

Saporosi, Claudia

Documento de Trabajo N° 20

Departamento de Economía de la Facultad de Ciencias Sociales y Económicas

Paralelo entre la crisis de 1890 y la de 2001 en Argentina

Este documento está disponible en la Biblioteca Digital de la Universidad Católica Argentina, repositorio institucional desarrollado por la Biblioteca Central "San Benito Abad". Su objetivo es difundir y preservar la producción intelectual de la institución.

La Biblioteca posee la autorización del autor para su divulgación en línea.

Cómo citar el documento:

Saporosi, C. (2007, octubre). *Paralelo entre la crisis de 1890 y la de 2001 en Argentina* (Documento de trabajo No.20 del Departamento de Economía de la Facultad de Ciencias Sociales y Económicas de la Universidad Católica Argentina). Disponible en: <http://bibliotecadigital.uca.edu.ar/repositorio/investigacion/paralelo-entre-las-crisis-de-1890-y-la-de-2001-en-argentina.pdf>

(Se recomienda indicar al finalizar la cita bibliográfica la fecha de consulta entre corchetes. Ej: [consulta: 19 de agosto, 2010]).



Pontificia Universidad Católica Argentina
"Santa María de los Buenos Aires"

*Paralelo entre la crisis de
1890 y la de 2001 en
Argentina*

Por
Claudia Saporosi

Facultad de Ciencias Sociales y Económicas
Departamento de Economía
Documento de Trabajo N° 20

Octubre de 2007

“Paralelo entre la crisis de 1890 y la de 2001 en Argentina”

Lic. Claudia Saporosi

Resumen

En los últimos años, las crisis financieras más importantes en los países en desarrollo han sido la de México en 1994, la de los países del Este Asiático en 1997 y la de Rusia en 1998. La crisis argentina que comenzó a gestarse en 1998-99, se precipitó a fines del 2001 fue el último eslabón de esta cadena.

En particular, en este tipo de crisis, prevalecen fuertes desequilibrios en las cuentas públicas, elevados coeficientes de endeudamiento externo, desequilibrios del sector externo. Estos últimos debidos a problemas en el balance comercial, ocasionados por la caídas en los precios de exportación y rigidez en las importaciones. Por otro lado, los flujos de capitales de cartera a los mercados emergentes (especialmente hacia América Latina) se reducen repentinamente, mientras que se verifica una desaceleración en el crecimiento de la inversión extranjera directa hacia los países en desarrollo, ocasionando una pesada carga de deuda (característica básica de un país sobreendeudado).

Estas características son recurrentes en las dos crisis a analizar (1890 y 2001).

Abstract

In the last years, the most important financial crises in developing countries took place in Mexico in 1994, in Eastern Asian countries in 1997 and in Russia in 1998. The crisis that began to arise in Argentina in 1998-99, hastened in 2001 and was the last link of this chain. Excessive unbalances in public accounts, high external debt coefficients and unbalances in the foreign sector particularly prevail in this type of crisis. The latter caused due to problems in the commercial balance, arising from a fall in export prices and import stiffness. On the other hand, the capital flow to emergent markets (especially to Latin America) are suddenly reduced, while a deceleration in the growth of direct foreign investment to developing countries can be verified, causing high levels of debt (basic characteristic of over indebted countries).

These characteristics are recurrent in both crises to be analyzed (1890 and 2001).

PARALELO ENTRE LA CRISIS DE 1890 Y LA DEL 2001 EN ARGENTINA

Claudia A. Saporosi
Departamento de Economía
Universidad Católica Argentina

1.-CARACTERÍSTICAS BÁSICAS DE LAS CRISIS

1.1- MARCO TEÓRICO

1.1.1-Definición de crisis

Una crisis cambiaria se produce cuando, como consecuencia de un ataque especulativo contra la moneda de un país, tiene lugar una devaluación o una fuerte depreciación, o el Banco Central se ve obligado a defender la moneda vendiendo grandes cantidades de reservas o elevando notablemente las tasas de interés. Algunas crisis suelen desencadenarse tras un período de gasto excesivo y apreciación real de la moneda que debilita la cuenta corriente, y culmina en una devaluación. En otras palabras, a los inversionistas les preocupa la credibilidad del balance de una parte importante de la economía (sector público o privado) que, en un clima de mayor liberalización e integración de los mercados financieros y de capital, pueda desembocar rápidamente en presiones sobre el tipo de cambio.

Una **crisis bancaria** se produce cuando una quiebra o un pánico bancario real o potencial induce a los bancos a suspender la convertibilidad interna de sus pasivos u obliga al gobierno a intervenir para evitar esta situación, proporcionando a los bancos asistencia financiera a gran escala.

Una **crisis de deuda** tiene lugar cuando un prestatario no puede hacer frente a sus pagos o cuando los prestamistas creen que existe esa posibilidad y, por lo tanto, retiran los nuevos préstamos e intentan liquidar los existentes. Las crisis de deuda pueden asociarse a la deuda

comercial (privada) o soberana (pública). La percepción del riesgo de que el sector público pueda incumplir sus obligaciones de pago puede, probablemente, dar lugar a una fuerte caída de las entradas de capital privado y a una crisis cambiaria.

Por otro lado podemos decir que la mayoría de las **crisis financieras** tienen su origen en un desequilibrio económico o financiero insostenible (como un abultado déficit en cuenta corriente o alguna discordancia entre los activos y los pasivos de las empresas financieras o no financieras) que, a su vez, suele tener relación con un nivel de precios de los activos (normalmente acciones o bienes raíces) igualmente insostenible o con una sobrevaloración de la moneda.

Sin embargo las distinciones entre crisis no son tan claras porque todas estas categorías suelen superponerse unas a otras. Los desequilibrios de un sector tienden a reflejarse en elementos de vulnerabilidad en otros. Problemas persistentes de flujos pueden convertirse, en última instancia, en desequilibrios de saldos y los problemas de liquidez pueden rápidamente dar lugar a insolvencia. Además, en el momento en que se desencadena una crisis en un sector puede rápidamente transmitirse a otros por las interrelaciones del balance (como los bonos del Estado en poder de los bancos o los préstamos al sector empresarial que incurren en mora) y por la vulnerabilidad resultante de la caída de los precios de los activos (incluida la depreciación de la moneda).

1.1.2.- Características básicas que preceden a una crisis

Dada la integración mundial de los mercados financieros en los últimos años, importantes flujos de capital pueden cambiar de sentido con gran rapidez, lo cual reduce el tiempo con que cuentan los gobiernos para adoptar medidas necesarias (si los tienen) para anticiparse a la crisis.

Para definir una crisis monetaria la mayoría de los investigadores usan índices para evaluar las variaciones del tipo de cambio, de las reservas de divisas y, si es posible, de las tasas de interés a corto plazo.

Por lo tanto, la sobrevaluación del tipo de cambio real, el rápido aumento del crédito interno, la ampliación del crédito al sector público, un aumento de la proporción entre el dinero en sentido amplio y las reservas de divisas, un incremento de los índices de inflación interna, una disminución de los flujos de inversión extranjera directa y un aumento de las tasas de interés en los países industriales pueden constituir señales de advertencia de una crisis monetaria. Otros factores que tienen cierto respaldo empírico como indicadores anticipados, si bien menor, son la ampliación del déficit comercial, el aumento del déficit fiscal, el deterioro de las exportaciones y la desaceleración del crecimiento del Producto Bruto Interno real.

Otras variables no económicas a tener en cuenta:

- características estructurales de la economía de un país,
- desarrollo institucional,
- evolución del contexto político,
- expectativas de los agentes nacionales y extranjeros,
- el proceso de formulación de las políticas, insuficiencia de datos sobre las situaciones de crisis (riesgo).

En síntesis diferentes variables marcan una relación fuerte con la probabilidad de ocurrencia de una crisis financiera.

1.1.3.- Las características principales de las recientes crisis financieras

Existen diferencias significativas en el modo en que se gestaron y desarrollaron las crisis en cada uno de los países considerados, es útil plantear sus rasgos comunes más sobresalientes:

- Las crisis (excepto en Rusia y Argentina) estuvieron precedidas por *booms* que atrajeron significativos flujos de inversión y préstamos externos. Dichos flujos estuvieron asociados con déficit en la cuenta corriente de variada magnitud y elevados niveles de endeudamiento externo en relación con el PBI, especialmente en la Argentina .

Cuadro 1

Cuenta Corriente y endeudamiento externo antes de las crisis (en %)

País	Cuenta Corriente/PBI	Deuda externa/PBI	Deuda externa/exportaciones
México (1994)	-7	33	197
Tailandia (1996)	-8	59	151
Indonesia (1997)	-2	63	215
Rusia (1997)	0	30	124
Brasil (1998)	-4.3	31	410
Argentina (2001)	-1.7	52	456

Fuente: World Development Finance, World Bank.

- Excepto en Brasil, se produjeron fuertes caídas en el PBI, que se tradujeron en aumentos en las tasas de desempleo.

Cuadro 2

PBI real y desempleo durante la crisis

País	Año de crisis	Variación del PBI	Tasa de desempleo
México	1995	-6.2	6.2
Tailandia	1998	-10.2	3.4
Indonesia	1998	-13.1	7.0
Rusia	1998	-4.9	13.3
Brasil	1999	0.8	7.6
Argentina	2002	-10.9	19.7

Fuente: Internacional Financial Statistics, Internacional Monetary Fund y Ministerio de Economía de Argentina.

▪ En un contexto de apreciación real del tipo de cambio en los años previos, las crisis implicaron el colapso del sistema cambiario (fijo o cuasi-fijo en todos los casos analizados) y significativas devaluaciones (nominales y reales) de la moneda nacional.

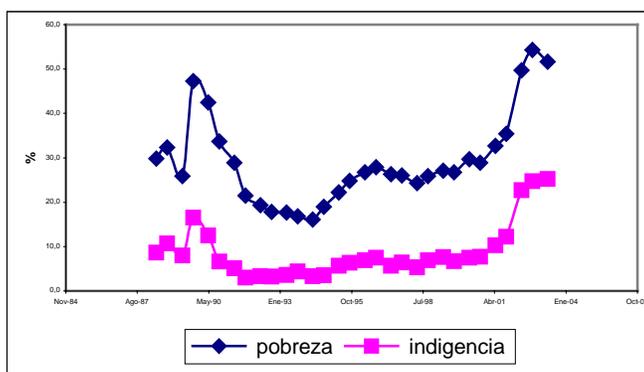
En comparación con los otros países bajo estudio, la reciente crisis argentina se destaca por:

- la inexistencia de un *boom* en los años anteriores a la crisis, caracterizadas por una prolongada y creciente recesión.
- La magnitud de la caída acumulada del PBI, que entre el segundo trimestre de 1998 y el segundo trimestre del 2002 alcanzó al 21%, un lamentable récord histórico.

Comparativamente, referido a la historia argentina, vale la pena tener presente que, siguiendo la misma metodología, en las crisis de 1980-82, 1995 y 2002 la caída acumulada del PBI fue de 11,3%, 7,2% y 28%, respectivamente. En la crisis de 1890, que casi precipitó la quiebra de la Baring House en Londres, la caída acumulada del PBI fue de 25%. (O'Connell, 2002).

Dicha caída vino acompañada de un fuerte aumento en los niveles de desempleo y, especialmente, de pobreza.

Gráfico 1
Personas bajo la línea de pobreza e indigencia



Ver tabla de datos en Anexo I

La salida de capitales externos (e internos) en Argentina fue un proceso gradual que se aceleró en el tramo final. De ahí que no sorprendiera a los inversores internacionales y domésticos mejor informados (aunque sí a los miles de ahorristas que dejaron sus depósitos en el sistema bancario hasta último momento), en contraste con lo que ocurrió en las crisis mexicana y asiática.

El Fondo Monetario Internacional prestó una fuerte asistencia financiera en el período previo pero no así durante la gestión de la crisis, una vez que se había declarado el *default* y modificado el régimen cambiario.

En los casos estudiados, el proceso de rápida recuperación fue impulsado por las políticas seguidas por las autoridades respectivas y facilitado por el contexto internacional que, en general, fue relativamente favorable. De todos modos, es aun temprano para decir que estos países han superado completamente los problemas que causaron la crisis.

1.1.4.- Los mercados internacionales de capitales

Las crisis analizadas han tenido lugar en el contexto de un mercado internacional de capitales que, con relación a décadas anteriores, se ha expandido en forma notable. Aunque la mayor parte de los fondos involucrados se invierten en los países industrializados, los países en desarrollo (y especialmente los países de ingresos medios) pasaron a absorber una parte significativa en los años '90.

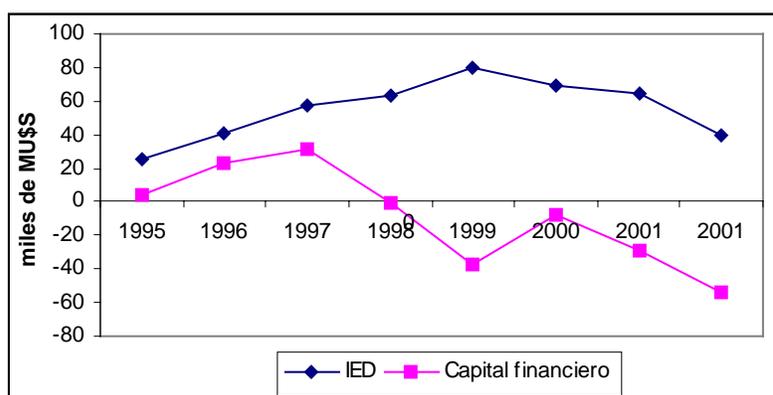
La evolución de los flujos financieros internacionales en los años '90 se ha caracterizado no únicamente por su tendencia creciente, sino también por su elevada volatilidad, particularmente en los mercados emergentes. Esto ha sido recurrente en los episodios de crisis en los países en desarrollo, en todos los tiempos. En los casos bajo estudio, suele

observarse, primero, un período previo de fuertes entradas de capital, que luego se revierten de manera masiva, desencadenando y/o agravando la crisis en el país afectado.

