

Buscando la tendencia: crisis macroeconómica y recuperación en la Argentina

Daniel Heymann



Oficina de la CEPAL en Buenos Aires

Buenos Aires, abril de 2006

Este documento fue preparado por Daniel Heymann, macroeconomista de la Oficina de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) en Buenos Aires. Partes del documento se basan en trabajo conjunto con José Fanelli, Sebastián Galiani, Bernardo Kosacoff, Adrián Ramos y Mariano Tommasi; se agradecen especialmente sus aportes y comentarios, así como aquellos de Oscar Altimir, Oscar Cetrángolo, Alberto Fracchia, Osvaldo Kacef, Sebastián Katz, José Luis Machinea, Ricardo Martínez y Alejandro Ramos.

Las opiniones expresadas en este documento, que no ha sido sometido a revisión editorial, son de exclusiva responsabilidad del autor y pueden no coincidir con las de la Organización.

Publicación de las Naciones Unidas

ISSN impreso 1680-8797

ISSN electrónico 1684-0356

ISBN: 92-1-322885-6

LC/L.2504-P

LC/BUE/L.208

N° de venta: S.06.II.G.14

Copyright © Naciones Unidas, abril de 2006. Todos los derechos reservados

Impreso en Naciones Unidas, Santiago de Chile

La autorización para reproducir total o parcialmente esta obra debe solicitarse al Secretario de la Junta de Publicaciones, Sede de las Naciones Unidas, Nueva York, N. Y. 10017, Estados Unidos. Los Estados miembros y sus instituciones gubernamentales pueden reproducir esta obra sin autorización previa. Sólo se les solicita que mencionen la fuente e informen a las Naciones Unidas de tal reproducción.

Índice

Resumen	5
1. Introducción	7
2. Macroeconomía bajo convertibilidad monetaria	11
3. Recesión y caída	33
4. Ruptura y recuperación	47
5. Comentarios finales	67
Bibliografía	71
Serie Estudios y perspectivas: números publicados	73

Índice de gráficos

Gráfico 1:	PIB trimestral, desestacionalizado, a precios constantes. Valores y tendencia Hodrick-Prescott (HP)	9
Gráfico 2:	Tasas de variación mensual del IPC. 1988-1993	12
Gráfico 3:	Argentina. PIB por habitante en dólares de 2000	14
Gráfico 4:	Ahorro nacional e inversión a precios corrientes	15
Gráfico 4 bis:	Inversión bruta interna fija	16
Gráfico 5:	Activos y pasivos externos	17
Gráfico 6:	Saldo de la balanza comercial	18
Gráfico 7:	Exportaciones corrientes (trimestral, desestacionalizado) y tendencias HP	19
Gráfico 8:	Resultado del sector público nacional no financiero (base devengado)	20
Gráfico 8 bis:	Resultado del sector público provincial	21
Gráfico 8 ter:	Gastos del sector público nacional y provincial 1961-2004 (base devengado)	21
Gráfico 9:	Empleo y desempleo	23
Gráfico 10:	Índice de pobreza	24

Gráfico 11:	Precios de exportaciones de bienes	25
Gráfico 11 bis:	Precio de monedas internacionales en términos de dólares	25
Gráfico 12:	Producción de granos	26
Gráfico 13:	Exportaciones a Brasil y resto del mundo	26
Gráfico 14:	Intereses externos netos más utilidades y dividendos como porcentajes del PIB y las exportaciones	27
Gráfico 15:	Cuenta corriente del balance de pagos	28
Gráfico 16:	Pasivos y activos externos, en relación a las exportaciones de bienes	29
Gráfico 16 bis:	Posición de inversión internacional	30
Gráfico 17:	Intereses del sector público nacional (base caja) en relación al PIB y a la recaudación	30
Gráfico 18:	Deuda del sector público	31
Gráfico 19:	Argentina. Índice de riesgo país, en puntos básicos, 1996-octubre 2001	34
Gráfico 19 bis:	Tasa de rendimiento de bonos del Tesoro de Estados Unidos a 10 años	35
Gráfico 20:	Índice de tipo de cambio real bilateral respecto al real, euro y dólar	35
Gráfico 21:	Tasas de interés a corto plazo en dólares	36
Gráfico 22:	Estimador mensual de la actividad económica	37
Gráfico 23:	Recaudación total	38
Gráfico 24:	Gasto primario nominal devengado de la Administración Pública Nacional trimestral 1994-2002. Variación interanual	38
Gráfico 25:	Sector público nacional. Superávit primario sin privatizaciones (base caja)	39
Gráfico 26:	Evolución mensual de los depósitos en moneda nacional y extranjera, 1991-2005	40
Gráfico 27:	Movimientos de capital del sector privado	41
Gráfico 28:	Préstamos bancarios al sector privado	43
Gráfico 29:	Argentina. Reservas internacionales, base monetaria y M3	44
Gráfico 30:	Cuenta financiera	44
Gráfico 31:	Consumo privado trimestral, desestacionalizado	49
Gráfico 32:	Relación inversión fija/producto, sobre datos desestacionalizados	49
Gráfico 33:	Base monetaria y cuasi-monedas	50
Gráfico 34:	Tasas de variación mensual de índices de precios	51
Gráfico 35:	Activos transaccionales. Coeficientes de liquidez	51
Gráfico 36:	Factores de variación de la base monetaria amplia	52
Gráfico 37:	Evolución diaria del dólar libre	53
Gráfico 38:	Empleo y desempleo	54
Gráfico 39:	Índice de pobreza	55
Gráfico 40:	Tipo de cambio real	56
Gráfico 41:	Exportaciones como proporción del PIB en dólares corrientes	56
Gráfico 42:	Contribución al crecimiento del PIB	57
Gráfico 43:	Índice de producción industrial (Estimador Mensual Industrial (EMI)-Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC))	58
Gráfico 44:	Evolución de la tasa de interés pasiva. Período 1996-2005	59
Gráfico 44bis:	Evolución de la tasa de interés activa. Período 1996-2005	60

Resumen

Entre 1998 y 2002 la economía argentina experimentó una larga recesión y una dramática crisis. La caída del régimen monetario de la convertibilidad implicó a la postre una abrupta modificación de precios e ingresos relativos y una generalizada ruptura de contratos y promesas en un contexto de aguda recesión. Se generó así un cuadro de extrema inestabilidad, que tuvo asimismo visibles aspectos sociales y políticos. Sin embargo, pese a que la crisis dejó marcados resabios, la economía se recuperó con intensidad de modo que en 2005 se superaron los niveles de actividad máximos previamente alcanzados. Estas grandes oscilaciones macroeconómicas fueron parte de intrincados procesos donde numerosos agentes fueron modificando sus comportamientos de acuerdo a las cambiantes señales del entorno, que las propias decisiones iban configurando. Fenómenos de esta naturaleza son aptos para generar interpretaciones diferentes. En todo caso, crisis de ese tipo apuntan a dificultades en establecer de algún modo cotas probables para la “riqueza de la nación” y, desde esa perspectiva, se asociarían con quiebres o transiciones en los procesos de crecimiento. Este es, a grandes rasgos, el punto de vista adoptado en este trabajo. Sin embargo, más que presentar una interpretación particular, aquí interesa presentar un panorama de la evolución de la economía, de un modo que resalte características salientes de los comportamientos, y tal que el “tema implícito” en el desarrollo quede marcado por los propios datos. En consecuencia, la exposición se basa en buena medida en comentarios a partir de información estadística graficada. El desarrollo de la presentación es cronológico: en un proceso como el que se considera aquí interesa especialmente enfocar la evolución de percepciones, acciones y resultados, con escalas de tiempo para el análisis que se adapten a la naturaleza de los fenómenos bajo estudio.

1. Introducción

Entre 1998 y 2002 la economía argentina experimentó una larga recesión y una dramática crisis. La caída del régimen monetario de la convertibilidad implicó a la postre una abrupta modificación de precios e ingresos relativos y una generalizada ruptura de contratos y promesas en un contexto de aguda recesión. Se generó así un cuadro de extrema inestabilidad, que tuvo asimismo visibles aspectos sociales y políticos. Sin embargo, pese a que la crisis dejó marcados resabios, la economía se recuperó con intensidad (véase el gráfico 1) de modo que en 2005 se superaron los niveles de actividad máximos previamente alcanzados.

Estas grandes oscilaciones macroeconómicas fueron parte de intrincados procesos donde numerosos agentes fueron modificando sus comportamientos de acuerdo a las cambiantes señales del entorno, que las propias decisiones iban configurando. Fenómenos de esta naturaleza son aptos para generar interpretaciones diferentes. En todo caso, la crisis (y posiblemente también la recuperación, en su momento) parece haber invalidado a un amplio conjunto de expectativas y decisiones establecidas previamente. La intensidad de la perturbación se habría correspondido con la magnitud de las discrepancias entre previsiones (o promesas) y resultados realizados. Con características extremas, el patrón de grandes altibajos en la producción, los ingresos y los gastos, donde el cumplimiento de las restricciones presupuestarias de numerosos agentes fue puesto en cuestión, mostró analogías con anteriores instancia de crisis en la Argentina (y en otros países de la región).

En instancias así, se definen compromisos, promesas y planes que no incorporan plenamente los efectos futuros del conjunto de decisiones que los mismos agentes están formulando, y la discrepancia se revela en la crisis. De manera general, un estado de bancarrota más o menos general indicaría, de manera más o menos directa, que la riqueza percibida por un conjunto grande de actores relevantes no es compatible con aquella que hubiera sustentado el cumplimiento de los compromisos y, probablemente entonces, con las expectativas que basaron en su momento la constitución de esos compromisos. Crisis de ese tipo apuntan a dificultades en establecer de algún modo cotas probables para la “riqueza de la nación” y, desde esa perspectiva, se asociarían con quiebres o transiciones en los procesos de crecimiento.

Es decir que los problemas en llevar a término planes y contratos pueden originarse en dificultades de los agentes (públicos y privados) para determinar niveles sostenibles de gasto y endeudamiento y, en última instancia, para especificar el ingreso permanente de los propios actores y de aquellos con los cuales efectúan transacciones y contratos. Esas dificultades serían menos intensas en economías donde las tendencias de los ingresos agregados y los grandes rasgos de la distribución están definidos de manera más o menos nítida. En contraste, cuando el sendero de crecimiento de la economía es tal que pueden existir fallas apreciables en la identificación de tales tendencias, habría un potencial para amplias fluctuaciones macroeconómicas marcadas por crisis. Por cierto, esos procesos estarían marcados por heterogeneidad de expectativas, decisiones, y resultados: en la crisis, mientras que muchos agentes deben ajustar abruptamente su gasto, algunos otros pueden mejorar su situación.

A su vez, la inestabilidad en las percepciones sobre ingresos permanentes interactúa con los problemas de incentivos del gobierno y del sector privado: políticas económicas enfocadas sobre efectos inmediatos pueden exacerbar las fluctuaciones de la demanda, y las condiciones de crisis achican los horizontes de decisión, con lo cual aumentan los incentivos a adoptar conductas oportunistas, mientras que se dificulta discriminar entre incumplimientos contractuales “estratégicos” y aquellos “forzados” por las circunstancias. Por otro lado, si la gravedad de la crisis se corresponde con la intensidad de las rupturas de contratos, también es pertinente la manera en que éstos están especificados (en particular, en cuanto a su denominación), dado que ello hace a la fragilidad de las promesas ante shocks.

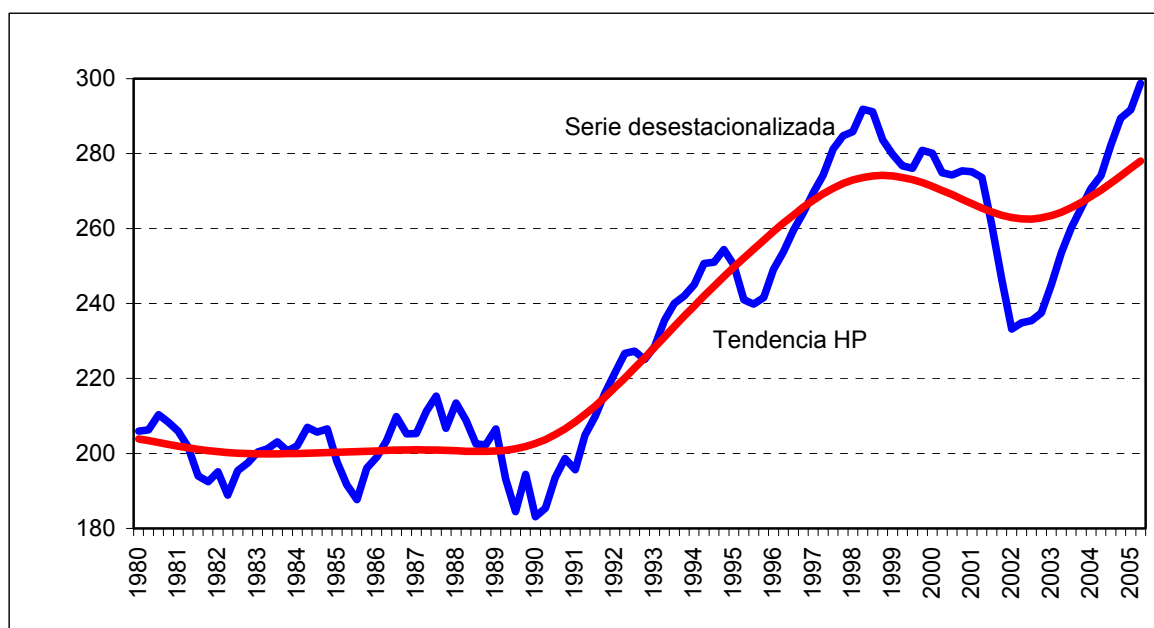
Esos argumentos llevarían a estudiar oscilaciones macroeconómicas del tipo de las de la Argentina en los años recientes como parte de procesos de “búsqueda de la tendencia” que, al ser mal sucedidos desembocan en crisis, y donde las recuperaciones son fases de transición cuyo desemboque depende de sí y cómo se va definiendo una trayectoria sostenible en el tiempo. Este es, a grandes rasgos, el punto de vista adoptado en este trabajo.

Sin embargo, más que presentar una interpretación particular, aquí interesa presentar un panorama de la evolución de la economía, de un modo que resalte características salientes de los comportamientos, y tal que el “tema implícito” en el desarrollo quede marcado por los propios datos. En consecuencia, la exposición se basa en buena medida en comentarios a partir de información estadística graficada. El desarrollo de la presentación es cronológico: en un proceso como el que se considera aquí interesa especialmente enfocar la evolución de percepciones, acciones y resultados. Por otro lado, la naturaleza de los fenómenos a estudiar requiere adaptar la escala de tiempo utilizada en el análisis a las circunstancias del proceso económico en distintos momentos: en ciertos casos, se trata de enfocar los movimientos que se configuran en períodos prolongados y constituyen las “corrientes de fondo” (reales o percibidas) de la economía; en otros, en que las trayectorias parecen estar cerca de bifurcaciones, hace falta considerar revisiones de comportamientos y cambios en las variables de muy alta frecuencia. Esto se refleja en las diferentes perspectivas temporales que se emplean en la exposición que sigue.

En concreto, la próxima sección describe rápidamente el comportamiento macroeconómico hasta finales de los años noventa, durante la vigencia del régimen de convertibilidad. Este período, a

su vez, incluye tres fases cíclicas: una intensa expansión hasta mediados de la década, una recesión en 1995 asociada con una fuerte perturbación financiera, y una nueva expansión que culminó en 1998. La sección 3 mira el proceso de deterioro y crisis de ese régimen, y el turbulento período que siguió a la depreciación cambiaria a comienzos de 2002. En la sección 4 se comentan rasgos de la recuperación 2002-2005. Por último, la sección 5 presenta algunas conclusiones que se derivan de la discusión previa, en cuanto al funcionamiento de la economía argentina y al análisis macroeconómico de las crisis.

Gráfico 1
PIB TRIMESTRAL, DESESTACIONALIZADO, A PRECIOS CONSTANTES.
VALORES Y TENDENCIA HODRICK-PRESCOTT (HP)
(En miles de millones de pesos de 1993)



Fuente: CEPAL Buenos Aires sobre datos del Ministerio de Economía y otras fuentes.

2. Macroeconomía bajo convertibilidad monetaria

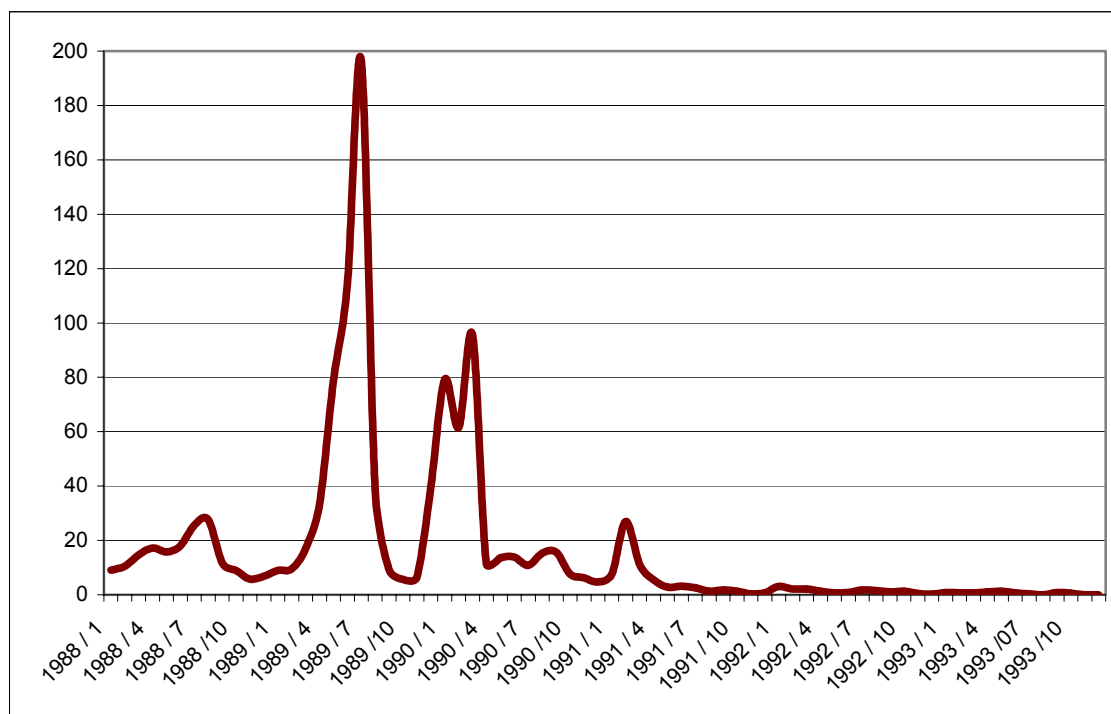
En los años noventa, el esquema de funcionamiento de la economía argentina mostró grandes modificaciones. Las reformas de política fueron parte de un movimiento que se manifestó a través de la región,¹ y estuvieron también influidas por la difundida inconformidad con el comportamiento de la economía en los años previos. Esas reformas abarcaron a un amplio conjunto de reglas y criterios de administración de instrumentos (véase Heymann y Kosacoff, eds., 2000): se trató de un ensayo para cambiar irreversiblemente instituciones y conductas, y marcar una inflexión de tendencia, con la expectativa de que ello generaría un crecimiento veloz. Las políticas incluyeron una sustancial liberalización del comercio exterior (con el criterio, en especial, de abaratar los bienes de capital), junto con un movimiento hacia la constitución de una unión aduanera en Mercosur, así como la privatización de gran parte de las actividades estatales en la producción de bienes y servicios de infraestructura. De todas formas, la reforma más saliente, que marcó definidamente el contexto macroeconómico del período, fue el establecimiento en 1991 del régimen monetario de la convertibilidad, que restringió fuertemente los márgenes de maniobra (o discrecionalidad, según se quiera) de la política monetaria, y fijó la paridad de la moneda con el dólar.

La elevada inflación fue un problema crónico en la Argentina que tomó características extremas en 1989 (véase el gráfico 2). Luego de un brote de hiperinflación en la primera parte de ese año (cuando la

¹ Véase Ocampo, Bajraj y Martín (2001), Stallings y Peres (2000). En este último trabajo, se clasifica a la Argentina entre el grupo de países donde las reformas fueron más intensas y rápidas.

variación mensual del Índice de Precios al Consumidor (IPC) alcanzó un máximo que rozó el 200%), un breve programa de estabilización culminó con otro estallido (que dio lugar a un canje de depósitos a plazo fijo por títulos públicos en dólares). A partir de marzo de 1990, medidas de ajuste fiscal bajo una flotación administrada moderaron la tasa de inflación, pero ésta se mantuvo todavía muy alta, con un débil ritmo de actividad y una considerable apreciación real de la moneda.

Gráfico 2
TASAS DE VARIACIÓN MENSUAL DEL IPC. 1988-1993



Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC).

La alta inflación y los episodios de hiperinflación, cuyos efectos perturbadores del funcionamiento económico habían sido visibles y marcados, dejaron un fuerte rastro en creencias y comportamientos. El dólar estaba fuertemente implantado como reserva de valor, denominador de precios de activos y de contratos y, en ocasiones de extrema inestabilidad de precios, había actuado como referencia en la formación de precios e incluso como medio de pago en transacciones corrientes. La experiencia inflacionaria había desdibujado los potenciales beneficios de la flexibilidad monetaria, y minado la expectativa de que esa flexibilidad se pudiera emplear útilmente; en cambio, resaltaban los peligros de una gestión monetaria que no estuviera severamente restringida, como fuente de inestabilidad de precios y de volatilidad en el producto y en los precios relativos. La implementación del régimen de convertibilidad se correspondió con esas percepciones, al legislar reglas estrictas para la política monetaria y, a todos los efectos prácticos, establecer un sistema de patrón dólar.²

Por otro lado, el criterio de la política económica fue expansivo respecto de la demanda y de la actividad real: el objetivo, y la previsión, eran generar un crecimiento rápido y sostenido, y la eventualidad de *shocks* que requirieran una depreciación de la moneda no era parte de las preocupaciones salientes. Desde esa perspectiva, la ampliación del crédito resultaba un elemento

² La experiencia de la convertibilidad, y especialmente la de su fase final, ha sido analizada entre otros en: Damill y Frenkel (2003), Fanelli (2002), Fanelli y Heymann (2002), Galiani, Heymann y Tommasi (2003), Haussmann y Velasco (2002), Machinea (2002), Mussa (2002), Powell (2002), Perry y Servén (2002).

importante para que ese crecimiento esperado en las oportunidades de producción y gasto no enfrentara limitaciones financieras. Esa visión sustentaba la ausencia de restricciones a la movilidad internacional de capitales y al uso del dólar como unidad de cuenta (ambos fenómenos, por otra parte, ya instalados en los hechos). La convertibilidad privilegió establecer un ancla nominal estricta como punto focal de expectativas, frente al mantenimiento de márgenes de acción, particularmente ante la eventualidad de que el tipo real de cambio quedara apreciado. Esto implicaba una apuesta arriesgada a que la capacidad de generar y valorizar recursos aumentaría a suficiente velocidad como para evitar desajustes de ese tipo. Al mismo tiempo, esa apuesta se correspondía con una visión difundida en esos momentos en el país y en el exterior, de que reformas de mercado y estabilización podrían resultar condiciones necesarias y suficientes para inducir fuertes, y sostenibles, crecimientos de ingresos en una economía como la argentina.

Con el tiempo, se fue desarrollando un extenso y creciente conjunto de promesas y contratos denominados en dólares,³ mientras que, en momentos de incertidumbre, la política económica tendió a reforzar la vinculación de la moneda con esa divisa, con el propósito de disipar potenciales expectativas de modificación o abandono de la convertibilidad, y sostener la oferta de crédito (véase Galiani et al., 2003). La dolarización contractual (más aún que el aparato legal sobre el que se asentaba la convertibilidad) generó, por un lado, altos costos percibidos de una eventual salida del sistema (dado que una depreciación induciría masivas transferencias de riqueza y pondría en riesgo el cumplimiento de las obligaciones) y, por otro, hizo que en última instancia el repago de las deudas fuera contingente a que los prestatarios pudieran generar ingresos suficientes en términos de dólares.

La puesta en marcha del esquema de convertibilidad consiguió un neto efecto sobre las expectativas. La inflación se atenuó marcadamente y, ante la perspectiva de una evolución más ordenada de los precios (y la brusca reducción del “impuesto inflacionario”) se observó una súbita descompresión del gasto privado y de la oferta de crédito. Entre 1991 y 1994, la expansión de la demanda interna se asoció con un incremento del producto agregado de una intensidad que no se había observado en varias décadas. Al mismo tiempo, el deslizamiento de precios, si bien a un ritmo mucho más lento que en pasado, acumuló una variación significativa, que se reflejó en la disminución del tipo real de cambio (véase el gráfico 40). Esta caída se acumuló a aquella que había tenido lugar, a partir de niveles muy altos en el período previo al inicio de la convertibilidad, bajo un régimen de flotación administrada, y en circunstancias en que los grandes vaivenes históricos de la variable desdibujaban la identificación de valores “normales”.

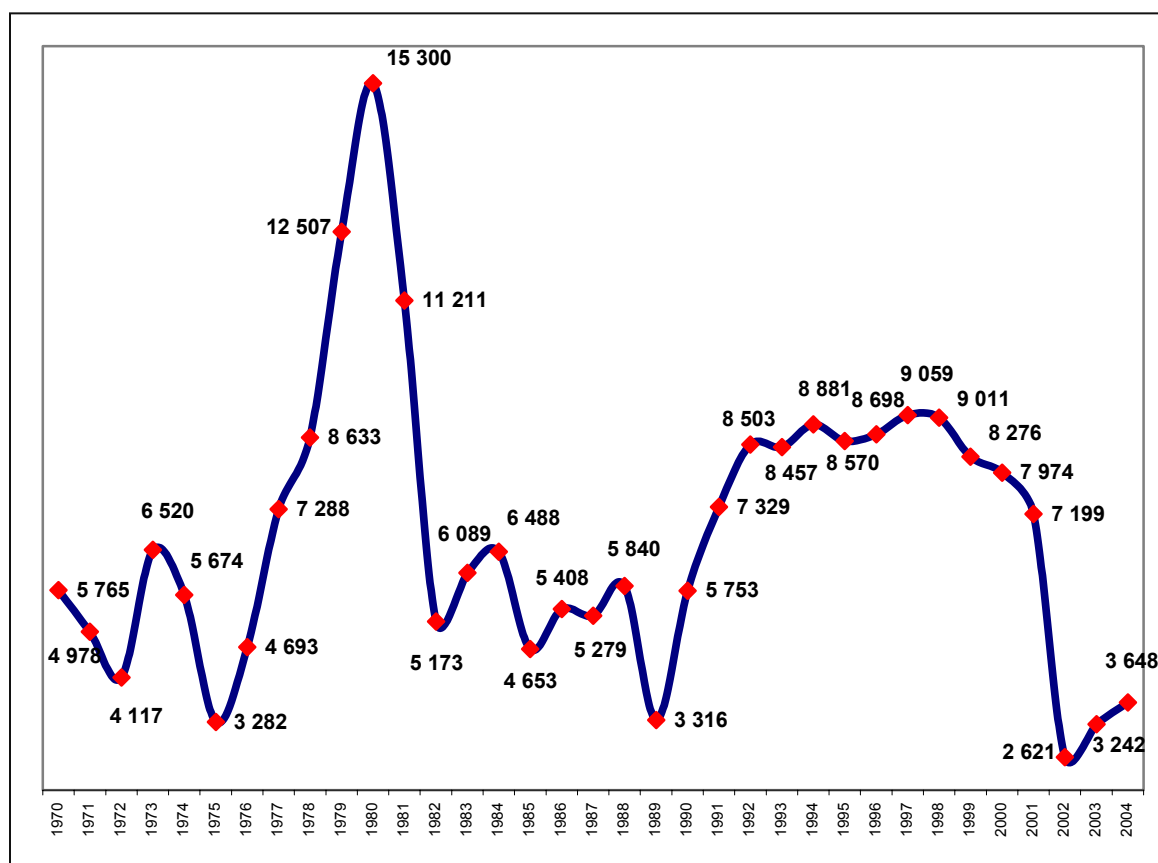
Los movimientos de la actividad real y de los precios relativos quedaron resumidos en un abrupta suba del producto en términos de dólares (véase el gráfico 3). Así, en 1992, esa medida del poder de compra de los ingresos internos rondó los 8.500 dólares a precios de 2000⁴ (en comparación con 5.800 en 1990, y sólo 3.300 en 1989). Visto retrospectivamente, esos niveles de ingresos medio en dólares aparecen como transitoriamente elevados. Sin embargo, los comportamientos observados no indicarían que esas fueron las expectativas prevalecientes en su momento. En la medida en que los agentes internos adquirirían compromisos (en dólares) que presuponían niveles de ingreso no menores a los corrientes, la sostenibilidad tendencial del PIB en dólares resultaba un requisito crucial.

³ La conducta de contratar en dólares aun cuando en principio hubiera un sistema de fijación indefinida de la paridad del peso sería compatible (véase Heymann y Kawamura, 2005) con la percepción de que existía una “cláusula de escape” implícita, como evento de baja probabilidad, y de que una eventual salida de la convertibilidad estaría acompañada por una muy alta inflación (de manera que las tasas de interés en pesos que cubrirían esa eventualidad serían tan altas que podrían llevar a *default* de los deudores si es que se mantenía el esquema monetario). Aunque finalmente no refrendada en los hechos, durante los noventa probablemente fue difundida la expectativa de que un abandono de la convertibilidad llevaría nuevamente a la hiperinflación.

⁴ El indicador está construido simplemente relacionando el PIB nominal per capita con el tipo de cambio, y corrigiendo por el IPC de Estados Unidos. La medida análoga en dólares corrientes fue de algo menos de 7.000 dólares. Respecto de la interpretación del indicador, no se trata por cierto de un índice de cantidades físicas producidas ni de bienestar (como intentan representar las estimaciones en términos de Paridad de Poder Adquisitivo (PPA)), pero sí refleja conceptos de claro interés macroeconómico, como lo son el poder de compra del producto sobre bienes internacionales, y la capacidad, en el agregado, de atender obligaciones en dólares en las condiciones corrientes (que pueden ser o no “permanentes”, o sostenibles).

Gráfico 3

ARGENTINA. PIB POR HABITANTE EN DÓLARES DE 2000



Fuente: CEPAL Buenos Aires sobre datos del Ministerio de Economía y otras fuentes.

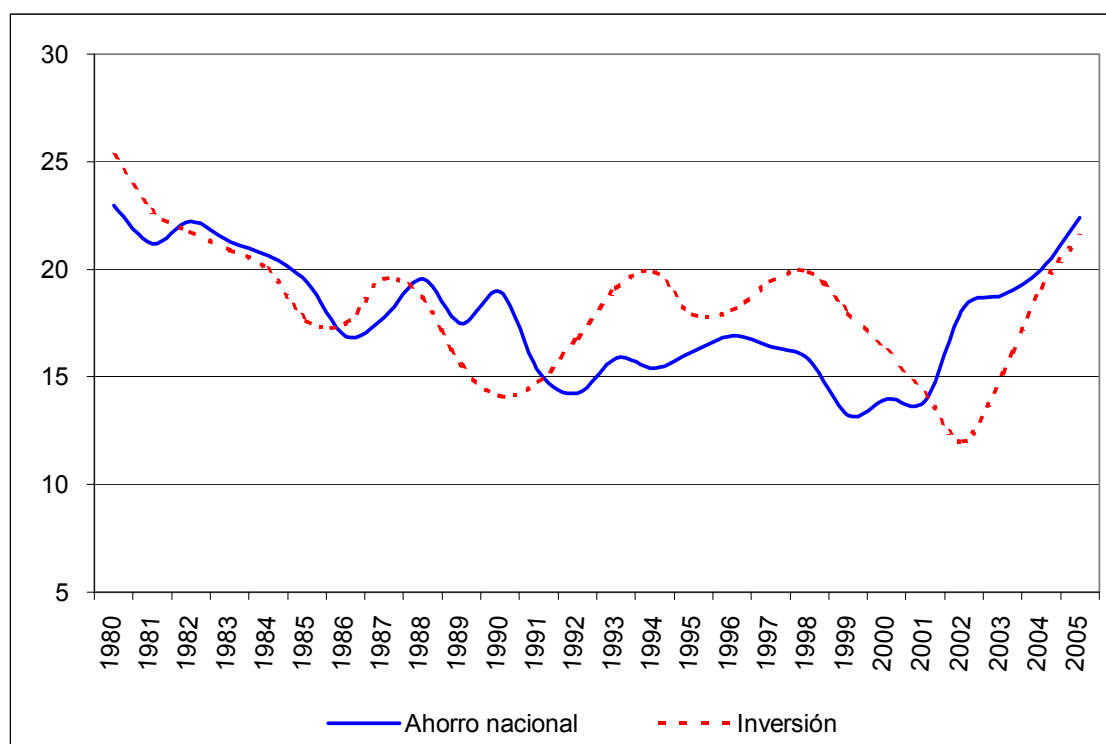
La drástica reducción de la inflación (que se fue atenuando hasta anularse prácticamente hacia mediados de la década), el cambio de contexto para las actividades económicas generado por las reformas, el clima internacional que acompañaba a políticas de esa naturaleza y la propia recuperación económica que se venía observando hacían poco plausible la formación de expectativas por extrapolación mecánica de la evolución anterior, marcada por una actividad errática y con bajo crecimiento. Pero la identificación precisa de la futura tendencia de la economía estaba lejos de ser un problema trivial. En promedio, las conjeturas de los agentes, manifestadas en sus acciones, parecen haber tenido un tono optimista. Esto quedaría marcado en particular por los cambios en los flujos de ahorro e inversión. En los primeros años del esquema de convertibilidad el consumo agregado se elevó ostensiblemente a un ritmo aún mayor al del producto. La caída del coeficiente de ahorro en un período de fuerte incremento de la actividad (véase el gráfico 4)⁵ sugiere que los agentes no evaluaban que la expansión era un fenómeno cíclico, sino que suponían que su ingreso tendencial sería mayor en el futuro.⁶ Aunque el coeficiente de inversión permaneció en niveles no muy altos, se observó un claro aumento en el volumen de formación de capital (gráfico 4bis) y sobre

⁵ El gráfico registra coeficientes a precios corrientes. Dado que en el período se abarataron los bienes de capital (de manera que el índice de precios implícitos en el ahorro se redujo respecto del nivel general) el efecto es menos marcado, pero aún visible, en los datos a precios corrientes. Por otra parte, aquel desplazamiento de precios relativos implicó que la suba del coeficiente de inversión a precios constantes fuera mayor que el de la serie graficada.

