una tasa potencial cada vez más insostenible para un gobierno necesitado con urgencia de nuevos créditos. El desarrollo de la crisis fue tan vertiginoso que resulta difícil resumirlo. Cavallo buscó apoyos externos e internos, cambió pausadamente sus posiciones, acercándose al diagnóstico monetarista, intentó diversas tácticas negociadoras, pero todo parecía inútil. Durante un par de meses, el esfuerzo oficial se volcó hacia lo que se llamó un *megacanje* de la deuda; organizado por iniciativa de un banco externo, creó y ofreció una serie de títulos con plazos de vencimiento superiores a cinco años a cambio de otros, ya existentes, que vencían en 2001 y 2002 para reducir sus compromisos de pago en este período, aliviando así el proceso continuo de pedir créditos nuevos para atender compromisos previos. El megacanje generó a un intercambio de títulos por un valor nominal cercano a los 30.000 millones de dólares, pero los compromisos remanentes seguían siendo demasiado grandes frente a la ausencia de crédito. Los agentes financieros se negaban a creer en las posibilidades de la Argentina y el riesgo país seguía oscilando en cifras del orden de 1500 (que implica que los créditos al país sólo se podrían otorgar a una tasa 15 puntos más alta que la tasa pagada por el Tesoro de los Estados Unidos).

La persistencia de la crisis generó una nueva corrida sobre los depósitos, y las reservas, del país. La caída de depósitos comenzó a amenazar a todo el sistema bancario, mientras cerraba la canilla del crédito; la caída de reservas era otro factor concurrente de riesgo, porque podía provocar una crisis en el frente externo. Los horizontes posibles eran negativos. O bien el gobierno terminaba entregando todas las reservas y se decretaba una dolarización de *facto*, con consecuencias impensables para el futuro, o se caía en una devaluación caótica y, sin duda, un agravamiento de la recesión con fuertes dosis de inflación. En ambos casos, el default era posible y sumaba sus impactos negativos a la coyuntura.

La opción oficial consistió en defender la convertibilidad a ultranza, con la esperanza de un cambio en la actitud social, como ya había ocurrido en la época del *tequila*. Para eso, inició una dura negociación con el FMI, y con las

autoridades monetarias de los Estados Unidos, para obtener créditos adicionales que le permitieran afrontar la corrida hasta que los agentes en el mercado se convencieran de la determinación del gobierno de sostener el sistema. La negociación no fue fácil, pero la Argentina se veía favorecida por el miedo a un contagio de su crisis hacia otros países, como ya había ocurrido en otras oportunidades. Para obtener esos créditos, el gobierno levantó su apuesta y se comprometió a aplicar una estrategia de *déficit cero* inmediatamente. Esa estrategia propone reducir el gasto público (incluyendo los salarios) hasta el mismo valor que la recaudación impositiva en cada mes. Para ello se redujeron los salarios, y los aportes jubilatorios (que ya componen una parte apreciable del gasto total), de julio en 13% mientras se anuncia la posibilidad de nuevos recortes en los meses siguientes, en el caso de que la recaudación no se recupere.

Todo fue en vano. Una corrida financiera en noviembre obligó al gobierno a congelar los depósitos bancarios, donde había más de 60.000 millones de certificados nominados en dólares, y restringir la convertibilidad de pesos a dólares. El malhumor de los ahorristas se vio multiplicado por la protesta de los hambrientos. Las manifestaciones de fines de diciembre llevaron a la renuncia del presidente y a un difícil proceso de reemplazo. El nuevo gobierno (surgido después de varias experiencias frustrantes) se vio casi obligado a devaluar y a comenzar la dura "pesificación" del país. Sus posibilidades de éxito no son claras, ni muy elevadas, pero las consecuencias potenciales de su fracaso pueden ser aún más desoladoras. Mientras tanto, se incrementan las protestas sociales y hay escasas resonancias de las alternativas que se proponen en el escenario político; son muchos los que temen que la espiral de la crisis económica se potencia con la espiral de la crisis política hasta llevar al país a una salida que puede ser tan imprevisible como dolorosa.

## Bibliografía

ARGENTINA. Ministerio de Economía. Dirección de Cuentas Internacionales. **El proceso de privatizaciones en la Argentina desde una perspectiva del balance de pagos.** Buenos Aires, oct. 2000.

CALCAGNO, A. F. El régimen de convertibilidad y el sistema bancario en la Argentina, **Revista de la Cepal**, Santiago de Chile, n. 61, abr. 1997.

DAMILL, M. El balance de pagos y la deuda externa pública bajo la convertibilidad. **Boletín Informativo Techint**, Buenos Aires, n. 303, dic. 2000.

SCHVARZER, Jorge. **Indicadores industriales y diagnósticos de coyuntura en la Argentina:** precauciones de uso y elementos para un balance actualizado. Buenos Aires: CEEED; Instituto de Investigaciones Económicas de la Facultad de Ciencias Económicas, dic. 1999.

SCHVARZER, Jorge. **La estructura productiva argentina a mediados de la década del noventa:** tendencias visibles y un diagnóstico con interrogantes. Buenos Aires: CEEED; Instituto de Investigaciones Económicas de la Facultad de Ciencias Económicas, jul. 1997.

SCHVARZER, Jorge. Las tendencias productivas durante la convertibilidad. **La Gaceta de Económicas**, Buenos Aires, 29 jul. 2001.

SCHVARZER, Jorge. Los grandes grupos económicos argentinos: tendencias de largo plazo y desafíos del presente. In: JORNADAS DE HISTORIA ECONÓMICA, 17, Tucumán. Tucumán: [s.n.], set. 2000. CD-room.