La salida de capitales se hace especialmente visible en el caso de las inversiones de portafolio (es decir, inversiones de corto plazo que no involucran el control de la operación) y en otros tipos de flujos financieros, ya que la Inversión Externa Directa (que implica el control de la empresa donde se hace la inversión y es generalmente de largo plazo), en general tiende a reaccionar con un rezago mayor frente a las fluctuaciones macroeconómicas. Más aún, en varios episodios de crisis se ha observado un aumento de los flujos de IED motivados por la posibilidad de adquirir empresas locales en dificultades financieras.

Como consecuencia de este episodio, y más aun a partir de la crisis rusa de agosto de 1998, los flujos de capitales de cartera hacia los mercados emergentes (en particular, a América Latina) se redujeron repentinamente, mientras que se verificó una desaceleración en el crecimiento de la IED en los países en desarrollo desde 1999 .

Gráfico 2
Flujo neto de capital hacia América Latina



Fuente: FMI

Asimismo, hay que tener presente que, a fines de 2000, concluyó el ciclo expansivo de la

economía norteamericana y la euforia de los mercados accionarios en los países industrializados. En el 2001 y 2002 las economías norteamericana y europea apenas crecieron, Japón siguió en recesión y se redujo en forma significativa el crecimiento del comercio mundial. En este contexto, los mercados accionarios y las inversiones de cartera se contrajeron. A la vez, quebrando la tendencia ascendente iniciada en 1991, se registra en 2001 una reducción del 50% en los flujos mundiales de IED.

1.1.5.- Las crisis en los países en desarrollo

Como consecuencia de la expansión y alto nivel de volatilidad de los mercados internacionales de capital, buena parte de los responsables de política en los países en desarrollo, así como muchos académicos, tanto en dichos países como en los más avanzados, tienden a enfatizar el comportamiento errático de los inversores internacionales como factores determinantes de las crisis. Dicho comportamiento oscilaría entre la euforia que lleva a invertir masivamente en los países emergentes y el pánico que produce reacciones “de manada” y un retiro generalizado de fondos cuando las perspectivas se oscurecen. Como consecuencia, tendería tanto a “sobrecalentar” las economías en los períodos pre-crisis como a agravar aún más las depresiones *a posteriori*.

Por un lado las políticas económicas difíciles de sostener y los desequilibrios estructurales son elementos centrales en el origen de las crisis cambiarias. En particular, este enfoque considera al régimen cambiario como uno de los componentes fundamentales de la política económica.

Consideremos, un ejemplo, un país con un régimen de tipo de cambio fijo cuyo gobierno incurre permanentemente en un déficit presupuestario que, debido a restricciones legales, no puede ser financiado por el Banco Central. En esta situación, si el gobierno no consigue

revertir dicho desequilibrio (en otras palabras, si el déficit es estructural), deberá recurrir permanentemente a la colocación de deuda pública (interna y/o externa) en el mercado de bonos. En la medida en que los tenedores de la deuda pública anticipan que, en ese escenario, el gobierno no podrá cancelar sus pasivos, comenzarán a desprenderse de los bonos domésticos para posicionarse en activos denominados en moneda extranjera.

En este contexto, la crisis cambiaria toma la forma de un ataque especulativo sobre el stock de reservas del Banco Central, en la medida en que los agentes anticipan que, de no mediar un cambio de la política económica que evite el agotamiento de dicho stock, la paridad cambiaria deberá ser abandonada. De esta manera, los desequilibrios fiscales contribuyen a aumentar la vulnerabilidad de los países a los ataques especulativos.

Estas consideraciones ayudan a comprender el rol de los desequilibrios estructurales como disparadores de las crisis cambiarias. Por ejemplo, un déficit de cuenta corriente, que mide el flujo de endeudamiento externo de una economía, puede colocar, de ser persistente, a un país en una posición vulnerable. En este escenario, un deterioro permanente de los términos del intercambio podría reducir significativamente la capacidad del sector privado y/o público de generar las divisas necesarias para pagar la deuda externa. En esa situación, la perspectiva de insolvencia del sector público o de un eventual rescate del sistema financiero generarían la inconsistencia de la política económica con el régimen de tipo de cambio fijo (y la consecuente crisis) a través de los mecanismos analizados anteriormente.

¿Bajo qué circunstancias resulta imposible de sostener un déficit de cuenta corriente? En principio los desequilibrios externos de una economía están íntimamente relacionados con la capacidad que tiene una economía de generar excedentes comerciales que provean las divisas necesarias para afrontar los servicios de la deuda externa. Por lo tanto, es posible afirmar que un deterioro de la competitividad doméstica en los mercados de exportación

(por ejemplo, cuando la moneda doméstica se aprecia con respecto a la de un importante socio comercial), aumentará la posibilidad de una crisis externa.

Con relación a lo anterior, la sustentabilidad de la cuenta corriente también depende del uso de los fondos prestados. Si el déficit financia inversiones en determinados sectores no transables de la economía (por ejemplo, el inmobiliario), ello no aumentará la capacidad futura de generar divisas para pagar la deuda. La situación es la inversa si los fondos se destinan para el financiamiento de sectores transables (o de no transables que mejoren la capacidad competitiva del país –por ejemplo, infraestructura-), siempre y cuando exista una adecuada supervisión de los proyectos de inversión de parte del sector financiero de la economía.

Existe *información asimétrica* en un mercado determinado cuando una parte (generalmente el vendedor) posee más información sobre el bien o servicio comercializado que la otra (el comprador).

La *selección adversa* ocurre cuando deudores de alto riesgo potencial son los que más buscan créditos, aún pagando altas tasas de interés y los acreedores conceden esos préstamos.

Por *riesgo moral* se alude a los riesgos excesivos que toman los agentes económicos en sus decisiones de inversión por no tener que hacerse cargo de todas las consecuencias de sus acciones (por ejemplo, si existen garantías implícitas).

Por otro lado, puede suceder que los inversores, que poseen información limitada, canalizan fondos hacia proyectos en los que hay altos rendimientos prometidos pero dudosa capacidad de repago (el problema de la selección adversa).

A su vez aparece también el problema del riesgo moral, que puede originarse, en primer lugar, en las acciones de los gobiernos locales que distorsionan la asignación de inversiones a través de mecanismos de tipo clientelístico.

Revisando la literatura existente observamos que hay numerosos indicadores de crisis, entre los que se encuentran:

- Reservas internacionales/PBI, crecimiento del PBI real, Cuenta corriente/PBI.
- Cambios en las reservas internacionales, crecimiento del crédito, déficit fiscal/PBI.
- Deuda pública/PBI.

O también indicadores clasificados por modelo de crisis:

Cuadro 3

<u>Modelo de crisis</u>	<u>Variables</u>
Modelo de primera generación	Déficit fiscal (% PBI) Crecimiento del gasto público <i>Excess</i> real M_1 balances / PBI
Modelo de segunda generación	Crecimiento de las exportaciones Crecimiento de PBI Sobrevaluación del tipo de cambio real Déficit en cuenta corriente
Modelo de tercera generación	M_2 / crecimiento de las reservas Crecimiento del multiplicador de M_2 M_2 / reservas Multiplicador de M_2
Deuda	Deuda externa / exportaciones
<i>Sudden Stop</i>	Tasa LIBOR nominal Crecimiento de la tasa LIBOR

2.- LA CRISIS DE 1890

2.1.- Descripción

Miguel Juárez Celman asumió la presidencia en 1886 habiendo heredado un país que parecía haber consolidado la tendencia hacia el progreso.

No obstante, existen ciertas debilidades tales como el crecimiento económico basado sustancialmente en las exportaciones y la excesiva dependencia respecto de un solo bien.

Por otra parte, Buenos Aires aún controlaba la emisión monetaria y al sistema financiero argentino a través del Banco de la Provincia de Buenos Aires (BPBA). En 1881, Roca había logrado sancionar la ley de unificación del signo monetario que implicó para Argentina un nuevo período de convertibilidad.

Al dictarse la Ley General de Monedas de 1881, con el objetivo de terminar con la llamada “anarquía monetaria”, se va perfilando la organización del sistema bancario y de la estructura monetaria determinándose un sistema en base al peso oro y al peso plata. Esa ley resulta clave tanto por su contenido como por el propósito que encierra, el de proporcionar al país un sistema monetario nacional.

Pero, en 1884, el gobierno se inclinó por el patrón oro. De esta forma e fines de 1883, organizada la convertibilidad del papel moneda en oro (un peso papel por un peso oro sellado), solo estaban autorizados a emitir el Provincia, el Nacional y tres bancos más.

Ford señala que había dos patrones monetarios: el papel moneda nacional que era usado para transacciones corrientes y el oro (o libra esterlina) que se usaba en las transacciones internacionales.

Este era el problema de la política monetaria argentina: ligar a ambos patrones a través de un cambio fijo. Me referiré posteriormente a los éxitos y fracasos de la convertibilidad.

Bajo el patrón oro es el balance de pagos el que determina la oferta monetaria.

Sin embargo, en 1884 hubo dificultades para obtener nuevos préstamos en el mercado de deuda, el déficit comercial provocó la exportación de metálico y cayeron las reservas de los bancos. Consecuentemente, en 1885 el gobierno nacional decretó la suspensión de la convertibilidad, y determinó que los billetes del Banco Nacional tendrían circulación forzosa en todo el territorio nacional, mientras los de las provincias la tendrían en sus respectivos distritos. Había fracasado un nuevo intento por dotar al país de una moneda única y poner mayor disciplina en las finanzas públicas provinciales.

Juárez Celman no solo tenía la idea de unificar el signo monetario sino también acelerar el progreso y extenderlo a todo el país.

La aparición de las casas Rothschild y la Baring otorgaron confianza suficiente a los ahorristas como para asegurar altas ganancias en lugares lejanos tales como Argentina, Sudáfrica y Australia. Por otro lado, este proceso se vió favorecido por la consistente caída de las tasas de interés en el mercado de Londres: en marzo de 1888 la *bank rate* era de 2.0% y la *market rate* de 1.5%.

Para Juárez Celman esta afluencia de capitales no podía ser desaprovechada (entre 1885 y 1890, la deuda externa nacional aumentó de 7.1 millones de pesos (M\$) oro a 128 millones de pesos(M\$) oro a los que se suman en ese año los 154.9 millones de pesos (M\$) oro de la deuda externa provincial).

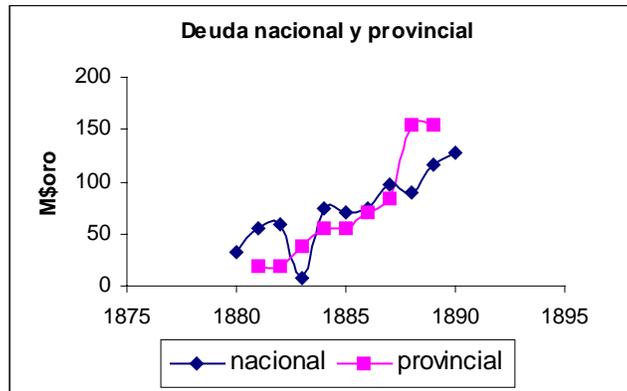
Cuadro 4
Deuda Nacional y Provincial

Año	1880	1881	1882	1883	1884	1885	1886	1887	1888	1889	1890
nacional	33	55,9	58,1	8,4	74,9	71,1	73,5	97	88,8	116,1	128,1
provincial		18,18	18,18	37,83	55,91	55,91	70,86	83,16	154,91	154,91	

M\$oro

Fuente: Cortes Conde (1989)

Gráfico 3
Deuda Nacional y Provincial



Ver datos de deuda nacional en Anexo II bis

De esta forma el gobierno nacional encaró un ambicioso plan de obras públicas y actuó mejorando la relación riesgo rentabilidad de los principales proyectos de inversión : ferrocarriles y tierra.

Juarez Celman impulsó la ley de Bancos Garantidos con el propósito de unificar la moneda nacional, al mismo tiempo que expandir el crédito y aumentar el circulante. De esta forma, los bancos comerciales que se acogieron a la legislación emitirían billetes exactamente iguales (solo se diferenciaban por el nombre del emisor) que debían ser respaldados por títulos de deuda del gobierno (fondos públicos). Estos fondos debían ser comprados con oro que el gobierno guardaría para amortizar deuda externa en el lapso de dos años. Esto motivó a las provincias a salir a buscar el financiamiento externo (oro) necesario para adquirir los fondos públicos e integrarse al nuevo régimen. Se contrataron empréstitos de aproximadamente 50 M\$oro.

En el período entre 1885 y 1899 cayeron varias instituciones bancarias, el Banco Nacional, el BPBA (que surgirá posteriormente en 1906) y los Bancos Nacionales Garantidos entre otros, por ende se regresó a la inconvertibilidad.

Por otra parte, la emisión puesta en marcha con el sistema de Bancos Garantidos se tradujo en una ola desenfrenada de compraventa de inmuebles, títulos y acciones. Sube el precio del oro, lo cual implicaba la depreciación del peso papel, con lo cual se deteriora el perfil de solvencia del Estado ya que los ingresos del gobierno se perciben en pesos papel y las obligaciones se pagan en pesos oro. Se largan más reservas al mercado para combatir estas subas, pero la especulación continúa y las reservas de oro desaparecen.