⁶ Por cierto, no operaba sólo la reevaluación del ingreso permanente en la conducta de los consumidores: la reanimación del crédito y el ajuste de inventarios de durables luego de un período de lenta renovación jugaban en el mismo sentido. Sin embargo, la expansión del crédito también es función de expectativas positivas, mientras que el efecto de ajuste de *stocks* induciría un salto transitorio en el gasto, mientras que lo observado fue más bien una suba persistente.

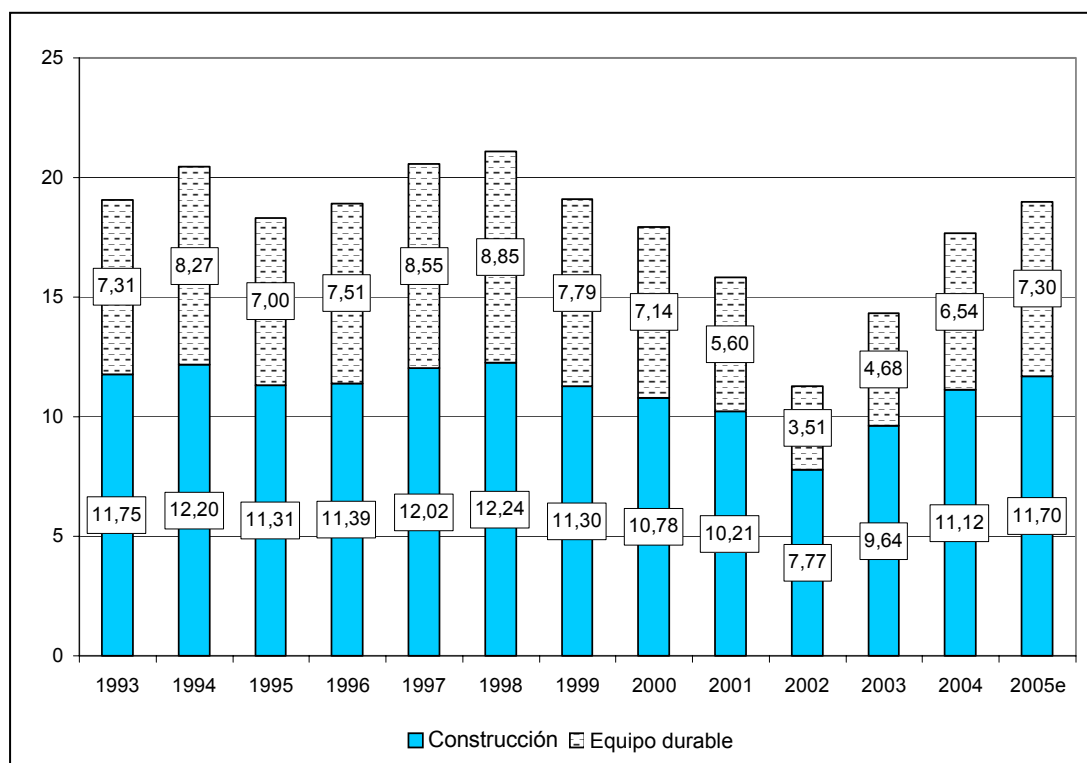
todo de aquella dirigida al mercado local (abarcando, en particular, pero no exclusivamente, a sectores de infraestructura recientemente privatizados), lo cual se correspondía con previsiones de crecimiento en el nivel de actividad y en el valor del gasto interno. En conjunto, los agentes públicos y privados parecen haber actuado con la presunción de que, dados el abatimiento de la inflación y los cambios de comportamiento inducidos por las reformas, sería sostenible el crecimiento de los volúmenes de demanda, con un nuevo conjunto de precios relativos y, en especial, con un tipo real de cambio mucho menor que en la década previa, de manera de convalidar las decisiones que llevaban a mayores compromisos denominados en dólares.

Gráfico 4
AHORRO NACIONAL E INVERSIÓN A PRECIOS CORRIENTES
(En porcentajes del PIB)



Fuente: CEPAL Buenos Aires sobre datos del Ministerio de Economía.

Gráfico 4bis
INVERSIÓN BRUTA INTERNA FIJA
(En porcentaje del PIB a precios de 1993)

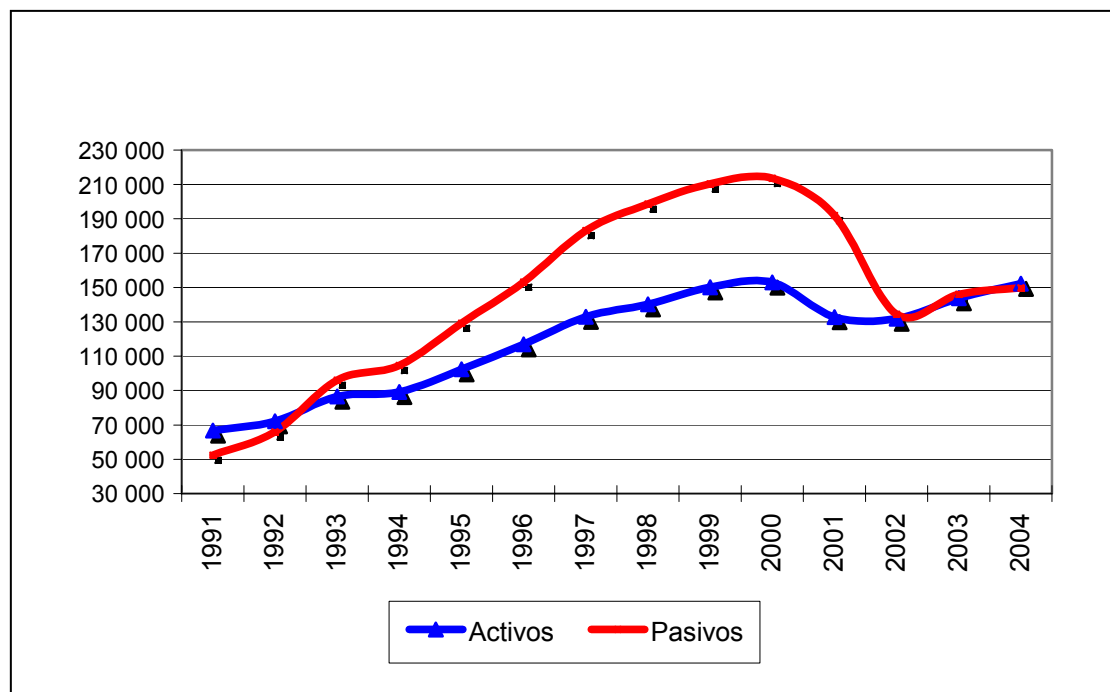


Fuente: Ministerio de Economía.

Nota: e: datos estimados.

La disposición de los agentes domésticos a buscar financiamiento fue correspondida (o estimulada, como se prefiera) por una expansión de la oferta de crédito y, en particular, por una nueva predisposición a prestar de parte de operadores externos. Esta actitud se manifestó en un considerable flujo de fondos con destinos diversos: privatizaciones y otras operaciones de inversión directa, compra de títulos privados y acciones, y adquisición de bonos del gobierno, cuyo acceso al crédito se amplió luego de la regularización de la deuda anterior efectuada en 1993 en el marco del plan *Brady*. La entrada neta de capitales originada por el sector privado no financiero rondó el 60% del total entre 1992 y 1994. A lo largo del período se fue definiendo un patrón que duró hasta el final de la década (exceptuado el período de crisis de 1995, cuando el sector privado no financiero efectuó una salida neta de capitales), con acumulación de activos externos y, en mayor magnitud, de pasivos (véase el gráfico 5).

Gráfico 5
ACTIVOS Y PASIVOS EXTERNOS
 (En millones de dólares a fin de período)

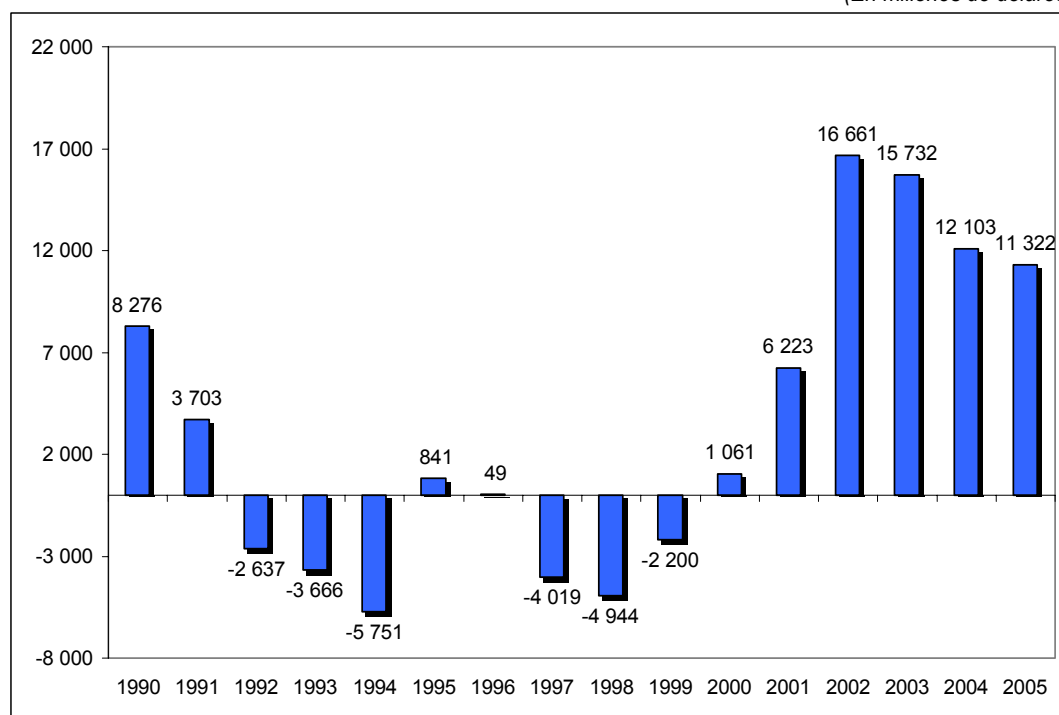


Fuente: INDEC.

Nota: El valor de los pasivos en 2002 está influido por una caída de la estimación del valor en dólares de la inversión extranjera directa en el país.

En todo caso, se observó un vuelco del balance comercial de un amplio superávit a déficit (véase el gráfico 6), mientras que el saldo negativo acumulado de la cuenta corriente entre 1992 y 1994 rondó los 25.000 millones de dólares (alrededor de 3% del PIB, o 60% de las exportaciones del período). A fines de 1994, la deuda financiera con el exterior alcanzaba unos 88 mil millones de dólares (110 mil millones incluyendo inversión directa), o cerca de un tercio del PIB (40% incluyendo Inversión Extranjera Directa (IED)). Esta cifra no parecía elevada, pero siempre que se pudiera considerar al denominador (el PIB en dólares) como un nivel permanente o sostenible (véase Heymann 1994, 1996), lo cual resultaba precisamente una de las principales cuestiones abiertas. Entretanto, el propio hecho de que se estuviera ampliando el financiamiento externo (de un modo que, de hecho, generaba excesos de oferta de divisas, que alimentaban las reservas y la mayor demanda de dinero) era interpretado a menudo como reflejo de “previsiones racionales” en cuanto a considerar improbable la aparición de problemas de sostenibilidad.

Gráfico 6
SALDO DE LA BALANZA COMERCIAL
 (En millones de dólares)



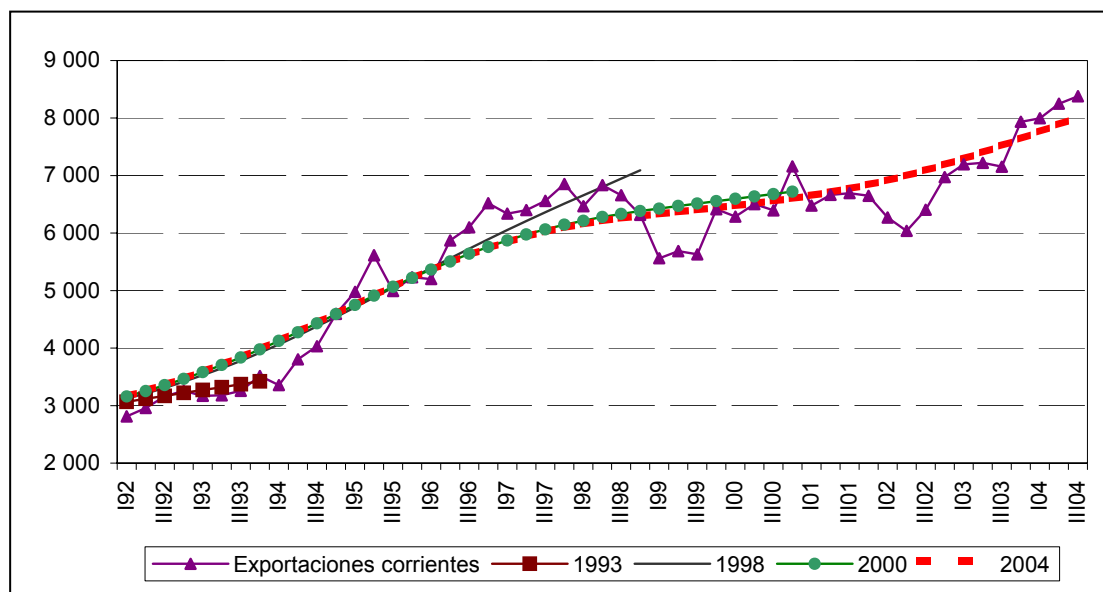
Fuente: INDEC.

El salto de las importaciones (que se multiplicaron por un factor de 2,7 entre 1990 y 1994) tuvo como componente de magnitud a un agudo incremento de las compras externas de bienes de capital, asociado con subas de la inversión en equipos y, también, con una fuerte sustitución por maquinaria nacional. La declinación de la producción interna de bienes de capital fue un caso especialmente marcado del impacto de la competencia externa sobre algunas actividades industriales, aunque en ese período el producto manufacturero agregado se elevó considerablemente, respondiendo a la mayor demanda interna. Por otro lado, se observaron incrementos de productividad por incorporación de nuevos bienes de capital y por acciones de organización destinadas a reducir costos (Martínez y Ramos, 2000, Ramos y Kosacoff, 2001). Las industrias manufactureras redujeron su demanda de mano de obra, que se había encarecido considerablemente en relación a la maquinaria y bienes intermedios comerciables, mientras que muchos vínculos de insumo-producto entre firmas locales eran sustituidos por compras en el exterior. Los cambios en la configuración productiva implicaron modificaciones en los pesos relativos de diferentes conjuntos de agentes, con pérdida de influencia de empresas nacionales y sindicatos en sectores industriales, al tiempo que ganaban prominencia actores relacionados con la provisión de servicios, entre ellos los recientemente privatizados, donde por otra parte se observó un considerable incremento de las inversiones.

El tránsito sobre un sendero intertemporal sin grandes altibajos a partir de una situación con elevada demanda interna, revaluación real y déficit en cuenta corriente requería que en algún momento crecieran la oferta de bienes transables y las exportaciones, a fin de satisfacer las restricciones de presupuesto sin grandes ajustes en los niveles de gasto. En términos generales, los comportamientos observados en los primeros años de los años noventa resultarían compatibles con la expectativa (explícita o implícita) de que los efectos de las reformas sobre la productividad de los recursos, las condiciones internacionales, o algún otro conjunto de influencias generarían una tendencia de las exportaciones tal que se cumplieran sin sobresaltos las restricciones de solvencia

externa. Por lo pronto, las exportaciones mostraron poco dinamismo hasta 1994, cuando se observó una inflexión ascendente (véase el gráfico 7).

Gráfico 7
EXPORTACIONES CORRIENTES (TRIMESTRAL, DESESTACIONALIZADO) Y TENDENCIAS HP
(En millones de dólares)



Fuente: CEPAL Buenos Aires sobre datos de INDEC.

Nota: Las líneas interpoladas corresponden a las tendencias HP resultantes de cálculos con datos que llegan hasta los momentos marcados como finales de cada serie.

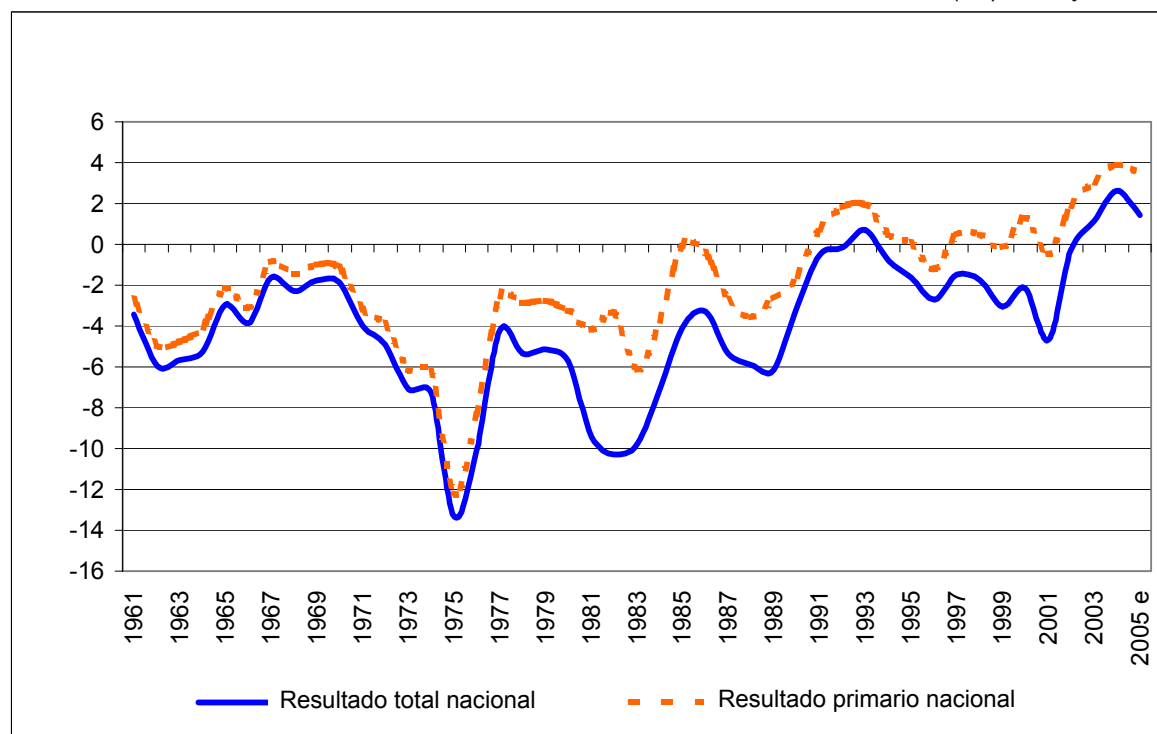
El esquema de convertibilidad exigía que el gobierno renunciara al señoreaje como un instrumento importante de financiamiento: de hecho, uno de sus propósitos era modificar los incentivos de la política fiscal de manera de inducir ajustes que hicieran eso posible. En los primeros años de los noventa, el sector público nacional generó excedentes primarios, en contraste con lo observado en décadas previas, en que el impuesto inflacionario había provisto un medio, de alto costo social, para cubrir déficit considerables (véase los gráficos 8 y 8bis). Ese ajuste se originó en una fuerte suba de los ingresos. El gasto de gobierno se elevó por encima del producto (gráfico 8ter), especialmente por el incremento de salarios y jubilaciones, que crecieron por encima de los precios al consumidor (los que, a su vez, aumentaron respecto del deflactor del PIB). Por otro lado, la mayor recaudación indujo una mayor transferencia de recursos a las provincias, por el mecanismo automático de distribución entre jurisdicciones. Esto indujo al gobierno nacional a negociar la asignación de parte de los fondos coparticipados al financiamiento de jubilaciones, y la transferencia de gastos de salud y educación a las provincias, lo que implicó desprenderse de las correspondientes erogaciones (Cetrángolo y Jiménez, 2004). En conjunto, las provincias mantuvieron un resultado primario cercano a cero, con un gasto creciente asociado en parte a la mencionada reasignación de responsabilidades (véase los gráficos 8bis y 22).

Los ingresos por privatizaciones fueron una significativa fuente de recursos en el período. Sin embargo, se elevó la deuda pública, sobre todo por el reconocimiento de obligaciones no previamente documentadas con proveedores y jubilados. En 1994 se implementó la reforma de la seguridad social, que traspasó a administradoras privadas fondos por cerca de 1,5% del PIB (Cetrángolo y Gruschka, 2004); asimismo, se decidieron rebajas de impuestos a la nómina para

promover la demanda de trabajo (frente a un desempleo que estaba creciendo, aunque la actividad agregada estuviera en expansión) y mejorar la competitividad de los sectores transables.

La reforma previsional implicó al mismo tiempo una descarga de erogaciones futuras; sin embargo, todo lo demás constante, la sustitución de una deuda contingente (ligada, en principio, a la evolución de los salarios), por deudas explícitas (los bonos que absorberían las administradoras) denominadas en dólares era un cambio no trivial, que reforzaba los compromisos del gobierno. En todo caso, no hubo signos de respuestas privadas ni en cuanto a contemplar los efectos intertemporales de la reforma, ni en cuanto a potenciales respuestas de aumentos en el ahorro ante percepciones de que la política fiscal podía enfrentar dificultades en el futuro, que recaerían sobre contribuyentes, beneficiarios de gastos públicos o acreedores el sector privado. Por otro lado, tampoco se verificaron expectativas de que se incrementaría la recaudación de impuestos a la nómina a través de incrementos del empleo formal; de hecho, el cambio de sistema no tuvo efectos observables en la reducción de la elevada proporción del empleo concertado al margen del régimen de seguridad social. Las consecuencias de la reforma previsional hicieron depender en mayor medida que antes a la sostenibilidad fiscal de que la economía mantuviera un crecimiento que impulsara a los ingresos públicos, y de que las condiciones financieras fueran adecuadas.

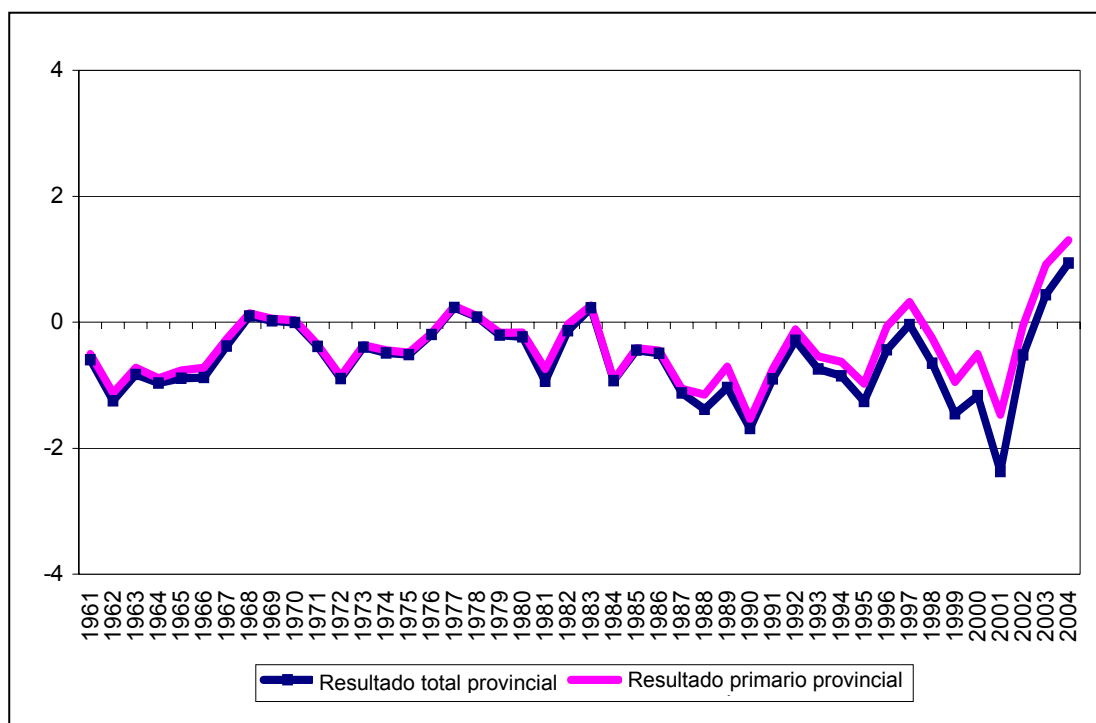
Gráfico 8
RESULTADO DEL SECTOR PÚBLICO NACIONAL NO FINANCIERO (BASE DEVENGADO)
(En porcentaje del PIB)



Fuente: CEPAL Buenos Aires sobre datos del Ministerio de Economía.

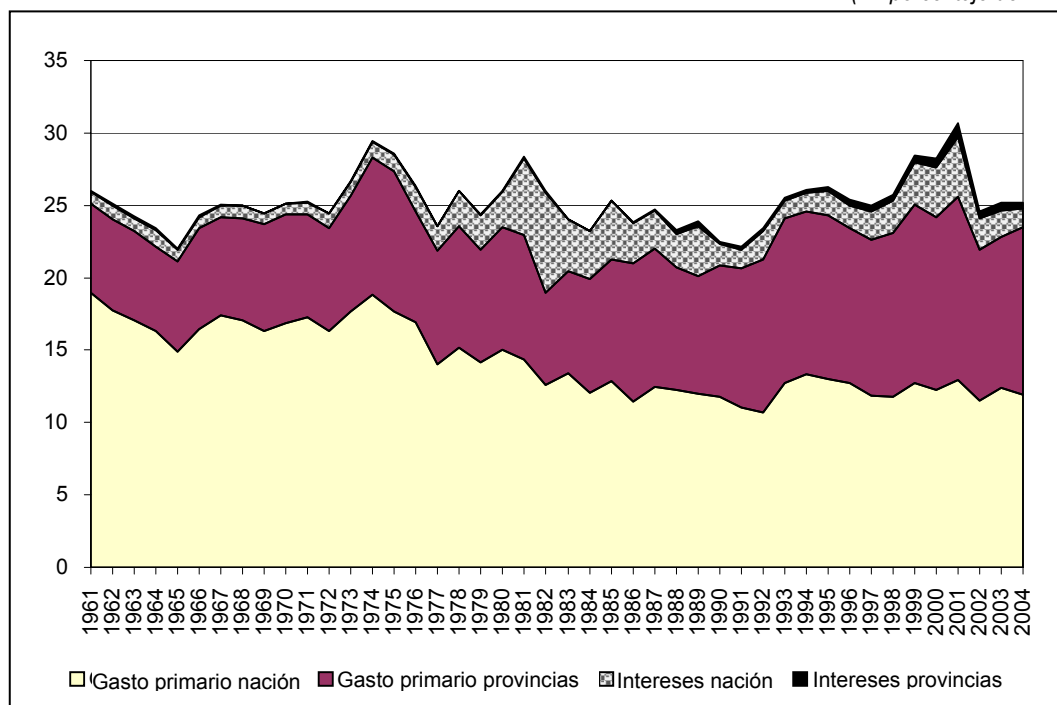
Nota: e: datos estimados.

Gráfico 8bis

RESULTADO DEL SECTOR PÚBLICO PROVINCIAL

Fuente: CEPAL Buenos Aires sobre datos del Ministerio de Economía.

Gráfico 8ter

GASTOS DEL SECTOR PÚBLICO NACIONAL Y PROVINCIAL 1961-2004 (BASE DEVENGADO)*(En porcentaje del PIB)*

Fuente: Ministerio de Economía.

Hacia 1994, los comportamientos inflacionarios se habían diluido netamente, y de un modo que parecía bastante incorporado en los comportamientos. Al mismo tiempo, la economía se había vuelto muy sensible al comportamiento de la oferta de crédito externo. En estas circunstancias, la elevación de la tasa de interés en Estados Unidos repercutió en los mercados financieros y se hizo sentir en la demanda interna, mientras que la devaluación mexicana de finales del año fue seguida por una perturbación que, si bien resultó finalmente de poca duración, alcanzó una intensidad considerable. Sea porque los operadores financieros establecían una analogía “fundamental” entre las políticas y condiciones económicas de la Argentina y de México, sea por otros motivos, el “contagio” operó con fuerza, y se manifestó tanto en los mercados de bonos como en el sistema bancario local. Aunque en un primer momento se manifestó un desplazamiento de depósitos en pesos hacia dólares, en la primera parte de 1995 se conformó con rapidez un movimiento de acentuado retiro de depósitos, cualquiera fuera su denominación, mientras que también caían las reservas. En un contexto de abrupta restricción del crédito externo e interno, y de gran incertidumbre, la demanda interna y el producto se contrajeron agudamente. Esto repercutía a su vez sobre la recaudación y las finanzas públicas, en un momento en que la crisis había puesto en cuestión a la orientación general de la política económica (y se entraba en un proceso electoral donde estaba en juego la reelección presidencial, autorizada el año previo por una reforma de la Constitución).

En la ocasión, el gobierno planteó que la perturbación no manifestaba un problema sustantivo del régimen monetario sino que, en cambio, la desconfianza se originaba principalmente en la existencia de incertidumbre residual respecto de la voluntad de sostenerlo. En otros términos, lejos de invocar una “cláusula de escape”, buscó señalar con fuerza que la opción de salida estaba y quedaría fuera de consideración. Por otro lado, se usaron los márgenes que daba el esquema en vigencia para aportar liquidez a los bancos, y se tomaron medidas de ajuste fiscal (en particular, una elevación de la alícuota del IVA). Al mismo tiempo, el gobierno contó con asistencia financiera internacional (y en particular, del Fondo Monetario Internacional (FMI), con el que se acordó un programa, tras un hiato desde 1994 en que no hubo acuerdo en curso). El paquete de créditos obtenido entonces, en un momento crítico, implicó un refuerzo para la política económica en cuanto a recursos y a expectativas. La opinión pública, por su parte, mostró una difundida actitud favorable al mantenimiento de la paridad con el dólar: esto quedó reflejado en las elecciones, que dieron ganador al partido oficial, y donde presumiblemente influyó el temor (particularmente por parte de los agentes endeudados en dólares) de que un cambio político pudiera llevar a una devaluación. Desde el punto de vista externo, el crecimiento de la demanda del Brasil contribuyó a dar impulso a las exportaciones. Con el tiempo, las perspectivas de normalización económica se fueron realimentando, de modo que en la segunda mitad de 1995 se observó una gradual recomposición del crédito y la actividad tendió a recuperarse.

El episodio de 1995 tuvo importancia para los comportamientos posteriores. El hecho de que la convertibilidad hubiera resistido a un *shock* intenso respaldó las previsiones de perdurabilidad del régimen. Al mismo tiempo, la mirada se enfocó en los impulsos financieros como mecanismos de perturbación potencial, lo que implícitamente desdibujó la eventualidad de problemas agregados de solvencia si los ingresos en términos de dólar debían “realmente” revisarse hacia abajo en algún momento. La experiencia inmediata orientó la atención hacia las condiciones de liquidez que influirían sobre la capacidad de respuesta ante “paradas súbitas” en el financiamiento externo (véase Calvo, Izquierdo y Talvi, 2002) y ante movimientos de la demanda por depósitos.⁷ Consecuentemente, el gobierno puso énfasis en alargar los plazos de maduración de la deuda pública, y en robustecer las regulaciones prudenciales sobre los bancos. Al mismo tiempo, se difundió la noción de que una mayor presencia de bancos de capital extranjero amortiguaría el impacto de posibles fenómenos de “huida hacia la calidad” y, en términos generales, daría solidez al

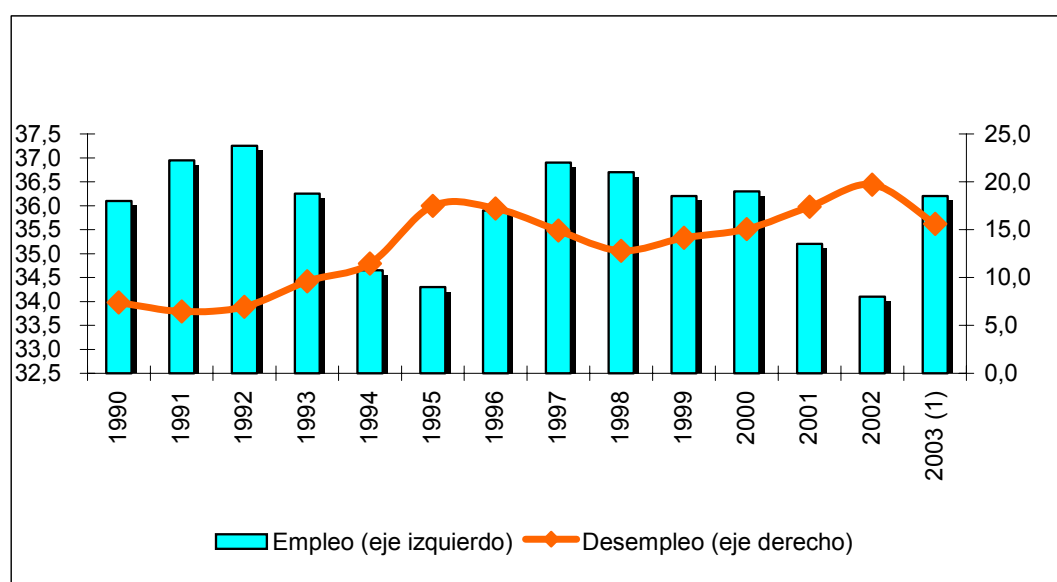
⁷ En similar sentido, la literatura académica derivada de los episodios latinoamericanos de 1995 tendió a basarse en modelos que, en particular, enfatizaban la posibilidad de equilibrios múltiples (o “profecías auto-cumplidas”) por interacción entre expectativas privadas e incentivos de política económica, en ciertas condiciones de vulnerabilidad financiera.

sistema financiero. De hecho, en la segunda parte de los noventa se produjeron cuantiosas operaciones de adquisición de entidades financieras. Aunque la entrada de bancos extranjeros (españoles, en especial) abarcó a la región en su conjunto, estas operaciones indicaban la existencia de expectativas de beneficios de operar en el mercado interno por parte de influyentes actores internacionales.

Si bien la recuperación de la actividad tomó velocidad a partir de finales de 1995, los indicadores sociales siguieron siendo problemáticos. Ya desde 1993, en una fase expansiva de la actividad, se había observado una reducción del cociente entre empleo y población y una suba en los niveles de desempleo (que superaban el 12% antes de la crisis), mientras que la proporción de personas en situación de pobreza había dejado de disminuir en 1994 (véanse los gráficos 9 y 10).⁸

Gráfico 9
EMPLEO Y DESEMPLEO

(En porcentajes de la población urbana y de la Población Económicamente Activa (PEA), respectivamente)



Fuente: INDEC.

Nota: (1) datos a mayo.

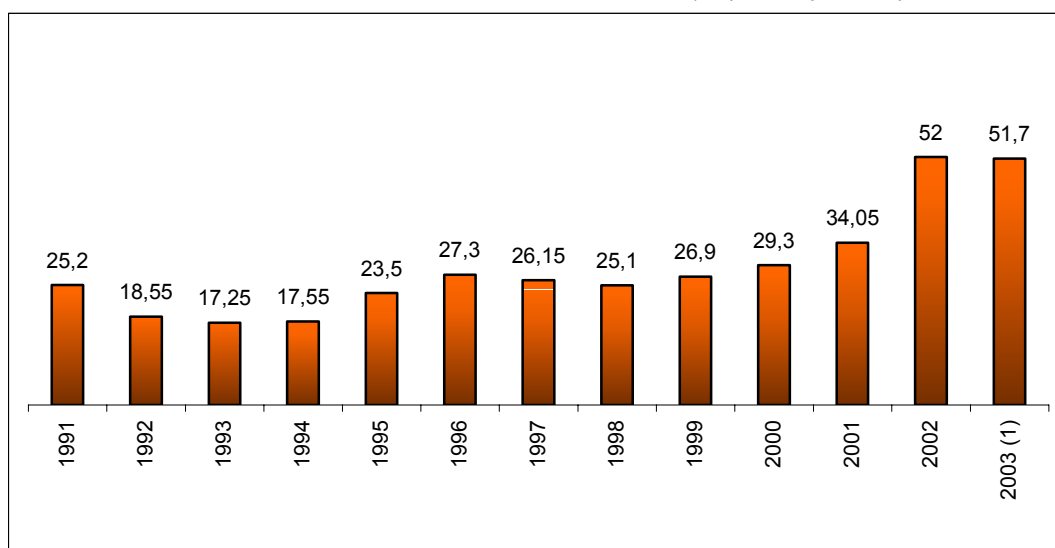
El mercado de trabajo fue de algún modo receptáculo de un variado conjunto de impulsos que, como balance, tendieron a debilitar la demanda laboral, mientras crecía la proporción de la población que participaba en la búsqueda de empleo.⁹ En particular, las actividades manufactureras fueron un factor de expulsión de mano de obra, como reflejo de la contracción de sectores expuestos a la competencia externa (y que probablemente correspondían especialmente a ramas y grupos de empresas relativamente intensivas en el uso de trabajo), a lo que se habría unido el incentivo al uso de técnicas más utilizadoras de capital, ante el abaratamiento relativo de los bienes de equipo. También actuaron en un sentido de reducción de la demanda de trabajo las políticas de racionalización administrativa en el sector público, y los recortes de personal en las empresas que venían siendo privatizadas. La intensidad agregada de los efectos de desplazamiento de mano de

⁸ Las estadísticas laborales basadas en encuestas a hogares tuvieron modificaciones metodológicas a partir de 2003 (en particular, esos cambios implicaron una estimación mayor de las tasas de actividad, empleo y desempleo). Los datos de estos gráficos corresponden a la metodología previa.

⁹ Enfoques del comportamiento del mercado de trabajo y la distribución de ingresos se encuentran en Altimir y Beccaria (2000a, b), Damill, Frenkel y Maurizio (2003), Galiani y Nickell (1999).

obra se atenuó en la fase de fuerte suba en la demanda interna, especialmente por la expansión de sectores como la construcción y diversas ramas de servicios. Sin embargo, durante la recesión de 1995 se manifestó una fuerte destrucción de puestos de trabajo; así, entre mediados de ese año y fines del anterior, la tasa de desempleo saltó 6 puntos, a más de 18%, una cifra inédita en la serie. Esto marcó un escalón, que se revirtió solo parcialmente en el período de recuperación. También el indicador de pobreza permaneció más alto que a comienzos de la década, y se ampliaron las brechas distributivas. La sensación de que, aun con crecimiento económico, se verificaban impactos sociales negativos pasó a jugar un papel de importancia y, en especial, influyó sobre las percepciones y actitudes cuando se plantearon políticas de ajuste fiscal y “flexibilidad laboral”.

Gráfico 10
ÍNDICE DE POBREZA
(En porcentajes de la población urbana)

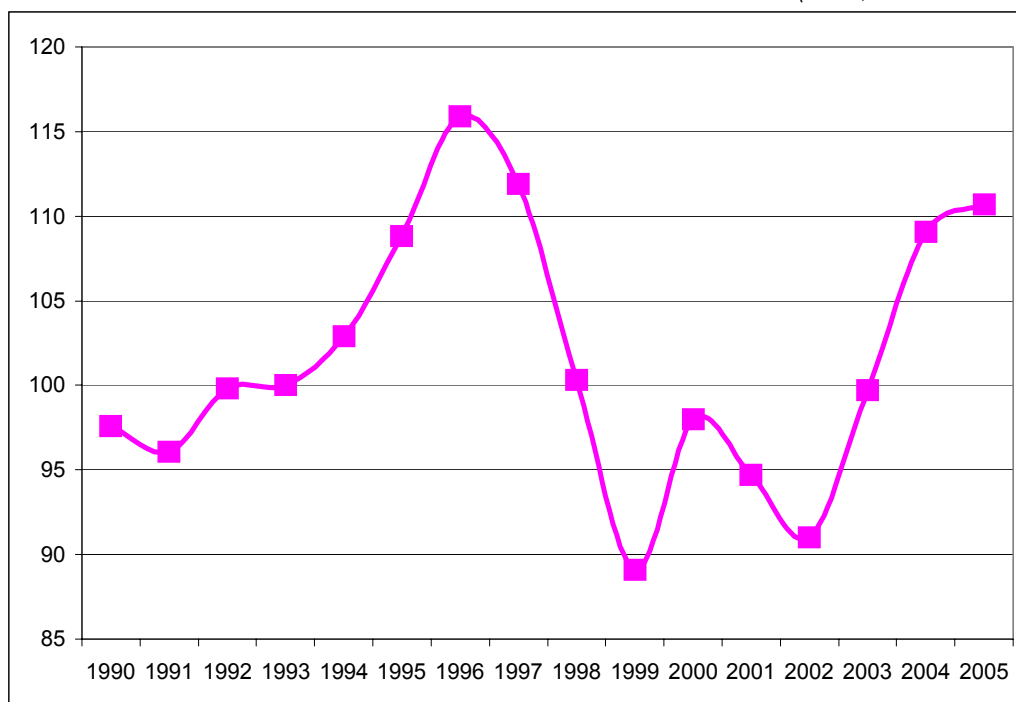


Fuente: INDEC.

Nota: (1) datos a mayo.

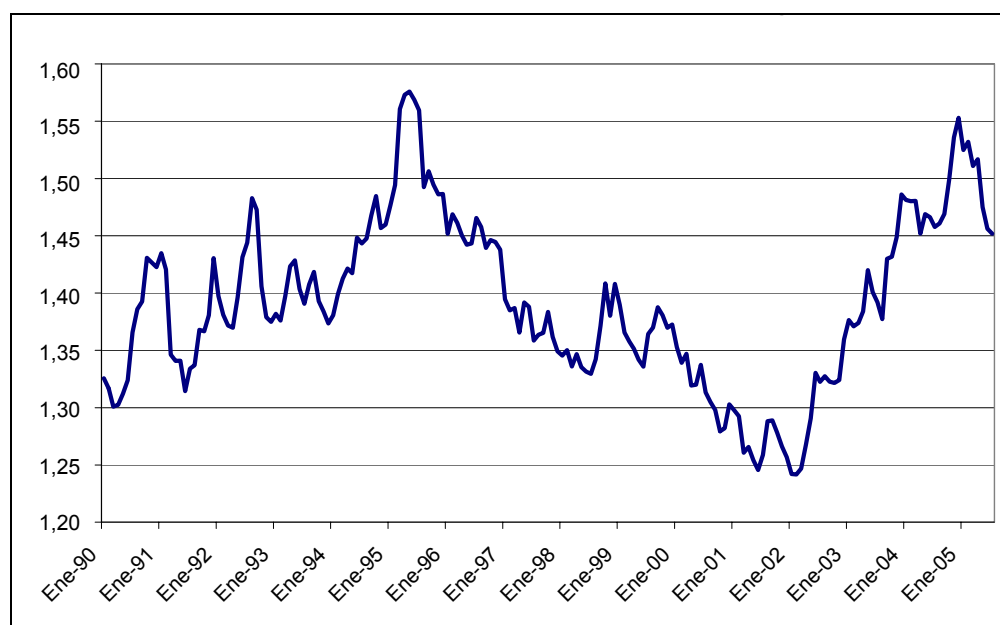
Hacia mediados de los noventa, la economía enfrentó condiciones favorables en los mercados externos de bienes. Estas se manifestaron en subas considerables de los precios de los bienes exportados (véase el gráfico 11). Al mismo tiempo, aunque se observaron subas en el precio del dólar (y por ende del peso) respecto del conjunto de monedas internacionales, la apreciación de esa divisa se produjo al comienzo a partir de niveles comparativamente elevados (gráfico 11bis). Por otra parte, la expansión de la economía del Brasil y la revaluación real de su moneda se reflejaron en un significativo aumento de la demanda de importaciones de ese país, mientras que la existencia de preferencias comerciales determinadas por el Mercosur contribuyó a que se incrementara la participación de la Argentina como proveedor del mercado brasileño. Se observó así una fuerte corriente de bienes hacia ese país, con una mayor proporción de manufacturas no tradicionales que en el conjunto del comercio. En 1998, la participación del Mercosur en las exportaciones se ubicó en cerca de un tercio. A su vez, la oferta de bienes exportables también se amplió. En especial, hubo un impulso significativo de la producción de granos, reflejo de mayor utilización de insumos y de mejoras tecnológicas: la cosecha 1997-1998 fue más de 70% mayor que a comienzos de la década (véase el gráfico 12). En conjunto, estos efectos se manifestaron en un fuerte incremento de las exportaciones, que se multiplicaron más de dos veces entre 1993 y 1998 (un ritmo anual de 14%), con subas no sólo en las ventas al Brasil, sino también al resto del mundo (gráfico 13).

Gráfico 11
PRECIOS DE EXPORTACIONES DE BIENES
(Índice, base 1993=100)



Fuente: INDEC.

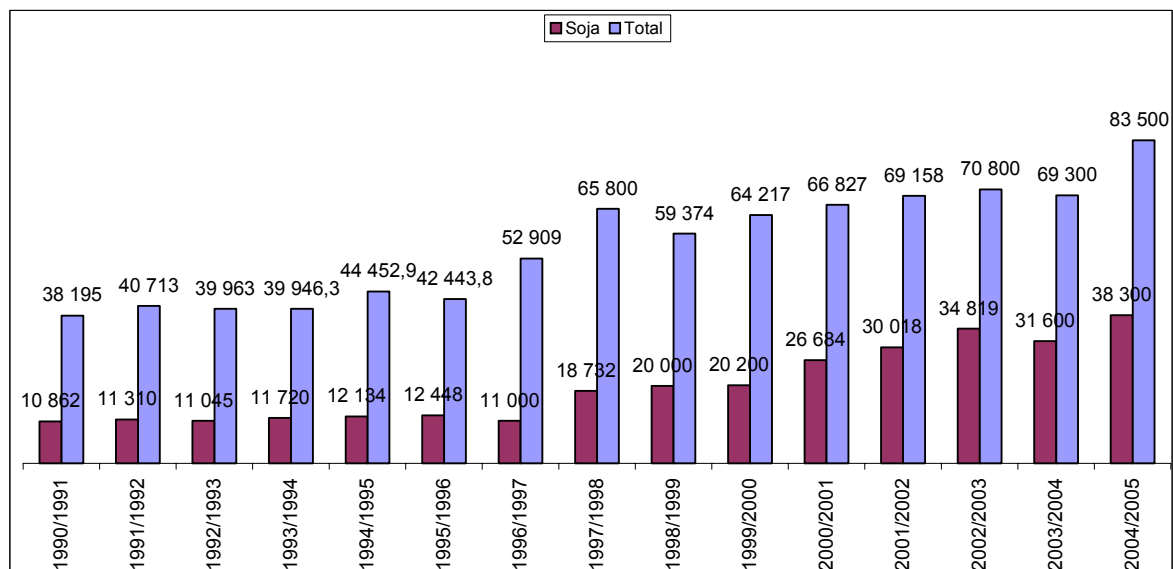
Gráfico 11bis
PRECIO DE MONEDAS INTERNACIONALES EN TÉRMINOS DE DÓLARES
(Dólares por unidad de Derechos Especiales de Giro (DEG))



Fuente: FMI.

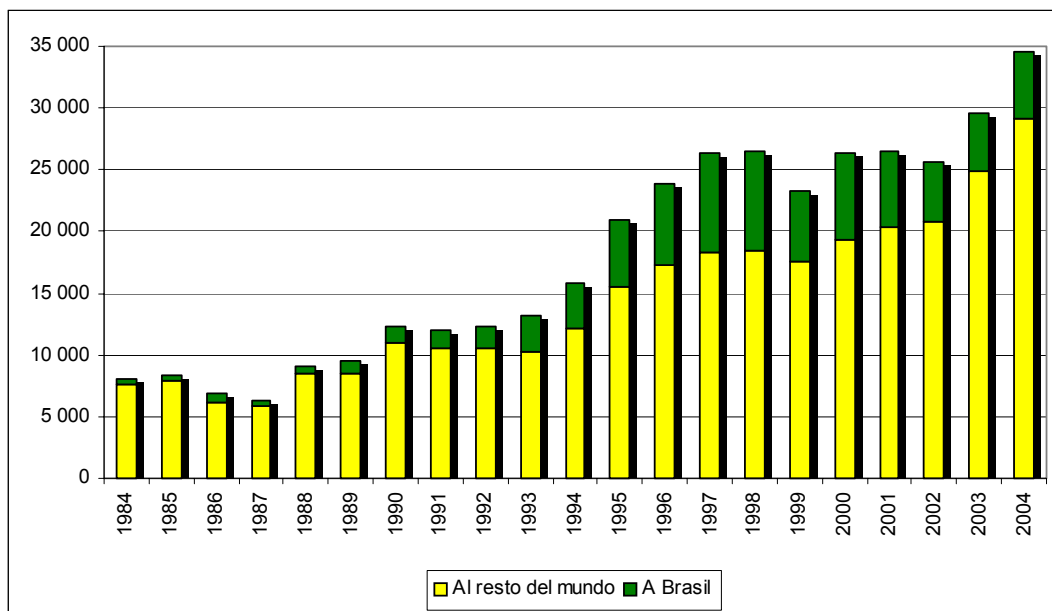
Nota: Una disminución de la serie representa una apreciación del dólar respecto de la canasta de monedas que constituye la unidad de DEG.

Gráfico 12
PRODUCCIÓN DE GRANOS
(En miles de toneladas)



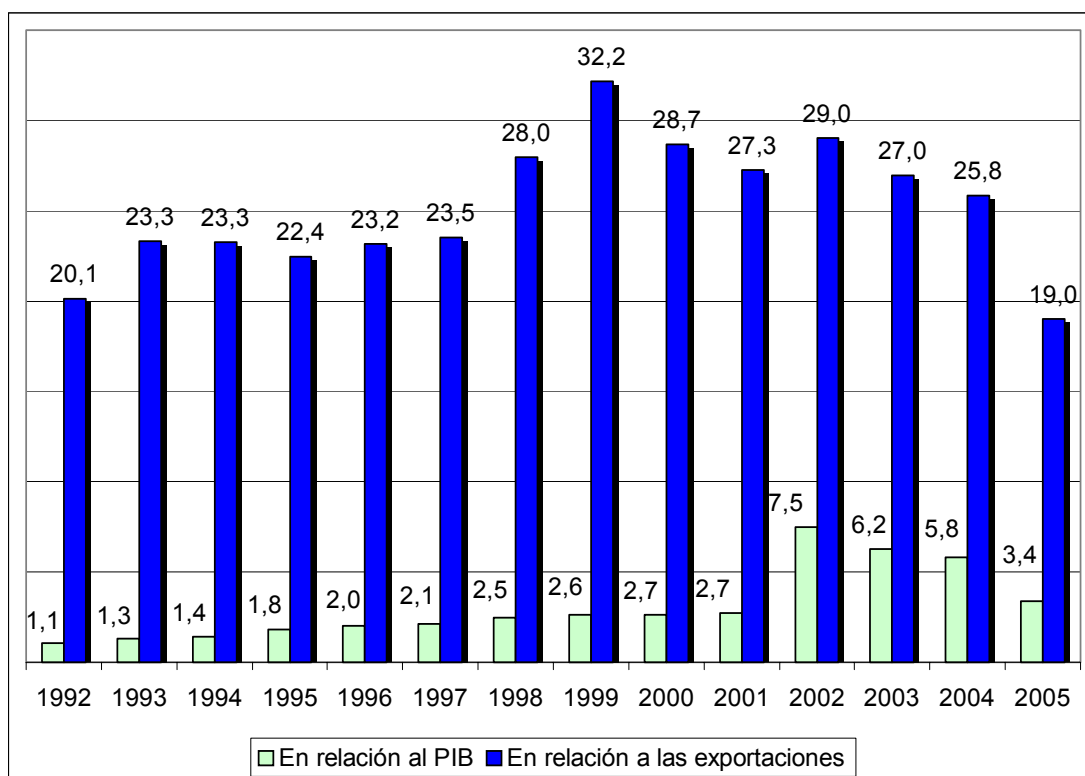
Fuente: INDEC.

Gráfico 13
EXPORTACIONES A BRASIL Y RESTO DEL MUNDO
(En millones de dólares)



Fuente: INDEC.

Gráfico 14
INTERESES EXTERNOS NETOS MÁS UTILIDADES Y DIVIDENDOS
COMO PORCENTAJES DEL PIB Y LAS EXPORTACIONES
(En porcentajes)

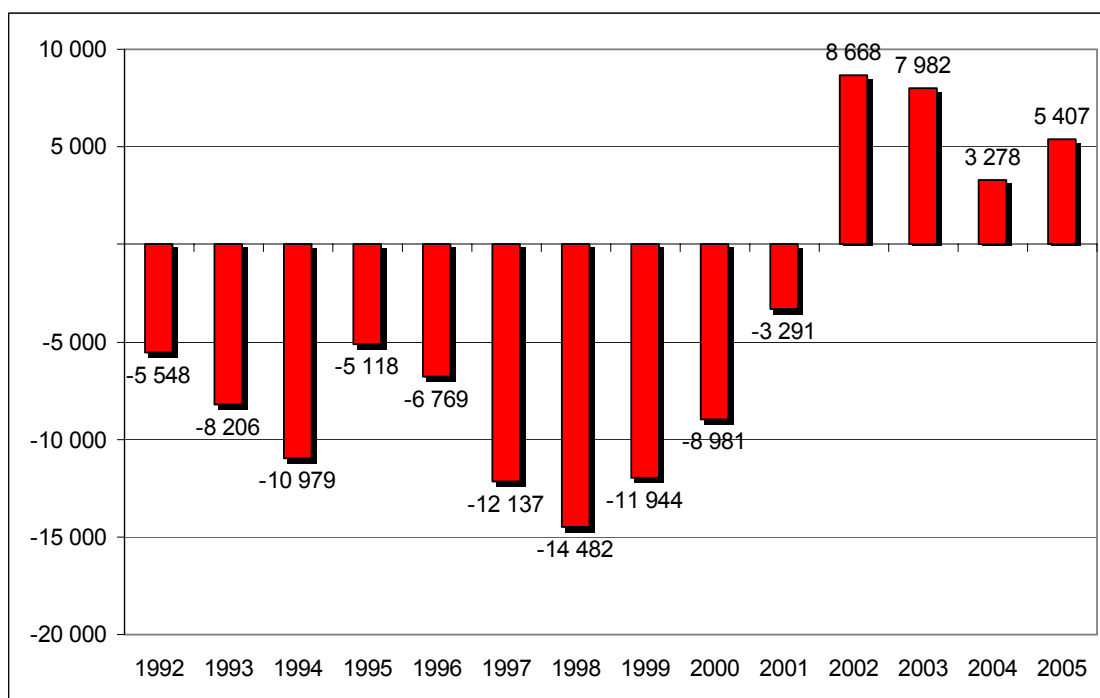


Fuente: INDEC.

El comportamiento de las exportaciones reforzó las expectativas porque, de prolongarse, dejaba lugar para una futura reversión del balance comercial que hiciera a la solvencia externa compatible con una demanda interna en ascenso. Mientras tanto, la suba de los valores exportados permitió mantener al saldo (negativo) del balance comercial en niveles no mayores que en 1994, pese a la nueva elevación de las importaciones, donde pesó apreciablemente la evolución de las compras de bienes de capital. De cualquier modo, la carga del déficit por intereses y utilidades (gráfico 14) implicó que se fuera ampliando la brecha de la cuenta corriente (véase el gráfico 15), que en 1998 representaba más de la mitad de las exportaciones de mercancías.¹⁰

¹⁰ Si los gráficos se utilizan para establecer comparaciones con el período 2002-2004, conviene tener en cuenta que en ese intervalo las estadísticas del balance de pagos computan intereses devengados sobre la deuda externa en *default* y aún no reestructurada, según los compromisos originales, es decir que tienden a sobre-estimar esos flujos, y a sub-estimar el superávit en la cuenta corriente.

Gráfico 15
CUENTA CORRIENTE DEL BALANCE DE PAGOS
 (En millones de dólares)



Fuente: INDEC.

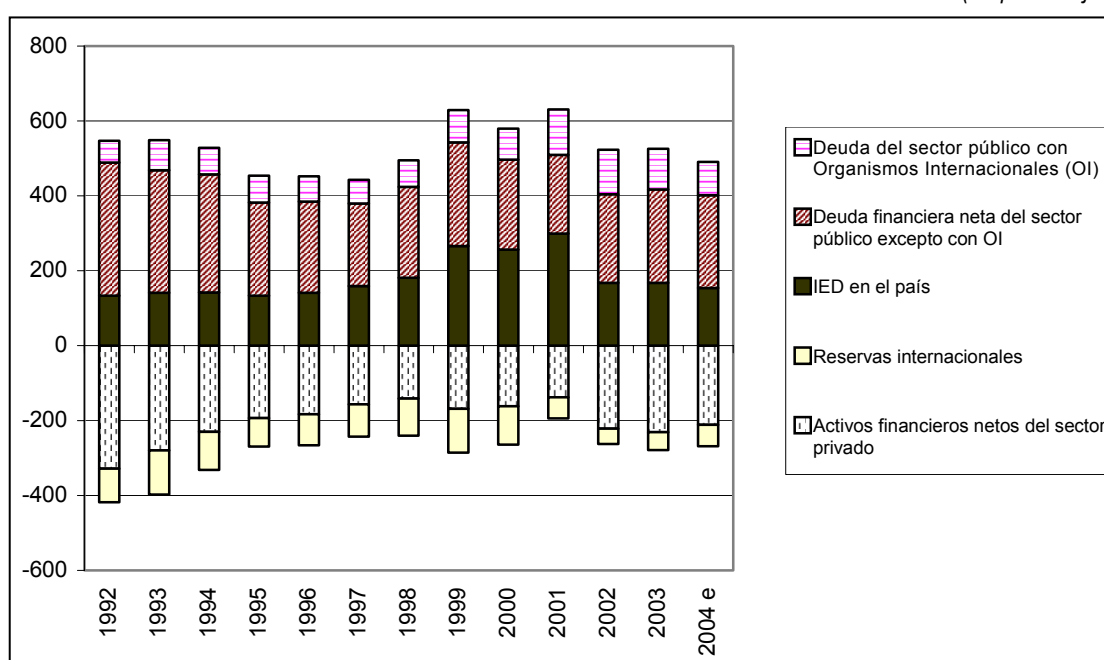
Hacia comienzos de la década, en 1992, los pasivos externos netos totales eran algo superiores a las exportaciones (y solo 7% del PIB).¹¹ En 1998, esos pasivos constituían más de 2,5 veces las exportaciones (véase el gráfico 16), no obstante el apreciable incremento de estas últimas.¹² En ese intervalo, los pasivos netos del sector privado se incrementaron en magnitud similar a la deuda externa del gobierno (algo más de 30 mil millones de dólares), lo que fue compensado en parte por el incremento de reservas. La posición financiera neta del sector privado con el exterior experimentó una variación comparativamente pequeña (aunque se redujeron como proporción del PIB y de las exportaciones), con subas tanto en el valor de los activos como de las deudas. En la segunda mitad de los noventa se observó una apreciable suba de la IED dirigida a sectores distintos de los servicios públicos privatizados, como los bancos y segmentos de la industria: entre 1997 y 1998, el flujo de inversión directa rondó los 40 mil millones de dólares. Al margen de que esas corrientes de capitales estaban influidas por factores internacionales, su magnitud y orientación sugerían expectativas favorables respecto del comportamiento de la economía por parte de influyentes actores externos. De

¹¹ La gran diferencia entre los órdenes de magnitud que sugieren ambos indicadores obedece al hecho de que, medida a precios corrientes, la economía durante el período de convertibilidad aparece como marcadamente cerrada (pese a que no había grandes restricciones al comercio). La razón de esto reside en el comparativamente elevado nivel del PIB en dólares, reflejo en parte de la apreciación real. Aquí nuevamente valdría la observación de que una interpretación de la relación activos (pasivos) externos a PIB como medida de sostenibilidad requiere alguna hipótesis sobre el “nivel permanente” de ese producto, que a su vez depende de las condiciones presentes y futuras que harían que la trayectoria de la economía sea o no sostenible. Por otro lado, la medición de los activos y pasivos constituidos por acciones y participaciones en empresas presenta problemas conceptuales específicos, dado que su valor es (explícitamente) contingente. De hecho, en las series incluidas en el gráfico 16 (véase también el gráfico 5) se observa una apreciable disminución de los pasivos por IED en la crisis de 2002, debida a efectos de valuación de activos existentes. Desde el punto de vista analítico, la existencia de elementos contingentes en una porción significativa de la deuda que se estaba acumulando implicaba una menor sensibilidad de la “riqueza nacional” frente a perturbaciones.

¹² La posición externa neta está medida sobre valores de los activos y pasivos; los flujos de servicios (sobre los cuales, en principio, se podría calcular un stock al modo de valor presente) indican un resultado más negativo, dado que para la Argentina los rendimientos de los créditos contra el exterior fueron netamente inferiores a los retornos unitarios sobre las deudas.

hecho, una encuesta realizada en 1997 entre empresas manufactureras de capital extranjero obtuvo como respuesta principal entre los incentivos para la aplicación de recursos en el país a las condiciones y potencialidad del mercado interno (Kosacoff y Porta, 1997). Una imagen similar resultaba del crecimiento de las inversiones de empresas locales para la producción de bienes de utilización principalmente interna. Al mismo tiempo, el hecho de que los propietarios argentinos de importantes empresas estuvieran dispuestos a liquidar sus posiciones en esas compañías, y que presumiblemente muchos de ellos incrementaron sus colocaciones financieras en el exterior, apuntaba a la existencia de heterogeneidad en las actitudes y percepciones acerca del riesgo de mantener activos en el país. Esa heterogeneidad fue probablemente uno de los rasgos importantes del proceso que luego desembocó en la crisis.

Gráfico 16
PASIVOS Y ACTIVOS EXTERNOS, EN RELACIÓN A LAS EXPORTACIONES DE BIENES
(En porcentajes)

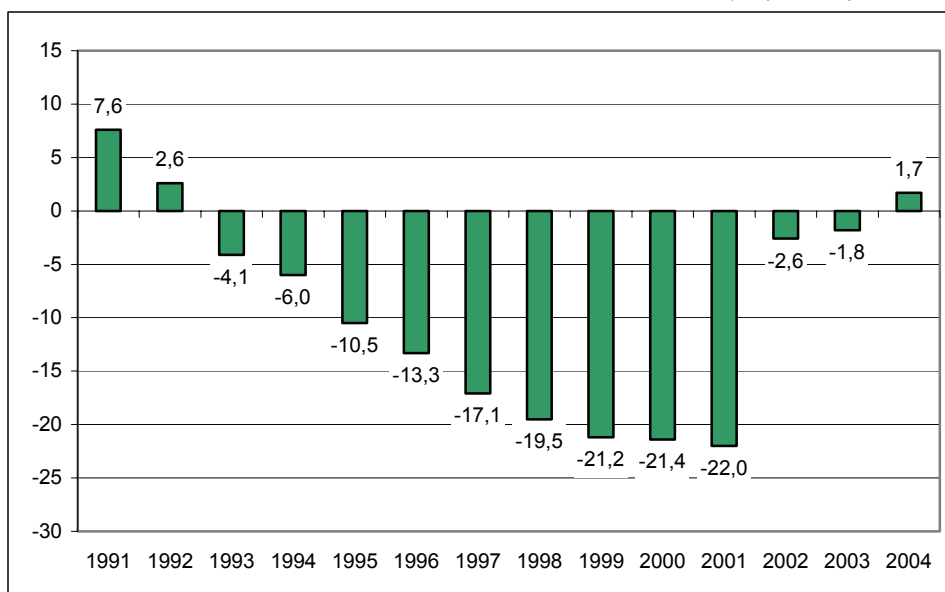


Fuente: CEPAL Buenos Aires sobre datos de INDEC.

Nota: e: datos estimados. Cada barra representa el valor de un rubro de los pasivos (signo positivo) o activos (signo negativo) como proporción de las exportaciones de mercancías.

Entretanto, el sector público generaba resultados primarios de pequeña magnitud, lo cual inducía aumentos del déficit financiero, ante la gradual pero persistente suba de la carga de intereses, tanto en términos del PIB como de la recaudación (véase el gráfico 17). Así, creció el monto de la deuda pública (gráfico 18) mientras que también aumentaron los intereses unitarios sobre los pasivos del gobierno, dado que las tasas sobre las nuevas emisiones eran mayores que aquellas sobre los papeles que iban venciendo.