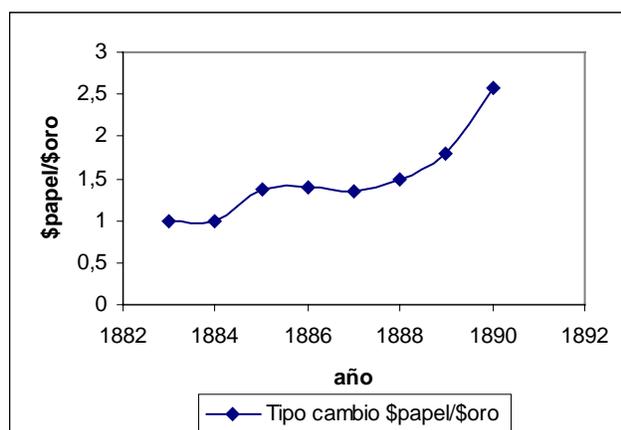
La gente no tenía confianza en la estabilidad del peso, temían un agotamiento de las reservas y mayores depreciaciones del peso papel, y se lanzó de lleno a la adquisición de oro. (El acceso al crédito propiciado por Juárez Celman sirvió para que la gente consiguiese los recursos necesarios para comprar oro en el mercado), por ende subió terriblemente la prima de oro en el mercado.

Cuadro 5
Tipo de cambio

año	1883	1884	1885	1886	1887	1888	1889	1890
Tipo de cambio \$papel/\$oro.	1	1	1,37	1,39	1,35	1,48	1,8	2,58

Fuente: Della Paollera. (2003)

Gráfico 4.
Tipo de cambio



Existía un sector de mayor influencia que no lo deseaba y el gobierno de Juárez Celman (1886) se esforzó muy poco por reanudar los pagos en metal durante 1887-88 (éstos hubiesen sido posibles gracias a la entrada de fondos nuevos).

Las condiciones institucionales eran inadecuadas dado que las pocas reservas y la escasa entrada de capitales no propiciaban una mejora del tipo de cambio como tampoco una política bancaria de carácter inducido porque en Argentina los controles monetarios eran débiles. Distinta era la posición de Australia y Nueva Zelandia donde los saldos en libras esterlinas constituían tanto las reservas de divisas del país como las reservas de encaje del sistema bancario. Es decir, si bajaban las reservas esto provocaba una política bancaria deflacionista.

En Argentina se prefirieron nuevas emisiones de pesos papel (depreciación) antes de afrontar una contracción crediticia.

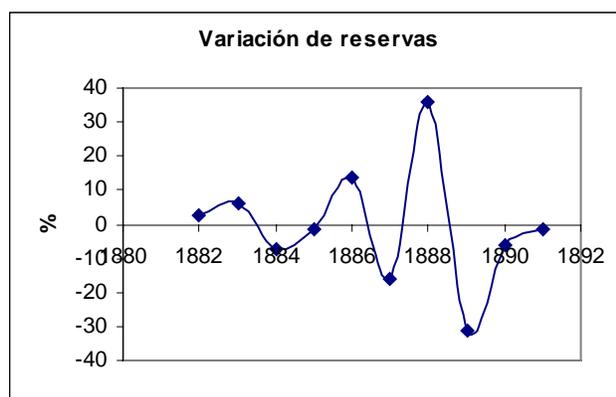
Para frenar la depreciación del peso papel, el gobierno decidió por primera vez en la Argentina, intervenir el mercado de cambios (flotación sucia).

Debe decirse que hasta 1889 el gobierno fue relativamente exitoso en su esfuerzo por sostener el cambio. Sin embargo la intervención no fue suficiente. El enorme aumento de la cantidad de dinero hizo suponer que el tipo de cambio estaba mantenido artificialmente bajo, y los particulares optaron por adquirir dinero externo ya que su experiencia pasada les hacía temer una futura depreciación.

La situación era la siguiente: por un lado los bancos creaban dinero con el oro que habían entregado al gobierno, y por otro el gobierno vendía ese oro a los particulares que lo compraban con el dinero creado. El banco obtuvo autorización para movilizar sus reservas, y se produjo una enorme expansión del crédito.

Como el público tenía expectativas de depreciación, se endeudaba en dinero papel, pagando la tasa de interés bancaria, compraba oro con esos pesos en la bolsa o en el banco y pagaba con un oro más caro la deuda en pesos más los intereses. Esto desembocó en un drenaje de reservas en oro y una escasez de pesos.

Gráfico 5
Variación de reservas metálicas



Fuente: Cortés Conde (1989)

Cuadro 6
Variación de reservas metálicas

Años	1882	1883	1884	1885	1886	1887	1888	1889	1890	1891
Variación de reservas Metálicas (%)	2.7	6.3	-7.22	-1.48	13.5	-15.8	35.7	-31.3	-5.85	-1.23

El gobierno culpó a la especulación por la fuerte salida de oro, por ello decidió el 14 de marzo la prohibición de negociarlo en la Bolsa. Pero la salida siguió.

El Banco continuaba convirtiendo a quien se lo pedía, por lo tanto continuaba el drenaje, y así la intención de mantener el tipo de cambio agravó el problema de escasez de reservas. Esto a su vez era percibido por el público que aumentaba su demanda de oro, lo depositaba en los bancos en cuentas especiales a oro, o lo enviaba fuera del país. También adquirían

bienes importados, que pensaba que eran más baratos, ya que se compraban con un tipo de cambio que se esperaba que pronto subiría. En esta situación los bancos deberían haber aumentado sus reservas, aumentando la tasa de interés y no renovando créditos, pero no fue lo que se hizo.

Si bien a principios de 1890 parecía haberse alcanzado cierta calma dados los rumores de un nuevo empréstito externo, al descubrirse que estos eran infundados estalló el pánico en Marzo y el precio del oro aumentó a 12.72 \$/papel. Juárez Celman dispuso un cambio ministerial colocando en la cartera de Hacienda a F. Uriburu, quien gozaba de prestigio tanto en el exterior como dentro del país, con esto provocó un *shock* de confianza (de corta duración).

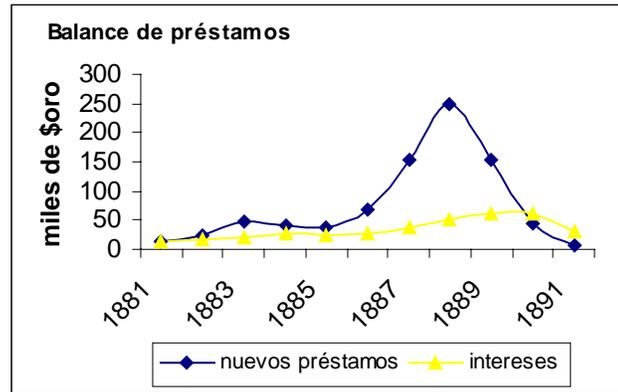
A inicios de 1890 el Banco Nacional y el BPBA empezaron a padecer un retiro de depósitos. Para evitar una corrida y la posterior quiebra, los bancos obtuvieron del gobierno un préstamo de 20 M\$/papel y la posibilidad de poner en circulación billetes que los bancos oficiales mantenían para canje o conversión pero que no estaban legalmente habilitados (emisión clandestina, sobre un total de 1200 M\$/papel de emisión bajo el régimen de Bancos Garantidos, solo 176 M\$/papel se efectuaron con la compra de bonos en oro).

La situación hace crisis en junio de 1890 cuando el Banco Nacional comunica a la Banca Baring la imposibilidad de pago de los servicios de la deuda.

La crisis de Baring se originó en la Argentina, pero se sintió en el resto del mundo comenzando por Londres. El crédito de Gran Bretaña había dominado el ingreso de capitales de la década de 1880.

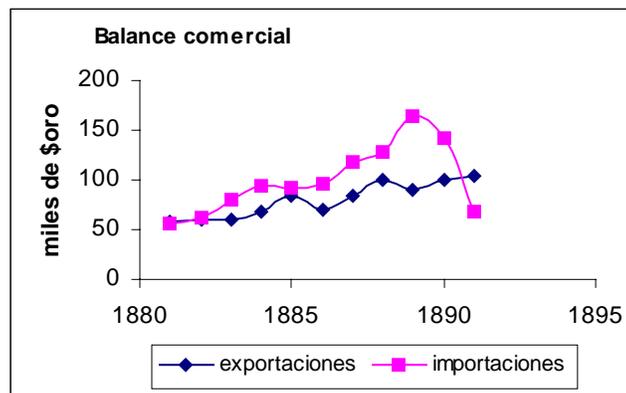
Los trabajos más importantes y conocidos tratan los aspectos externos, principalmente la evolución de la balanza de pagos, del comercio y de los préstamos del exterior.

Gráfico 6



Fuente: Williams.(1920)

Gráfico 7



Fuente: Williams.(1920)

Ver tabla de datos en Anexo II.

Algunos otros coinciden en la descripción de una generalizada fiebre especulativa que arrastró al gobierno, al público y a los inversores extranjeros y que, concluyó con la quiebra de los bancos y con la crisis.

La especulación produjo la depreciación de la moneda y tuvo consecuencias negativas sobre la vida comercial y en el sistema fiscal.

La depreciación del dinero habría resultado de la emisión inconvertible, de la especulación con oro, de las conductas irresponsables del gobierno y del comportamiento de los

prestamistas extranjeros que invertían en activos locales cuando los rendimientos eran altos y se retiraban cuando aparecía el primer signo de inseguridad.(Cortes Conde, 1989)

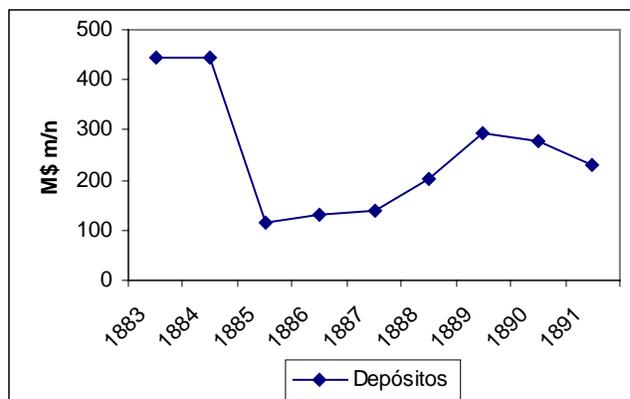
El problema se agravó aún más con la caída de los depósitos de los dos bancos principales. Las circunstancias llevaron al público a cambiar sus activos monetarios domésticos por externos. Repercutieron primero sobre las reservas metálicas de los bancos que, en 1889, cayeron drásticamente. Luego, afectaron las reservas en moneda fiduciaria. El público no se limitó a sustituir billetes por activos externos (oro) sino que hizo lo mismo con los depósitos.

Cuadro 7

Año	Depósitos metálicos y no metálicos . Banco Nacional y BPBA(en M\$ m/n)
1883	443,32
1884	444,57
1885	116,90
1886	130,00
1887	138,37
1888	201,03
1889	292,73
1890	276,97
1891	228,46

Fuente: Cortés Conde. (1989)
M/n: moneda nacional

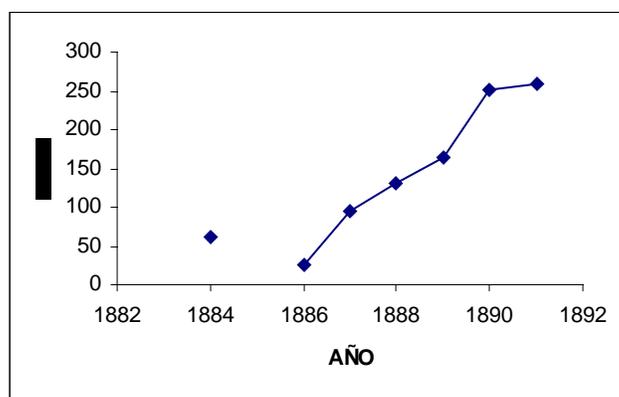
Gráfico 8



Fuente: Cortés Conde. (1989)
M/n: moneda nacional

No solamente compró oro con los billetes en su poder sino que pidió préstamos. Al conceder créditos, los bancos devolvían billetes a la circulación que nuevamente se cambiaban por oro. No sólo se agotaron las reservas metálicas sino que sufrieron una fuerte presión las reservas de billetes. Esto hace que la crisis no solo fuese cambiaria sino también bancaria.

Gráfico 9
Emisión monetaria



Fuente: Cortes Conde (1989).

Un año después, otro ministro de Hacienda, Emilio Hansen, decía que el estallido de la crisis se debía al fracaso de las medidas tendientes a evitar la depreciación del peso, y la necesidad de empréstitos cuando al mismo tiempo había caído el crédito argentino al exterior y, finalmente, la salida de capitales.

Ante lo insostenible de la situación, Juárez Celman renuncia envuelto en denuncias de corrupción y un intento fallido de revolución. El 7 de agosto de 1890 asume la presidencia Carlos Pellegrini.

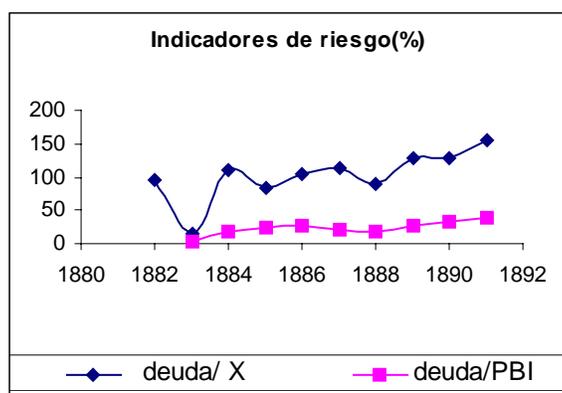
La evolución de los indicadores de riesgo “deuda/X” y “deuda /PBI” presentan la siguiente tendencia:

Cuadro 8
Evolución de los indicadores de riesgo

Año	1882	1883	1884	1885	1886	1887	1888	1889	1890
Deuda/X	0.962	0.139	1.101	0.847	1.053	1.149	0.887	1.288	1.271
Deuda/PBI	0.023	0.173	0.239	0.255	0.208	0.177	0.273	0.343	0.374

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Cortes Conde (1989), Williams(1920)

Gráfico 10



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Cortes Conde (1989), Williams(1920)

2.2.- Problemática en el mecanismo de ajuste del patrón oro

En 1880 la circulación interna bajo el patrón oro era de papel pero convertible en oro en la Caja de Conversión en un *ratio* fijo. Ninguna emisión de billetes podía realizarse si no entraba en la Caja de Conversión.