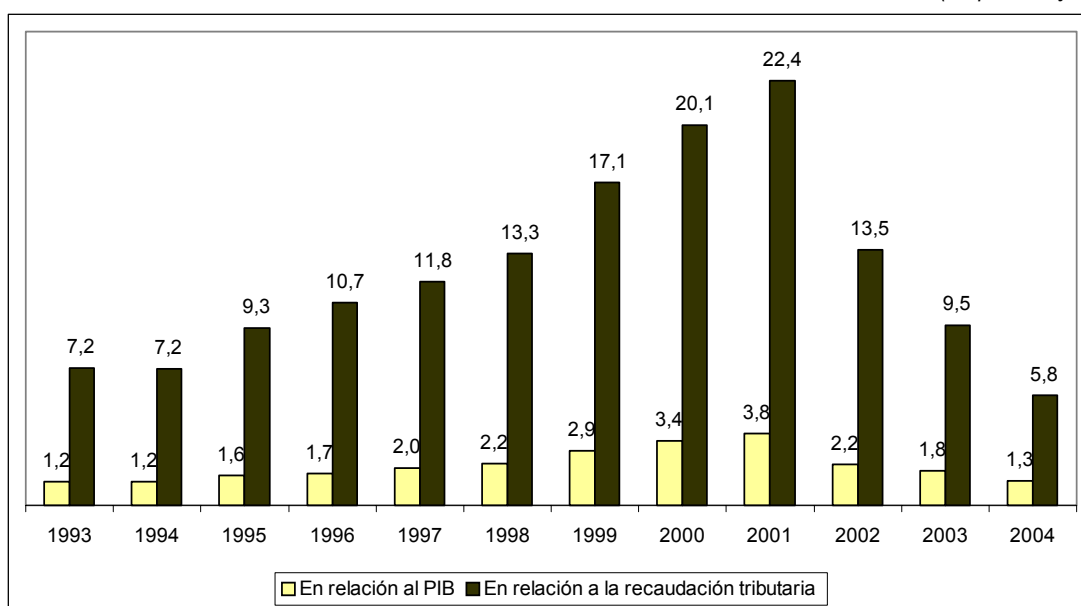
Gráfico 16bis
POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL
(En porcentajes del PIB)



Fuente: CEPAL Buenos Aires, sobre datos de INDEC.

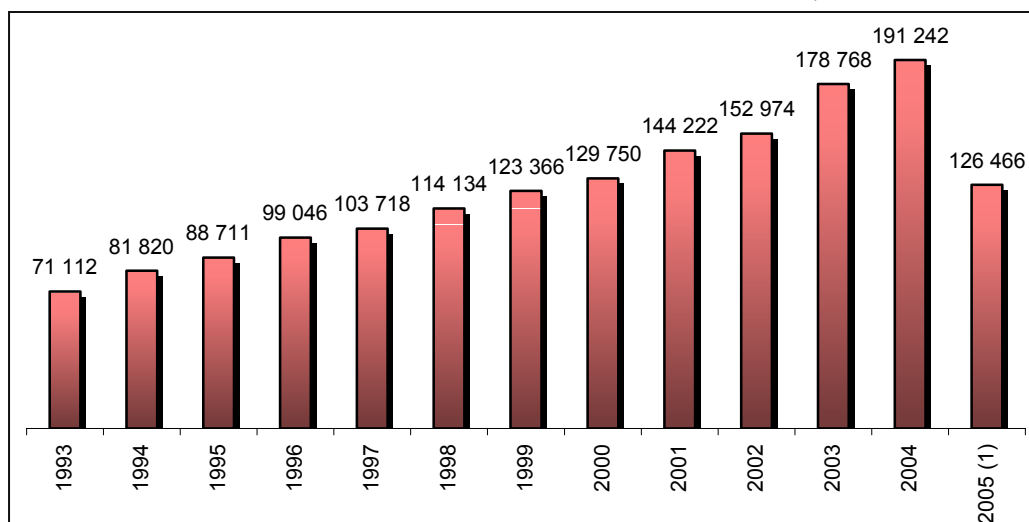
Nota: La posición de inversión internacional refleja el saldo neto de los activos externos de residentes y de las tenencias de activos domésticos de no residentes. Esos activos incluyen tanto instrumentos financieros como inversiones directas.

Gráfico 17
INTERESES DEL SECTOR PÚBLICO NACIONAL (BASE CAJA)
EN RELACIÓN AL PIB Y A LA RECAUDACIÓN
(En porcentajes)



Fuente: Ministerio de Economía.

Gráfico 18
DEUDA DEL SECTOR PÚBLICO
 (En millones de dólares)



Fuente: Ministerio de Economía.

Nota: (1) Acumulado a junio. El dato de 2005 corresponde al mes de junio, posteriormente al canje de deuda. Las cifras no incluyen *holdouts*.

El comportamiento de los intereses indicaba que, a efectos de evitar ulteriores incrementos de deuda (y, potencialmente, también de los costos del endeudamiento), sería necesario ir generando mayores excedentes primarios. El panorama fiscal resultaba bien distinto según las perspectivas macroeconómicas. Si se revelaba posible mantener una evolución creciente de la actividad y de la recaudación a los precios relativos vigentes, y no había una retracción fuerte de la oferta de crédito, podía definirse un sendero donde, sin abruptos ajustes, una contención del gasto primario con ingresos en alza fuera cerrando la brecha. Un tal escenario, a su vez, necesitaba como requisitos “fundamentales” de subas de productividad y de condiciones internacionales tales que siguieran subiendo las exportaciones, para que la restricción externa no frenara a la demanda y la actividad (o, peor aún, presionara hacia una deflación apreciable de los precios internos medidos en dólares). Esos requisitos no se verificaron. En una economía con exportaciones estancadas y actividad interna en contracción, los dilemas fiscales se fueron agudizando paulatinamente hasta desembocar en la cesación de pagos sobre la deuda.

Entre 1998 y 2002 el valor de las exportaciones de bienes osciló sobre un nivel prácticamente constante. Esto creó una fuerte presión sobre la economía. Suponiendo que de algún modo se mantuvieran también constantes el producto físico, el tipo real de cambio y las importaciones (un experimento sobre un estado contrafáctico de incierta viabilidad), la acumulación de déficit comerciales de por sí habría implicado en cuatro años un incremento de la deuda externa neta equivalente a cerca de 20% del PIB, o alrededor de un bienio de importaciones, lo cual representaba una demanda de crédito externo de considerable magnitud para un país ya endeudado. Partiendo de las elasticidades estimadas sobre una función de importaciones (Heymann y Ramos, 2005), una contracción que cerrara la brecha de cuenta corriente (del orden de 45% del nivel de importaciones de 1998) se correspondía con la respuesta a una depreciación real del 65%, o a una disminución del producto del orden de 14%, o sea, variaciones de gran amplitud,¹³ aun sin contemplar los efectos de multiplicación que presumiblemente inducirían tales ajustes. Una cuestión crucial era entonces si el debilitamiento de las exportaciones era un fenómeno persistente, o bien se podía recuperar un movimiento de alza. Con este telón de fondo se desarrolló una historia de gran dramatismo que culminó con el colapso del régimen de convertibilidad.

¹³ Garignani y Escudé (2004), Gay y Pellegrini (2003), Perry y Servén (2002), presentan ensayos de medición del tipo de cambio real de equilibrio de la Argentina.

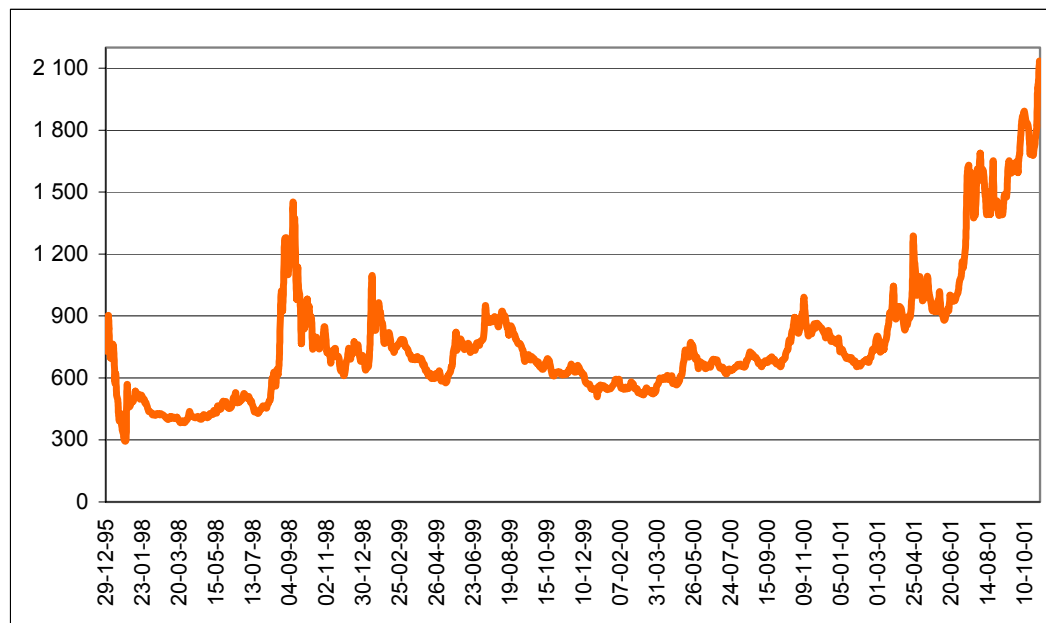
3. Recesión y caída

A la salida de la recesión de 1995 se observó un marcado alivio de la restricción financiera, particularmente para el sector público. Si bien el costo del crédito siguió siendo elevado (y, por consiguiente, también era considerable el volumen de recursos futuros que se estaban comprometiendo para servicios de deuda), los diferenciales de rendimiento respecto de las tasas de interés “sin riesgo” (los llamados índices de “riesgo país”) se redujeron fuertemente, hasta mínimos por debajo de 300 puntos básicos a mediados de 1997 (gráfico 19). Al mismo tiempo, la tasa internacional de interés se fue reduciendo, hasta ubicarse hacia mediados de 1998 en los niveles más bajos de la década (gráfico 19bis).

La crisis de las economías asiáticas en 1997 tuvo algún impacto sobre la demanda por títulos argentinos, pero esos efectos estuvieron lejos de ser intensos: el episodio reforzó por un tiempo percepciones en el sentido de que la economía había adquirido resistencia frente a perturbaciones. En cambio, el impacto del *default* ruso en 1998 fue muy acentuado. Al margen de los mecanismos específicos detrás de ese efecto de “contagio”, que se atenuó bastante rápidamente, en la última parte de 1998 la economía se vio influida por una significativa caída de los precios de exportación (véase nuevamente el gráfico 11) y por la desaceleración de la actividad del Brasil, donde se estaba gestando la crisis cambiaria que condujo a la devaluación de comienzos de 1999. De hecho, mientras que, al haber un diferencial de inflación negativo con los Estados Unidos se registró una paulatina depreciación real con el dólar, la moneda se fue revaluando en términos reales frente al real brasileño y a las divisas europeas (véase el gráfico 20). Estos impactos sobre las condiciones del comercio

exterior, ya de por sí apreciables, se fueron potenciando en un clima financiero internacional en que, al margen del repunte de la tasa de interés de Estados Unidos (véase nuevamente el gráfico 19bis), se apreciaba una actitud menos proclive a ofrecer crédito a países periféricos, y con más preocupación sobre los riesgos de repago. Sin embargo, hasta bien entrado el año 2000, el índice de “riesgo país” permaneció por debajo del correspondiente valor para el conjunto de economías “emergentes” sugiriendo que los operadores no consideraban a la Argentina como caso extremo en cuanto a su probabilidad de insolvencia.

Gráfico 19
ARGENTINA. ÍNDICE DE RIESGO PAÍS, EN PUNTOS BÁSICOS, 1996-OCTUBRE 2001



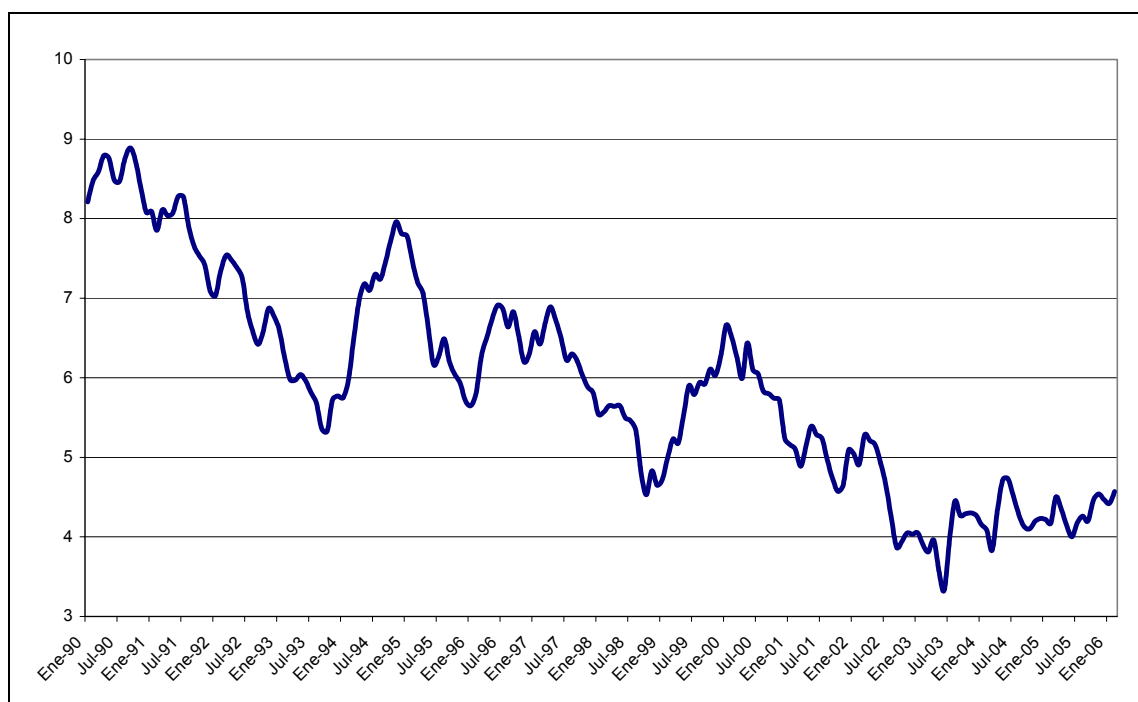
Fuente: Ministerio de Economía.

La evolución de las tasas de interés desde mediados de 1998 mostró fuertes oscilaciones: a mediados de 1999, los rendimientos a corto plazo se encontraban en niveles comparativamente bajos (gráfico 21), mientras que aquellos requeridos para demandar activos de largo plazo, aunque menores que en los máximos recientes, eran netamente más altos que en los períodos de tranquilidad financiera. Esto sugiere que, mientras que no prevalecían expectativas de una gran perturbación próxima, las expectativas sobre el futuro mediano se habían vuelto más inciertas, de modo que habrían operado efectos de preferencia por flexibilidad que desincentivaban “hundir” recursos. La prevención se reflejó probablemente también en un incremento, aunque no de gran magnitud todavía, de los activos financieros netos del sector privado contra el exterior. La mayor reticencia a encarar decisiones con horizontes largos, unida al impacto directo del vuelco negativo de las condiciones del comercio exterior, probablemente influyó sobre la baja de la inversión, que fue el principal factor de caída de la demanda interna en 1999.

Gráfico 19bis

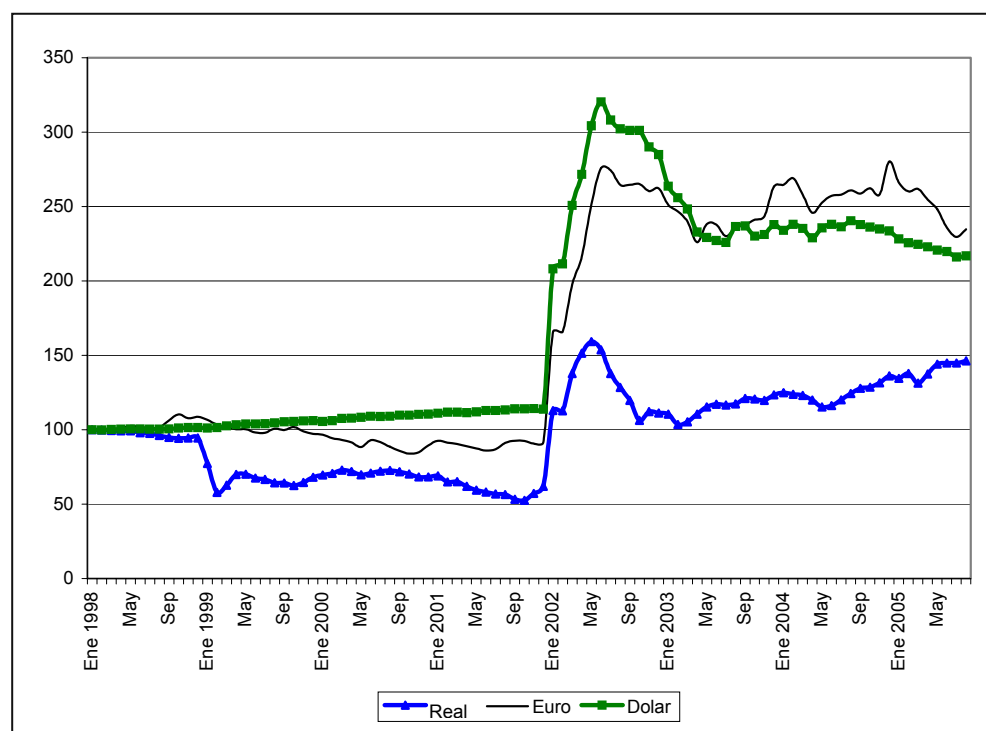
TASA DE RENDIMIENTO DE BONOS DEL TESORO DE ESTADOS UNIDOS A 10 AÑOS

(Porcentaje anual)



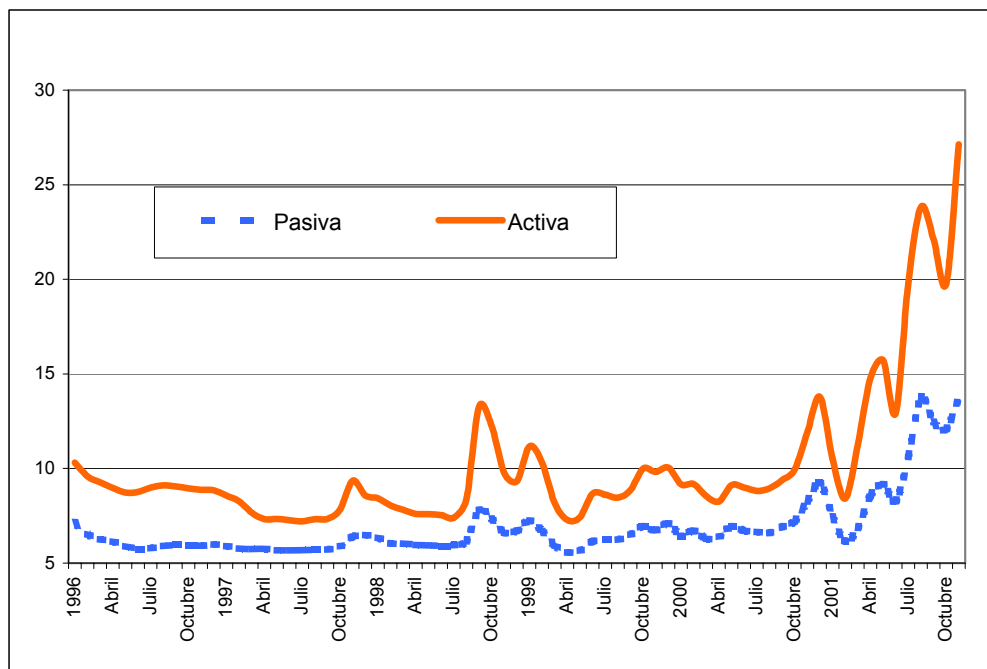
Fuente: Reserva Federal de los Estados Unidos.

Gráfico 20

ÍNDICE DE TIPO DE CAMBIO REAL BILATERAL RESPECTO AL REAL, EURO Y DÓLAR

Fuente: Ministerio de Economía.

Gráfico 21
TASAS DE INTERÉS A CORTO PLAZO EN DÓLARES
 (En porcentajes anuales)



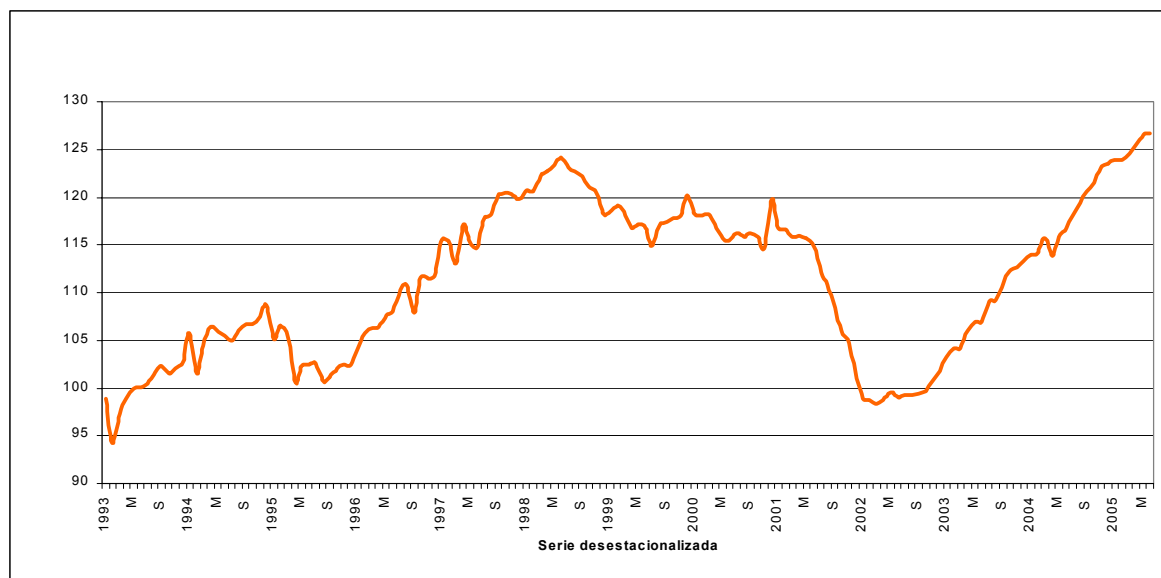
Fuente: Banco Central de la República Argentina (BCRA).

El nivel de actividad se redujo en 1999 con altibajos (véase el gráfico 22): hacia fines de año se apreció un repunte del gasto interno, tal vez asociado con un impulso fiscal. Ese repunte resultó transitorio, si bien por un tiempo pareció influir sobre las expectativas respecto del nivel de actividad. En el conjunto del año, al margen de la mencionada disminución de la inversión, se observó un debilitamiento del consumo privado, aunque no muy intenso, sugiriendo que no operaron fuertes restricciones de liquidez ni grandes reevaluaciones hacia abajo de percepciones de ingreso permanente. Los volúmenes exportados se estancaron; la significativa caída (12%) del valor de las exportaciones, dada la baja de precios, marcó un quiebre importante respecto del comportamiento en años previos. La merma de la demanda interna repercutió sobre las importaciones, de manera que se redujo el déficit comercial. Sin embargo, la demanda neta de crédito externo siguió siendo considerable: el déficit en cuenta corriente representó todavía más de la mitad de las exportaciones de bienes.

La economía no se encontraba en un potencial estado estacionario: o bien las exportaciones repuntaban, o bien la restricción externa se haría más estricta con lo cual, de un modo u otro, se forzarían reducciones en gastos e ingresos en términos de dólares. Pero, a su vez, el ajuste de la demanda repercutiría sobre las finanzas públicas. En esas condiciones, las perspectivas dependían crucialmente de cómo se fueran definiendo tendencias (y, especialmente, del carácter transitorio o persistente de la perturbación sobre el comercio exterior), y de cómo fueran re-estimando expectativas los agentes a partir de los datos que irían recibiendo. En lo inmediato, las actitudes de los operadores económicos, manifestadas en las decisiones de ahorro e inversión y en los mercados financieros, sugerían un estado de prevención, aunque todavía no de extrema alarma.

Gráfico 22
ESTIMADOR MENSUAL DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

(Índices base 1993=100)



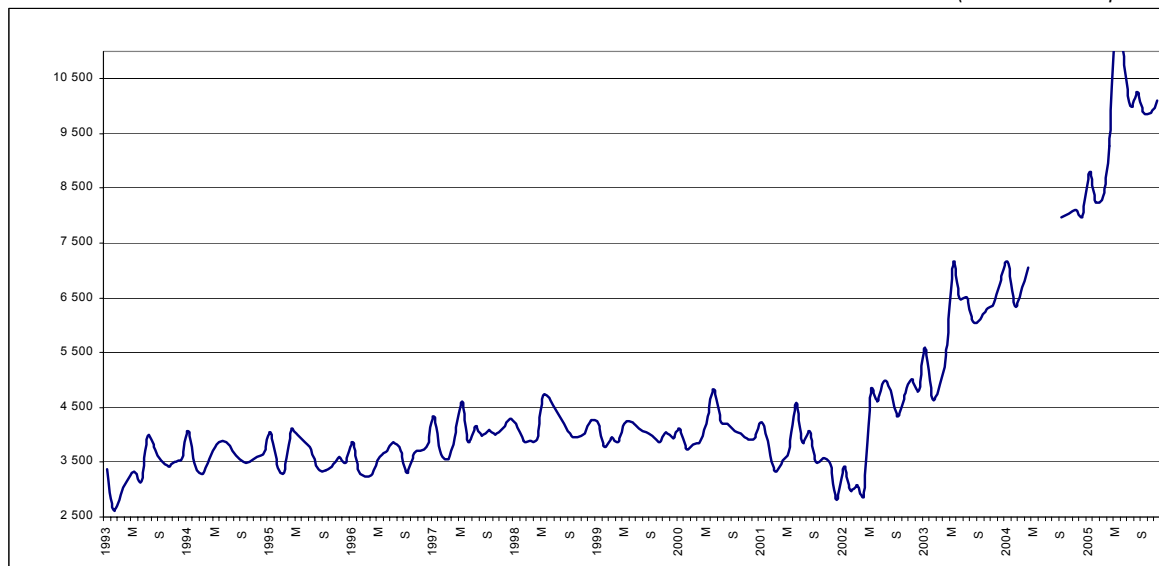
Fuente: Ministerio de Economía.

Mientras tanto, se elevó el déficit del sector público, por la brusca caída del saldo primario y la mayor carga de intereses. Mientras la recaudación se achataba, en un período pre-electoral se observaron aumentos de gasto (gráficos 8, 23 y 24), especialmente en las provincias, sobre todo por la evolución en la de Buenos Aires. Durante 1999, el gobierno obtuvo un financiamiento ocasional por la venta de acciones de la petrolera YPF, operación que implicó la transferencia de propiedad y control a una compañía española, y se realizó en un momento en que el precio internacional del combustible se encontraba en un nivel particularmente bajo.¹⁴

En una economía cuyas perspectivas de crecimiento se veían como inciertas, pero donde tampoco se había producido aún una re-estimación significativa y generalizada del potencial de generación de ingresos, la percepción de un empeoramiento en la situación social, reflejado en indicadores de pobreza y desigualdad, inducía una demanda por políticas con más contenido distributivo. Al mismo tiempo, para una mayoría del público, el sistema de convertibilidad seguía representando un punto fijo, en un momento en que las instituciones económicas y políticas eran vistas con desconfianza. Por otro lado, de manera visible operaban las inquietudes frente a la eventualidad de una brusca elevación del valor real de los compromisos en dólares que implicaría un abandono del sistema. Estas actitudes estuvieron presentes en la elección presidencial de octubre de 1999. La oposición política al gobierno saliente, que a la postre ganó la elección, se alineó con aquellos reclamos y aprensiones, al proponer una mayor transparencia en la administración, y atención a los problemas sociales, sin cambios en el régimen monetario. De hecho, los resultados electorales indujeron en lo inmediato una disminución en las tasas de interés, signo de que las políticas económicas por venir no generaban alarma en los tenedores de activos.

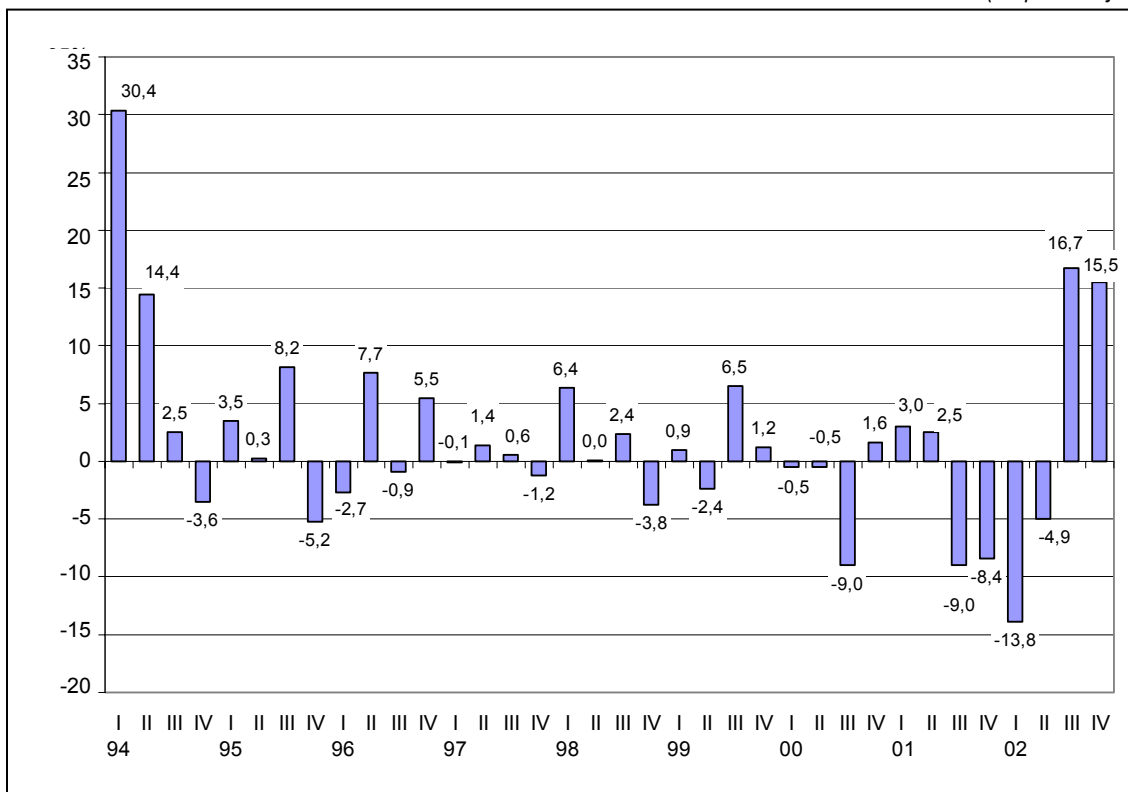
¹⁴ La operación, que implicó la compra de acciones en el mercado, además de la transferencia de la participación del gobierno en la compañía, se reflejó en los datos de balance de pagos de 1999 como un salto en la serie de inversión directa y una gran salida de capitales financieros del sector privado (véanse los gráficos 27 y 30).

Gráfico 23
RECAUDACIÓN TOTAL
(En millones de pesos)



Fuente: Ministerio de Economía.

Gráfico 24
GASTO PRIMARIO NOMINAL DEVENGADO DE LA ADMINISTRACIÓN PÚBLICA NACIONAL
TRIMESTRAL 1994-2002. VARIACIÓN INTERANUAL
(En porcentajes)

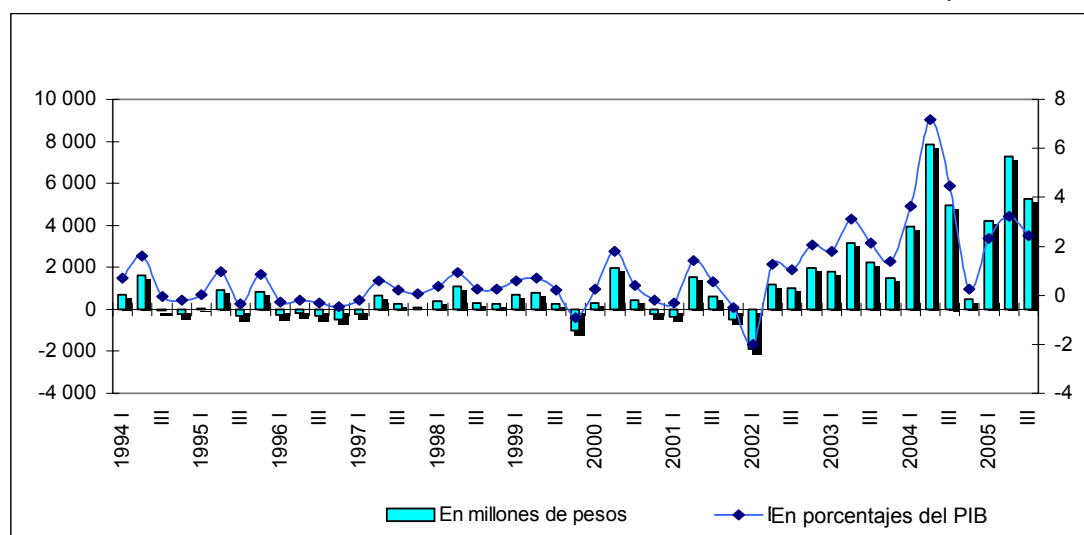


Fuente: Ministerio de Economía.

Sin embargo, las tensiones fiscales eran visibles. El incremento del déficit generaba demandas inmediatas, teniendo en cuenta la sensibilidad que mostraba la economía (y las propias finanzas públicas) a los movimientos de ánimo en los mercados financieros, y en los organismos de crédito. Por otro lado, había un difundido acuerdo en enfatizar la urgencia de reforzar el gasto social (en educación, especialmente), mientras que los problemas de competitividad de los sectores expuestos al comercio exterior y el elevado desempleo condicionaban a la política tributaria. En la ocasión, el gobierno decidió actuar sobre los impuestos directos, reduciendo los montos mínimos de ingresos a partir de los cuales se gravaban las ganancias personales. Por otro lado, se negociaron acuerdos con las provincias, para limitar las transferencias de fondos por coparticipación de impuestos y para asociar el establecimiento de metas fiscales con la refinanciación de las deudas de las jurisdicciones locales.

El superávit primario del sector público nacional se incrementó en 2000 (véase el gráfico 25), aunque quedó muy por debajo de la carga de intereses. En todo caso, sea porque desaparecieron estímulos esporádicos a la demanda que habían actuado en los meses precios, sea por un efecto de las medidas impositivas (que, al margen de su impacto directo, fueron interpretadas por buena parte del público como un signo contractivo), el gasto y la actividad internos se achataron. Los precios de las exportaciones se recuperaron algo, aunque los valores exportados en 2000 no alcanzaron los niveles de dos años antes. La evolución del valor de las divisas internacionales más relevantes (dólar, real) no materializó el efecto favorable sobre los sectores transables que el gobierno había estimado podría ocurrir (Machinea, 2002). La falta de empuje de las exportaciones limitaba las posibilidades de recuperación de la actividad, dada la restricción externa. Al mismo tiempo, con el correr de los meses se fueron diluyendo en el público las expectativas de tal recuperación; esto contenía al gasto, especialmente en inversión. El estancamiento de la actividad operaba sobre la recaudación de impuestos. Las necesidades de financiamiento del gobierno se cubrían a costos elevados, y tendían a desplazar al crédito al sector privado en el mercado local, lo cual frenaba la actividad. Los incrementos en los costos del financiamiento, junto con los menores retornos obtenidos por muchas firmas, iban erosionando la situación patrimonial de estas (un fenómeno que se acentuó al profundizarse esos dos efectos en 2001).

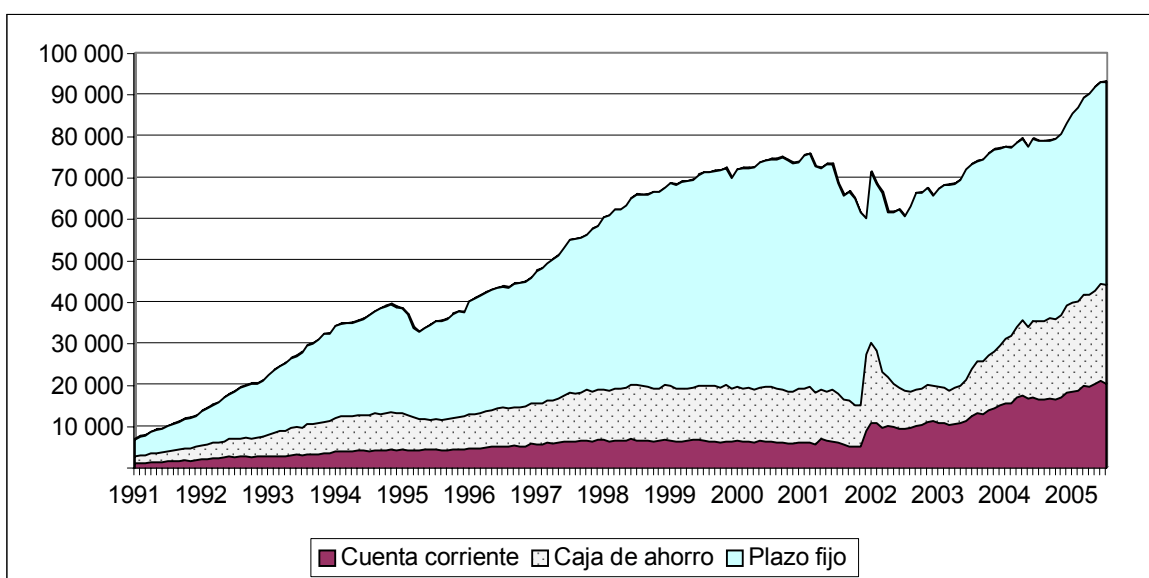
Gráfico 25

SECTOR PÚBLICO NACIONAL. SUPERÁVIT PRIMARIO SIN PRIVATIZACIONES (BASE CAJA)

Fuente: Ministerio de Economía.

La visibilidad de los problemas fiscales, y su vinculación con el deterioro de las condiciones financieras generaban presión para que hubiera medidas (o “señales”) de ajuste en las cuentas públicas. Pero eso implicaba el riesgo de acentuar la recesión. La percepción de esas diyuntivas, y de la consecuente incertidumbre, inducía conductas precautorias y de espera, manifestadas en el gasto y en la oferta y demanda de crédito. Sin embargo, el deterioro de las expectativas ocurrió de manera gradual a lo largo de 2000, sin que se configurara un comportamiento de crisis. En particular, no se manifestó todavía desconfianza en la robustez de los bancos, y el volumen de depósitos se mantuvo (véase el gráfico 26), mientras que el movimiento de salida de capitales del sector privado se fue configurando paulatinamente (véase el gráfico 27).

Gráfico 26
EVOLUCIÓN MENSUAL DE LOS DEPÓSITOS
(EN MONEDA NACIONAL Y EXTRANJERA), 1991-2005
(En millones de pesos)



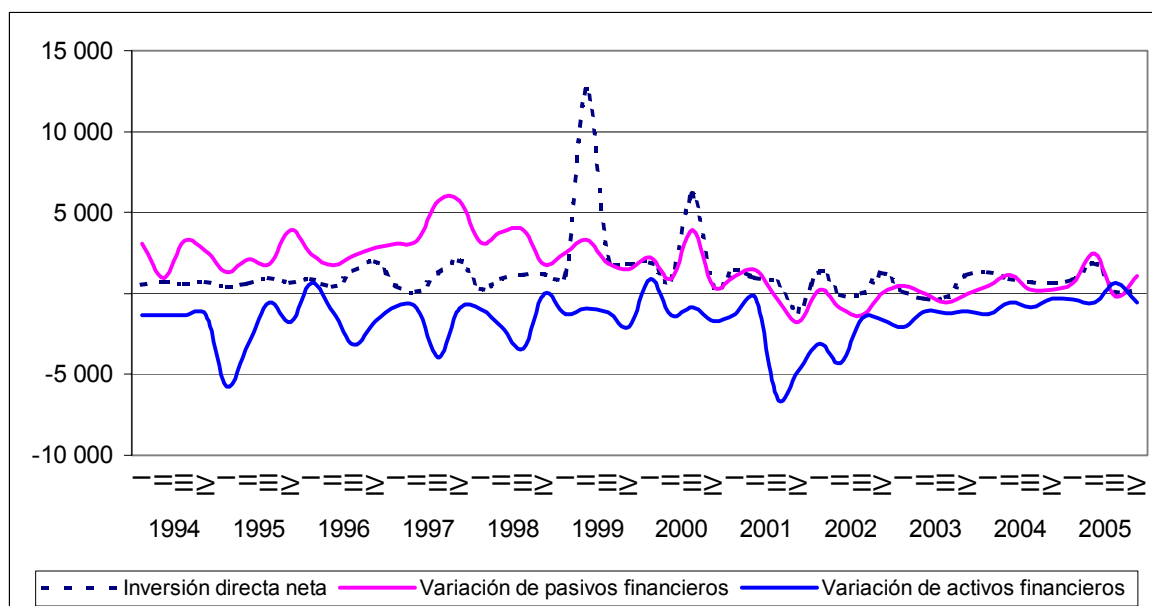
Fuente: BCRA.

El comportamiento de la economía en el período pareció reflejar la tensión entre las perspectivas de dos escenarios polares, cuya verosimilitud se iba revisando en función de los acontecimientos. Una alternativa era aquella donde, de alguna forma, se sorteaban las dificultades sin rupturas en el sistema de contratos y en el régimen monetario. La realización de este escenario requería de novedades favorables en el entorno internacional: en materia financiera, dadas las apreciables necesidades de fondos que existirían en cualquier caso, pero también en las condiciones del comercio exterior, a fin de posibilitar alguna reanimación de la actividad compatible con la restricción externa, sin exigir una baja considerable en los precios. En la otra banda, estaba el escenario de una crisis en gran escala.¹⁵ Ante una tal bifurcación de senderos, la ausencia de buenas noticias en cuanto a exportaciones, nivel de actividad y condiciones financieras constituía un signo negativo, porque alejaba la posibilidad de una recuperación capaz de ir cerrando las brechas fiscal y

¹⁵ La alternativa hipotética de que el ajuste externo se produjera mediante una deflación generalizada y rápida (tema presente en las discusiones contemporáneas, especialmente en relación al posible efecto de las normas laborales sobre la flexibilidad de salarios) tenía aparejada la modificación hacia abajo de precios fijados contractualmente (por acuerdos entre partes privadas, o por los mecanismos existentes en sectores regulados), y abría la posibilidad de problemas serios en el cumplimiento de compromisos financieros, en este caso, cualquiera fuere la moneda de denominación: el efecto de “deflación de deudas” estaba presente tanto si la depreciación real se asociaba o no con devaluación nominal.

externa. Era como si se planteara una carrera entre la potencial aparición de esas buenas noticias y un progresivo incremento de la probabilidad percibida de crisis, que volcara a las decisiones económicas irreversiblemente en esa dirección.

Gráfico 27
MOVIMIENTOS DE CAPITAL DEL SECTOR PRIVADO
(En millones de dólares)



Fuente: Ministerio de Economía.

Nota: Los signos de los flujos son aquellos de su contribución al resultado de la cuenta financiera (valores más negativos de la variación de activos significan mayor acumulación en el período). El abrupto incremento de los flujos de inversión directa en el segundo trimestre de 1999 está asociado con la operación de venta de acciones de la compañía petrolera YPF.

Los índices de “riesgo país”, que habían empezado a convertirse en una referencia cotidiana se fueron elevando en la segunda mitad de 2000 (véase nuevamente el gráfico 19); a las incertidumbres respecto de las perspectivas económicas se agregaron tensiones políticas (marcadas, en particular, por la renuncia del Vicepresidente). A fines de ese año, el gobierno negoció un gran paquete de financiamiento (“blindaje”) con los organismos multilaterales. Como parte del acuerdo, se reformularon los objetivos fiscales para moderar el ritmo de ajuste previsto, buscando aliviar las presiones contractivas. Aunque el anuncio de la operación de crédito descomprimió algo a los mercados financieros, no hubo señales de respuesta del nivel de actividad, lo cual incidió sobre la recaudación de impuestos. En una instancia en que las conductas de los diversos actores, internos y externos, se estaban volviendo crecientemente sensibles a información inmediata, y donde las condiciones políticas se venían deteriorando se generó un estado de gran tensión.

Se produjo así un recambio ministerial en marzo de 2001. Tras un breve interregno, en que un nuevo equipo económico propuso un programa de ajuste fiscal que encontró una difundida oposición, ocupó nuevamente el cargo el ministro que había diseñado y puesto en marcha el sistema de convertibilidad.

En este punto, se percibía un gran temor colectivo ante la perspectiva de una devaluación y, al mismo tiempo, una difusión de conductas individuales definidas en anticipación o prevención de una ruptura del sistema monetario, que se manifestaban en particular en cambios de cartera, con significativos traspasos hacia los activos externos, y en una disminución de la demanda por depósitos bancarios (gráfico 26), que se empezó a manifestar a partir de marzo. Por cierto, los

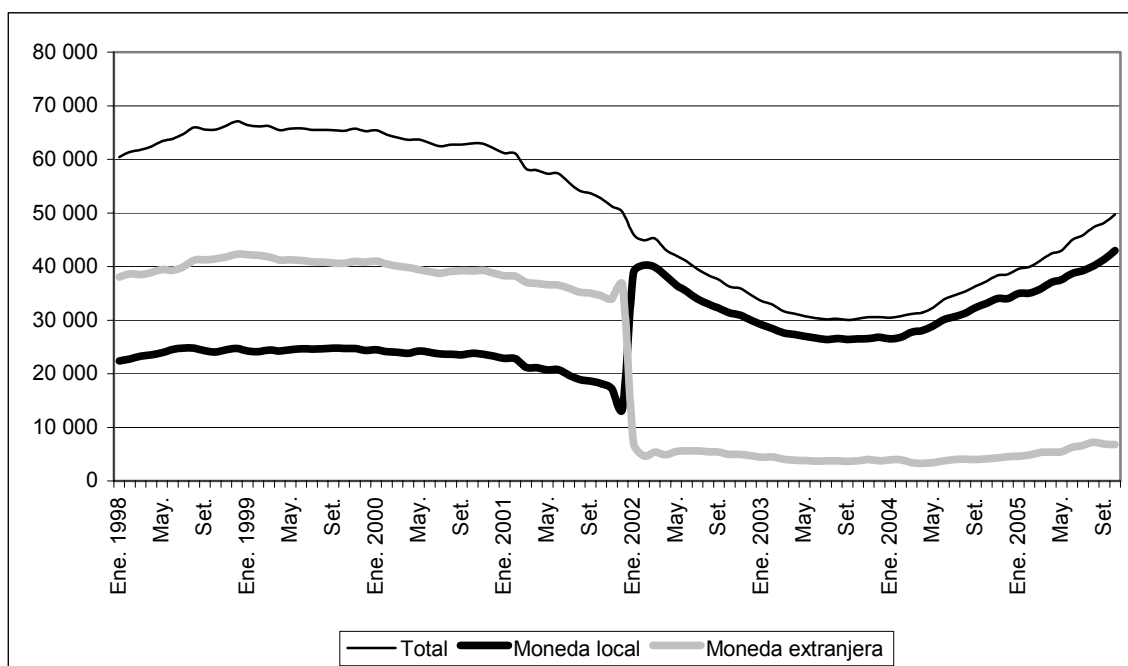
comportamientos de los agentes eran heterogéneos en cuanto a las actitudes y a la capacidad de diferentes grupos para actuar en consecuencia (en cuanto, por ejemplo, a su manejo de alternativas financieras y sus posibilidades de acceso a ellas). De cualquier manera, en conjunto parecía que, en un rápido proceso, se estaba invirtiendo la carga de la prueba, de forma que el mantenimiento de la convertibilidad, en lugar de constituir una expectativa tácita y que se daba prácticamente por supuesta, como tendía a ocurrir tiempo atrás, pasaba a ser un hecho que, para ser aceptado como probable, requería de argumentos que superaran objeciones cada vez más fuertes. Los interrogantes, que se planteaban de manera cada vez más urgente, se referían al esquema macroeconómico en su conjunto, o sea a las políticas y mecanismos que pudieran aliviar la recesión, mejorar la competitividad de los sectores ligados al comercio exterior, y establecer la solvencia del sector público, en un contexto de escepticismo por parte de los actores económicos, particularmente los tenedores de activos, y de impaciencia de la población con la caída del empleo y de los ingresos.

Se sucedieron entonces acciones de política económica. Hubo reducciones de impuestos para actividades ligadas al comercio exterior; también se dispuso una (relativamente pequeña) devaluación implícita para las operaciones de comercio exterior al ligar el valor del peso para la liquidación de divisas en esas transacciones al de una canasta compuesta por dólares y euros (moneda que en ese entonces tenía un valor inferior al del dólar). Desde el punto de vista fiscal, se implementaron rebajas (nominales) de salarios y jubilaciones; ante las crecientes dificultades de financiamiento, se anunció una política “de déficit cero”, que significaba condicionar las erogaciones de caja a los flujos de ingresos, después de atender a los servicios de deuda. Por otra parte, el gobierno buscó alargar el perfil de vencimientos de sus pasivos a través de una operación de canje de títulos (el “megacanje”), y renegoció su deuda con bancos locales y administradoras de fondos de pensión.

Estos intentos no detuvieron la crisis. La introducción del euro en el cómputo de la paridad del peso fue interpretada generalmente como un reconocimiento por parte del mismo gobierno de que la equivalencia con el dólar era insostenible. El megacanje implicó postergar vencimientos, al precio de convalidar muy altas tasas de interés sobre la nueva deuda, con lo cual se acentuaba la desconfianza respecto de la solvencia del gobierno. Al margen de su impopularidad y de su efecto en el funcionamiento de la administración pública, los ensayos de reducción de los pagos corrientes del gobierno no mejoraron la demanda de títulos, dada la percepción de que se trataba de intentos de emergencia, con pocas perspectivas de enderezar las cuentas públicas. Al mismo tiempo, disminuían abruptamente los ingresos tributarios (véase nuevamente el gráfico 23). La baja de la recaudación se asociaba con un estado de fuertes y crecientes restricciones financieras, marcada por una visible contracción del crédito bancario, y por una abrupta caída del nivel de actividad (gráficos 28 y 22). De hecho, entre el segundo y el cuarto trimestre de 2001 se aceleró fuertemente la contracción del producto, que acumuló un descenso de más de 10% en ese intervalo.

Gráfico 28
PRÉSTAMOS BANCARIOS AL SECTOR PRIVADO

(En millones de pesos corrientes)

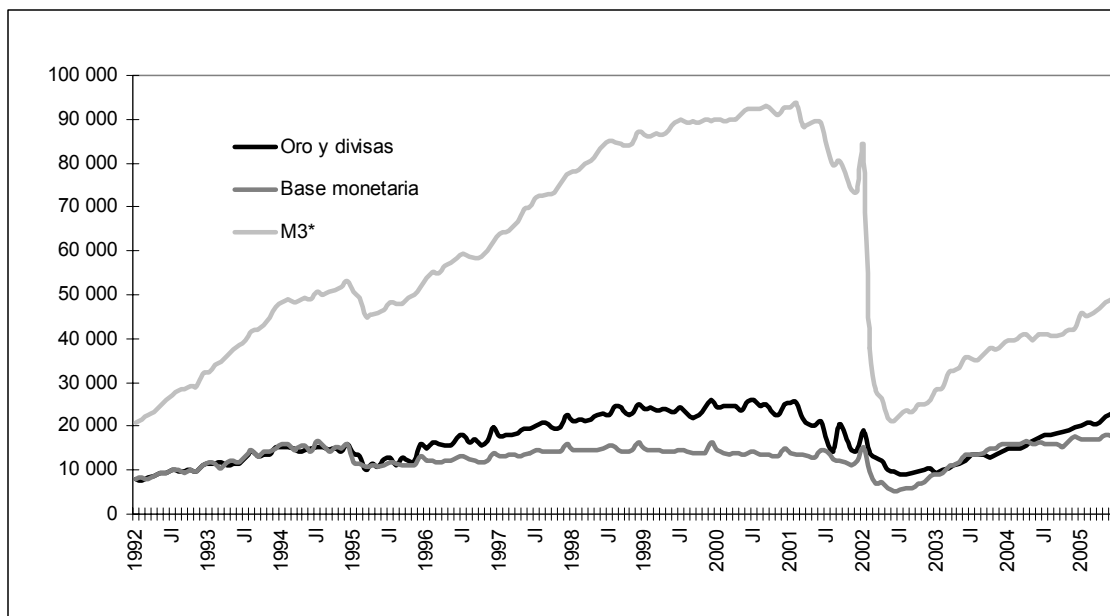


Fuente: BCRA.

Al mismo tiempo, se agravaban las condiciones financieras. Esto se manifestó no solamente en las tasas de interés y en las primas de riesgo sobre títulos públicos, sino también en retiros de depósitos, con la contrapartida de un considerable exceso de demanda de divisas. Ese comportamiento tenía sin duda un componente originado en dudas respecto de la solvencia de las entidades (y de los deudores en general), a lo que se agregaba, como fenómeno de coordinación, el que los agentes podían percibir signos crecientes de que se iba configurando una corrida capaz de realimentarse a sí misma (De la Torre et al, 2002, Gabrielli et al., 2002). En todo caso, los retiros de depósitos presionaban sobre la liquidez de los bancos lo cual, aparte de reducir la oferta de crédito, causaba demandas por asistencia del Banco Central. Asimismo, ocurría la emisión de cuasi-monedas por parte de varias provincias (particularmente la de Buenos Aires), e incluso del gobierno nacional, en un intento por paliar la escasez de fondos de los sectores públicos eludiendo los requisitos formales del esquema monetario. La expansión de la oferta de liquidez a través de redescuentos y creación de cuasi-monedas repercutió en una disminución de la cobertura en reservas de los pasivos monetarios (véase gráfico 29) lo cual, dadas las circunstancias, generaba una fuerte señal de fragilidad inmediata del tipo de cambio fijo.

A lo largo de 2001 se fue formando un intenso movimiento de salida de capitales. Los agentes privados que participaron en ese movimiento redujeron sus pasivos con el exterior pero, sobre todo, incrementaron sus tenencias de activos (véase nuevamente el gráfico 27). Ese masivo desfinanciamiento fue compensado en parte por grandes créditos de los organismos multilaterales (véase el gráfico 30), cuyos préstamos netos acumulados entre el cuarto trimestre de 2000 y el tercero de 2001 alcanzaron más de 13.500 millones de dólares (un 5% del PIB en dólares de ese lapso). Sin embargo, esta asistencia se interrumpió en la última parte de 2001, mientras que los organismos daban indicaciones bastante claras de que en ese punto daban por hecho un final próximo de la convertibilidad.

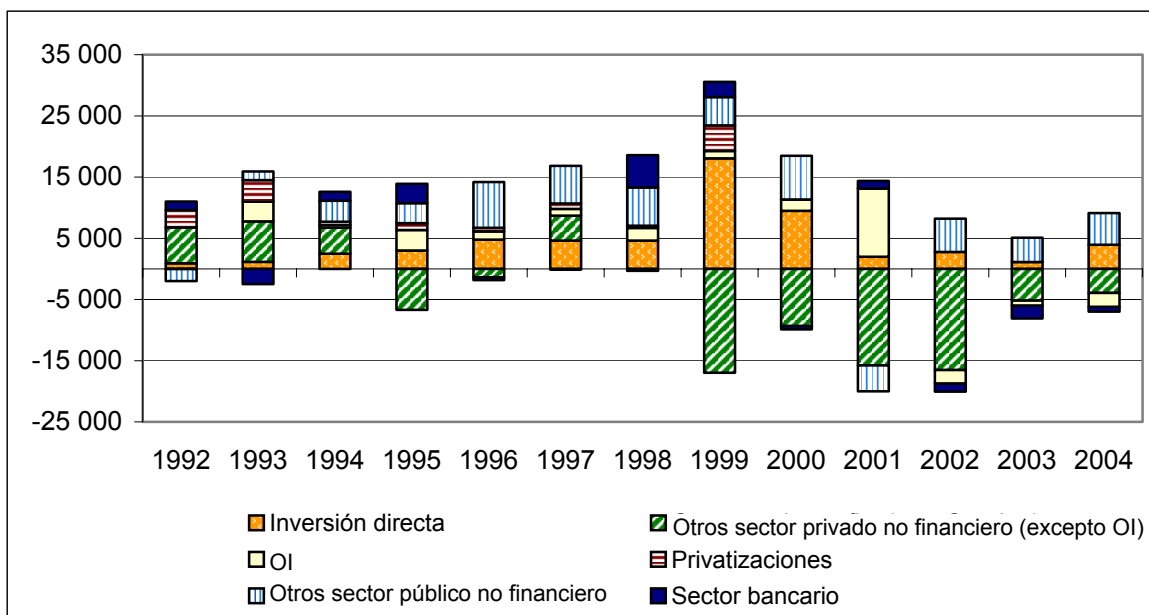
Gráfico 29
ARGENTINA. RESERVAS INTERNACIONALES, BASE MONETARIA Y M3*
(En millones de dólares)



Fuente: BCRA.

Nota: * M3: Medios de pago de particulares y depósitos de ahorro y plazo fijo, en moneda nacional y extranjera.

Gráfico 30
CUENTA FINANCIERA



Fuente: INDEC.

Nota: Cada barra representa saldos de rubros de la cuenta financiera del balance de pagos.

Pero, ni internamente, ni desde afuera, se planteó un esquema concreto para una salida ordenada. Esto habría implicado un masivo ejercicio de coordinación para asignar las pérdidas resultantes del incumplimiento de la variedad de promesas de distinto tipo efectuadas durante el período de convertibilidad y que dependían del mantenimiento de condiciones que la hicieran sostenible. Un ejercicio así, que para tener consistencia debía incorporar a un numeroso conjunto de grupos y agentes, del país y del exterior, parecía exceder a la capacidad de diseño, y también a las posibilidades (o incentivos) de los actores políticos. Mientras tanto, la discusión pública de los escenarios que aparecían como probables (que incluían, por ejemplo, a las “cuatro D” de devaluación, *default* sobre la deuda pública, intervención sobre los depósitos bancarios y dolarización, véase Eichengreen, 2001) revelaba la magnitud de la crisis y la intensidad de la incertidumbre que se abría.

A comienzos de diciembre de 2001, ante la rápida liquidación de depósitos, el gobierno anunció límites a las extracciones de efectivo (operación popularmente denominada “corralito”) y estableció controles sobre las compras de divisas. Estas medidas implicaban de hecho la suspensión de la convertibilidad de depósitos en pesos y de pesos en dólares. La respuesta del público fue negativa (sugiriendo que la reticencia a guardar depósitos y la demanda por dólares respondían principalmente a temores “fundamentales”, y no tanto a un efecto de pánico auto-generado). Con una creciente tensión política, hubo protestas abiertas que llevaron a la renuncia del presidente. Un mandatario designado por el Congreso renunció tras unos días; mientras tanto, se proclamó la suspensión de pagos sobre la deuda pública. A comienzos de 2002, un nuevo presidente surgido del trámite parlamentario proclamó oficialmente el final del tipo de cambio fijo.

Antes y después de ese hecho, el proceso asociado con el abandono del sistema de convertibilidad estuvo marcado por una gran turbulencia no sólo económica, sino también social y política. Los costos de salida de un régimen sin “mecanismos de escape” y que no resultó sostenible, fueron efectivamente muy altos. La economía y el sistema político debieron afrontar los problemas que planteaban los numerosos contratos que en su formulación explícita presumían cumplimiento incondicional ante una contingencia, como una depreciación cambiaria, que ponía seriamente en cuestión la implementación de las promesas denominadas en dólares: en circunstancias así, resulta difícil discriminar entre conductas oportunistas y acciones guiadas por consideraciones de factibilidad y, naturalmente, se generan grandes tensiones y se restringen los intercambios. Estas fueron características bien marcadas del episodio. Sin embargo, también fue intensa la recuperación que siguió a la crisis. Esos comportamientos macroeconómicos probablemente resultaron, por un lado, de ciertos rasgos “fundamentales” de la economía (como la relación entre exportaciones y gasto interno), y por otro, con la secuencia de conductas y decisiones que en momentos críticos (donde el sistema parecía encontrarse cerca de una bifurcación de senderos de muy distinta característica) fueron dando forma a la trayectoria observada.

4. Ruptura y recuperación

El quiebre de la convertibilidad generaba agudos problemas inmediatos, que ponían en cuestión a aspectos básicos de la organización económica, y al funcionamiento de la actividad y de las transacciones en sus términos más elementales. El sistema monetario vigente por más de diez años había dejado de operar, sin que hubiera un régimen explícito de recambio. Había claramente un exceso de demanda de divisas latente, lo que hacía esperable una abrupta depreciación de la moneda, pero cuya intensidad resultaba difícil prever. Estaban vigentes restricciones a los retiros de efectivo de los bancos, lo cual amenazaba dificultades aun en los intercambios rutinarios aunque, al mismo tiempo, la transformación de depósitos a plazo fijo a su vencimiento en depósitos de liquidez inmediata (dispuesta al establecer el corralito) había elevado considerablemente el volumen de los activos transaccionales, mientras que era incierto el comportamiento de la demanda de dinero, y no parecía posible descartar en principio un escenario de “huida del peso”. Los efectos patrimoniales de una depreciación real quedaban para ser atendidos de una manera u otra: en cualquier caso, eso implicaba una redefinición o una renegociación de prácticamente el conjunto completo de contratos en curso. Entre otros agentes, el sector público se encontraba en situación de incumplimiento sobre su deuda. Todo esto tenía lugar cuando la economía ya se había contraído fuertemente y las condiciones sociales estaban deterioradas.

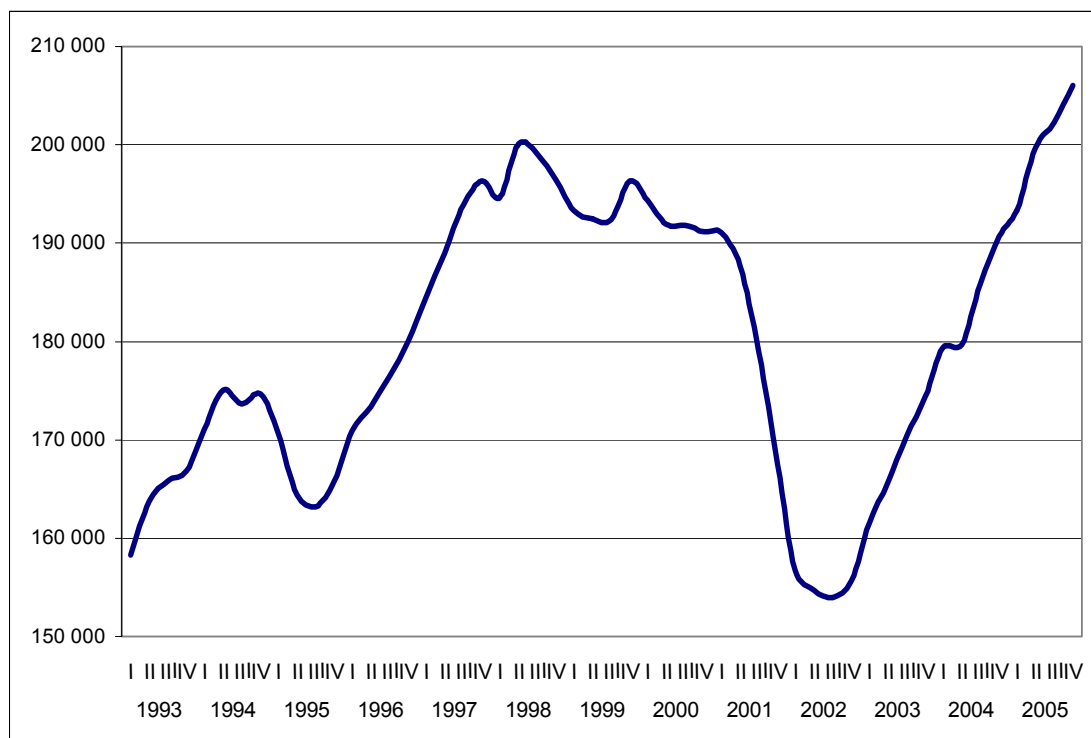
Inicialmente, el gobierno estableció un mercado dual de cambios, con un segmento donde el tipo de cambio se fijó en 1,4 pesos por dólar, y un segmento de precio fluctuante, donde la cotización del dólar durante enero osciló entre 1,7 y cerca de 2 pesos (en los

momentos en que el mercado estuvo abierto), o sea mostró un incremento respecto de la paridad anterior que se acercó al 100%. El tratamiento de los depósitos y créditos bancarios denominados en dólares era naturalmente una cuestión muy compleja, que implicaba considerables transferencias de riqueza (y, por lo tanto, llevaba a fuertes tomas de posición de diversos grupos políticos y de interés) y, al mismo tiempo, podía afectar fuertemente al funcionamiento de la economía, y estaba formulada con urgencia. En la ocasión, el gobierno decidió efectuar una operación que abarcó al conjunto de los activos y pasivos de los bancos, sin involucrar acuerdos de partes, mediante una conversión a pesos, a diferentes tasas: 1,4 para depósitos y 1 para préstamos; la diferencia sería cubierta por títulos públicos cedidos a los bancos.