Cualquier balance activo o pasivo de transacciones corrientes que se da en un sistema de cambio estable tiende directamente a aumentar o disminuir el flujo total de ingresos monetarios dentro de un país dado.

Bajo el patrón oro (sistema de tipo de cambio fijo) es el balance de pagos el que en última instancia determina las existencias internas de moneda en cada uno de los países que se adhieren al sistema. Sin embargo es importante: el balance de pagos

tiende a afectar no solo las existencias de moneda, sino también el flujo de ingresos y, por lo tanto, de gastos.

El mecanismo de ajuste era el siguiente:

- Si aumentan las exportaciones, se produce un superávit que origina una entrada de divisas y como consecuencia aumentan los ingresos del país. Eso lleva a un aumento de las importaciones y por lo tanto tiende a desaparecer el superávit.
- Si caen las exportaciones se produce un déficit en cuenta corriente que provoca una salida de las divisas del país y como consecuencia disminuyen los ingresos del país y las importaciones también tienden a caer, lo que hace que desaparezca el déficit.

Cabe preguntarse en nuestro caso si las importaciones caen lo suficiente como para que desaparezca el déficit.

Es decir, existe un mecanismo de ajuste auto regulado que opera a través del ingreso y la demanda efectiva.

Este mecanismo tiene como base el mecanismo de ajuste de precio-especie de David Hume dado los desequilibrios en la entrada y salida de divisas de un país tendían a desaparecer a partir de los ajustes en los precios que restablecían los equilibrios. Lástima que esta explicación pierde efectividad dada la existencia de bancos y movimientos de capitales.

También cabe preguntarse: ¿Por qué existe un exceso de pagos en moneda extranjera con relación a los ingresos? ¿Por qué hubo un movimiento de oro hacia afuera, que origina un déficit o retraso en los pagos?

Las respuestas son muchas.

- Puede deberse a un aumento de las importaciones debido a un aumento de los ingresos, o a una disminución de las exportaciones debido a una mayor compra en el mercado interno.

También podemos plantearnos la existencia de políticas proteccionistas de los otros países que hacen que no haya mercado para nuestras exportaciones.

- Un aumento de las importaciones dado un aumento del ingreso debido a una inclinación hacia lo importado por cambio en los gustos, aranceles, precios, mejor calidad o mayor disponibilidad de bienes.
- Una disminución en los ingresos netos provenientes de préstamos extranjeros, implica esto una caída o una merma importante en el movimiento de capitales a las economías emergentes.
- Un aumento en los préstamos al extranjero, o un aumento en la salida de divisas en concepto de pago de la deuda.
- Una caída en los precios de exportación, que provoca una caída en la entrada de divisas.
- Una transferencia de depósitos bancarios de un centro internacional a otro, dada la gran movilidad de capitales, con un importante porcentaje de inversión en cartera.

Si se permite que la pérdida de oro afecte la disponibilidad interna de dinero (es decir sin tácticas compensatorias) entonces bajará la masa monetaria provocando un aumento en la tasa de interés y una caída en el crédito. Finalmente la caída en el ingreso disminuirá las importaciones. Esto constituye otra fuerza automática equilibrante. (En realidad la elasticidad precio de las importaciones debería ser

grande para efectuar el ajuste al bajar el crédito, provocando así una caída en el ingreso y una caída mucho mayor en las importaciones).

En el caso de economías donde el drenaje interno que puede surgir debido a un aumento de la demanda de liquidez debido al “pánico”, origina otra presión sobre las autoridades monetarias que pueden hacer lo siguiente:

Atraer oro desde el exterior (por ejemplo, bonos con tasas de interés altísimas). También se vería agravado el tema por el comportamiento de la inversión inducida. Llega un punto donde los capitales no entran más; es decir, el flujo de capitales tiene un techo.

Existen diferencias en la estructura y naturaleza de la economía de un país a otro que son cruciales para ver el éxito o fracaso del patrón oro (en la actualidad nos planteamos el tipo de cambio fijo con un ancla monetaria):

1. ¿Se trata de un país acreedor o un país deudor? Argentina se ha comportado siempre como país deudor.
2. ¿Un país industrial o uno productor de materias primas? Es fundamental la diferencia en la formación de los precios de exportación y en la dependencia de importaciones de bienes industriales. No hay participación o relevancia en la formación de precios.
3. El aumento del ingreso se debió: ¿A un aumento de la inversión extranjera? (esto lleva a un déficit en el balance de pagos), o ¿A un aumento en las exportaciones ¿ (esto lleva a un superávit en el balance de pagos).
- 4-El tamaño de la economía en relación a los mercados mundiales. En nuestro caso el tamaño de la economía es pequeño.

5-El tamaño de la propensión marginal a importar (cuanto más grande sea más rápido responderán las importaciones a las variaciones en el ingreso).

6-La estructura política y el sistema social.¿ Existe un grupo económico en particular que domina políticamente? (exportadores, terratenientes, rentistas, deudores) ¿Existe algún antecedente histórico de depreciación de la moneda? ¿Es un país que históricamente recurre a las devaluaciones para corregir los desajustes? Sí en nuestro caso.

8-Países o no productores de oro. (dólares).

Todas estas características deben ser tenidas en cuenta a la hora de analizar el éxito o fracaso de la convertibilidad.

Cabe preguntarse, entonces: ¿Cuáles fueron las causas del fracaso de la convertibilidad en el siglo XIX?

Algunos autores como Hansen sostienen que la excesiva emisión, especialmente la del Banco Nacional, fue la responsable.

William(1920) y Ford (1969) en cambio lo atribuyen al desequilibrio del balance de pagos, especialmente debido a los pesados servicios de la deuda exterior como causa determinante.

Para él los ciclos económicos en Argentina y sus manifestaciones monetarias eran el reflejo de los países del centro, principalmente Gran Bretaña, antes de la Primera Guerra Mundial. Cuando ese país entraba en la fase ascendente del ciclo, se producía una expansión del crédito bancario que financiaba tanto la inversión interior como los préstamos a los países periféricos, entre ellos la Argentina. Ambos factores contribuían a que el oro saliese de Gran Bretaña y aumentaban las tenencias de esos otros países como Argentina.

Pero cuando las reservas de oro en la isla llegaban a un punto considerado bajo, las autoridades del Banco de Inglaterra no se limitaban a esperar que actuasen solas las fuerzas automáticas del mercado en un sentido corrector, sino que provocaban deliberadamente el reajuste mediante la elevación de las tasas de interés. Esta medida frenaba la inversión interna, retenía capitales en Gran Bretaña y las compras británicas en el exterior decrecían (al disminuir el ingreso nacional como consecuencia de la menor inversión). Consiguientemente el oro volvía.

Sostiene Ford (1969) “ Un país prestamista siempre puede aliviar su balance de pagos disminuyendo sus préstamos al exterior, pero a un país prestatario o deudor le será difícil o aún imposible aliviar su balance de pagos solicitando más préstamos (mucho más si tiene antecedentes de depreciación monetaria)”.

Otros autores, al contrario de Williams (1920), sostienen que sí hubo emisión en este período, resultado de la expansión del crédito.

Como conclusión: la incidencia de un emisionismo vino a sumarse a los efectos de las transacciones con el exterior.

El déficit en las transacciones con el exterior se reflejaba en un drenaje de oro. Si esta reducción hubiese estado acompañada de una paralela disminución en el circulante, la conversión habría podido mantenerse. Pero como ocurrió todo lo contrario (expansión monetaria) no podía mantenerse la convertibilidad. Además el déficit en las cuentas de servicios mayor al déficit comercial.

Según Olarra Jiménez (1976) podemos agregar una tercer causa: La historia monetaria argentina no contribuyó para crear un clima de confianza en la estabilidad de la convertibilidad. Ante las primeras señales de alarma se puso en marcha la especulación.

Dice Ford: “Durante el siglo XIX la historia monetaria argentina no fue más que el melancólico relato de la sobreemisión de papel moneda, destinada generalmente a proporcionar fondos para el gobierno nacional a los gobiernos provinciales, siendo la máquina de imprimir la fuente favorita de ingresos de la administración”. ¿No volvió a suceder?. En la última crisis el emisionismo fue de bonos (deuda), no de billetes.

Agrega Ford,”...tampoco el papel moneda depreciado era visto por los terratenientes y exportadores, que formaban el grupo político dominante, con el acostumbrado honor europeo. En la Argentina, la estructura económica y política era tal que un papel moneda depreciado (en términos de oro) trasladaba la distribución de un ingreso real dado, en favor de esos intereses y en contra de los asalariados, tanto rurales como urbanos. La clase terrateniente aunque rica en tierras, había incurrido a menudo en deudas hipotecarias fijas en términos de pesos papel”. (lograban así una licuación de pasivos) ¿No sucedió lo mismo?

3.- LA CRISIS DE 2001

3.1.- Descripción

El análisis de la crisis argentina es extremadamente complejo por diferentes motivos fundamentales. En primer lugar, porque requiere explicar por qué ocurrió una crisis en un país que, durante gran parte de los años '90, fue ampliamente considerado por la comunidad internacional como un modelo exitoso de reformas en los países en desarrollo. Si bien en un marco de desempleo alto y problemas sociales irresueltos, el país alcanzó un crecimiento superior al promedio latinoamericano entre 1991 y 1998 (el PBI creció a una tasa anual de alrededor de 6% durante dicho período y el PBI per cápita en 1998 llegaba a 8.500 dólares (US\$), atrajo grandes volúmenes de inversión extranjera (tanto directa como

de cartera) y logró abatir la inflación, que se había convertido en endémica en las últimas décadas.

Cuadro 9

Evolución de la tasa de inflación anual (variación porcentual anual)

Año	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Inflación anual	171,7	24,9	10,6	4,2	3,4	0,2	0,5	0,9	-1,2	-0,9	-1,1	25,9	13,4

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

Cuadro 10

Indicadores de Inversión Directa en Argentina (en MU\$S)

Año	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
IED	4432	2793	3637	5610	6961	9161	7292	23986	10418	2166	715
Cuenta.Capital y financiera											
En MU\$S	9220	13568	12741	7224	12380	16818	18354	13669	8802	-5477	-12571

Fuente: Dirección Nacional de Cuentas Nacionales e Internacionales.

Gráfico 11

Inversión Directa en Argentina

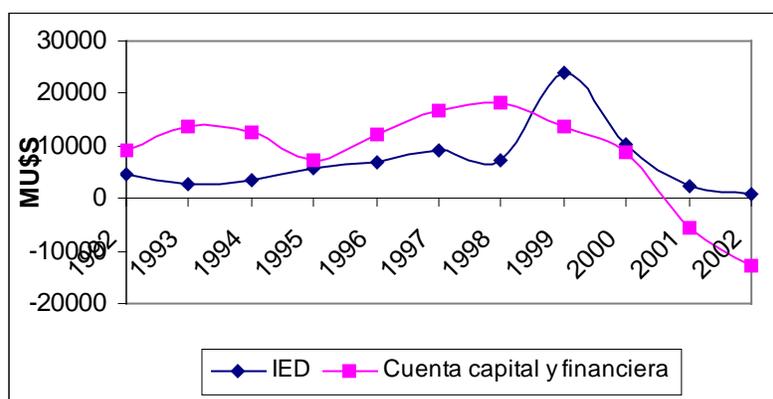
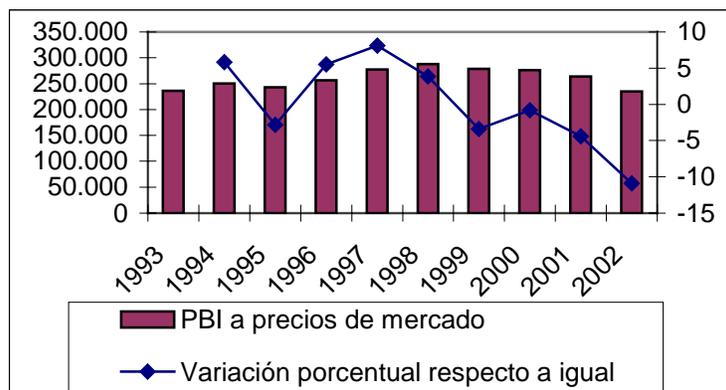


Gráfico 12
Evolución del PBI en (M\$ de 1993)



Fuente: INDEC

Por otro lado, porque el análisis debe dar cuenta de la severidad del colapso, tanto en el plano económico como también en el social e institucional. Tras un período de tres años de recesión iniciado a mediados de 1998, el PBI argentino disminuyó casi un 6.4% hasta el segundo trimestre de 2001. Los acontecimientos de los últimos meses de 2001, la devaluación, el *default* de la deuda externa pública y la pesificación asimétrica de los contratos, generaron una caída adicional superior al 14% del PBI hasta los primeros meses de 2002. Para ese año, se estima un PBI *per cápita* inferior a U\$S 3.000 y una caída del PBI del 11%. En tanto, la dinámica de la crisis hizo caer al gobierno elegido en 1999, llevó a que la primera administración de transición elegida para sucederlo durara sólo una semana y, más adelante, hizo que el gobierno provisional elegido a comienzos de 2001 debiera acortar su mandato en más de seis meses.

Una crisis semejante tiene múltiples causas económicas, y estas a su vez son incomprensibles sin hacer referencia a las peculiaridades del sistema político y a la precariedad del marco institucional en que se tomaron las decisiones económicas claves tanto en los años previos como durante la larga gestación de la crisis.

Los desequilibrios fiscales que llevaron a un alto nivel de endeudamiento-, la apreciación cambiaria y el papel de los shocks externos son elementos comunes en los diversos análisis del caso argentino.

Para algunos autores (Krueger, 2002. Mussa, 2002) la causa principal de la crisis se encuentra en los continuos desbalances de las cuentas públicas durante la Convertibilidad. La dinámica del endeudamiento resultante de la indisciplina fiscal se habría hecho imposible de sostener en un contexto de apreciación cambiaria y fuertes *shocks* externos negativos.

En contraste, otros trabajos centran su atención en el comportamiento de los flujos de capitales externos (Calvo, 2002). En particular, se enfatizan los problemas de ajuste de una economía con ciertas características (bajo grado de apertura -relación entre producción y absorción de transables-, considerables pasivos en dólares en sectores no transables –tanto del sector público como privado- y alta deuda pública inicial) frente a una “interrupción súbita” en el ingreso de capitales.

En el caso argentino, a partir de 1998 se combinan dos cosas. Por un lado, ante los *shocks* externos y la apreciación cambiaria, disminuyen las expectativas respecto de futuros aumentos de las exportaciones.

Por otro, se activa la restricción de financiamiento, la cual está condicionada por el nivel de la deuda externa inicial (la denominación de la deuda también importa por el efecto de una posible devaluación), el ingreso corriente y la proporción del ingreso nacional que se pueden apropiar los acreedores en caso de no-pago de la deuda.

En el caso argentino, los *shocks* que impactaron sobre la economía hicieron que las expectativas de ingreso permanente que tenían los agentes –incluyendo al gobierno- no se vieran convalidadas en la realidad. En este escenario, la capacidad de estos últimos para

cumplir con las obligaciones contractuales asumidas en el pasado se vió fuertemente afectada, llevando al desencadenamiento de la crisis.

Asimismo, la adopción de la Convertibilidad es considerada como un marco que sirvió para la recuperación de los contratos y la inversión, al restringir el margen de maniobra de la política monetaria y su potencial impacto negativo sobre la inflación.

Es importante considerar, con relación a este tema, que la Convertibilidad se transformó en una institución económica central en un país en el que la mayoría de las instituciones tienen **baja reputación y las reglas no se destacan por su cumplimiento.**

Por otra parte, el éxito inicial de la Convertibilidad en reducir la inflación y, posteriormente, en resistir el impacto negativo del efecto Tequila hizo cada vez más difícil y costosa (por el crecimiento de los contratos financieros en dólares, tanto del sector privado como del gobierno) una eventual salida ordenada de este régimen.

En igual sentido, la Convertibilidad puede ser interpretada como un contrato núcleo o principal el cual da origen a todos los restantes contratos de la economía.

El elemento distintivo de la economía argentina en el período 1991-2001 fue la Convertibilidad. En abril de 1991, con el objetivo de poner fin a una espiral hiperinflacionaria, se implementó un plan de estabilización basado en la Ley de Convertibilidad, que establecía una paridad cambiaria de \$1 por U\$S 1 y obligaba al Banco Central a respaldar el 80% de la base monetaria con divisas líquidas. La adopción de este sistema implicaba, por un lado, la obligación (como veremos, no verificada en la práctica) de mantener la solvencia fiscal intertemporal, consistente con el tipo de cambio fijo, y, por otro, imponía una severa limitación sobre la posibilidad de realizar una política monetaria activa.

El plan de estabilización y las reformas estructurales de los primeros años de la Convertibilidad (privatizaciones, apertura comercial y financiera, desregulación de mercados) impulsaron una fuerte reactivación, estimulada también por la expansión del crédito propiciada por la caída de la inflación.

Sin embargo, el crecimiento del PBI durante el período 1991-1994, que promedió 7,9% anual, se vió abruptamente interrumpido por la recesión de 1995, originada como consecuencia del contagio de la crisis mexicana de fines de 1994.

Es oportuno resaltar que el escenario internacional en el que transcurrió el denominado efecto Tequila (1995) fue muy distinto del vigente durante la crisis argentina que estallaría en diciembre de 2001. Como veremos, esta diferencia tuvo importantes consecuencias para el desarrollo y el desenlace de ambos episodios.

En primer lugar, el *shock* de 1995 fue de naturaleza esencialmente financiera y generó un problema de iliquidez con repercusiones de corto plazo derivadas de una súbita pérdida de confianza en la solidez del sistema bancario. Esta inestabilidad, que se manifestó tempranamente en una contracción de los depósitos y una fuga de capitales, impactó posteriormente en el PBI de ese año (que se reduciría un 2,8%) y motivó un profundo proceso de reestructuración y fortalecimiento del sistema financiero. En segundo lugar, las condiciones en los mercados de exportación, fueron altamente favorecidos (particularmente por Brasil, por dos motivos: en primer lugar, el aumento en la demanda de importaciones de ese país, impulsada por el crecimiento y estabilidad que supuso el lanzamiento del Plan Real a mediados de 1994, que implicó una mejora sustancial en el tipo de cambio real para las exportaciones argentinas. En segundo lugar, la unión aduanera (imperfecta) que se acordó en 1995 facilitó un mejor acceso al mercado brasileño. hicieron poco probable que

la Argentina llegara a sufrir el riesgo de insolvencia y contribuyeron a una rápida recuperación.

Por otra parte, dicha coyuntura facilitó la efectividad de la asistencia financiera aportada por el FMI en aquel episodio. (El 10 de marzo se anunció un acuerdo con el FMI). Este incluía la renovación y extensión de un convenio vigente, que generaría U\$S 2.400 millones. Simultáneamente, el Banco Mundial (BM) y el Banco Interamericano de Desarrollo comprometieron fondos por 2.600 MU\$S. Por otra parte, con el respaldo del BM, se decidió la emisión de bonos públicos por 2.000 MU\$S destinados a constituir un fondo fiduciario para recapitalizar el sistema financiero.

El hecho que esos fondos reforzaran los activos líquidos del sistema financiero detuvo el pánico que se había apoderado de los inversores, quienes percibieron que los bancos contaban con suficientes reservas para cumplir con las obligaciones contraídas.

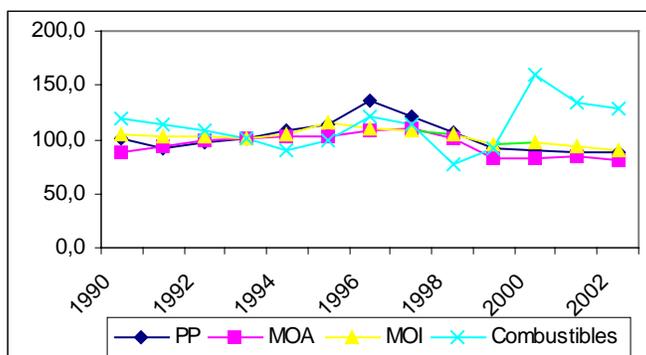
Estos factores contribuyeron a que, a finales de 1995, las reservas internacionales del Banco Central y los depósitos del sistema financiero registraran niveles superiores a los de finales del año anterior. Así comenzó un período de crecimiento cercano a un promedio anual de 7% del PBI, entre comienzos de 1996 y el primer semestre de 1998, a partir del cual comenzó la gestación de la crisis.

Los *shocks* externos sufridos por la economía argentina a partir de mediados de 1998 marcaron el comienzo de la crisis última. Como mencionamos anteriormente, es importante resaltar que estos *shocks* tuvieron distintas características y repercusiones que las observadas durante la crisis de 1995.

Mientras que la salida de capitales es una perturbación financiera común a ambos episodios, los *shocks* reales en la reciente crisis resultaron, a diferencia de lo ocurrido en 1995, negativos. En este sentido, la devaluación del real brasileño, la apreciación del dólar

y la caída en los precios de exportación y términos del intercambio hicieron que la rentabilidad del sector exportador cayera drásticamente y, por lo tanto, afectaron también su capacidad de generar divisas.

Gráfico 13
Evolución del índice de precios de las exportaciones

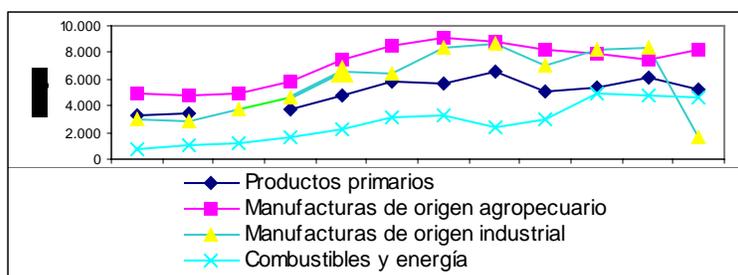


Fuente: INDEC

Ver tabla de datos en Anexo III

Como se puede observar en el siguiente gráfico, luego del crecimiento experimentado hasta 1998, las exportaciones se contraen en 1999. Como resultado de la mejora en los términos del intercambio, las exportaciones recuperan en 2000 el valor que tenían en 1998 pero se estancan en ese nivel en 2001. El pobre comportamiento exportador se va a transformar en una restricción fundamental en un país que, simultáneamente, enfrenta crecientes dificultades para acceder al mercado internacional de capitales después de la crisis rusa.

Gráfico 14
Valor de las exportaciones 1990-02



Fuente: Ministerio de Economía

Sin embargo, a pesar de su magnitud, varias de estas perturbaciones externas también fueron sufridas en mayor o menor medida por otros países latinoamericanos; en consecuencia, la evolución de la economía argentina a partir de 1999 debe ser explicada a partir de factores esencialmente internos.

Las reformas estructurales de la primera mitad de los años '90, la rápida salida de la crisis de 1995 y la fuerte recuperación iniciada en 1996 -en la que la inversión y las exportaciones habían tenido un papel clave- eran, a los ojos de los inversores y analistas, rasgos positivos de la evolución económica previa del país y sobre los cuales se basaban las expectativas de ingresos futuros. Asimismo, los altos requerimientos de capital y liquidez en el sistema bancario adoptados después de la crisis del Tequila y la significativa presencia de bancos extranjeros le daban una fortaleza inusual al sistema financiero argentino entre los países emergentes.

En contraste con estos activos, la economía argentina presentaba importantes debilidades que dificultaban la absorción de las perturbaciones externas.

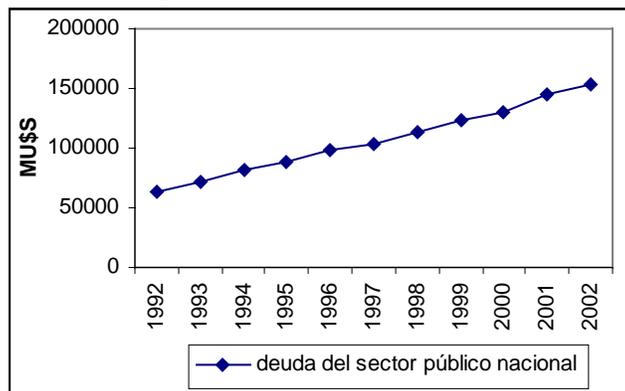
Entre ellas, primero, los escasos mecanismos de ajuste disponibles, dada la Convertibilidad, frente a una creciente apreciación del tipo de cambio. Segundo, la escasa disciplina fiscal del sector público. Tercero, el descontento de amplios sectores de la sociedad ante la evolución del desempleo, la distribución del ingreso y la pobreza durante la década del noventa. Por último, la falta de políticas de promoción de la competitividad de la producción y de las exportaciones, especialmente las de mayor valor agregado, más allá de la apuesta a favor del Mercosur.

En la Convertibilidad, el ajuste del tipo de cambio real efectivo (TCRE) no podía provenir, a diferencia de lo que ocurre

en un régimen de tipo de cambio flotante, de la modificación del tipo de cambio nominal, sino exclusivamente a través de cambios en el nivel relativo de los precios domésticos frente a los precios de los socios comerciales. De esta manera, la devaluación brasileña y la apreciación del dólar obligaron a la Argentina a ajustar el TCRE a través de una reducción de sus precios internos. (Cabe aclarar que en este período, la apreciación del dólar afectó directamente la competitividad de los exportadores argentinos, ya que la mayor parte de las exportaciones de Argentina no tiene como destino los Estados Unidos). El mayor vigor del dólar aumentó las presiones sobre el tipo de cambio real de Brasil hasta que finalmente en enero de 1999 Brasil optó por un sistema de flotación. Con la marcada devaluación del real, a Argentina le resultó mucho más difícil competir con las exportaciones brasileñas. La situación se agravó ante la caída en la demanda interna de Brasil. En los dos años posteriores a la devaluación del real, las exportaciones argentinas cayeron significativamente. El deterioro de los términos del intercambio se acompañó con una caída en los precios de exportación. Esto aumentó la carga de la deuda en relación con las exportaciones argentinas y deterioró el indicador “deuda/exportaciones”. Estos hechos afectaron la solvencia argentina.

Por otro lado, otra vulnerabilidad que evidenciaba la economía argentina era el deterioro de las cuentas públicas a lo largo de la década del noventa, contrariando los requerimientos de disciplina fiscal inherentes a la Convertibilidad. Los desequilibrios fiscales –en buena medida derivados de la reforma del sistema previsional instrumentada en 1994-, junto con la pobre capacidad de recaudación del sistema impositivo argentino, contribuyeron a explicar cierta proporción del incremento del endeudamiento (interno y externo) del sector público. Por otro lado, el reconocimiento de deudas (con proveedores del Estado, jubilados, etc.) también tuvo una incidencia no despreciable en el crecimiento de las obligaciones.

Gráfico 15
Evolución de la deuda del sector público nacional.



Fuente: Ministerio de Economía.