Por otro lado, se reprogramaron los vencimientos de los depósitos a plazo fijo, cuyo valor se ajustaría por un índice basado en las variaciones del IPC (posteriormente, se abrió la opción de canjear depósitos por títulos). La pesificación de créditos implicó una apreciable disminución en el valor real de las deudas privadas con los bancos (y, por cierto, una reducción aun mayor de su monto en dólares); al mismo tiempo, el gobierno no atendió reclamos para que interviniera en la gestión o el servicio de deudas privadas con el exterior. Los depósitos bancarios experimentaron una quita apreciable en términos de dólares (lo cual marcaba una diferencia saliente con aquellos que habían sido retirados previamente al corralito y la devaluación) pero, al margen de la postergación de vencimientos, se incrementaron en poder adquisitivo interno. De cualquier modo, la disconformidad de los depositantes fue visible, y se manifestó en expresiones públicas de protesta, y en numerosos reclamos legales. Los procedimientos judiciales dieron lugar a modificaciones en el esquema original de conversión a pesos y se prolongaron por un período bastante largo, si bien la prominencia de la pesificación como cuestión macroeconómica y de atención pública se fue diluyendo con el tiempo.

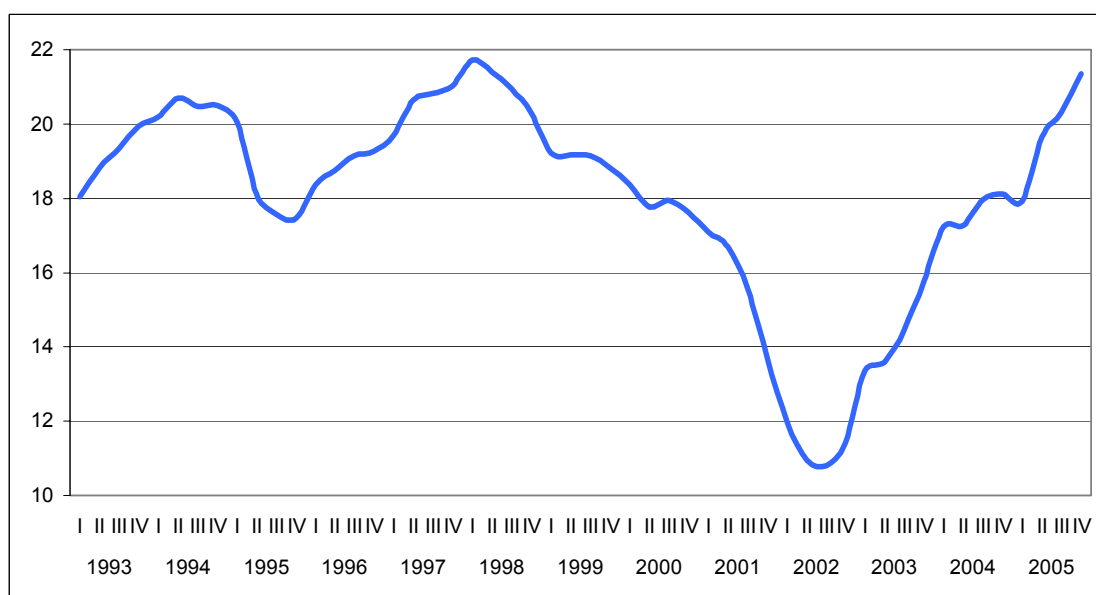
En lo inmediato, la economía se encontraba en un estado de conmoción y extrema incertidumbre. En estas circunstancias, los agentes con recursos disponibles manifestaban poca predisposición a gastar en el país, así como una intensa demanda de activos externos (véase nuevamente los gráficos 27 y 30), que se reflejó en una cuantiosa salida de capitales privados (ampliamente más de 10% del PIB en el conjunto de 2002). Mientras tanto, el FMI se hacía presente mediante advertencias y exhortaciones (como la de unificar el mercado de cambios, cosa que ocurrió en febrero de 2002, y la de establecer prontamente ajustes de tarifas de servicios públicos, que el gobierno no atendió); en términos prácticos, se concentró en reducir su exposición requiriendo una cancelación neta de créditos, una actitud que no generaba precisamente efectos anticíclicos cuando, inicialmente, los flujos de consumo e inversión prolongaban su abrupta caída (gráficos 31 y 32). En el mercado financiero interno, proseguían los retiros de depósitos (en parte, a raíz de decisiones judiciales, “amparos”, que hacían lugar a presentaciones de ahorristas individuales). Al mismo tiempo, con restricciones en el acceso a los fondos en los bancos y una oferta de crédito inexistente, aparecían agudos problemas en la circulación de liquidez en grandes segmentos de la economía. Esto tendía a profundizar la caída de la demanda de bienes, y también contribuía a comprimir la oferta, en un momento en que los costos de los insumos importados se habían elevado considerablemente. La recaudación impositiva había caído a muy bajos niveles, y el sector público estaba lejos de equilibrar ingresos y gastos primarios (véanse los gráficos 23 y 25). La asistencia a los bancos y al sector público generaba creación de pesos, mientras proseguía con intensidad la emisión de cuasi-monedas (gráfico 33).

Gráfico 31
CONSUMO PRIVADO TRIMESTRAL, DESESTACIONALIZADO
(En millones de pesos constantes de 1993)



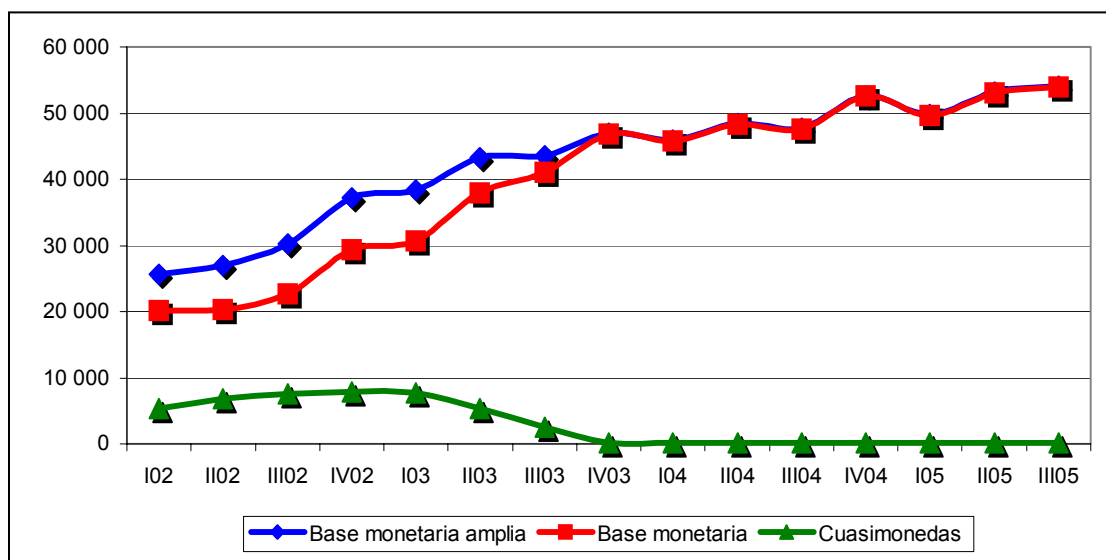
Fuente: INDEC.

Gráfico 32
RELACIÓN INVERSIÓN FIJA/PRODUCTO, SOBRE DATOS DESESTACIONALIZADOS
(En porcentajes)



Fuente: INDEC.

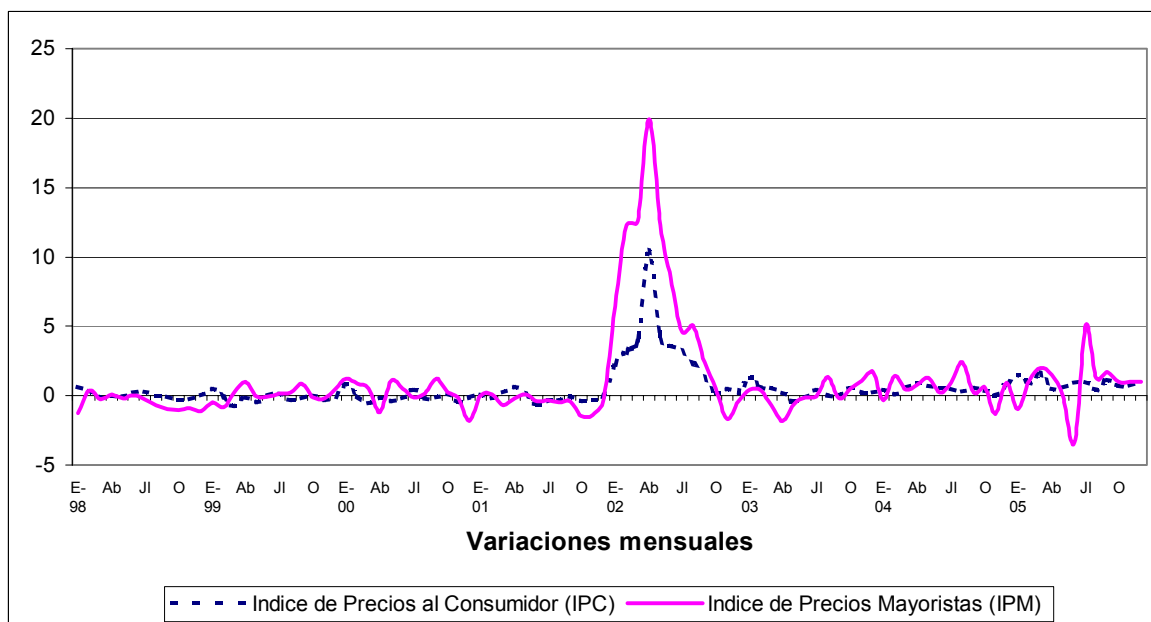
Gráfico 33
BASE MONETARIA Y CUASI-MONEDAS
(En millones de pesos corrientes)



Fuente: BCRA.

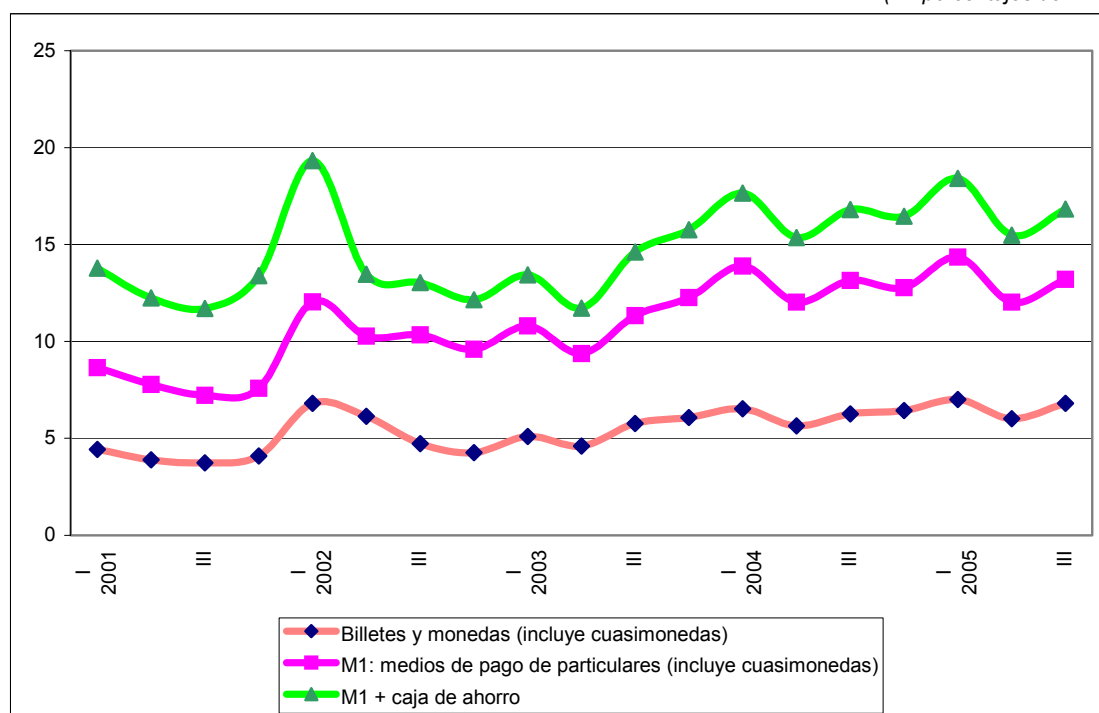
Sin embargo, dentro de este panorama se destacó la lenta respuesta del IPC, y el mantenimiento de la moneda nacional como denominador de precios y medio de pago (véase Baldi, 2005, Rapetti, 2005); en el inicio se observó una significativa suba en el valor real de los activos transaccionales, que estaban ahora todos denominados en pesos (gráficos 34 y 35). Por cierto, en la moderada reacción de los precios internos actuaron la depresión de la demanda de bienes y el muy elevado desempleo, que disuadían los aumentos pero, al margen de ello, y como fenómeno significativo, no ocurrió un movimiento colectivo de rechazo del peso (lo que realimentó el incentivo a mantener tenencias de la moneda para utilización en transacciones), mientras que la expectativa de los compradores de que la referencia a los precios nominales previos a la devaluación seguía siendo pertinente inducía a una actitud de búsqueda, que generaba en los vendedores una percepción de que la demanda mostraría elasticidad frente a cambios de precios. Ello actuó a modo de un mecanismo de coordinación implícita entre los agentes privados tal que, como punto de partida, se siguió empleando un “patrón nominal” en la formación de precios y en las decisiones de demanda. Estos comportamientos dieron margen para que las políticas fiscales y monetarias contaran con un tiempo para ajustarse de manera de evitar una espiral inflacionaria. De hecho, pese a las prevenciones de influyentes conjuntos de opinión, esa espiral no se produjo.

Gráfico 34
TASAS DE VARIACIÓN MENSUAL DE ÍNDICES DE PRECIOS
 (En porcentajes)



Fuente: INDEC.

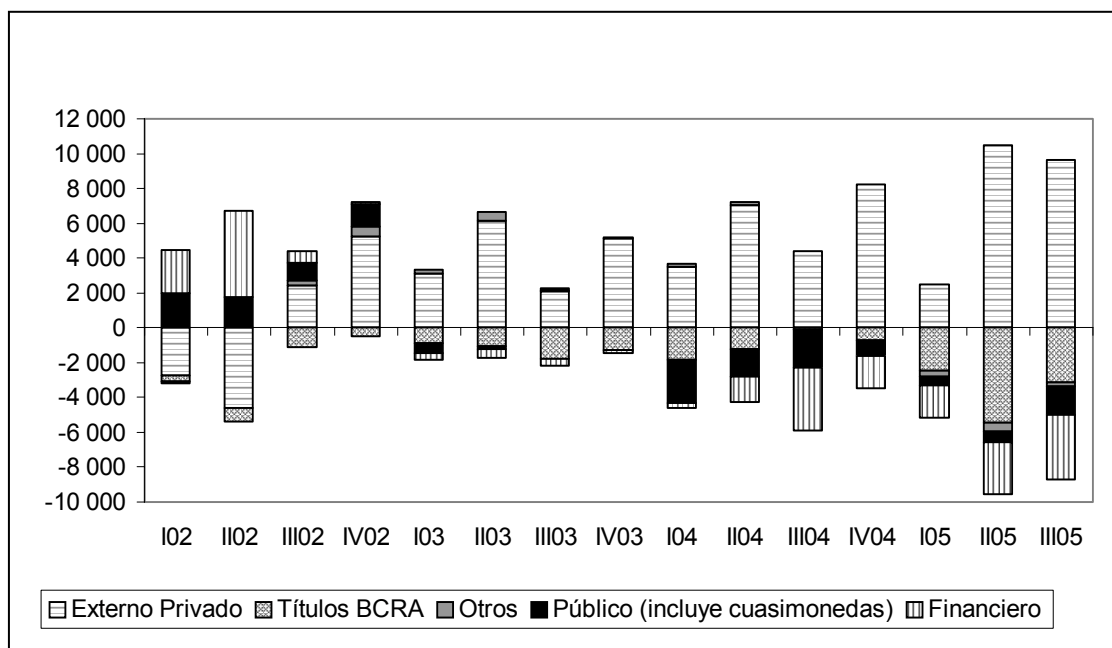
Gráfico 35
ACTIVOS TRANSACCIONALES. COEFICIENTES DE LIQUIDEZ
 (En porcentajes del PIB)



Fuente: BCRA.

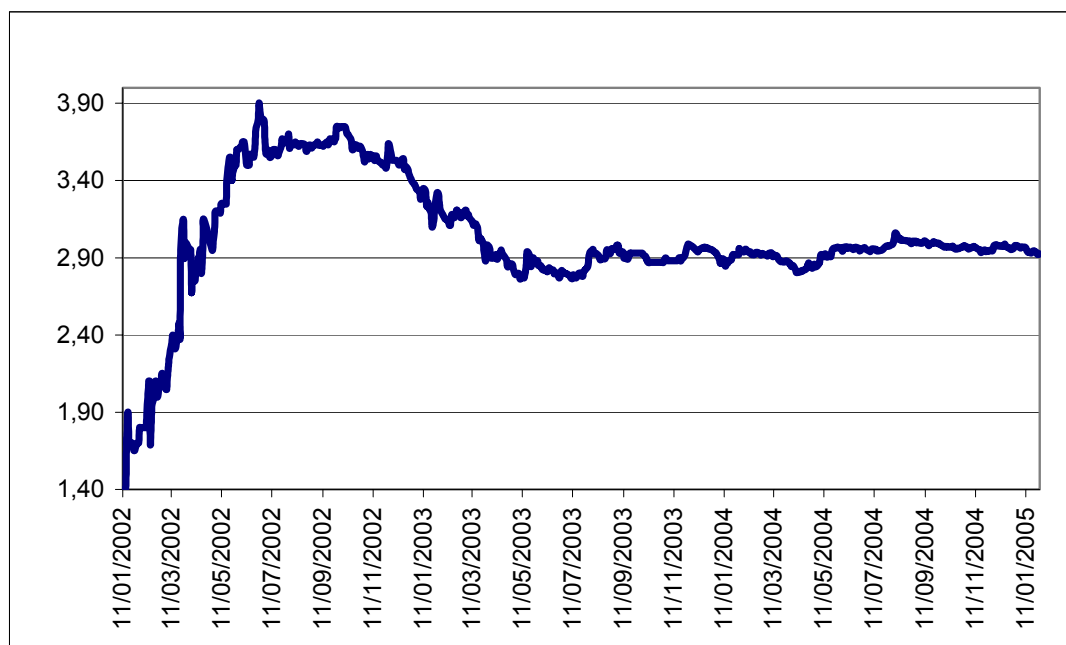
De cualquier modo, el tipo de cambio siguió aumentando, y se aceleró la variación de los precios al consumidor, que superó el 10% mensual en abril de 2002. Sin embargo, en el segundo trimestre se fueron generando condiciones para un alivio en la situación macroeconómica. La aplicación de impuestos sobre las exportaciones (cuya rentabilidad se había elevado fuertemente por la abrupta devaluación) y la misma alza de precios incrementaron el valor nominal de la recaudación, mientras que los gastos del gobierno estaban contenidos por la ausencia de ajustes en sueldos y jubilaciones. La aparición de un superávit fiscal primario levantó presión sobre la política monetaria. También se atenuó la salida de depósitos, lo cual permitió ir reduciendo el otorgamiento de redescuentos. Paulatinamente se fue moderando la creación de base monetaria a través de crédito interno (gráfico 36), al tiempo que el incrementado nivel de precios inducía una mayor demanda nominal de dinero (dado que no se observaba una reducción de los saldos reales deseados). El Banco Central comenzó a colocar letras (inicialmente, a altas tasas de interés); más allá de su efecto de absorción monetaria, eso significó un atisbo de reaparición de actividad en un mercado financiero que prácticamente había dejado de operar. Por otro lado, se estaba generando un muy considerable superávit comercial, y el gobierno dispuso la obligación de liquidar divisas resultantes de exportaciones. La depreciación de la moneda y la pesificación habían reducido fuertemente el valor en dólares de los agregados monetarios y, por lo tanto, las reservas internacionales, si bien se habían reducido en términos de moneda extranjera, alcanzaban montos apreciables en términos de la cantidad de dinero. Esto hacía que las operaciones en divisas se constituyeran en un importante instrumento potencial para regular la liquidez en lo inmediato, y el Banco Central intervino en el mercado de cambios a efectos de enjugar excesos de demanda de moneda extranjera. Por otra parte, se impuso la obligación de liquidar las divisas generadas por exportaciones. Luego de mostrar máximos cercanos a los 4 pesos en el precio del dólar hacia fines de junio, el mercado de divisas registró una gradual pero visible descompresión (gráfico 37). Esto, a su vez, era un elemento central para que se fueran delineando conductas tendientes a la recuperación.

Gráfico 36
FACTORES DE VARIACIÓN DE LA BASE MONETARIA AMPLIA
(En millones de pesos corrientes)



Fuente: BCRA.

Gráfico 37
EVOLUCIÓN DIARIA DEL DÓLAR LIBRE
(En peso por dólar)



Fuente: BCRA y otras fuentes.

Hacia mediados de 2002, el tipo de cambio se había incrementado más de 250% respecto de la paridad pre-devaluación, mientras que el IPC había subido alrededor de 35%. Aunque seguían observándose deslizamientos en los precios, se percibía una desaceleración, de manera que se iban diluyendo los temores de una estampida.

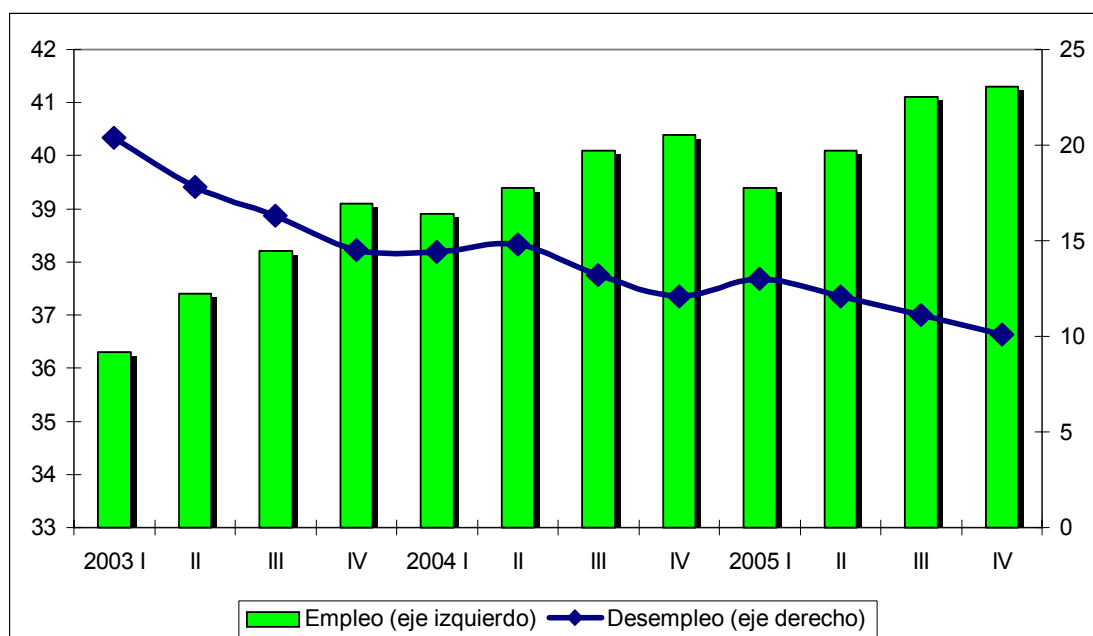
Desde el punto de vista de las discusiones sobre políticas monetarias, resaltó ese comportamiento de los precios luego de roto el régimen de la convertibilidad, y en ausencia de un esquema institucional definido para la operación del banco central, y también el que, a la salida de la crisis de aquel régimen se observara un aumento de la demanda real de activos líquidos en pesos (gráfico 35). La convergencia de la inflación a bajos valores sin la operación de una regla monetaria estricta (y, por cierto, sin un anclaje al dólar) tuvo como factor importante a la conducta de los agentes privados, que de algún modo disociaron su rechazo a guardar fondos en el sistema financiero de sus decisiones de demanda de dinero y, en particular, no “dolarizaron” sus tenencias de liquidez para transacciones ni el denominador de los precios en los intercambios corrientes. Al mismo tiempo, el temor a la alta inflación generaba fuertes incentivos para las autoridades: más allá de lo que estableciera una regla escrita, las políticas económicas mostraron una preocupación prioritaria por alejar ese riesgo, lo cual se reflejó en la evolución de las variables monetarias y fiscales. Con un horizonte más largo, quedó planteada la búsqueda de un sistema de gestión monetaria (y macroeconómica, en sentido amplio) que indujera perspectivas de estabilidad suficientes para permitir, en particular, la realización de contratos con plazo no muy corto, y denominación adaptada a las características de la economía, y a posibles perturbaciones externas. Por lo pronto, resultó posible ir aplacando visiblemente las expectativas a través de la observación práctica de que las políticas buscaban, y conseguían, evitar que la suba de precios se convirtiera en un proceso acumulativo. Para esto, la generación de superávit fiscales y la desaceleración de la

creación de moneda por crédito interno fueron elementos centrales, y especialmente significativos, porque ocurrieron en un clima de gran incertidumbre y profunda recesión.¹⁶

Mientras tanto, la reducción del gasto doméstico deprimió todavía más a la demanda de trabajo. El muy alto desempleo (cerca de 24% de la población activa en mayo de 2002) y la disminución de las remuneraciones reales agravaron las condiciones de pobreza (gráficos 9, 10, 38 y 39); para paliar ese efecto, el gobierno estableció un programa de transferencias, que llegó a alcanzar a cerca de 2 millones de personas.¹⁷

Gráfico 38
EMPLEO Y DESEMPLEO

(En porcentaje de la población urbana y de la PEA, respectivamente)

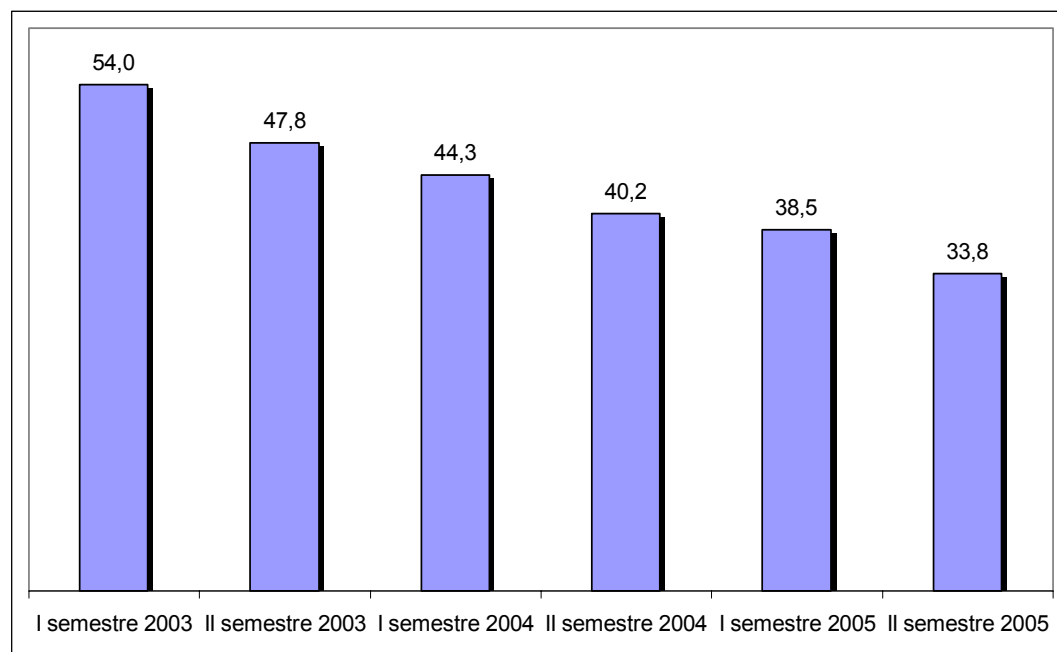


Fuente: INDEC.

¹⁶ Esos resultados y conductas, por otra parte, pusieron en debida perspectiva a propuestas de “reforma institucional”, analíticamente livianas (al margen de su intencionalidad) como la que circularon Caballero y Dornbusch (2002) sugiriendo una suerte de cesión de soberanía económica.

¹⁷ Parte de los beneficiarios de este programa recibieron subsidios con contrapartida laboral, y se categorizan como ocupados en las mediciones generales de empleo y desempleo. Una estimación alternativa que considera desempleadas a las personas cuyo ingreso principal proviene del programa y, además de trabajar, buscan activamente trabajo, genera tasas de desocupación más elevadas, pero con diferencias decrecientes respecto del cálculo original: casi 4 puntos de la PEA en el trimestre de 2003 (24,3% en comparación con 20,9%), y algo menos de 1,5 puntos en el tercero de 2005 (12,5% comparado con 11,1%).

Gráfico 39
ÍNDICE DE POBREZA
(En porcentajes de la población urbana)

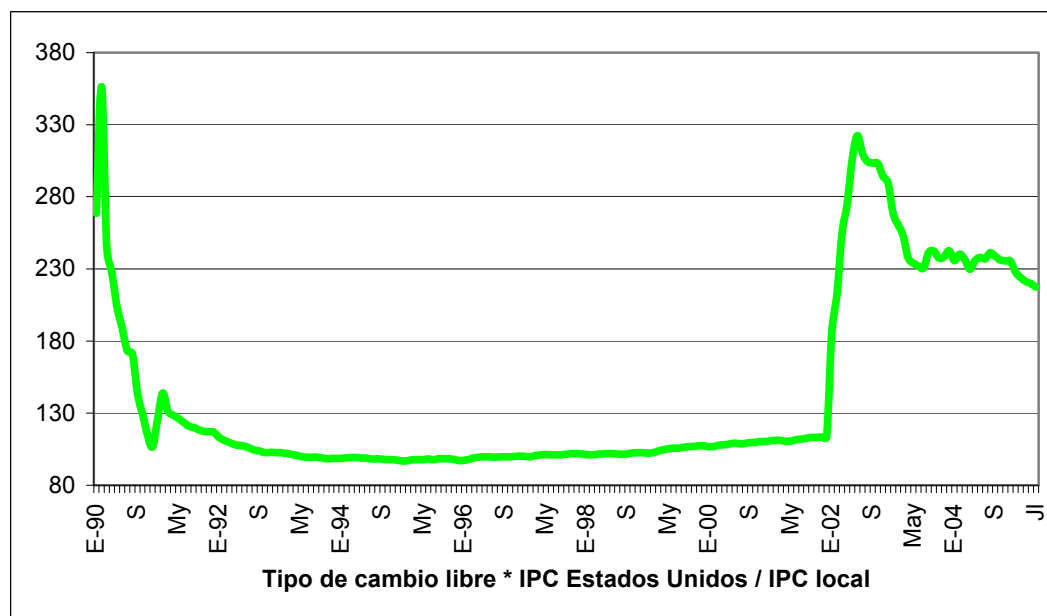


Fuente: INDEC.

Nota: Los datos se inician en 2003 dado que a partir de ese momento se registraron cambios en la metodología de elaboración de las estadísticas.

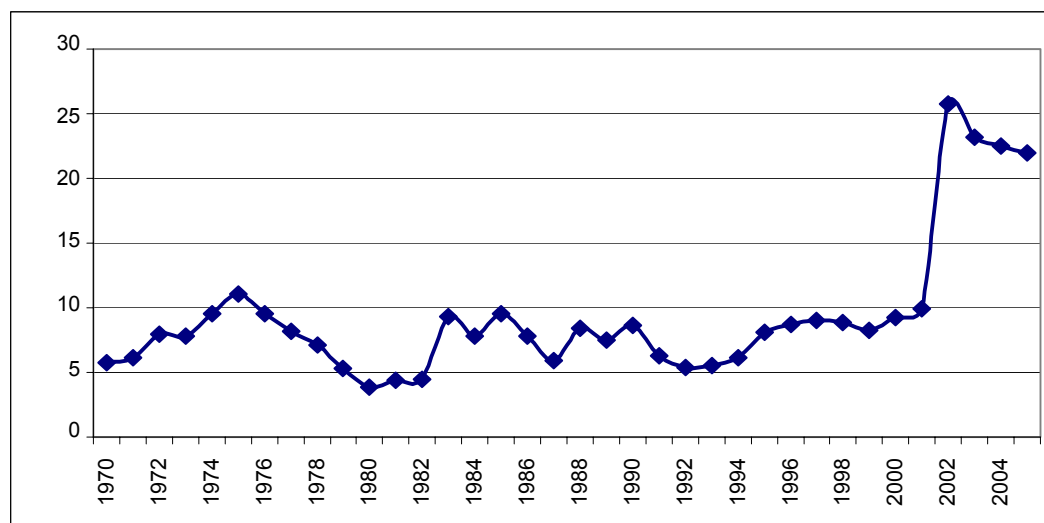
Como contracara de la caída de ingresos en los grupos de bajos recursos, la fuerte depreciación real (gráfico 40) elevó considerablemente el poder de compra interno de los activos que un conjunto de residentes habían acumulado en el exterior, y también el poder adquisitivo de las exportaciones. De hecho, la relación entre exportaciones de mercancías y PIB alcanzó en el 2002 un máximo de un orden de magnitud muy superior al observado aun en otros episodios de gran depreciación cambiaria (gráfico 41). Dicho de otro modo: se habían contraído dramáticamente los valores en dólares de la producción y el gasto internos (a unos 3.000 dólares per capita, véase el gráfico 3); dada la experiencia histórica (y de manera simétrica a lo que se planteaba durante los noventa) esos valores parecían pequeños respecto de la capacidad de exportación que se manifestaba efectivamente. Es decir que el volumen del gasto agregado y, aun más, su valor en dólares, parecían haber caído bien por debajo de sus niveles permanentes, salvando casos extremos de rupturas políticas o sociales irreversibles a raíz de la perturbación. En la práctica, la economía había efectuado de manera drástica un ajuste externo de gran magnitud, y súbitamente generaba (a través del colapso de las importaciones) un fuerte superávit comercial. Existía entonces un significativo volumen de fondos potencialmente disponible para alimentar a la oferta de divisas y a la demanda interna, toda vez que se moderaran las conductas tendientes a la fuga de capitales. En estas circunstancias, un atisbo de normalización macroeconómica podía realimentarse a través de ese efecto. Por otro lado, se habían abierto oportunidades para sustituir importaciones de bienes industriales, que podían inducir producción si se sorteaban de algún modo las restricciones de financiamiento. Más allá del dramatismo que tuvieran las noticias cotidianas (y que tenía eco en opiniones y actitudes con peso público, en el país y en el exterior), había elementos “fundamentales” que daban lugar para una inflexión en la crisis.

Gráfico 40
TIPO DE CAMBIO REAL
(Índices base 1993=100)



Fuente: CEPAL sobre datos del BCRA.

Gráfico 41
EXPORTACIONES COMO PROPORCIÓN DEL PIB EN DÓLARES CORRIENTES

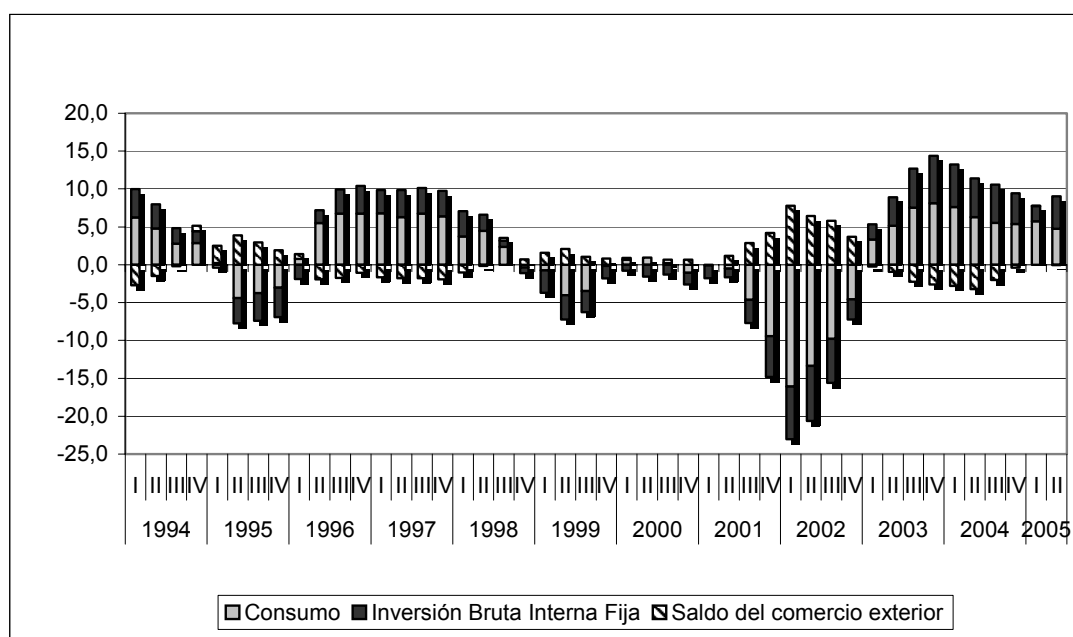


Fuente: CEPAL Buenos Aires sobre datos del Ministerio de Economía.

En el segundo y tercer trimestre de 2002 se observaron ya leves repuntes del PIB, dado que la ahora más suave merma de la demanda interna se acompañó de una caída mayor de las importaciones (gráfico 42). La inflexión del producto, todavía incipiente y cuyo punto de partida era un deprimido nivel de actividad, se apreciaba particularmente en el sector manufacturero (gráfico 43), donde la competencia externa había perdido significación y los márgenes unitarios se habían incrementado (por el considerable incremento de los precios respecto de los salarios),

mientras que los mayores flujos de caja por unidad vendida y la reducción de la carga real de servicios de deuda abrían posibilidades para financiar la producción corriente sin acceso al crédito. Por otro lado, en el tercer trimestre dejó de aumentar el tipo de cambio, ahora con un exceso de oferta de divisas del sector privado (ciertamente, todavía mucho menor que el superávit comercial), de manera que una parte significativa de la expansión de base monetaria se originó ahora en compras de dólares por el Banco Central (gráfico 36). Por su parte, con una demanda todavía comprimida y un tipo de cambio que mostraba signos claros de no experimentar presiones al alza, la variación de precios se fue reduciendo a valores muy bajos. Se generaron así visibles señales de alivio económico.¹⁸

Gráfico 42
CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO DEL PIB
(En porcentajes)



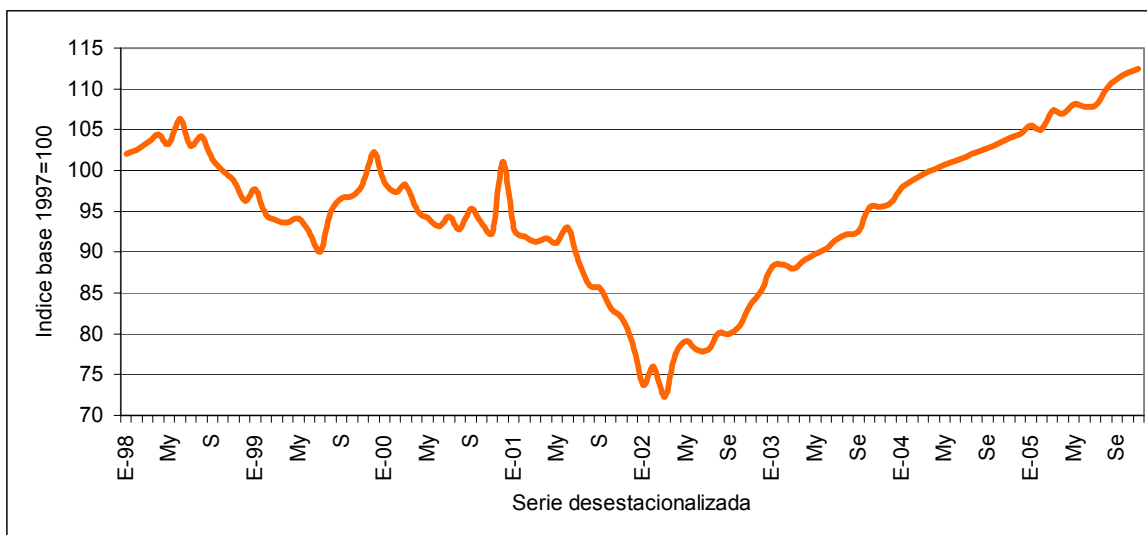
Fuente: CEPAL Buenos Aires sobre datos del Ministerio de Economía.

Nota: Calculado como $(yt-yt-4)/Yt-4$.

¹⁸ Estas señales, sin embargo, no fueron percibidas de manera homogénea. En particular, el FMI mantuvo una actitud que sugería la previsión de que lo peor de la crisis no había ocurrido aún, quizás porque su atención se concentraba en las noticias cotidianas que marcaban una dramática situación económica y social, o tal vez por la creencia de que, por causa de “factores institucionales”, no podría haber una recuperación independientemente de lo que indicaran los datos macroeconómicos básicos que se hacían disponibles. De hecho, en septiembre, el organismo anunció oficialmente una proyección de caída de 16% en el PIB del año, lo que implicaba una apreciable contracción en la última parte del período; la discrepancia con la disminución del producto efectivamente medida para el conjunto de 2002 fue de más de 5 puntos porcentuales. En enero de 2005, en una exposición cuyo título aludía a la música de tango, una economista miembro del Consejo de Asesores Económicos del presidente de los Estados Unidos retomó una colorida frase que calificaba a la recuperación económica como “rebote del gato muerto” (*dead cat bounce*); Forbes (2005).

Gráfico 43

**ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL (ESTIMADOR MENSUAL INDUSTRIAL (EMI)-
INSTITUTO NACIONAL DE ESTADÍSTICA Y CENSOS (INDEC))**



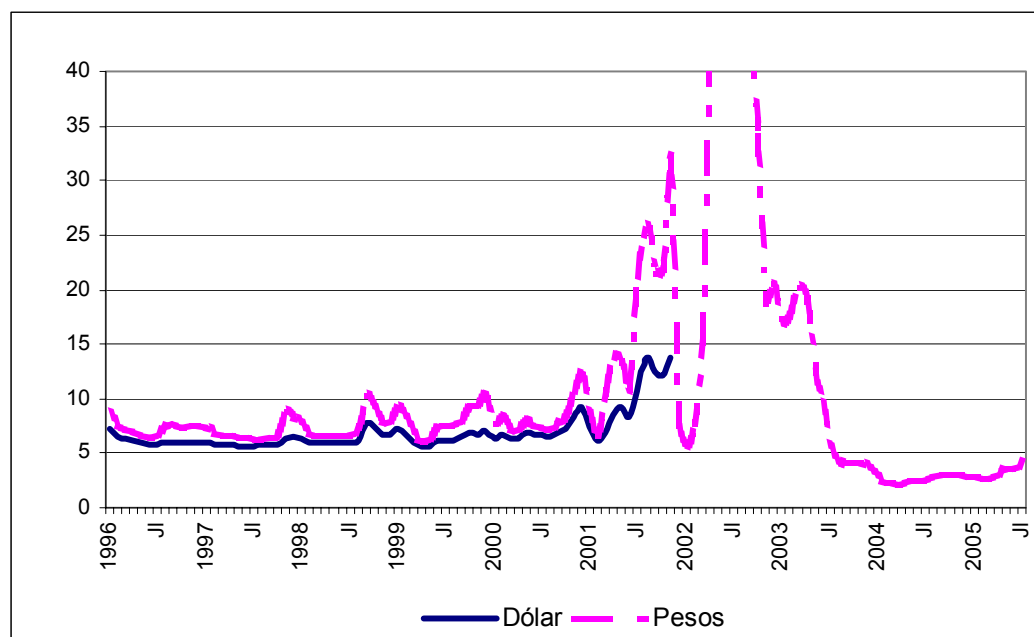
Fuente: INDEC.

Hacia fines de 2002, se afirmaron las indicaciones de que el nivel de actividad se estaba tonificando, y de que había llegado a su fin la fase de caída de la demanda interna. La recaudación de impuestos estaba en alza, lo cual moderaba las tensiones financieras del sector público. Esto repercutió, en particular, en la interrupción de las emisiones de cuasi-monedas, lo que alivió a la política monetaria. En un contexto con esos indicios, y donde se percibía que el tipo real de cambio había alcanzado valores muy elevados, se fue reduciendo el incentivo a la fuga de capitales, de manera que el gran superávit comercial comenzó a reflejarse en un considerable exceso de oferta de divisas. Se observó así una apreciación del peso (lo cual reforzó las expectativas de que no había un proceso inflacionario en marcha), que fue amortiguada por el Banco Central a través de intervenciones en el mercado de moneda extranjera. La política de sostener el precio del dólar se mantuvo en los años siguientes, y contribuyó a que el tipo de cambio real mostrara una disminución gradual, con niveles netamente más altos que durante la convertibilidad. En lo inmediato, se fueron reconstituyendo las reservas; la mayor liquidez abasteció a la demanda de dinero, que se mostró sostenida, y aligeró las restricciones de caja en el sector privado. Esto se manifestó, en especial, en una disminución de las primas requeridas en el mercado para convertir en efectivo a depósitos en el corralito. La irrelevancia del corralito en ese punto quedó clara al no notarse efectos cuando se levantaron los límites a las extracciones de efectivo de fondos colocados en cuenta corriente y en cuentas de ahorro. Por su parte, aunque persistió la desconfianza en los bancos,¹⁹ se fue recomponiendo algo la cantidad de depósitos; como consecuencia, se incrementó la liquidez de las entidades. Las tasas de interés declinaron netamente (gráfico 44), en vista de que iban disminuyendo las previsiones de depreciación y de suba de precios, y que la demanda de crédito se mantenía comprimida.

¹⁹ Una vívida indicación de esto fue el comportamiento de los productores agropecuarios, muchos de los cuales habrían conservado excedentes resultantes de la cosecha 2002 en la forma de granos sin vender, mantenidos en los propios campos.

Gráfico 44
EVOLUCIÓN DE LA TASA DE INTERÉS PASIVA. PERÍODO 1996-2005

(En porcentaje nominal anual)

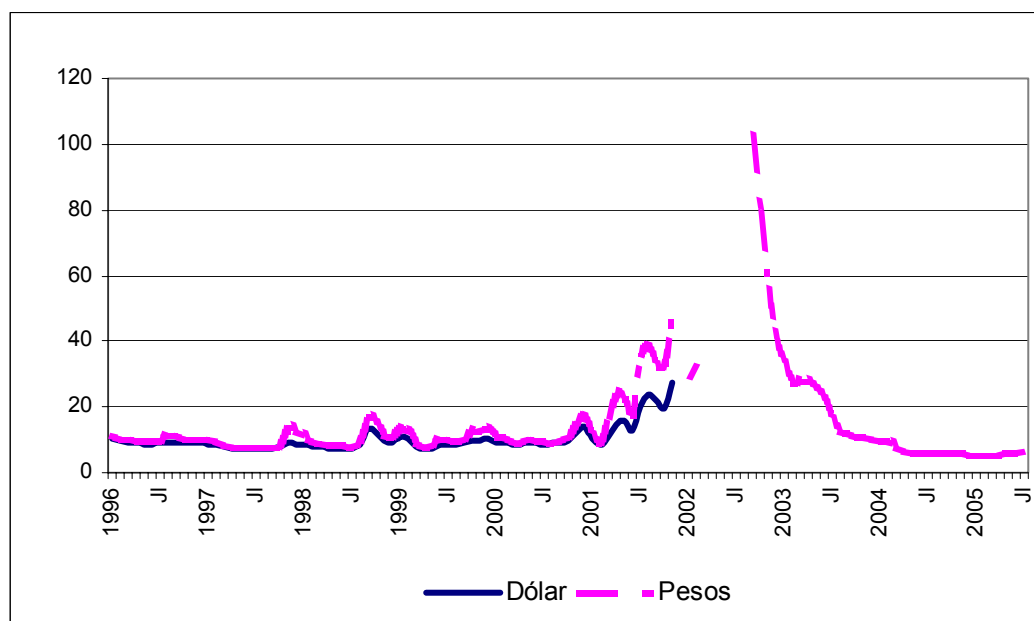


Fuente: BCRA.

El quiebre de la convertibilidad implicó, entonces, modificaciones importantes en el funcionamiento y la configuración de la economía. El salto del tipo real de cambio estuvo asociado con amplios movimientos de los precios relativos internos, marcados por disminuciones en los niveles reales de los precios de los servicios (privados y públicos), y de los salarios reales, mientras que se incrementaban los retornos sobre la producción agropecuaria (no obstante los derechos de exportación) y los márgenes industriales. Los movimientos de precios relativos y la incidencia del desempleo repercutieron sobre la distribución de ingresos, cuya desigualdad volvió a aumentar; la valorización real de los activos en divisas probablemente contribuyó a ampliar adicionalmente la polarización en la distribución de la riqueza. Sea por los cambios en la distribución, por una reevaluación hacia abajo de las previsiones de ingreso futuro, o por comportamientos precautorios (o, presumiblemente, por una mezcla de esos efectos) se elevó significativamente el coeficiente de ahorro privado. En primera instancia, el ahorro incremental se canalizó hacia los activos en el exterior, mientras que se desplomaba la inversión (gráficos 4 y 4bis). Visto desde otra perspectiva, se generó un amplio superávit en cuenta corriente (gráfico 15).²⁰ Al mismo tiempo, la renegociación de deudas, públicas y privadas, fuente de gran incertidumbre en lo inmediato, implicarían de un modo u otro una reducción de los pasivos externos. En conjunto, ello sugería que, dados los precios relativos y el nivel de actividad, que se resumían en un bajo PIB en dólares la economía estaba “sobre-ajustada” en cuanto a la restricción externa.

²⁰ Vale notar que, hasta el canje de la deuda pública que tuvo lugar en 2005 (y que se comenta más adelante en el texto), en la medición del balance de pagos se contabilizó el conjunto de los intereses devengados, incluyendo a aquellos correspondientes a la deuda en cesación de pagos (y sobre los cuales finalmente se definieron quitas). Es decir, que si hubo un sesgo, fue a la subestimación del saldo en cuenta corriente. En este sentido, por otro lado, también resultaría mayor de lo que surge de las cifras el incremento efectivo en el ahorro nacional en 2002-2004 respecto de los registros previos.

Gráfico 44bis
EVOLUCIÓN DE LA TASA DE INTERÉS ACTIVA. PERÍODO 1996-2005
 (En porcentaje nominal anual)



Fuente: BCRA.

Por otro lado, a la salida de la crisis, un conjunto apreciable de agentes se encontraba en una posición de liquidez más holgada que en el pasado. Las tenencias de activos transaccionales del sector privado se habían elevado, y también había crecido el valor de los activos externos como proporción del PIB. Las empresas ya se habían ajustado a una contracción del crédito comercial, y la pesificación de las deudas bancarias había reducido sus compromisos mientras que, en general, crecieron los márgenes. El gobierno contaba con superávit primarios y, en un estado de *default*, y aun con una negociación pendiente con el FMI, no tenía dificultades de caja inmediatas. El Banco Central había perdido reservas, pero se apreciaba una recuperación, y el valor de esos activos había crecido respecto del agregado monetario amplio. Los bancos venían recomponiendo depósitos. En conjunto, todo esto indicaba una adaptación de la economía para operar en un contexto de incertidumbre, y daba márgenes para que esa incertidumbre no produjera perturbaciones adicionales.

Al mismo tiempo, quedaban una variedad de cuestiones y problemas abiertos como resabios de la crisis, especialmente aquellos vinculados con la situación social y con las rupturas contractuales. La pesificación de los depósitos seguía siendo materia de intensos debates públicos, y quedaban pendientes decisiones judiciales sobre la legalidad de esa operación. Los anteriores esquemas contractuales y regulatorios en sectores de servicios públicos habían dejado de funcionar, y no se veía cerca una re-definición; entretanto, con tarifas fijadas en pesos, parecía haber una brecha considerable entre los reclamos de las empresas privatizadas y las posiciones del gobierno, aunque se mantuvo la provisión de los servicios, y la cuestión de cómo tendrían lugar las inversiones en esas áreas no cobró prominencia hasta más avanzada la recuperación. Por su parte, estaba por renegociar un volumen apreciable de deuda privada fuera de los bancos; el gobierno se mantuvo prescindente en la cuestión, de manera que los arreglos quedaron sujetos a acuerdo de partes. El *default* sobre la deuda pública planteaba un complejo proceso para elaborar y gestionar un esquema de re-estructuración.

El período que siguió a la declaración del *default* fue de una profunda incertidumbre sobre las perspectivas de la economía, en un contexto de transición política. En mayo de 2003 se transmitió el mando a un nuevo presidente electo; en septiembre se presentó un esquema preliminar de canje. Además, el gobierno definió un programa trienal con el FMI en el que, sin embargo, solo se acordaron metas cuantitativas para el primer tramo anual.

La reestructuración de la deuda pública tomó un largo intervalo de tiempo.²¹ Ese rezago ha recibido atención desde el punto de vista del análisis de procesos de negociación (Ghosh y Miller, 2005). Es probable que haya influido la amplia incertidumbre sobre la capacidad de repago, en una instancia en que un arreglo rápido pero que nuevamente generara una perspectiva de incumplimiento probable abría el riesgo de otra crisis, potencialmente con altos costos para las partes. De todos modos, en ese intervalo, los pronunciamientos públicos de los diversos actores adquirieron en diversas ocasiones tonos elevados. El gobierno argentino puso énfasis en la sostenibilidad de los pagos que se comprometieran, tomando como dato que se atenderían los servicios de la deuda emitida tras el *default* y no se reestructurarían los pasivos con organismos internacionales, y considerando condiciones macroeconómicas que no implicaran supuestos fuertes sobre el crecimiento y sobre la capacidad de ajuste fiscal (si bien la hipótesis de que habría crecimientos sostenidos del PIB con apreciables y persistentes superávits primarios del sector público contemplaba definidos cambios de comportamiento respecto de lo observado históricamente). Al mismo tiempo, apoyado en los excedentes fiscales que se venían generando, no manifestó urgencia en completar la reestructuración, ni tampoco en acceder otra vez a los mercados internacionales de bonos.

Del lado de los tenedores de títulos que, dejando aparte a las instituciones financieras locales, estaban bastante atomizados, se formaron varias asociaciones, que operaron en diversos ámbitos públicos, aunque no obtuvieron reconocimiento del gobierno. En los medios financieros internacionales se manifestaron actitudes diversas, sea enfatizando a la sostenibilidad como criterio básico para una reestructuración sea, en algunas instancias, aludiendo a la Argentina como caso testigo, donde cabría que organismos multilaterales de crédito y países centrales demandaran elevados compromisos de pago, con un sentido que a veces semejaba punitivo, y como señal para otros deudores.

Entre los países industriales, se apreciaron matices distintos. Algunos expresaron las demandas de sus bonistas, insistiendo en apreciables mejoras en la oferta de canje; en otros casos, la temática de la deuda se entremezcló con la de las inversiones de empresas en la Argentina; también se hicieron sentir los argumentos a favor de una “solución de mercado” de las instancias de *default*, sin excluir considerables quitas, de un modo que no requiriera el uso de fondos externos. En cuanto al FMI, sus expresiones se concentraron en requerir que la propuesta de canje cumpliera con requisitos “de buena fe” (un término que no se precisaba, ni vinculaba a algún criterio concreto de sostenibilidad) y tuviera un “alto grado” de aceptación por parte de los bonistas. En conjunto, estas actitudes, manifestaciones públicas y comportamientos de los múltiples agentes relevantes definieron una negociación altamente compleja.

La forma que tomaría la oferta de reestructuración dio lugar a diferencias entre el gobierno argentino y el FMI, que influyeron en la decisión de las partes en agosto 2004, de suspender a ejecución del programa en curso. Así, la propuesta de canje se efectuó sin un acuerdo vigente con el FMI; ese organismo, y los principales países industriales, se manifestaron prescindentes (con un grado de benevolencia que pareció variar según el caso). Quedaba claro, de todos modos, que el resultado de la operación podría tener efectos apreciables sobre la relación, económica y también política, del país con los centros internacionales. No obstante la incertidumbre que ello implicaba, la economía continuó en neta expansión.

²¹ Los comentarios que siguen en referencia a la operación de canje de deuda se basan en el análisis presentado en CEPAL (2005).

El gobierno presentó las líneas básicas de su oferta en junio de 2004; luego de un trámite de varios meses, la oferta se formalizó en enero de 2005. La propuesta contempló la emisión de tres tipos de bonos: i) Bono Par, sin quita de capital, con tasa de interés creciente desde 1,33% en los primeros cinco años hasta 5,25% a partir de 2028; ii) Bono Descuento, con quita de capital de 66,3%, y rendimiento de 8,28% anual; iii) Bono Cuasi Par, denominado en pesos, con descuento de 30,1% (respecto del valor en dólares), valor de capital ajustable por inflación y tasa de interés de 3,31% (capitalizable en los primeros años). Los títulos incluyeron “unidades vinculadas al PIB”, con pagos contingentes al crecimiento de la actividad. La estimación de la “quita de valor presente” resultante de la oferta de canje era compleja, dado que dependía de una evaluación de la probabilidad de repago: compromisos moderados pueden implicar mayores pagos esperables que grandes promesas de difícil cumplimiento. En esta instancia, los cálculos difundidos en la prensa referían a un descuento del orden de dos tercios a 70%, excluyendo del cómputo a las unidades vinculadas al PIB.

Al término del período de ofertas en marzo de 2005, fueron presentados al canje 62.000 millones de dólares de bonos, 76% del monto elegible. Los nuevos papeles a ser emitidos tendrían un valor nominal de unos 35 mil millones de dólares. Una porción significativa de los bonos antes emitidos en divisas fue canjeada, a elección de los acreedores, por títulos en pesos ajustables, comportamiento que sugería expectativas de revaluación real de la moneda. Dejando de lado los *holdouts* (títulos por cerca de 20 mil millones de dólares de valor original, cuyos tenedores declinaron ingresar en el canje), la deuda pública del gobierno nacional luego de la implementación del canje ascendía a unos 120 mil millones de dólares (algo más de 70% del PIB), de los cuales unos 30 mil millones correspondían a pasivos con organismos internacionales. Aunque la relación deuda/PIB seguía siendo elevada, se extendió el perfil de vencimientos, y se redujo considerablemente el peso de los intereses, que en los primeros años se ubicaban (dejando de lado posibles efectos por variación de tipos de cambio) en no más de 3 mil millones de dólares (cerca de 2% del PIB de 2004).

El largo y trabajoso trámite de la re-estructuración de la deuda no impidió que, a partir de mediados de 2002 la economía mostrara una neta recuperación. Esta tuvo características particulares. Una de ellas fue su velocidad (así como había sido profunda la recesión). Entre 2002 y 2005, la suba del nivel de actividad promedió cerca del 9% anual, de manera que el tiempo que tomó volver a alcanzar los máximos niveles de producción anteriores (cerca de tres años) fue menor al de la caída. Al mismo tiempo, como hechos salientes, el superávit comercial mantuvo valores elevados, mientras que el sector público generó considerables superávits primarios. Desde el punto de vista de la búsqueda de la tendencia, estos comportamientos indicaron que la fuerte recuperación de producción y demanda no había implicado tensiones en el cumplimiento de las restricciones de presupuesto macroeconómicas, lo cual marcaba un contraste significativo con episodios previos.

Por su parte, se observaron algunos marcados cambios en los comportamientos de tenencia de activos respecto del período de crisis. En una primera etapa, se atenuaron gradualmente las salidas de capitales del sector privado; posteriormente, se observaron moderados ingresos netos. Esto se correspondió con la percepción de que el funcionamiento de la economía se iba normalizando, y de que se había registrado un sobre-ajuste del tipo real de cambio, lo cual indujo una progresivamente mayor predisposición de los tenedores de riqueza a adquirir bienes y activos en el país, tras una fuerte acumulación de fondos en el exterior. Por otra parte, las bajas tasas de interés internacionales (gráfico 19bis) estimularon también esas conductas. La utilización de la masa de recursos externos por parte de los grupos de mayores ingresos se manifestó, en especial, en un rebote de la demanda de inmuebles, que repercutió a su vez en la actividad de la construcción: la intensa recuperación de un sector típicamente sensible a las condiciones del crédito mientras que el volumen de los préstamos intermediados por los bancos siguió siendo muy reducido, indicó una preferencia de muchos agentes por esa clase de activos respecto de colocaciones alternativas y,

como rasgo macroeconómico general, la importancia del auto-financiamiento en las decisiones de demanda y producción.

Al mismo tiempo, aumentó apreciablemente la producción de bienes transables, cuya rentabilidad se elevó con el tipo real de cambio.²² El sector agropecuario contó además con mejores precios internacionales (véase el gráfico 11), en lo que influyó el surgimiento de China como un jugador de peso en la demanda mundial de esos bienes. El agro mostró un comportamiento dinámico en la incorporación de tecnología y equipos, que se manifestó en subas significativas en la recolección de granos (gráfico 12). La recuperación de la industria manufacturera se apoyó principalmente en una demanda local en alza, junto con un aflojamiento de la competencia externa; con el tiempo, se apreció asimismo un incremento de los volúmenes exportados. Buena parte del alza en la producción industrial reflejó una mayor utilización de la capacidad, si bien la expansión fue induciendo decisiones de compras de equipos, cuyo volumen se fue elevando considerablemente. La respuesta de la inversión habría sido más rápida y marcada en las empresas de tamaño pequeño y mediano. En el agregado, partiendo de valores muy bajos, el coeficiente de inversión se fue incrementando marcadamente sobre todo en construcciones, pero también en maquinarias y equipos (gráfico 4bis). Esto implicó que el stock de capital volviera a crecer, si bien a un ritmo menor al rápido incremento del producto. La generación de flujos de inversión tuvo rasgos y problemas particulares en los sectores de infraestructura (el energético, en especial), dado el contexto internacional de altos precios de los combustibles y el prolongado trámite de la discusión de esquemas regulatorios y tarifarios tras la ruptura asociada con la crisis. En estos sectores, por otra parte, se observó una mayor actividad de la inversión pública, que aumentó desde niveles muy reducidos.

La inversión agregada creció más rápidamente que el ahorro. De todos modos, el coeficiente de ahorro nacional se mantuvo (sobre todo en valores corrientes, pero también a precios constantes) netamente por encima de los valores previos al salto de 2002 (sobre todo por la contribución de los excedentes generados por el sector público), y el fuerte incremento del gasto interno agregado estuvo acompañado de saldos positivos en la cuenta corriente del balance de pagos. Esto constituyó un rasgo especial del período. Aunque el superávit del comercio exterior disminuyó gradualmente, siguió mostrando valores considerables (gráfico 6). Esto reflejó la significativa suba de las exportaciones (gráfico 7), que alcanzó al conjunto de los grandes grupos de mercancías (bienes primarios, manufacturas de origen agropecuario, y otras manufacturas), y que resultó tanto por efectos de precios como (en 2005, en especial) de cantidades. Entretanto, varió la dirección geográfica del comercio, con una neta disminución en la participación del Mercosur como destino de ventas, y un aumento en su peso como origen de importaciones. Así, a diferencia de lo observado en años anteriores, el saldo comercial con esa área regional pasó a registrar valores ampliamente negativos.

Las subas del nivel de actividad interno y de las exportaciones elevaron las bases imponibles, mientras que también habría crecido el grado de cumplimiento tributario. Así, aumentaron considerablemente los ingresos públicos (gráfico 23). Eso permitió que, mientras se incrementaron los gastos, el gobierno generara significativos superávits primarios (gráficos 8 y 25), que se tradujeron en excedentes financieros. Luego de las emisiones de títulos asociadas con la crisis financiera, el sector público recurrió al mercado para algunas colocaciones (por montos moderados) a fin de refinanciar vencimientos de capital; de todos modos, la gestión de caja no mostró sobresaltos. Esa holgura amplió los márgenes de maniobra del gobierno, especialmente en lo referido a la renegociación de la deuda en default y a las relaciones con el FMI. En este sentido, el mantenimiento de cuentas públicas excedentarias constituyó un frecuentemente enfatizado objetivo de política, especialmente como medio para ganar autonomía en las decisiones.

²² Estos efectos se asociaron, por otro lado, con cambios en los patrones regionales de generación de ingresos. Las recuperaciones fueron especialmente marcadas en zonas del interior del país en que pesa la producción exportable; en el área metropolitana, el turismo fue un impulso significativo de algunos segmentos de actividad.

El rebote del producto alcanzó particularmente a sectores de trabajo intensivos, como la construcción y las actividades manufactureras llevadas a cabo por empresas comparativamente pequeñas. A su vez, la depreciación de la moneda implicó un fuerte encarecimiento relativo de los bienes de capital respecto de la mano de obra. En todo caso, durante la recuperación se observó una intensa creación neta de empleo. Esto se manifestó en una reducción considerable de los, aún elevados, niveles de desocupación (gráfico 38). Los índices de pobreza e indigencia mostraron caídas, aunque permanecieron muy altos (gráfico 39), y siguieron constituyendo un foco de atención y preocupación pública. De cualquier modo, el reforzamiento de la demanda de trabajo fortaleció el poder de negociación laboral, especialmente en el segmento privado formal, donde los sindicatos se mostraron activos y se observó un repunte marcado de los salarios reales.