En lo que respecta al gasto público del gobierno federal, en el período 1993-2001 hubo un crecimiento del 29,7%, que es explicado en un 55% por el aumento en los intereses de la deuda externa, en un 30,4% por el aumento de las prestaciones de la seguridad social (como consecuencia del costo de transición de la reforma previsional) y en un 15% por el incremento de las transferencias corrientes hacia los gobiernos provinciales (debido, en parte, a cambios estructurales en las asignaciones presupuestarias entre Nación y Provincias en el período analizado). Un punto importante en la evolución del gasto remite a la influencia del ciclo político, dado que los años 1998-1999 fueron de gran actividad política y el presidente Menem estaba pretendiendo alcanzar una nueva reelección. Estos eventos coincidieron con un fuerte crecimiento del endeudamiento y del gasto público primario, tanto a nivel nacional como provincial.

Los desequilibrios de las cuentas públicas se reflejaron, como era de esperar, en los indicadores de endeudamiento externo. Como lo indica el cuadro presentado a continuación, la deuda externa argentina en relación al PBI era una de las más elevadas entre los países que sufrieron

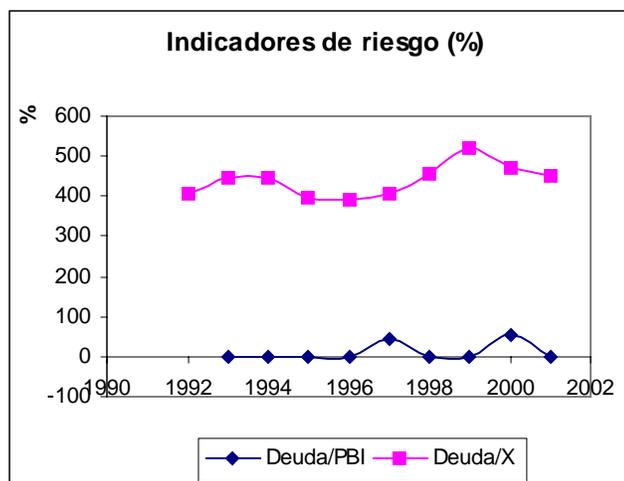
crisis. Al mismo tiempo, también era muy alta en relación con las exportaciones. En este escenario, las necesidades de financiamiento del sector público, sumadas a la declinación de la capacidad de la economía de generar divisas vía exportaciones, implicaban, a comienzos de 2000, la exigencia de implementar medidas que apuntaran no sólo a resolver el problema de la iliquidez de corto plazo sino también a garantizar la solvencia del sector público en el mediano y largo plazo.

Cuadro 11
Evolución de los indicadores de riesgo (%)

Año	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Deuda/PBI		30.6	34.3	40.7	43.1	45	49.3	52.2	53	52.9
Deuda/X	408	447	445	397	390	404	456	521	471	453

Elaboración propia en base a datos de la Comisión Económica para América Latina (CEPAL), INDEC.

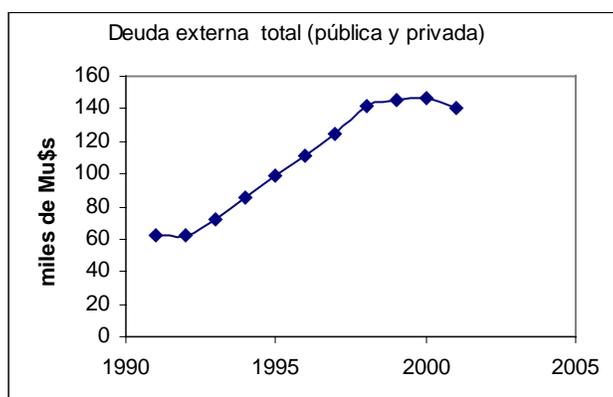
Gráfico 16
Evolución de los indicadores de riesgo



La elevada relación “deuda/exportaciones”, que aumentaba por la caída de las exportaciones y el hecho que los inversionistas puedan haber previsto que el valor del PBI en dólares, y por lo tanto los ingresos del gobierno, caerían en picada si se abandonaba el sistema de convertibilidad. Así los desequilibrios macroeconómicos se retroalimentaban. A medida que la probabilidad de devaluación aumentaba, los que deseaban obtener préstamos tenían que ofrecer pagar intereses más altos para compensar por el mayor riesgo. Por su parte, el alza de las tasas de interés contribuyó a aumentar el riesgo de incumplimiento, lo que llevó a aumentar aún más las tasas de interés, y así sucesivamente.

Finalmente, la combinación de la indisciplina fiscal con la adopción de regulaciones bancarias más estrictas luego de la crisis del Tequila tuvieron efectos indeseados. Así, desde 1998 en adelante, cuando los efectos del *shock* externo se comenzaban a sentir con intensidad, los cambios en la normativa contribuyeron a tensar el crédito al sector privado e introdujeron un sesgo a favor de la asignación de fondos al sector público, iniciando un proceso de desplazamiento (*crowding out*) del sector privado en materia de acceso al crédito.

Gráfico 17



Fuente: Ministerio de Economía

Ver tabla de datos en Anexo IV

Habiendo optado por continuar con la Convertibilidad, una institución central de la economía argentina que era valorada positivamente por la mayoría de la población, el gobierno de la Alianza liderado por Fernando de la Rúa (que asumió sus funciones a finales de 1999) tenía por delante la complicada tarea de situar a la economía en una senda de crecimiento. En ese intento, debía tratar de satisfacer tanto los requerimientos de los “mercados”, que dudaban de su fortaleza para reducir el déficit fiscal de forma de poder afrontar los compromisos externos, como los de una ciudadanía cada vez más insatisfecha por el legado de los años noventa.

Las nuevas autoridades tenían en claro que la reactivación de la actividad era una condición fundamental para asegurar la solvencia de la economía y mantener la confianza de los inversores domésticos y extranjeros .

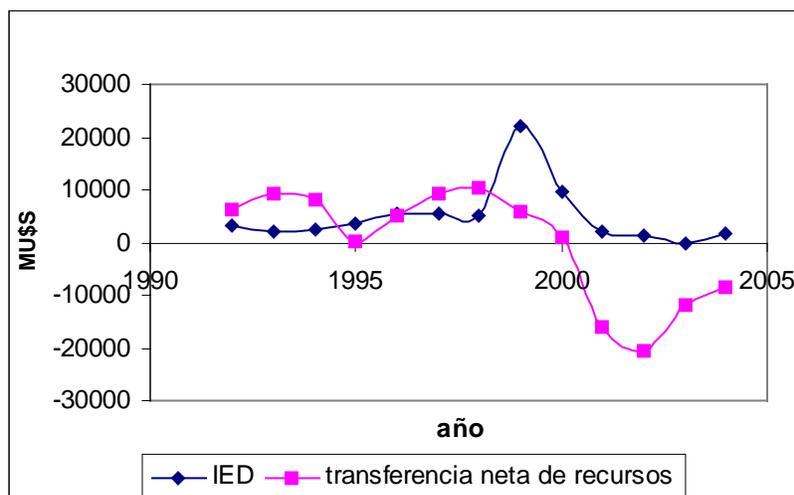
En este contexto, la estrategia del gobierno de la Alianza consistió en intentar la reactivación de la economía a través del mejoramiento de las cuentas públicas. Se esperaba que ello motivara una reducción en la prima de riesgo país que indujese un aumento en el nivel de inversión agregada.

En estas circunstancias el gobierno decidió el aumento de algunos impuestos, puso en marcha el llamado “compromiso federal” para tratar los problemas fiscales de las provincias y firmó un importante acuerdo con el FMI.

En este sentido, cabe destacar que, desde su asunción, el nuevo gobierno obtuvo un sustancial apoyo del FMI, el cual jugó un rol crecientemente fundamental para obtener el financiamiento externo que el mercado de capitales retaceaba como consecuencia tanto de factores externos -crisis rusa y brasileña, desaceleración del crecimiento mundial- como propios de la Argentina. La escasez de capitales externos fue severa durante 2000 y particularmente durante 2001.

La Argentina acordó un préstamo *stand-by* por 7.200 MU\$\$ en enero de 2000 y recibiría más desembolsos durante ese año y el siguiente.

Gráfico 18
Flujo de capitales externos hacia Argentina 1992-2001



Fuente: Ministerio de Economía.

De esta forma, el nuevo gobierno intentaba solucionar lo que parecía un problema de iliquidez en el corto plazo. En efecto, en aquel momento, a pesar de la adversa coyuntura externa, no existían significativas percepciones de insolvencia del sector público por dos motivos. El primero y fundamental giraba en torno a la posibilidad de que las medidas implementadas generaran la reactivación de la economía o que, por motivos exógenos, se revirtiera sustancialmente la coyuntura externa (por ejemplo, que mejorasen los precios internacionales de los productos que exporta Argentina, se devaluara el dólar frente al euro o se revaluara el real), lo cual hubiese facilitado el pago de deuda externa.

En segundo lugar, si ello no ocurría, las autoridades aún podían evitar la insolvencia intentando realizar el ajuste fiscal necesario que permitiera pagar las deudas contraídas. En esta instancia, el margen que tenía el gobierno para tomar este tipo de decisiones era

ciertamente acotado pero su chance dependía tanto de la magnitud del ajuste que se requiriera (sería menor en la medida en que no se profundizara la recesión) y también de la cohesión e imagen de liderazgo que transmitiera a la ciudadanía. En este sentido, es importante tener en cuenta que el margen de maniobra que tenía el Poder Ejecutivo era limitado en un escenario en que el Senado y las provincias eran controlados por la oposición y la ciudadanía estaba poco dispuesta a apoyar las tradicionales medidas de reducción del gasto público. Es importante resaltar que, en este contexto, el sistema político determinaba un equilibrio de fuerzas que dificultaba no sólo la efectiva resolución de los desequilibrios fiscales sino también, el diseño e implementación de las reformas estructurales que reclamaban los “mercados” y los organismos internacionales.

En efecto, en los primeros meses de gobierno de la Alianza quedó claro que el primero de esos eventos no se verificaba, al tiempo que surgían serias dudas sobre el segundo. En mayo, en un contexto en que la esperada reactivación de la economía no se concretaba, el gobierno redujo los salarios de los empleados públicos e impulsó reformas en la legislación laboral. La forma poco transparente en que esta reforma se aprobó en el Congreso erosionó el crédito que los votantes de la Alianza le habían concedido al gobierno. Estos sucesos repercutieron fuertemente sobre la propia coalición gubernamental y derivaron en la renuncia del Vicepresidente, en octubre de 2000.

El alza en el riesgo país que trajo aparejado este episodio puso en evidencia las dudas de los mercados acerca de la capacidad y coherencia del gobierno de la Alianza para cumplir con los compromisos acordados con el FMI en una economía que seguía estancada.

Sólo el préstamo que el gobierno logró con las instituciones internacionales y el gobierno de España (el llamado “blindaje”) le dio un breve respiro a Argentina en los mercados financieros internacionales. No obstante, el hecho de que la economía no se reactivaba,

junto con el incumplimiento de las metas fiscales acordadas con el FMI, reviven la incertidumbre y precipitan la renuncia del ministro de economía, José Luis Machinea, en marzo de 2001.

El Presidente opta por reemplazarlo por Ricardo López Murphy. Las medidas anunciadas por el nuevo ministro se enfocaron sobre las finanzas públicas. Al intentar reducir el gasto en ciertas partidas que ministros anteriores no habían llegado a disminuir (presupuesto universitario, subsidios a los combustibles de la Patagonia, etc.), se encontró con la oposición de buena parte de la opinión pública y de varios ministros del gobierno (que pronto renunciaron). Esta situación lo obligó a abandonar su cargo a dos semanas después de haber asumido. El fracaso de López Murphy en tratar de eliminar el desequilibrio fiscal a través de bajas en el gasto público puso de relieve que la tradicional receta ortodoxa no podía ser aplicada por un gobierno débil y lleno de contradicciones internas, en una sociedad tan politizada como la argentina. Después de este episodio, quedó claro que las posibilidades que tenía el gobierno para lograr un ajuste que asegurara la solvencia fiscal y evitara el *default* eran escasas.

De esta forma, el hecho de que no se verificara la reactivación de la actividad económica ni un importante ajuste fiscal transformó el problema de iliquidez inicial en uno de insolvencia en los primeros meses de 2001, con importantes consecuencias para el desarrollo posterior de la crisis. En el nuevo contexto se generalizó la pérdida de confianza de los inversores domésticos y extranjeros. Esto implicó que la asistencia financiera del FMI no tuviese efectividad en evitar la crisis, como quedaría expuesto en el transcurso de 2001.

La política económica que adoptó el nuevo ministro de economía, Domingo Cavallo, durante su gestión, puede ser interpretada como una sucesión de intentos para generar los

recursos (divisas) que permitieran evitar el *default* de la deuda. Esto ocurrió en un contexto en el que los posibles mecanismos de ajuste estaban claramente limitados, particularmente después de la experiencia de López Murphy. En una primera etapa, los esfuerzos se dirigieron a promover (a través de los denominados “planes de competitividad”) a los sectores transables recurriendo al uso de incentivos fiscales y de instrumentos de política comercial, que resultaron pobres paliativos para los problemas de falta de competitividad que enfrentaban dichos sectores. Posteriormente, los enfrentamientos con el Presidente del Banco Central por la política monetaria. (Estas disputas terminaron con la renuncia del Presidente del Banco Central en abril de 2001) Cavallo abogaba por una política monetaria más laxa mientras que el Central defendía las reglas vigentes por temor a debilitar la Convertibilidad. (El anuncio de la futura introducción del euro en la Convertibilidad tampoco fue bien recibido por los mercados) también desacreditaron a Cavallo frente a los inversores, a pesar del apoyo que consiguió del FMI.

Los resultados del mega-canje de la deuda externa realizado en junio de 2001 demostraron que los inversores creían que la solvencia del sector público era extremadamente frágil: exigieron elevados retornos para aceptar deuda de largo plazo (en compensación por el riesgo asumido en la operación) a cambio de una modesta reducción de la carga de la misma en el corto plazo. (El megacanje se realizó con el fin de trasladar los vencimientos de deuda de corto y de mediano plazo a períodos más alejados, entre los años 2002 y 2005). El canje de deuda logró aumentar casi por tres años la vida promedio de los bonos (los servicios de la deuda disminuyeron 16.050 M\$ hasta 2005), pero a costa de un rendimiento superior, y elevó el valor nominal de la deuda. De las ofertas aceptadas para el canje (29.500 M\$) se estimó que alrededor de 27% correspondió a acreedores externos. Si bien el megacanje permitió al gobierno “comprar tiempo” a la espera de una posible reactivación

del nivel de actividad, convalidó tasas de interés para la deuda pública que hacían su dinámica difícilmente sostenible.

Ante la imposibilidad de conseguir financiamiento externo, en julio de 2001, el gobierno redujo un 13% los salarios de los empleados públicos y jubilados y anunció la política del déficit cero, que consistía en mantener el gasto corriente (consumo, intereses, seguridad social y transferencias) en el nivel que determinase el ingreso corriente. Las medidas posteriores que intenta Cavallo para reestructurar la deuda y el apoyo a regañadientes que obtiene del FMI tampoco lograron modificar la apreciación de los mercados, reflejada en los indicadores de riesgo país, que alcanzaron valores récord.

En ese contexto, las regulaciones prudenciales del sistema financiero y la fuerte presencia de bancos extranjeros de poco sirvieron para impedir la caída de los depósitos (durante 2001 alcanzó el 22% respecto del total de comienzos de año), y evitar la fuga de capitales. Sin embargo, las expectativas de los agentes económicos no lograban levantar cabeza. El riesgo país crecía, se profundizaba la salida de capitales (drenando las reservas internacionales del BCRA).

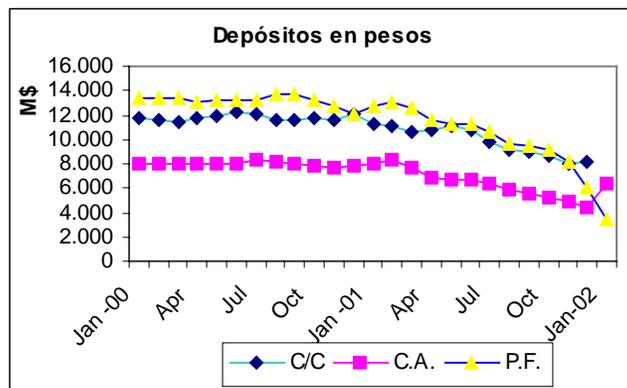
Cuadro 12
Evolución de las reservas internacionales

Año	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Reservas internac.BCRA	17.929	17.592	19.296	24.308	26.524	27.831	26.491	19.425

Fuente: BCRA. En MU\$S.

No tardó mucho tiempo hasta que la desconfianza del público se trasladó al sistema financiero, y uno de los ejemplos claros fue la caída de los depósitos privados.

Gráfico 19
Evolución de los depósitos en pesos



C/C: cuenta corriente; C.A.: Caja de Ahorro; P.F.: Plazo Fijo

Fuente: BCRA

Ver tabla de datos en Anexo V.

Al mismo tiempo, los adversos resultados de las elecciones parlamentarias en octubre pusieron en evidencia el profundo descontento popular frente a un gobierno que fracasó sistemáticamente en las medidas que propuso para evitar la crisis.

A principios de diciembre, la situación de notable desequilibrio en los mercados financieros (entre oferta y demanda de activos –depósitos, títulos públicos, divisas, etc.-) y en las cuentas del sector público, conjuntamente con la imposibilidad por parte del gobierno de conseguir una nueva oferta de financiamiento por parte del FMI (ya que las fuentes domésticas se habían prácticamente agotado) derivó en la imposición de restricciones a la disponibilidad de los depósitos (“corralito”).

Días después y en medio de una revuelta popular, cae el gobierno en ejercicio y, a comienzos de 2002, el nuevo gobierno de Adolfo Rodríguez Saá, designado por el Congreso, declara el *default* de la deuda pública externa con los acreedores privados. Dicho presidente renuncia después de casi una semana en su cargo, aduciendo la falta de apoyo político del resto de los gobernadores peronistas, y es reemplazado por Eduardo Duhalde.

El 1 de enero de 2002 asume el gobierno de transición encabezado por Duhalde. Las medidas económicas iniciales del nuevo gobierno comprendieron el abandono del régimen de Convertibilidad, la devaluación del peso y la pesificación de los contratos y obligaciones internas, así como de las tarifas de servicios públicos.

No es tema de este trabajo, analizar la salida de las crisis (1890 y 2001).

4.- CONCLUSIONES

Entre la crisis de 1890 y la de 2001 existen muchas similitudes, Ambas se originaron a partir de un *shock* externo, que determinó la merma de los flujos de capitales privados hacia la Argentina. Aunque los regímenes monetarios y cambiarios eran distintos, la flotación sucia de 1890 llevó a un masivo drenaje de reservas en oro, así como la desconfianza hacia el mantenimiento de la Convertibilidad y la mayor percepción de riesgo determinó que el BCRA perdiese más de un 50% de sus reservas en dólares. Por otra parte, durante los dos períodos bajo estudio el peso de la deuda pública resultó insostenible, mientras que el déficit fiscal asumió una trayectoria claramente creciente como consecuencia de :

- En 1890, la depreciación del peso papel, que incidía en una caída de los ingresos medidos en oro;
- En 2001 la recesión que comenzó en 1998, y que a medida que se profundizaba, ocasionaba un vacío cada vez mayor en los ingresos fiscales.

A continuación a modo de cuadro resumimos las características de ambas crisis:

Cuadro 13

Características de ambas crisis

	1890	2001
Nivel de PBI	boom	recesión
Tipo de cambio	Flotación sucia	Cambio fijo
Aumento del crédito al sector público	•	•
Disminución de flujos de inversión extranjera directa	•	•
Ampliación del déficit comercial	•	•
Aumento del déficit fiscal	•	•
Caída de los depósitos en los bancos	•	•

Es innegable entonces que la inestabilidad de los mercados internacionales de capital ha jugado un rol importante en ambas crisis. En un mundo caracterizado por la existencia de importantes fallas en los mercados financieros, agravado aún más en los países en desarrollo dada la precaria institucionalidad existente en estos últimos, los cambios en las expectativas de los inversores, generan movimientos masivos de ingreso/egreso de fondos a los países en desarrollo, que contribuyen a perfilar los ciclos de *boom*/crisis observados en la década pasada y a lo largo de la última década.

Es evidente que la crisis es siempre disparada y/o agravada por la salida masiva de los inversores.

En tanto los avances para reformar el funcionamiento del sistema financiero internacional y para disminuir la volatilidad de los flujos de capitales a los países en desarrollo han sido muy limitados, el debate acerca del control a las inversiones de cartera continúa. Sin embargo, surge con bastante claridad que el contar con adecuadas normas de supervisión bancaria es una condición *sine qua non* para moverse en dirección a una mayor apertura de la cuenta de capitales, aunque, como lo muestra la experiencia argentina, no necesariamente garantiza que no se produzcan las crisis.

Si bien no tiene que ver estrictamente con los temas financieros, un punto importante a tomar en cuenta para el análisis de las crisis es el impacto del escenario internacional por el

lado “real” de la economía. En particular, vimos, por ejemplo, cómo el deterioro de los términos de intercambio que sufrió la economía argentina desde 1999, contribuyeron a generar condiciones para el surgimiento de la crisis. Este tipo de impactos ilustra sobre los problemas que algunas economías emergentes, Argentina es un caso claro, sufren por su muy escasa diversificación exportadora, algo que sucedía de igual forma en 1890.

Como señalé antes, la apreciación cambiaria y la persistencia de déficit fuertes en la cuenta corriente aparecen como un factor unificador de todas las crisis bajo estudio.

En cuanto a la Argentina, la combinación de una moneda sobrevaluada con persistentes déficit fiscales y un endeudamiento externo creciente constituían también un escenario propicio para la misma, en un contexto político inestable, en el caso de 1890, con un desprestigio del gobierno pero en un momento de boom económico, en el caso de 2001, con un gobierno débil y tras una recesión de más de tres años.

Sin embargo, es necesario destacar que el esquema de la Convertibilidad era mucho más que un sistema de tipo de cambio fijo. En la práctica, la Convertibilidad era la base sobre la cual se ordenaba todo el sistema de contratos en el país, con lo cual la devaluación no sólo implicó un cambio de precios relativos sino un trastocamiento general de todo el ordenamiento contractual local.

Por otro lado, el grado de dolarización de la economía argentina, y en particular de su sistema bancario, resultaba inusitadamente alto. En este escenario, más allá de las regulaciones prudenciales que existían, estaba claro que una devaluación iba a afectar de manera general a todo el sistema financiero, más allá de la mayor o menor solidez de cada institución en particular.

Sobre estas bases, es posible comprender porqué el derrumbe del sistema de tipo de cambio

fijo en Argentina tuvo repercusiones muy severas sobre la economía (y sobre el funcionamiento de las instituciones) .

Por otro lado, un aspecto importante que distingue a la crisis argentina del 2001 a diferencia de la vivida en 1890, es que se trata de un derrumbe progresivo –caracterizado por una combinación de recesión y ajuste deflacionario-, que termina en un colapso, más que de un típico episodio de *boom* y *crash* con una recuperación relativamente rápida. Probablemente este alargamiento de la crisis se vincule con lo antes mencionado respecto del papel clave que jugaba la Convertibilidad en la economía argentina, la relativa (y más bien aparente) solidez del sistema financiero (o de una parte del mismo) y la resistencia que exhibió el régimen de tipo de cambio fijo.

Finalmente, si bien en todos los casos de crisis, hubo ruptura de contratos, en el último caso se afectaron los derechos de propiedad .

ANEXO I

Evolución de la indigencia , la pobreza y la desocupación en el GranBA desde 1988 en adelante. En porcentajes.

	hogares		personas		desocupación
	indigencia	pobreza	indigencia	pobreza	
May-88	5,5	22,5	8,6	29,8	6,3
Oct-88	7,0	24,1	10,7	32,3	5,7
May-89	5,9	19,7	8,0	25,9	7,6
Oct-89	11,6	38,2	16,5	47,3	7,0
May-90	8,7	33,6	12,5	42,5	8,6
Oct-90	4,6	25,3	6,6	33,7	6,0
May-91	3,6	21,9	5,1	28,9	6,3
Oct-91	2,2	16,2	3,0	21,5	5,3
May-92	2,3	15,1	3,3	19,3	6,7
Oct-92	2,5	13,5	3,2	17,8	6,7
May-93	2,9	13,6	3,6	17,7	10,6
Oct-93	3,2	13,0	4,4	16,8	9,6
May-94	2,6	11,9	3,3	16,1	11,1
Oct-94	3,0	14,2	3,5	19,0	13,1
May-95	4,3	16,3	5,7	22,2	20,2
Oct-95	4,4	18,2	6,3	24,8	17,4
May-96	5,1	19,6	6,9	26,7	18,0
Oct-96	5,5	20,1	7,5	27,9	18,8
May-97	4,1	18,8	5,7	26,3	17,0
Oct-97	5,0	19,0	6,4	26,0	14,3
May-98	4,0	17,7	5,3	24,3	14,1
Oct-98	4,5	18,2	6,9	25,9	13,3
May-99	5,4	19,1	7,6	27,1	15,6
Oct-99	4,8	18,9	6,7	26,7	14,4
May-00	5,3	21,1	7,5	29,7	16,0
Oct-00	5,6	20,8	7,7	28,9	14,7
May-01	7,4	23,5	10,3	32,7	17,2
Oct-01	8,3	25,5	12,2	35,4	19,0
May-02	16,0	37,7	22,7	49,7	22,0
Oct-02	16,9	42,3	24,7	54,3	18,8
1°sem03	20,4	42,7	27,7	54,0	19,1
2°sem03	15,1	36,5	20,5	47,8	15,4
1°sem04	12,1	33,5	17,0	44,3	14,6
2°sem04	10,7	29,8	15,0	40,2	12,6
1°sem05	9,7	28,8	13,8	38,9	12,5
2°sem05	8,4	24,7	12,2	33,8	10,6
1°sem06	8,0	23,1	11,2	31,4	10,9

Fuente: Encuesta Permanente de Hogares, INDEC.

ANEXO II

Evolución de la cuenta corriente y de la cuenta capital del Balance de Pagos

	balance de préstamos			balance comercial		
año	nuevos préstamos	intereses	balance	Exportaciones	Importaciones	balance
1881	14,975	11,967	2,108	57,938	55,706	2,232
1882	25,293	15,724	9,568	60,389	61,246	-857
1883	47,399	19,496	27,903	60,208	80,436	-20,228
1884	39,732	27,574	12,158	68,03	94,056	-26,026
1885	38,732	22,637	15,522	83,879	92,222	-8,343
1886	67,58	26,764	40,816	69,835	95,409	-25574
1887	153,498	37,305	116,193	84,422	117,352	-117268
1888	247,796	49,523	198,273	100,112	128,412	-28,3
1889	153,612	59,802	93,81	90,145	164,57	-74,425
1890	45,395	60,241	-14846	100,819	142,241	-41,422
1891	8,242	31,575	-23,333	103,219	67,208	36,011

Fuente: Williams, en miles \$ oro.

ANEXO II bis

Deuda pública externa

	año	1880	1881	1882	1883	1884	1885	1886	1887	1888	1889	1890	
Empréstitos ingleses		1824	5,7	5,3	5	4,4	4	3,5	3,5	2,6	2,1	1,6	
Empréstitos ingleses		1868	6,8	6,2	5,7	4,2	3,4	2,5	2,5	0,6	0		
Empréstitos ingleses	BA	1871	20,5	19,2	17,6	15,2	13,4	11,6	10,6	7,5	0		
Empréstitos ingleses	BA	1871		4,3	4,3	4,1	4	3,9	3,9	3,6	0		
Empréstitos ingleses	FFCC	1873		9	9,2	8,8	8,6	8,4	8,3	8	0		
Bonos tesorería			11,9*	12,2		11,9	11,7	11,5	11,6	11,2	2,9		
Fondos Públicos 12/1082				4,1*		3,9	3,8	3,7	3,7	3,5	0		
Empréstito Sal riachuelo		1884				4,0*	4	0	0	0	0		
Empréstito Obras Públicas						10*	9,9	20,2*	20,2	40,7	40,2	39,6	
Empréstito Obras Públicas								21,4*					
Bonos tesorería		1887							1	3,1	3,1	3	
Bonos tesorería		1887						2,1*					
Conv.Emp.6%											26,7	26,1	
Conv.Hard dollars											13,4	13,1	
Empréstito FCC Norte											19,8*	19,6	
Empréstito FCC Norte												14,9*	
<i>Funding Loan</i>													
Puerto Madero		1882											
O.Salubridad		1891											
B.Nac.(Aleman)		1887											
D.Int.(Londres)		1888											
Subtotal			33	44	54	0	60,9	71,1	53,3	73,5	88,8	96,3	113,2
Subtotal deuda nueva(*)			0	11,9	4,1	8,4	14	0	20,2	23,5	0	19,8	14,9
Total			33	55,9	58,1	8,4	74,9	71,1	73,5	97	88,8	116,1	128,1

Fuente: Ministerio de Hacienda 1880-1893. Cortes Conde (1989). FFCC: Ferrocarriles. En M\$oro.

ANEXO III

Indice de precios de las exportaciones de bienes (excepto combustibles)

Período	Nivel general	Productos primarios	Manufacturas agropecuario origen	Manufacturas origen industrial
1991	96.1	92.5	93.0	102.0
1992	99.8	96.7	98.3	103.4
1993	100.0	100.0	100.0	100.0
1994	102.9	108.3	102.2	104.5
1995	108.8	114.4	103.1	115.7
1996	115.9	135.8	108.6	109.2
1997	111.9	121.0	109.6	108.3
1998	100.3	105.6	101.0	104.8
1999	89.1	91.9	82.4	94.6
2000	98.0	90.7	82.7	97.7
2001	94.7	88.5	84.1	94.3

Fuente: INDEC

ANEXO IV

Deuda Externa Argentina

Año	Pública	Privada	Total
1991	52739	8598	61337
1992	50678	12295	62973
1993	53606	18819	72425
1994	61268	26257	87524
1995	67192	34271	101462
1996	74113	40310	114423
1997	74912	55052	129964
1998	83111	64523	147634
1999	84750	67813	152563
2000	84936	70079	155015
2001	87907	78365	166272
2002	91247	65501	156748
2003	105895	59150	165045
2004	115884	56889	172773

Fuente: Ministerio de Economía. En MU\$S.

ANEXO V

Evolución de los depósitos en pesos

	Depósitos en pesos		
	M\$		
	C/C	C.A.	P.F.
Jan -00	11.761	8.039	13.352
Feb	11.548	8.032	13.366
Mar	11.462	8.029	13.366
Apr	11.695	8.027	13.076
May	11.944	7.921	13.161
Jun	12.180	7.970	13.157
Jul	12.018	8.372	13.181
Aug	11.652	8.158	13.739
Sep	11.512	8.008	13.718
Oct	11.767	7.912	13.196
Nov	11.554	7.711	12.689
Dec	12.002	7.865	12.017
Jan -01	11.272	8.069	12.669
Feb	11.110	8.257	12.985
Mar	10.604	7.705	12.516
Apr	10.811	6.915	11.648
May	11.099	6.623	11.233
Jun	10.779	6.762	11.262
Jul	9.777	6.443	10.644
Aug	9.160	5.882	9.575
Sep	8.968	5.552	9.433
Oct	8.633	5.207	9.126
Nov	8.075	4.829	8.183
Dec	8.105	4.466	6.071
Jan-02		6.441	3.439

Fuente BCRA

ANEXO VI

DATOS DE CRISIS 2001

En miles de MU\$S

AÑO	PBI	Exportacion	Importación	Balance comercial	Cuenta Capital	Deuda externa	Servicio deuda
1992	222,2	15.4	19.3	-3,9	9,2	62,9	3,5
1993	236,5	16.2	21.9	-5,7	13,5	72,4	3,6
1994	250,3	19.3	27.2	-7,9	12,7	85,9	4,8
1995	243,2	24.9	26.0	-1,1	7,2	99,1	6,4
1996	256,6	28.3	30.1	-1,8	12,4	110,6	7,3
1997	277,4	30.9	37.3	-2,1	16,8	125	8,8
1998	288,1	31.1	38.6	-3,1	18,3	142	10,3
1999	278,4	27.8	32.7	-0,8	13,7	145,3	11,3
2000	276,2	31.1	33.0	1	6	146,6	12,4
2001	264	35.8	27.5	8,3	-5,5	144	13
2002	235,2	28.7	13.0	15,7	-12,4	134	9,9

Fuente: INDEC

INDICADORES DE RIESGO %				
AÑO	Deuda externa/PBI	Deuda externa/X	Servicio deuda/PBI	Servicio deuda/X
1992	27,4	407		23
1993	33,2	447	1,2	22,2
1994	38,2	445	1,9	24,8
1995	40,7	397	2,6	27,7
1996	42,5	390	2,8	27,7
1997	47,1	404	3,1	28,9
1998	51,1	456	3,5	34,5
1999	52,2	521	4	41,1
2000	53	471	4,5	38,1
2001	52,9	453	5	39,4
2002	130,3	468	9,7	34,7

Fuente: Elaboración propia en base a datos de CEPAL e INDEC.

ANEXO VII

DATOS DE CRISIS DE 1890

año	ipc	PBI precios constantes*	PBI precios corrientes	T.cambio(1)	PBI(\$oro)
1882	47	729	342,63		
1883	45	817	367,65	1	367,65
1884	47	927	431,796	1	431,8
1885	40	1018	407,2	1,37	297,23
1886	40	1000	400	1,39	287,77
1887	58	1101	626,8	1,35	464,29
1888	58	1278	741,24	1,48	500,84
1889	58	1321	766,18	1,8	425,66
1890	75	1286	964,5	2,58	373,84
1891	85	1217	1607,35	3,74	429,77
1892	75	1453	1419	3,29	431,31

Estimación del PBI estimada utilizando ponderadores de 1914 y producción industrial ajustado por productividad. millones de pesos de 1914. Cortes Conde(1989)

(1) \$ papel/ \$ oro. Della Paollera(2003)

ipc: índice de precios al consumidor.

año	Exportaciones(M\$oro)	Importaciones(M\$oro)	DEUDA(M\$oro)	deuda/ X
1882	60,4	61,2	58,1	0,962
1883	60,2	80,4	8,4	0,139
1884	68	94	74,9	1,101
1885	83,9	92,2	71,1	0,847
1886	69,8	95,4	73,5	1,053
1887	84,4	117,3	97	1,149
1888	100,1	128,4	88,8	0,887
1889	90,1	164,6	116,1	1,288
1890	100,8	142,3	128,1	1,271
1891	103,2	67,2	160,8	1,558

Fuente: Williams.

BIBLIOGRAFÍA

- Amado Adrián N., Cerro Ana María, Meloni Osvaldo. 2003 Currency crisis in Argentina. An empirical investigation. Universidad Nacional de Tucumán – Argentina.
- Bustelo, Pablo. 2001. Los orígenes de la crisis financiera de Argentina: una comparación con las crisis asiáticas. Boletín Económico de Información Comercial Española. n° 2715.
- Calvo, G; Izquierdo, A. 2002. "Sudden Stops, the Real Exchange Rate and Fiscal Sustainability: Argentina's Lessons", Inter-American Development Bank.
- Chudnovsky, Daniel; López, Andrés; Pupato, German (con la colaboración de Alejo Macaya). 2003. Las recientes crisis sistémicas en países emergentes: las peculiaridades del caso Argentino.
- Cortés Conde, Roberto. "Dinero, deuda y crisis. Evolución monetaria y fiscal en la Argentina 1862-1890". Editorial Sudamericana. 1989.
- International Monetary Fund. Debt sustainability in Low-Income Countries-towards a forward-looking Strategy. March 2003.
- della Parlera, Gerardo y Taylor, Alan. "Tensando el ancla". Fondo de Cultura económica. 2003.
- Eichengreen, Barry; Hausmann, Ricardo; Panizza, Ugo. Currency mismatches, debt intolerance and original sin: Why they are not the same and why it matters. NBER Working Paper No. 10036. October 2003
- Fanelli, José M. 2002. "Crecimiento, inestabilidad y crisis de la Convertibilidad en Argentina". Revista de la CEPAL 77.
- Ford, A.G. "El patrón oro: 1880-1914. Inglaterra y Argentina." Editorial del Instituto. 1966.
- Galiani, S; Heymann, D; Tommasi, M. 2002 " Missed Expectations: The Argentine Convertibility", Documento de Trabajo n° 55, Departamento de Economía, Universidad de San Andrés. Publicación en español: "Expectativas frustradas: el ciclo de la convertibilidad", Desarrollo Económico n° 169, vol. 43, abril-junio de 2003.

- Hansen, E. La moneda argentina. Estudio histórico. Barcelona-Buenos Aires, Ramón Sopena, 1916.
- Kaminsky Graciela; Lizondo, Saul, and Reinhart, Carmen. March 1998. Leading Indicators of Currency Crisis IMF. Working . Volume 45, Number 1.
- Krueger, Anne. 2002: "Crisis Prevention and Resolution: Lessons from Argentina, NBER, Conference on the Argentine Crisis.
- Dirección Nacional de Cuentas Internacionales. Ministerio de Economía .INDEC: La inversión extranjera directa en Argentina.1992-2002. Diciembre de 2003.
- Mussa, M. 2002. Argentina y el FMI: del Triunfo a la tragedia, Ed. Planeta, Buenos Aires.
- O'Connell, Arturo.2002."The recent crisis of the argentine economy: some elements and background". METU Conference, Ankara.
- Olarra Jimenez, Rafael. "Evolución monetaria argentina." Editorial Universitaria de Buenos Aires. 1976.
- Schenone, H. Osvaldo.2003.Déficit y convertibilidad en Argentina 1991-2001: inconsistencia asimétrica. Cuadernos de Economía. Vol.40. n°121.
- Williams, John. "Argentine International Trade under Inconvertible Paper Money. 1880-1914".Harvard University Press.1920



Pontificia Universidad Católica Argentina
“Santa María de los Buenos Aires”
Facultad de Ciencias Sociales y Económicas
Departamento de Economía

Ediciones Documentos de Trabajo:

- Nº 1: Millán Smitmans, Patricio, “*Panorama del Sector de Transportes en América Latina y Caribe*”, Noviembre de 2005.
- Nº 2: Dagnino Pastore, José María; Servente, Ángeles y Casares Bledel, Soledad, “*La Tendencia y las Fluctuaciones de la Economía Argentina*”, Diciembre de 2005.
- Nº 3: González Fraga, Javier A., “*La Visión del Hombre y del Mundo en John M. Keynes y en Raúl Prebisch*”, Marzo de 2006.
- Nº 4: Saporiti de Baldrich, Patricia A., “*Turismo y Desarrollo Económico*”, Abril de 2006
- Nº 5: Kyska, Helga, y Marengo, Fernando, “*Efectos de la Devaluación sobre los Patrimonios Sectoriales de la Economía Argentina*”, Mayo de 2006
- Nº 6: Ciocchini, Francisco, “*Search Theory and Unemployment*”, Junio de 2006
- Nº 7: Ciocchini, Francisco, “*Dynamic Panel Data. A Brief Survey of Estimation Methods*”, Junio de 2006.
- Nº 8: Molteni, Gabriel, “*Desempleo y Políticas del Mercado Laboral. Análisis internacional de políticas públicas: Algunos casos exitosos*”, Julio de 2006.
- Nº 9: Gentico, Fernando, “*Duración de los Sistemas de Tipo de Cambio: Bretton Woods, un punto de inflexión*”, Agosto de 2006.
- Nº 10: O’Connor, Ernesto, “*Algunas Consideraciones acerca de la Eficiencia del IVA en la Argentina*”, Septiembre de 2006.
- Nº 11: Millán Smitmans, Patricio, “*Modernización del Estado e Indicadores de Desempeño del Sector Público*”, Octubre de 2006.
- Nº 12: Resico, Marcelo, “*Las Reformas Económicas y la Modernización del Estado*”, Noviembre de 2006.
- Nº 13: Díaz, Cecilia, “*Universidades Indianas del Período Colonial*”, Noviembre de 2006.
- Nº 14: Dagnino Pastore, José M., “*Los Efectos Económicos de la Promoción Regional*”, Marzo de 2007.
- Nº 15: Valsecchi, Francisco, “*La Reconstrucción de la Ciencia Económica sobre el Fundamento Ético-Cristiano*”. “*El Sentido de la Escuela de Economía de la Universidad Católica Argentina*”. Prólogo de Patricio Millán, Junio de 2007.

- Nº 16: Ciocchini, Francisco y Molteni, Gabriel, “*Medidas alternativas de la pobreza en el Gran Buenos Aires 1995-2006*”, Julio de 2007
- Nº 17: Sabater, Javier , “ *El financiamiento de la Educación Superior. Propuestas para Argentina*”, Julio de 2007
- Nº 18: Rodríguez Penelas, Horacio, “*Aportes del Cardenal Wyszyński en la gestación de Laborem Exercens. El tema de la espiritualidad del trabajo*”, Agosto de 2007
- Nº 19: Giordano, Osvaldo, “*La Reforma de los seguros sociales en la Argentina*”, Septiembre de 2007