La gestión de la política monetaria fue motivo de discusión. De un lado, hubo opiniones favorables a la implementación de un régimen de metas inflacionarias, en que el banco central buscaría regular la demanda agregada a través del manejo de tasas de interés, y otros potenciales objetivos macroeconómicos (como el tipo de cambio) se subordinarían al del nivel de precios. Del otro lado, se planteaban dudas sobre la efectividad de la tasa de interés como instrumento para influir sobre el gasto en una economía donde el volumen de intermediación financiera se había contraído drásticamente, y se argumentaba que resultaba prioritario el mantenimiento de un tipo de cambio real que estimulara la producción de bienes transables (y diera márgenes para la aplicación de derechos de exportación, importantes desde el punto de vista fiscal); esto implicaba que, en todo caso, la administración de políticas debía contemplar objetivos múltiples. En la práctica, la política monetaria no estableció metas formales, sea de precios, sea de tipo de cambio, mientras que sus acciones enfatizaron la puesta de frenos a la apreciación de la moneda, a través de fuertes intervenciones compradoras, cuyos efectos monetarios se esterilizaron parcialmente mediante la colocación de letras.

Ante el persistente exceso de oferta de divisas se registró una cuantiosa acumulación de reservas, no obstante la utilización de esos activos para cancelar deuda con organismos internacionales. El incremento de las reservas estuvo asociado con la intención del gobierno de mantener tipos reales de cambio elevados, y también tuvo el propósito de ampliar los márgenes de maniobra de la política económica. La disponibilidad de activos externos permitió que el gobierno decidiera a fines de 2005 cancelar en un pago la deuda pendiente con el FMI, con el criterio de que, no obstante ello, las reservas mantuvieran un valor por encima de la base monetaria.

Con un tipo de cambio nominal que no mostró grandes variaciones, el intenso aumento del gasto agregado y del producto se acompañó inicialmente de un lento deslizamiento de precios. Con el correr del tiempo, esa evolución de la demanda facilitó la recuperación de precios y márgenes sobre costos que habían quedado rezagados durante la crisis. Al mismo tiempo, se notaron efectos de subas en precios internacionales. En 2005, el aumento en la tasa de inflación, a alrededor de 12% anual, fue un hecho saliente en la mirada pública (gráfico 34). El gobierno buscó restringir impactos externos (en combustibles, y también en rubros de consumo masivo, como lácteos y carnes) mediante el manejo de derechos de exportación; en el caso de la carne vacuna, en marzo de 2006 decidió suspender totalmente las ventas al exterior. Por otro lado, se ensayaron acuerdos de precios con sectores de producción y grandes empresas. De todos modos, la evolución de los precios quedó como tema de atención hacia adelante, especialmente para las políticas fiscales y monetarias, de manera que el valor nominal del gasto se moviera en correspondencia con la capacidad agregada de oferta, y que ello contribuyera a la ampliación del horizonte de las decisiones de ahorro, inversión y financiamiento.

El manejo de decisiones privadas y de políticas económicas en las expansiones fue tradicionalmente cuestión complicada en la Argentina. En esta instancia, avanzada una intensa recuperación, se abrió como oportunidad y como problema la paulatina definición de un patrón de conductas con una perspectiva de mediano plazo, que permitiera un crecimiento persistente. Las

circunstancias económicas internacionales mostraban una configuración favorable, especialmente en cuanto a los mercados de bienes agropecuarios, mientras que el propio repunte de la actividad se había asociado con una marcada reanimación de las inversiones en que, al margen de la intensa suba del gasto en construcciones, venían participando de manera significativa las compras de equipos para sectores de bienes transables. Esas condiciones, junto con el mantenimiento de holguras en las finanzas públicas (no obstante considerables aumentos en los gastos, particularmente los de inversión) y en las cuentas externas, parecían definir perspectivas de sostenibilidad que contrastaban con la agitada experiencia de varias décadas.

Al mismo tiempo, se manifestaban también conflictos y disyuntivas. En una sociedad donde diferentes sectores mostraban capacidad para expresar sus deseos y reclamos, los temas distributivos se planteaban de manera abierta, no solo en cuanto al reparto entre grupos de ingresos bajos y comparativamente altos, sino también, y de forma a menudo saliente, entre segmentos de ese último tramo de ingresos. Por otro lado, en las etapas iniciales de la recuperación se habían elevado fuertemente todos los grandes componentes de la demanda. Era probable que la trayectoria hacia adelante implicara crecimientos potenciales agregados menos veloces (dados patrones de ahorro y de predisposición de invertir que podían considerarse rasgos arraigados de los comportamientos), y donde emergieran efectos de sustitución entre crecimiento futuro y consumo presente. Aunque la acumulación (exponencial) de crecimientos continuos apareciera como un mecanismo capaz de generar cambios considerables en los ingresos promedio en la economía sobre plazos medianos, resultaba importante (y no establecido de antemano) que la eventual transición a un sendero así se percibiera como parte de un proceso de afirmación de las posibilidades de expansión, y no como un debilitamiento económico. El caso particular de la carne vacuna había indicado de manera visible un choque entre oportunidades en mercados externos y atención de la demanda interna de un bien de consumo básico, en que una mejora de términos de intercambio era capaz de generar fuertes reacciones adversas al incremento de las exportaciones. Esto reflejaba una tensión de algún modo tradicional en una economía de las características de la de la Argentina, donde la producción de típicos bienes exportables es relativamente intensiva en recursos naturales (y menos en trabajo) y esos bienes son artículos de consumo difundido. Más allá de ello, quedaba como cuestión abierta el manejo de las potenciales disyuntivas entre la atención a las aspiraciones inmediatas de consumo y la generación de condiciones e incentivos para un crecimiento sostenido de la oferta de bienes y una suba persistente de las exportaciones, lo que seguía siendo un requisito central para que hubiera un horizonte de expansión agregada sin sobresaltos.

5. Comentarios finales

La evolución macroeconómica de la Argentina mostró históricamente fuertes oscilaciones, marcadas por crisis. Esos vaivenes estuvieron asociados con visibles dificultades por parte de los agentes, públicos y privados, para percibir y proyectar tendencias económicas y, consecuentemente, para identificar niveles sostenibles de ingresos, gastos y precios relativos a efectos de su toma de decisiones. Las crisis reflejaron recurrentes problemas de solvencia de grandes conjuntos de agentes. Los episodios de hiperinflación manifestaron de manera dramática los inconvenientes del gobierno para definir formas sistemáticas para cubrir sus gastos, y generaron una extrema inestabilidad que afectó directamente a la actividad económica. En otros casos, los problemas patrimoniales y de liquidez del sector privado repercutieron sobre las finanzas públicas, sea a través de impactos sobre los niveles de recaudación de impuestos, sea por las presiones para efectuar “salvatajes”, con las consiguientes transferencias de recursos.

La crisis que culminó en 2002 fue un proceso particularmente virulento, en que se combinaron bancarrota del estado, depresión de la actividad (con consecuencias sociales graves), profunda perturbación financiera y ruptura de un régimen monetario que, a su modo, había constituido un punto fijo para las expectativas y un nudo central del sistema de contratos. Esos quiebres implicaron la frustración de numerosas expectativas basadas en “promesas”, explicitadas contractualmente o implícitas, que previamente habían sido expresadas por el gobierno y por agentes privados. La formulación y el incumplimiento de tales promesas y expectativas probablemente sea el rasgo definitorio de dinámicas económicas como las observadas (Leijonhufvud, 2003).

El ciclo macroeconómico que tuvo lugar entre la fuerte expansión de comienzos de los años noventa hasta el colapso de la convertibilidad no representó sólo una fluctuación de gran amplitud, o un experimento con una forma particular de organización monetaria. Esos fenómenos formaron parte de un intento por modificar el patrón de crecimiento de la economía, que en su transcurso implicó cambios de comportamiento en gran escala. En ese ensayo, el gasto agregado (del gobierno y de muchos agentes privados) se dimensionó en correspondencia con ingresos en términos de dólares (la unidad de denominación de contratos) netamente mayores que en el pasado. Si bien, retrospectivamente, esos niveles de ingresos aparecen como insostenibles, los patrones de demanda y financiamiento (déficit en cuenta corriente, inversiones sesgadas al mercado interno) indicarían que, de un modo u otro, y en su conjunto, las conductas fueron durante un buen tiempo compatibles con la previsión de que las futuras restricciones de presupuesto no forzarían ajustes en el gasto. Con coeficientes de inversión no particularmente elevados, y un ahorro nacional que no alcanzaba a financiarlos, fue como si, implícitamente, en el agregado se estuviera haciendo una apuesta a que grandes efectos de productividad y condiciones internacionales propicias sostuvieran un crecimiento persistente del valor de la oferta de bienes, especialmente transables, y a que mientras esa oferta se materializaba hasta reflejarse en superávits comerciales suficientes, existiría disponibilidad de crédito externo para cubrir la brecha. Cuando, desde los últimos años noventa se plantearon crecientes dudas sobre el cumplimiento de esos requisitos (y, en neto contraste con lo que se apreciaba tiempo atrás, la carga de la prueba se cargó vez más claramente del lado de los argumentos que suponían probable la sostenibilidad), la retracción del gasto y de la oferta de crédito se realimentó para configurar finalmente una caída a gran velocidad del producto, el empleo y la demanda de activos.

En una situación donde muchos agentes enfrentan dificultades graves para encuadrarse en las restricciones de presupuesto, y esas dificultades se reflejan en fuertes y bruscos ajustes de gastos y en incumplimientos contractuales, resulta natural asociar a la crisis con revisiones hacia abajo de expectativas respecto de la evolución de los ingresos, que de por sí inducen movimientos en la demanda, y se amplifican y propagan a través de efectos de “multiplicador financiero”. Los procesos de evolución económica son lo suficientemente complejos como para que el arribo de información, o el reprocesamiento de información existente mediante nuevos modelos interpretativos pueda generar vaivenes en las percepciones sobre el potencial de expansión de economías (y particularmente de aquéllas “emergentes”, cuya característica es encontrarse en transiciones en que cambia su funcionamiento). En una potencial transición de crecimiento, la disponibilidad de crédito puede servir para facilitar el aprovechamiento de oportunidades efectivamente existentes, pero también para ampliar el número y el volumen de las decisiones erróneas: los agentes (y, en general, los analistas) dependerán de la observación de resultados para establecer qué alternativa es válida. Los mercados financieros, con sus bruscos giros de comportamiento, pueden transmitir o realimentar fuertemente a los efectos de impulsos externos o los cambios de opinión.

La experiencia argentina parece haber sido una instancia aguda de ese tipo de oscilaciones. Los fuertes altibajos de la economía parecen haber tenido como elemento central a cambios en los “fundamentos” (entendidos como las condiciones que caracterizan al estado de la economía y, de manera prospectiva, como los determinantes presuntos de los ingresos actuales y futuros de los agentes y, por lo tanto, de su capacidad para gastar y para contraer y servir deudas) y en las percepciones sobre ellos.²³ Con ese telón de fondo, se desarrolló una agitada historia en que, sin

²³ Si bien parece tratarse de efectos intuitivos, las repercusiones cíclicas de cambios en percepciones acerca del “verdadero” potencial de crecimiento de las economías no están presentes en la generalidad de la literatura académica sobre crisis financieras y cambiarias, de las diversas “generaciones” que se fueron sucediendo. Los argumentos de esa literatura, sea basados en modelos con senderos únicos de expectativas racionales, sea en esquemas de equilibrios múltiples, tomados literalmente, presentan problemas en la interpretación de su lógica, que no es del caso discutir aquí (véase Heymann, 2002). Los problemas de evaluación y medición de la riqueza han sido mencionados en comentarios recientes sobre la sostenibilidad de la cuenta corriente de los Estados Unidos (véase Haussmann y Sturzenegger, 2005).

duda, contribuyeron también significativamente las idiosincrasias de la política fiscal, los variables tonos y humores de los mercados financieros, las tensiones distributivas y políticas que se manifestaron con particular intensidad en la fase aguda de la crisis, y la heterogeneidad en las posibilidades y decisiones de los agentes, algunos de los cuales lograron beneficiarse, en las turbulencias inclusive, mientras que muchos otros vieron reducido fuertemente su bienestar.

La agitada experiencia de la Argentina dejó preguntas abiertas para el análisis macroeconómico que, de un modo u otro, se refieren a los procesos que provocan y difunden grandes perturbaciones, y a la capacidad de los sistemas económicos para absorberlas y recuperarse de ellas. Desde este punto de vista, en la generación de la crisis, aparecen como temas, por ejemplo, el fenómeno de la brusca inflexión del nivel de actividad en 2001, de una recesión de acotada amplitud a una pronunciada caída y, en particular, el abrupto cambio de conductas (como si las actitudes de muchos agentes hubieran experimentado una discontinuidad), los mecanismos específicos que amplificaron la baja de la actividad, y el potencial para que emergieran (o no) efectos que tendieran a ponerle piso “endógenamente” a la depresión. Simétricamente, la respuesta relativamente ordenada del sistema de precios ante el quiebre que significó la devaluación, así como la vitalidad que mostró la economía en la recuperación plantean cuestiones de interés analítico, y potencialmente relevantes más allá del caso específico.

De todas maneras, en la instancia concreta, la crisis dejó rastros y resabios múltiples y de variado tipo. Desde el punto de vista de las condiciones sociales, la agudización de la pobreza y la marginalidad se manifestó como problema saliente, y como fuente de tensiones y demandas. La amplia caída del producto se asoció con desorganización de redes de transacciones y contratos, y con desperdicio de recursos. En un contexto de turbulencia, con brusca caída de la demanda por activos financieros internos y de ruptura contractual, los flujos de crédito se contrajeron abruptamente. La percepción de una aguda incertidumbre se reflejó en reticencias a encarar actividades y proyectos de larga maduración. La redefinición de contratos, en sectores como los de infraestructura quedó como problema de considerable complejidad.

Al mismo tiempo, la economía contó con elementos que contribuyeron a la recuperación. Si bien las exportaciones se estancaron por varios años, su nivel en el momento de la crisis era alto en relación al comprimido gasto interno y, como se vio luego, existía potencial para aumentos ulteriores con precios relativos locales y condiciones externas más favorables. Asimismo, el stock de capital quedó en un nivel tal que, dada la gran contracción del producto, permitía inicialmente un rebote de la actividad mediante mayor utilización de los recursos disponibles. La acumulación de activos externos líquidos por un conjunto de agentes con apreciable peso económico, que había sido uno de los factores centrales de la crisis (y se asoció con un aumento de la concentración de riqueza), facilitó subas de la demanda en la fase ascendente. Mientras tanto, es probable que las conductas precautorias configuradas en el período de declinación contribuyeran, junto con el vuelco de la política fiscal, a inducir mayores niveles de ahorro, de manera que la significativa recuperación de la inversión física fue financiada internamente.

Las dramáticas instancias de inestabilidad macroeconómica también significaron ocasiones para un doloroso aprendizaje a lo largo del tiempo para las políticas económicas. La memoria de los costos de la alta inflación probablemente operó como una fuerte señal los momentos críticos luego del quiebre de la convertibilidad. Por su parte, la experiencia de los años previos influyó en ubicar como focos de las políticas al mantenimiento de tipos reales de cambio comparativamente altos y a la generación de considerables superávit primarios del sector público. La renegociación de la deuda pública enfatizó criterios de sostenibilidad, e implicó el establecimiento de compromisos que requerían apreciable esfuerzo fiscal, pero no se basaban en supuestos extremos sobre la evolución macroeconómica futura.

En todo caso, las amplias oscilaciones dejaron otra vez a la economía en un estado en que quedaba, como problema colectivo, encontrar un sendero de crecimiento factible y socialmente

aceptable, e ir definiendo conductas razonablemente coordinadas y consistentes con un escenario de expansión sostenible. La propia recuperación planteó, como cuestión nada trivial, la búsqueda de un “empalme” con una trayectoria de mediano plazo. Esto apuntaba a una ampliación de los horizontes de decisión, que permitiera ir atenuando las percepciones de riesgo y dejando atrás las secuelas de las rupturas de contratos, y marcar un rumbo para atender los problemas sociales y distributivos. Como temas centrales, aparecían la administración de la demanda agregada, y la generación de flujos crecientes de ahorro (lo cual competía primariamente al gobierno y a los grupos de ingresos altos) y de inversión.

Las decisiones de acumulación de capital requieren la existencia de oportunidades concretas y perceptibles, y de mecanismos para la canalización de recursos. De manera genérica, eso demanda perspectivas definidas de apropiabilidad de los beneficios y un marco previsible de instituciones y políticas económicas. Pero la existencia de ese marco para la inversión en un contexto con reglas de juego político que atienden a los intereses percibidos por los grupos de menores ingresos dependería de que haya algún tipo de “acuerdo distributivo” implícito, en el que esos grupos tengan incentivos a participar por ver con alguna claridad que no se está ante un juego de suma cero, y que el crecimiento redundaría en su beneficio. No es cuestión simple, o tal vez siquiera posible, definir un sendero detallado para una economía, que combine una orientación distributiva aceptable, previsibilidad para las inversiones y búsqueda activa de oportunidades productivas, con atención a las restricciones de presupuesto y flexibilidad para que haya adaptaciones a entornos cambiantes. Sin embargo, el desarrollo de una “visión colectiva” respecto de un patrón de crecimiento y distribución hacia adelante se planteaba como un gran tema para la Argentina a mediados de los años 2000.

Bibliografía

- Altimir, O. y L. Beccaria (2000a): “El mercado de Trabajo Bajo el Nuevo Régimen Macroeconómico de la Argentina”, en Heymann, D. y B. Kosacoff, eds.: *Desempeño Económico en un Contexto de Reformas*, CEPAL- EUDEBA.
- ____ (2000b): “Distribución del Ingreso en la Argentina”, en Heymann, D. y B. Kosacoff, eds.: op. cit.
- Baldi, A.-L. (2005): *De L'Assouplissement des Règles Monétaires: la Réforme Monétaire Argentine de 2002*, Tesis Doctoral, Université de Paris X.
- Caballero y Dornbusch (2002): “Argentina: A Rescue Plan that Works”, *Financial Times*, 3 de marzo 2002.
- Calvo, G., A. Izquierdo y E. Talvi: (2002): “*Sudden Stops, the Real Exchange Rate and Fiscal Sustainability: Argentina's Lessons*”, Working Paper IADB.
- CEPAL (2005): *Estudio Económico de América Latina y el Caribe*, Santiago de Chile.
- Cetrángolo, O. y C. Gruschka (2004): “Sistema Provisional Argentino: Crisis, Reforma y Crisis de la Reforma”, Serie Financiamiento del Desarrollo, 151, CEPAL.
- Cetrángolo O. y Jiménez J.P. (2004), “Las relaciones entre niveles de gobierno en Argentina: Raíces históricas, instituciones y conflictos persistentes”, Serie gestión pública N° 47, CEPAL.
- Damill, M. y R. Frenkel (2003): “*Argentina: Macroeconomic Performance and Crisis*”, en R. Ffrench-Davis, D. Nayyar y J. Stiglitz (comps): *Stabilization Policies for Growth and Development, Initiative for Policy Dialogue Task Force*.
- Damill, M., R. Frenkel y R. Maurizio (2003): “Políticas macroeconómicas y vulnerabilidad social: la Argentina de los años Noventa”, *Desarrollo Económico*, 170.
- De la Torre, A., E. Levy Yeyati y S. Schmuckler (2002): “*Argentina's Financial Crisis: Floating Money, Sinking Banking*”, *Documento de Trabajo, Banco Mundial*.

- Eichengreen, B. (2001): “*Argentina Alter the IMF*”, mimeo.
- Fanelli, J. (2002): “Crecimiento, Inestabilidad y Crisis de la Convertibilidad en Argentina”, *Revista de la CEPAL* 77, agosto.
- Fanelli, J. y D. Heymann (2002): “Dilemas Monetarios en la Argentina”, *Desarrollo Económico*, abril-junio.
- Forbes, K. (2005): “*Argentina’s Last Tango*”, en www.whitehouse.gov/cea.
- Gabrielli, M.F., G. McCandless y M.J. Rouillet (2002): “*Determining the Causes of Bank Runs in Argentina During the Crisis of 2001*”, documento de trabajo, BCRA.
- Galiani, S., D. Heymann y M. Tommasi (2003): “*Great Expectations and Hard Times: the Argentine Convertibility Plan*”, *Economía, Latin America and the Caribbean Economic Association (LACEA)*, Primavera.
- Galiani, S. y S. Nickell (1999): “*Unemployment in Argentina in the 1990s*”, Documento de Trabajo, Instituto Torcuato Di Tella.
- Garegnani, L. y G. Escudé (2004): “*An Estimation of the Equilibrium Real Exchange Rate of Argentina, 1975-2004*”, *Anales de la Asociación Argentina de Economía Política*.
- Gay, A. y S. Pellegrini (2003): “*The Equilibrium Real Exchange of Argentina*”, Series de Investigación, Facultad de Ciencias Económicas, Universidad Nacional de Argentina.
- Ghosal, S. y M. Miller (2005): “*Bargaining with Delay: Growth and Sustainability*”, mimeo, Universidad de Warwick.
- Hausmann, R. y F. Sturzenegger (2005): “*Can Dark Matter Prevent a Big Bang*”.
- Hausmann, R. y A. Velasco (2002): “*Hard Money’s Soft Underbelly: Understanding the Argentine Crisis*”, Documento de Trabajo, Harvard, Kennedy School of Government.
- Heymann, D. (2002): “Comportamientos inconsistentes y perturbaciones macroeconómicas”, *Anales de la Academia Nacional de Ciencias Económicas*, Buenos Aires.
- _____. (2000): “Grandes perturbaciones macroeconómicas, expectativas y respuestas de política: algunas notas”, *Revista de la CEPAL*, abril 2000.
- _____. (1996): “Una nota sobre Indicadores de la Deuda Externa”, *Revista de Economía*, mayo.
- _____. (1994): “Sobre la interpretación de la Cuenta Corriente”, *Economía Mexicana*, 1, 1994.
- Heymann, D. y E. Kawamura (2005): “*On Liability Dollarization: A Simple Model*”, Documento de Trabajo, Oficina de CEPAL en Buenos Aires.
- Heymann, D. y B. Kosacoff, B. eds. (2000): “*Desempeño Económico en un Contexto de Reformas: la Argentina de los Noventa*”, CEPAL- Editorial Universitaria de Buenos Aires (EUDEBA).
- Heymann, D. y A. Ramos (2005): “*Mercosur in Transition: Macroeconomic Perspectives*”, Documento de Trabajo, CEPAL Buenos Aires.
- Kosacoff, B. y F. Porta (1997): “La Inversión Extranjera Directa en la Industria Manufacturera Argentina”, Documento de Trabajo 77, Oficina de CEPAL en Buenos Aires.
- Leijonhufvud, A. (2003): “Macroeconomic Crises and the Social Order”, mimeo.
- Machinea, J.L. (2002): “Currency Crises: A Practitioner’s View”, *Brookings Trade Forum*, 183-209.
- Martínez, R. y A. Ramos (2000): “El Proceso de Inversiones en la Economía Argentina”, en Heymann, D. y B. Kosacoff, eds, op.cit.
- Mussa, M. (2002): “*Argentina and the Fund: From Triumph to Tragedy*”, documento de trabajo, Institute for International Economics.
- Ocampo, J.A., R. Bajraj y J. Martín (2001): “*Una Década de Luces y Sombras: América Latina y el Caribe en los Años Noventa*”, CEPAL.
- Perry, G. y M. y Servén (2002): “*The Anatomy of a Multiple Crisis: Why was Argentina Special, and What Can We Learn From It*”, documento de trabajo, Banco Mundial.
- Powell, A. (2002): “*The Argentine Crisis: Bad Luck, Bad Economics, Bad Advice*”, Documento de Trabajo, Universidad Torcuato Di Tella.
- Ramos, A. y B. Kosacoff (2001): *La Estructura Argentina Contemporánea, 1975-2000*, Universidad Nacional de Quilmes.
- Rapetti, M. (2005): “La Economía Argentina durante la Post-Convertibilidad: Evolución, Debates y Perspectivas”, *Economics Working Group*, Documento de Políticas Económicas # 5.
- Stallings, B. y W. Peres (2000): “*Crecimiento, Empleo y Equidad: el Impacto de las Reformas Económicas en América Latina*”, Fondo de Cultura Económica.



Serie

OFICINA
DE LA CEPAL
EN

BUENOS AIRES

C E P A L

estudios y perspectivas

Números publicados

1. Política de apoyo a las Pequeñas y Medianas Empresas: análisis del Programa de Reversión Empresarial para las Exportaciones, Juan Pablo Ventura, febrero de 2001. [www](#)
2. El impacto del proceso de fusiones y adquisiciones en la Argentina sobre el mapa de grandes empresas. Factores determinantes y transformaciones en el universo de las grandes empresas de calidad local, Matías Kulfas, (LC/L.1530-P; LC/BUE/L.171), Nº de venta: S.01.II.G.76 (US\$ 10.00), abril de 2001. [www](#)
3. Construcción regional y política de desarrollo productivo en el marco de la economía política de la globalidad, Leandro Sepúlveda Ramírez, (LC/L.1595-P; LC/BUE/L.172), Nº de venta: S.01.II.G.136 (US\$ 10.00), septiembre de 2001. [www](#)
4. Estrategia económica regional. Los casos de Escocia y la Región de Yorkshire y Humber, Francisco Gatto (comp.), (LC/L.1626-P; LC/BUE/L.173), Nº de venta: S.01.II.G.164 (US\$ 10.00), noviembre de 2001. [www](#)
5. Regional Interdependencies and Macroeconomic Crises. Notes on Mercosur, Daniel Heymann (LC/L.1627-P; LC/BUE/L.174), Sales No.: E.01.II.G.165 (US\$ 10.00), November 2001. [www](#)
6. Las relaciones comerciales Argentina-Estados Unidos en el marco de las negociaciones con el ALCA, Roberto Bouzas (Coord.), Paula Gosis, Hernán Soltz y Emiliano Pagnotta, (LC/L.1722-P; LC/BUE/L.175), Nº de venta: S.02.II.G.33 (US\$ 10.00), abril de 2002. [www](#)
7. Monetary dilemmas: Argentina in Mercosur, Daniel Heymann, (LC/L.1726-P; LC/BUE/L.176), Sales No.: E.02.II.G.36 (US\$ 10.00), April 2002. [www](#)
8. Competitividad territorial e instituciones de apoyo a la producción en Mar del Plata, Carlo Ferraro y Pablo Costamagna, (LC/L.1763-P; LC/BUE/L.177), Nº de venta: S.02.II.G.77 (US\$ 10.00), julio de 2002. [www](#)
9. Dinámica del empleo y rotación de empresas: La experiencia en el sector industrial de Argentina desde mediados de los noventa. V. Castillo, V. Cesa, A. Filippo, S. Rojo Brizuela, D. Schleser y G. Yoguel. (LC/L.1765-P, LC/BUE/L.178), Nº de venta: S.02.II.G.79 (US\$ 10.00), julio de 2002.
10. Inversión extranjera y empresas transnacionales en la economía argentina, Matías Kulfas, Fernando Porta y Adrián Ramos. (LC/L.1776-P, LC/BUE/L.179) Nº de venta: S.02.II.G.80 (US\$ 10.00), septiembre de 2002. [www](#)
11. Mar del Plata productiva: diagnóstico y elementos para una propuesta de desarrollo local. Carlo Ferraro y Anna G. de Rearte (comp.) (LC/L.1778-P, LC/BUE/L.180), Nº de venta: S.02.II.G.93 (US\$ 10.00). [www](#)
12. Las finanzas públicas provinciales: situación actual y perspectivas. Oscar Cetrángolo, Juan Pablo Jiménez, Florencia Devoto, Daniel Vega (LC/L.1800-P, LC/BUE/L.181), Nº de venta: S.02.II.G.110 (US\$ 10.00), diciembre de 2002. [www](#)
13. Small- and medium-sized enterprises' restructuring in a context of transition: a shared process. Inter-player effects on efficient boundary choice in the Argentine manufacturing sector. Michel Hermans (LC/L.1835-P, LC/BUE/L.182), Sales No.: E.02.II.G.138 (US\$ 10.00), February, 2003. [www](#)
14. Dinámica productiva provincial a fines de los noventa, Francisco Gatto y Oscar Cetrángolo, (LC/L.1848-P, LC/BUE/L.183), Nº de venta: S.03.II.G.19 (US\$ 10.00), enero de 2003. [www](#)
15. Desarrollo turístico en El Calafate, Liliana Artesi, (LC/L.1872-P, LC/BUE/L.184), Nº de venta: S.03.III.G.42 (US\$ 10.00), enero de 2003. [www](#)
16. Expectativas frustradas: el ciclo de la convertibilidad, Sebastián Galiani, Daniel Heymann y Mariano Tomassi, (LC/L.1942-P, LC/BUE/L.185), Nº de venta: S.03.II.G.101 (US\$ 10.00), agosto de 2003. [www](#)
17. Orientación del financiamiento de organismos internacionales a provincias, Luis Lucioni, (LC/L.1984-P, LC/BUE/L.186), Nº de venta: S.03.II.G.144 (US\$ 10.00), enero de 2004. [www](#)

18. Desarrollo turístico en Ushuaia, Liliana Artesi, (LC/L.1985-P, LC/BUE/L.187), N° de venta: S.03.II.G.145 (US\$ 10.00), enero de 2004. [www](#)
19. Perfil y características de la estructura industrial actual de la provincia de Mendoza. Volumen I, varios autores (LC/L.2099-P, LC/BUE/L.188), N° de venta: S.04.II.G.36 (US\$ 10.00), mayo de 2004. [www](#)
 Perfil y características de la estructura industrial actual de la provincia de Mendoza. Volumen II. Anexo Estadístico, varios autores (LC/L.2099/Add.1-P, LC/BUE/L.188), N° de venta: S.04.II.G.37 (US\$ 10.00), mayo de 2004. [www](#)
20. La inserción externa de las provincias argentinas. Rasgos centrales y tendencias a comienzos de 200 (LC/L.2100-P, LC/BUE/L.189), N° de venta: S.04.II.G.38 (US\$ 10.00), mayo de 2004. [www](#)
21. Propuestas para la formulación de políticas para el desarrollo de tramas productivas regionales. El caso de la lechería caprina en Argentina, Graciela E. Gutman, María Eugenia Iturregui y Ariel Filadoro (LC/L.2118-P, LC/BUE/L.190), N° de venta: S.04.II.G.46 (US\$ 10.00), mayo de 2004. [www](#)
22. Una mirada a los Sistemas Nacionales de Innovación en el Mercosur: análisis y reflexiones a partir de los casos de Argentina y Uruguay, Guillermo Anlló y Fernando Peirano (LC/L.2231-P, LC/BUE/L.191), N° de venta: S.05.II.G.11 (US\$ 10.00), marzo de 2005. [www](#)
23. Instituciones de apoyo a la tecnología y estrategias regionales basadas en la innovación, varios autores (LC/L.2266-P, LC/BUE/L.192), N° de venta: S.05.II.G.17 (US\$ 10.00), abril de 2005. [www](#)
24. Una introducción a la política de competencia en la nueva economía (LC/L.2284-P, LC/BUE/L.193), N° de venta: S.05.II.G.36 (US\$ 10.00), abril de 2005. [www](#)
25. La Política de Cohesión Económica y Social de la Unión Europea y la problemática tras su quinta ampliación: el caso español, Isabel Vega Mocoroa (LC/L.2285-P, LC/BUE/L.194), N° de venta: S.05.II.G.37 (US\$ 10.00), abril de 2005. [www](#)
26. Financiamiento para pequeñas y medianas empresas (pyme). El caso de Alemania. Enseñanzas para Argentina, Rubén Ascúa (LC/L.2300-P, LC/BUE/L.195), N° de venta: S.05.II.G.48 (US\$ 10.00), agosto de 2005. [www](#)
27. Competitividad y complejos productivos: teoría y lecciones de política, Gala Gómez Minujín (LC/L.2301-P, LC/BUE/L.196), N° de venta: S.05.II.G.49 (US\$ 10.00), junio de 2005. [www](#)
28. Defensa de la competencia en Latinoamérica: aplicación sobre conductas y estrategias, Marcelo Celani y Leonardo Stanley (LC/L.2311-P, LC/BUE/L.197), N° de venta: S.05.II.G.65 (US\$ 10.00), junio de 2005. [www](#)
29. La posición de activos y pasivos externos de la República Argentina entre 1946 y 1948 (LC/L.2312-P, LC/BUE/L.198), N° de venta: S.05.II.G.66 (US\$ 10.00), agosto de 2005. [www](#)
30. La calidad en alimentos como barrera para-arancelaria, Gustavo Secilio (LC/L.2403-P, LC/BUE/L.201), N° de venta: S.05.II.G.150 (US\$ 10.00), noviembre de 2005. [www](#)
31. Buscando la tendencia: crisis macroeconómica y recuperación en la Argentina, Daniel Heymann (LC/L.2504-P, LC/BUE/L.208), N° de venta: S.06.II.G.14 (US\$ 10.00), abril de 2006. [www](#)

- El lector interesado en adquirir números anteriores de esta serie puede solicitarlos dirigiendo su correspondencia a la Unidad de Distribución, CEPAL, Casilla 179-D, Santiago, Chile, Fax (562) 210 2069, correo electrónico: publications@eclac.cl.

[www](#) Disponible también en Internet: <http://www.cepal.org/> o <http://www.eclac.org>

Nombre: Actividad:..... Dirección:..... Código postal, ciudad, país: Tel.: Fax: E.mail:
