

Trabajo Final de Graduación
Maestría en Finanzas UTDT

Año Académico 2017

Alumno: Clara María Bulgheroni

Sin deuda no hay paraíso.

*Gestión de deuda pública, macroeconomía y crisis en América
Latina*

Tutor: Germán D. Fermo

Abstract

Las carteras de deuda con altos riesgos fueron factores muy importantes para inducir o propagar crisis económicas. No obstante, y de manera paralela, la emisión de deuda pública de alto riesgo es el resultado de políticas económicas inapropiadas que, una vez implementadas, se retroalimentan con las características de endeudamiento, aumentando la vulnerabilidad externa del país. A través de una revisión y análisis históricos de las crisis financieras de deuda en América Latina desde la década del '80 a la fecha, este trabajo identificará aquellos principales factores que llevaron al desarrollo de las crisis haciendo foco en la gestión de la deuda pública a nivel nacional y las políticas macroeconómicas implementadas. A través de este análisis, se puede concluir que la interacción entre el flujo de capitales externos, la política cambiaria y la cartera de deuda, junto a la situación fiscal del sector público, definen el nivel de vulnerabilidad externa de los Estados.

Índice

Capítulo I: De la deuda y otras hierbas - Introducción	4
Capítulo II: No habrá mal que dure 100 años, pero sí que dure 10 – La década perdida	7
1. Contexto internacional.....	7
2. América Latina: macroeconomía y endeudamiento	11
3. Desarrollo de la crisis	27
Capítulo III: La embriaguez no crea vicios, sólo los pone en evidencia – El efecto tequila, el efecto vodka y la crisis argentina	32
1. Contexto internacional.....	32
2. América Latina: macroeconomía y endeudamiento	35
3. Desarrollo de la crisis	51
Capítulo IV: Entre el cielo y el infierno – Impacto de la crisis 2008 en las economías emergentes	59
1. Contexto internacional.....	59
2. América Latina: macroeconomía y endeudamiento	64
3. Desarrollo de la crisis	76
Capítulo V: ¿El regreso del hijo pródigo? – Conclusiones y lecciones de casi 40 años de historia de deuda	85
Bibliografía	91

Capítulo I: De la deuda y otras hierbas - Introducción

Para comprender la relevancia del presente trabajo, resulta importante primero enumerar ciertas cuestiones básicas y teóricas del sector público. En este sentido, cabe destacar que un Estado lleva adelante políticas macroeconómicas, con el objetivo de lograr el desarrollo de la sociedad, que determinan e impactan en variables tales como el tipo de cambio del país, la tasa de interés de financiamiento local, la necesidad de fondos público, entre otros. Para ser un Estado funcional y lograr sus objetivos económicos, éste necesita de algún tipo de financiamiento, siendo una opción la toma de deuda. Generalmente, la deuda pública es uno de los principales ingresos del Estado, después de la recolección de impuestos. La regla de oro de las finanzas públicas es que los gobiernos sólo deben tomar deuda con el objetivo de financiar la inversión pública¹, ya sea para inversiones de largo plazo – tales como el desarrollo de infraestructura –, para cubrir el gasto público operativo (asistencia social, subsidios, etc.) o para refinanciar la deuda existente. No obstante, existen otros objetivos. La deuda pública puede ser un instrumento de política monetaria, de desarrollo del mercado de capitales local, e incluso sirve para establecer un índice confiable del costo de financiamiento local².

Si bien es necesario y eficiente para un Estado tomar deuda, ésta presenta riesgos inherentes para el que la toma – sea un Estado o un privado – y, dependiendo de sus características, generan una posición de vulnerabilidad frente a shocks externos e internos. De esta manera, el Fondo Monetario Internacional (FMI) sostiene, en sus recomendaciones para la gestión de deuda pública³, que todo gobierno debe decidir, evaluando los costos y riesgos, qué características tendrá la emisión de deuda. Éstas características están dadas, entre otras variables, por monto de la emisión, vencimiento, moneda de emisión, tasa de interés, y se ven afectadas e influenciadas justamente por el programa macroeconómico que se lleve adelante, aumentando o disminuyendo los riesgos inherentes de la deuda. Según el FMI estos riesgos son:

- Riesgo de mercado: que las variables de mercado cambien como consecuencia de algún tipo de shock local o internacional.
- Riesgo de tasa de interés: que aumente el costo de la deuda por el aumento de la tasa de interés de referencia. La utilizada de manera más habitual como tasa de referencia es la de las letras del Tesoro de Estados Unidos, pero existen otras opciones dependiendo del emisor. Este riesgo afecta a la emisión de deuda nueva, al refinanciamiento de deuda a tasa fija y a la deuda existente y nueva con tasa de interés variable.

¹ Greiner, Alfred (2015).

² Binato Villela Pedras, Guilherme (2010).

³ The World Bank & International Monetary Fund (2014).

-
- Riesgo cambiario: que aumente el costo de la deuda por variaciones en el tipo de cambio. Afecta a la deuda denominada en moneda extranjera o que se indexa según las variaciones de tipo de cambio.
 - Riesgo de refinanciamiento (*roll-over risk*): que la deuda se deba refinanciar a costos inusualmente altos o que directamente no sea posible hacerlo. Si bien en el primer caso se podría incluir dentro de los riesgos de tasa de interés o tipo de cambio, suele tratarse por separado ya que la imposibilidad de refinanciar la deuda puede generar crisis económicas.
 - Vencimiento: si bien la duración de la deuda o *maturity* no es en sí una variable de riesgo, la deuda de corto plazo suele ser más vulnerable a los riesgos anteriores que la de largo plazo.

Teniendo en cuenta lo anterior, y como sostienen Currie et al (2003) en su trabajo para el Banco Mundial⁴, las carteras de deuda con altos riesgos fueron factores muy importantes para inducir o propagar crisis económicas. No obstante, y de manera paralela, la emisión de deuda pública de alto riesgo es el resultado de políticas económicas inapropiadas que, una vez implementadas, se retroalimentan con las características de endeudamiento, aumentando la vulnerabilidad del país a shocks externos e internos. El presente trabajo consiste en un análisis histórico de las crisis financieras de deuda en América Latina desde la década del '80 a la fecha, con el objetivo de identificar cómo la combinación de la gestión de deuda pública y los diferentes programas macroeconómicos implementados generó mayor o menor exposición de los países de la región a shocks financieros. Dado que, como sostiene Ocampo (2014), el problema de la deuda es un problema de desarrollo y, en la historia de América Latina, las crisis financieras, y sobre todos las relacionadas con deuda, fueron una constante, resulta importante tener una mayor comprensión sobre el tema.

La estructura del trabajo está definida por los diferentes períodos históricos que se cubren: el siguiente capítulo desarrolla la década que se conoció en la literatura como la “década perdida” (1980-1990), un fenómeno que golpeó casi simultáneamente a toda la región y que se caracterizó por una serie de eventos negativos en el nivel internacional, una extraordinaria acumulación de deuda externa pública y programas económicos locales que generaron procesos inflacionarios. El tercer capítulo cubre la década que va desde 1990-2002 en la que, a diferencia del período anterior, las crisis de deuda no se dieron en forma simultánea, sino que tuvieron un “efecto dominó”, registrándose primero en México, luego en Brasil (a partir de la crisis asiática y rusa) y finalmente en Argentina. Si bien durante los primeros años la región disfrutó de estabilidad financiera y política, e incluso crecimiento económico, nuevamente la dinámica entre el endeudamiento público y las políticas macroeconómicas locales, potenciaron la vulnerabilidad externa de la región. El capítulo 4 abarca la crisis desatada por el estallido de la burbuja inmobiliaria en Estados Unidos, sin embargo, a diferencia de los períodos anteriores, la región no registró un impacto desestabilizador. Aquí se analizan qué cambios abordaron los países de América Latina, en relación a la gestión de la deuda pública y la política económica, que les permitió manejar de manera positiva la peor crisis mundial desde 1930.

⁴ Currie, Elizabeth; et al (2003).

Cada capítulo cuenta con tres grandes secciones. La primera se enfoca en el contexto internacional durante cada período, haciendo énfasis en la política monetaria de la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) – cuyas decisiones sobre la tasa de interés tiene un impacto directo en el costo de financiamiento de las economías emergentes –, las curvas de yield de la región y el comportamiento de los *commodities*, cuya exportación es generalmente el principal ingreso de divisas a la región.

Tomando los casos de Argentina y Brasil a modo ilustrativo, la segunda sección describe los programas macroeconómicos implementados en los diferentes períodos, así como las características de endeudamiento, para tener una mayor comprensión de cómo se interrelacionan y definen la vulnerabilidad externa de estos países. Finalmente, la última sección de los capítulos relata la sucesión de eventos que conformaron la crisis y las reacciones internacionales y locales a la misma.

En el capítulo 5 se enumeran y detallan las lecciones aprendidas en 40 años de historia y realiza un breve análisis de la situación actual de Argentina. En una primera instancia, con la vuelta del país a los mercados financieros internacionales, parecería que el gobierno se dirige en la dirección de cometer los mismos errores que sus antecesores: priorizar los resultados de corto plazo a costa de una sustentabilidad financiera y económica a futuro.

Capítulo II: No habrá mal que dure 100 años, pero sí que dure 10 – La década perdida

Se podría decir que la crisis de deuda de 1980, la cual se diseminó por toda la región de América Latina, y sus consecuencias posteriores reflejan los comienzos de la era de la globalización, en la que la interdependencia entre los países genera un “efecto contagio” de fenómenos económicos, políticos y sociales. La “década perdida” golpeó, aunque de manera desigual, a toda la región, teniendo impactos negativos, no sólo locales, sino también en el mercado financiero internacional.

1. Contexto internacional

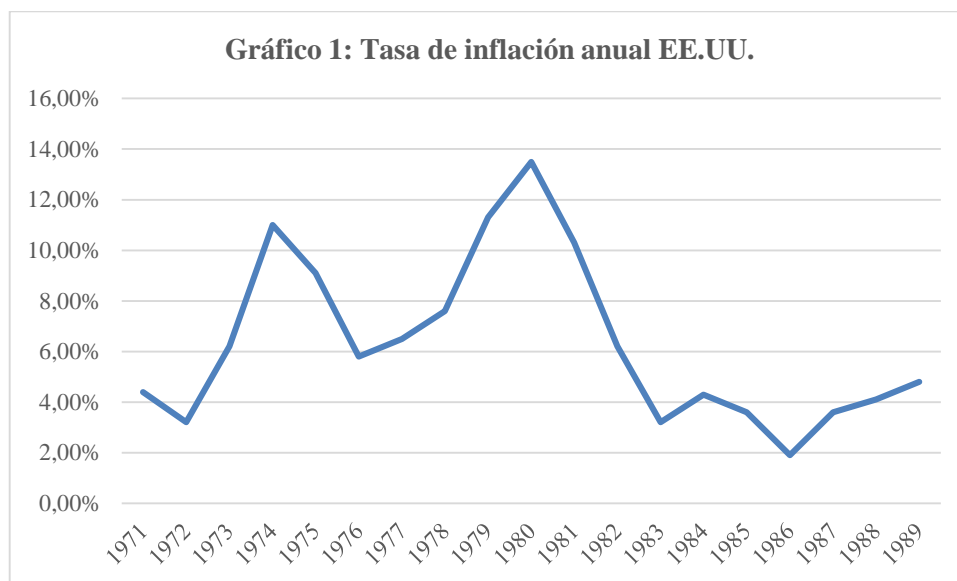
El comienzo de la década del '80 encontró a los miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) con una tasa de inflación en constante aumento y fuera de control (ver Gráfico 1 para el caso de Estados Unidos). Este fenómeno fue la consecuencia de la interacción de diversos factores: en primer lugar, el marcado aumento de los precios de los *commodities* desde petróleo y sus derivados, hasta minerales y metales, agropecuarios y alimenticios – fenómeno que se describe más adelante en el trabajo –. Pero más importantes fueron las variables internas de estos países, principalmente el sistema de ajustes de salarios⁵, la caída en la productividad de las economías desarrolladas y, en el caso de Estados Unidos, la depreciación del dólar luego de abandonar el tipo de cambio fijo establecido en el acuerdo de Bretton Woods. Esto llevó a una psicología inflacionaria en la que las decisiones económicas se realizaban en base a expectativas de aumento de precios constante, lo que hacía que el planeamiento y las inversiones productivas fueran muy difíciles.⁶

En este contexto, las economías desarrolladas consideraron que la reducción de las presiones inflacionarias y de la tasa de inflación en sí debían la prioridad de las políticas macroeconómicas. Si bien a partir de 1982 los precios de los *commodities* bajaron drásticamente, lo que ayudó al proceso deflacionario registrado en la segunda mitad de la década, el rol de la política monetaria fue clave para este proceso. Todas las economías desarrolladas comenzaron una política monetaria restrictiva, siendo el más significativo el caso de Estados Unidos y la Fed encabezada por Paul Volcker. Considerando que, en ese contexto, el objetivo fundamental de la Fed era la disminución de la inflación y no la estabilidad de tasas de interés, como en las décadas anteriores, la primer medida de

⁵ Coe, David T. et al (1988).

⁶ Morgan, Iwan (2012).

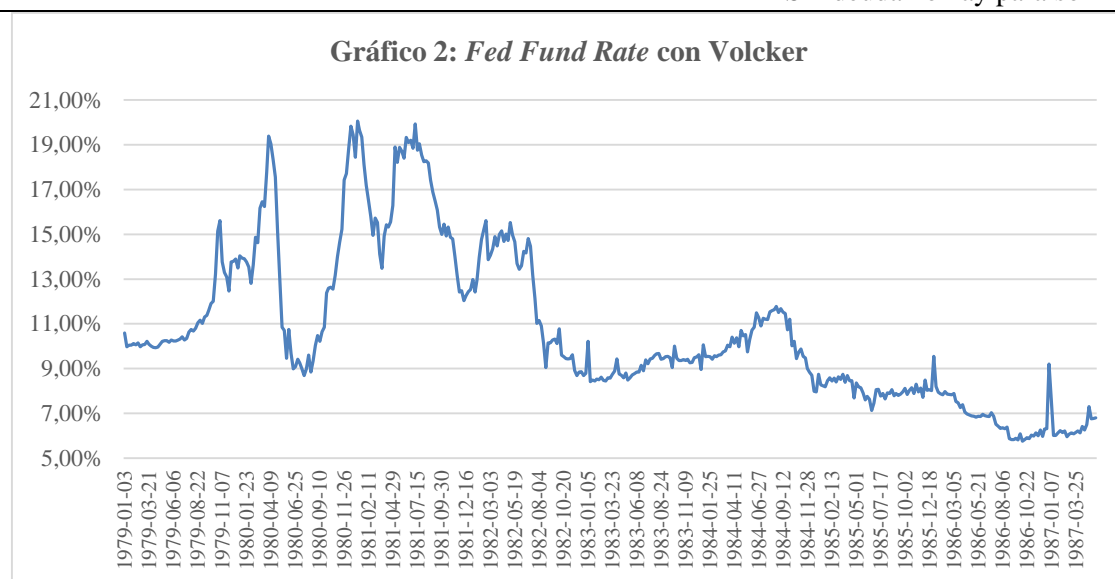
Volcker como presidente de la institución fue aumentar la *federal funds rate* o *fed funds rate*⁷ por 0,5% junto a un programa de control de la oferta monetaria.



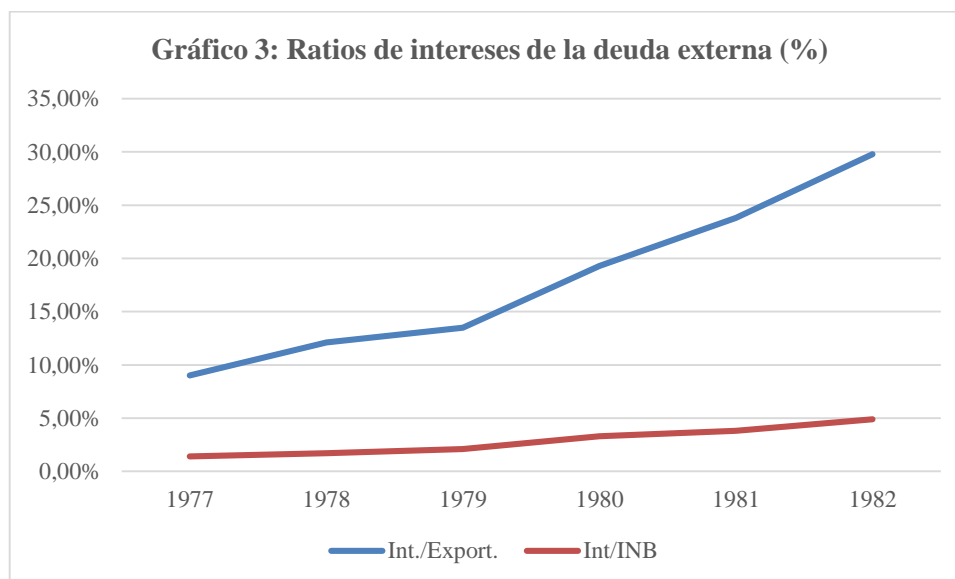
Fuente: Bureau of Labor Statistics.

A pesar de estas medidas y otras adicionales, como el control a los créditos para consumo, la inflación no cedió y a principios de 1981 la *fed fund rate* llegó a 19,08% (ver Gráfico 2). Con el objetivo de reconstruir la credibilidad antiinflacionaria de la Fed, Volcker siguió esta línea restrictiva, sin ceder a las presiones políticas por la recesión económica y el desempleo, en parte generados por la propia política monetaria. Aún cuando a mediados de la década, no sólo en Estados Unidos, sino en las economías desarrolladas en general, se registró el comienzo de un proceso deflacionario, hasta el final de su mandato Volcker mantuvo las tasas altas, para evitar las presiones inflacionarias que la política fiscal expansiva de Reagan podría generar – política destinada a paliar la mencionada recesión económica.

⁷ Tasa de interés a la cual una institución depositaria presta fondos, que se mantienen en la Fed, a otra institución depositaria por una noche (The Federal Reserve System). Esta tasa es de gran importancia en las finanzas y la economía de Estados Unidos e internacional porque define y afecta la curva entera de tasas de interés de Estados Unidos.

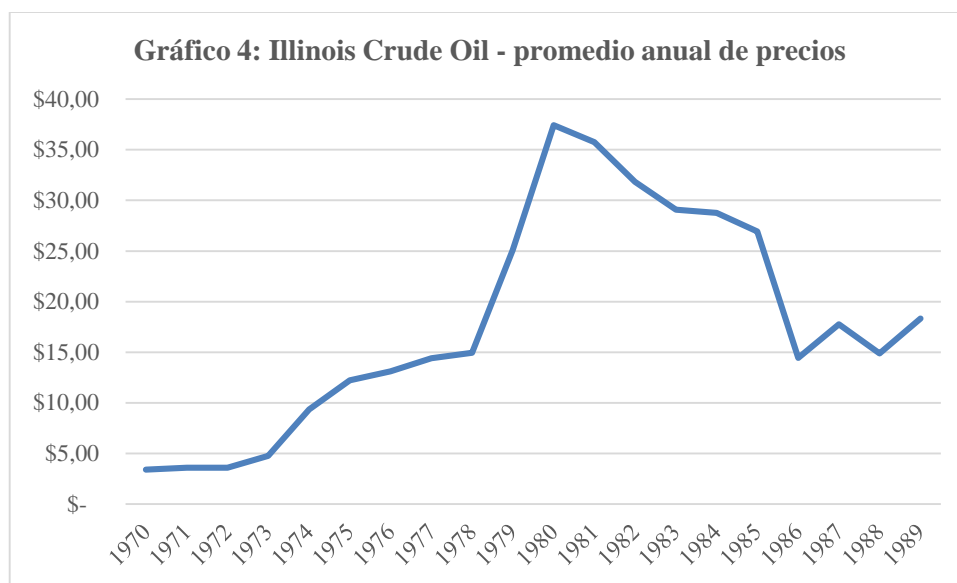


Para las economías emergentes en general y para los países de América Latina en particular, la consecuencia directa de la política monetaria de la Fed fue el marcado aumento de los costos de deuda, ya sea la emitida a tasa variable, así como la que se debía refinanciar y las nuevas emisiones. Ocampo et al (2014) analizan que, en 1981, la deuda a tasa variable de la región representaba dos tercios de la deuda total, generando, de esta forma, una mayor vulnerabilidad externa a los cambios de tasa de interés. Así, cuando la Fed puso en marcha su política monetaria restrictiva, los países de América Latina debieron afrontar cada vez mayores servicios de deuda (ver Gráfico 3), lo que tuvo consecuencias macroeconómicas sumamente negativas, como se verá en las secciones siguientes.



Además de los movimientos de las tasas de interés de Estados Unidos, la estructura financiera de las economías emergentes también se ve impactada por la dinámica de precios internacionales de los *commodities*, generalmente la principal exportación y, por ende, fuente de reservas internacionales de estas economías. Para analizar el

comportamiento de precios durante los '80 es importante entender qué sucedió en la década anterior. Durante los años '70 se registró un boom en los precios de los commodities en general, siendo el más importante y estudiado el del petróleo. Este período se caracterizó por una gran inestabilidad política en los países árabes, principales exportadores de petróleo y mayoría en la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), consecuencia de los diversos conflictos bélicos en la región. Ya fuera por una decisión estratégica de embargar a los Estados que apoyaron a Israel en la Guerra de Yom Kipur⁸, o por la propia inestabilidad política de la región, la dinámica del aumento de los precios del petróleo no tuvo precedentes en la historia (ver Gráfico 4).



Fuente: www.inflationdata.com

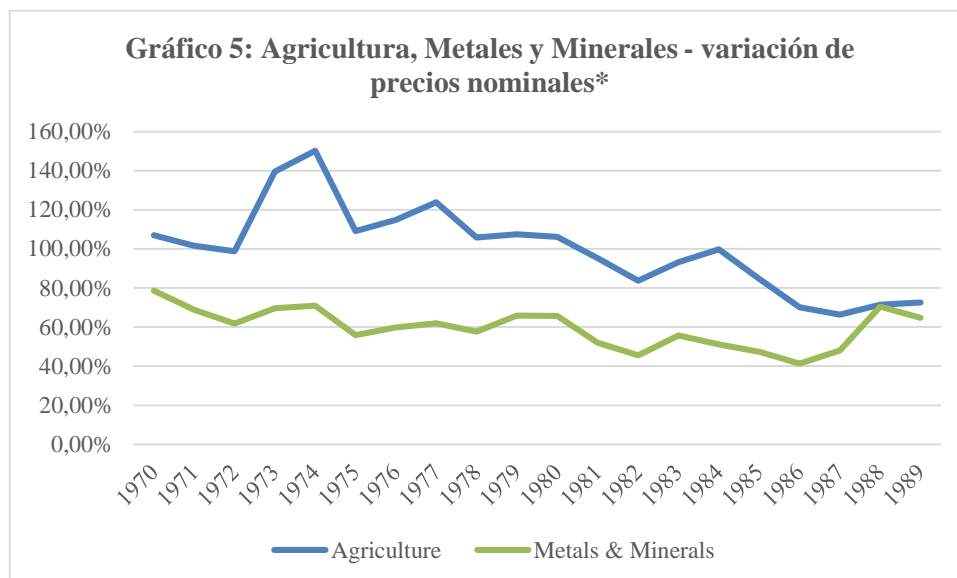
Dado que la mayoría de los países de América Latina, excluyendo México y Colombia, eran importadores de petróleo, el marcado aumento de su precio tuvo impactos negativos, aunque también positivos. El principal impacto directo negativo para estas economías fue el aumento de los costos en moneda extranjera tanto para el Estado que importaba, como para el sector privado que utilizaba petróleo y/o sus derivados; esto, a su vez, generó presiones inflacionarias, como lo ilustra el caso de Brasil más adelante. Sin embargo, la suba del precio de esta materia prima también fue una de las variables que llevaron al aumento de precios de los demás *commodities* de la región (ver Gráfico 5) – metales, productos alimenticios y productos agropecuarios de uso industrial – dado que su producción y distribución es intensiva en el uso de petróleo y sus derivados energéticos.⁹

Más allá de la coyuntura política internacional, los precios de los *commodities* se ven afectados por el nivel de oferta, el crecimiento económico y nivel de la actividad industrial de los países importadores de estos bienes. En este sentido, la década del '70 se caracterizó por un incremento de los *commodities* en general, principalmente por una muy buena performance macroeconómica de los países desarrollados a principios del período, pero también por una sucesión de sequías y cosechas fallidas, en el caso de los productos alimenticios, y por una rotación en el uso de tierras, de la producción de *commodities* agropecuarios de uso industrial a la cosecha de alimentos.¹⁰

⁸ Ilie, Livia (2007).

⁹ Enoch, C. A. and Panic', M. (1981).

¹⁰ Radetzki, Marian (2006).



*2010 = 100

Fuente: World Bank Global Economic Monitor

Sin embargo, como se puede observar tanto en el gráfico 4 como en el 5, en el período siguiente, y foco de este capítulo, se registró una caída, en algunos casos dramática, de los precios de todos los *commodities*. Los factores que llevaron a esta caída fueron la recesión económica en los países desarrollados, la asistencia económica a la producción agrícola en los miembros de la OCDE que generó un aumento en la oferta de estos productos, el menor uso de metales en la producción industrial, la competencia de nuevos materiales y, en el caso del petróleo, el surgimiento de nuevos productores que inflaron la oferta. A su vez, la crisis de deuda en América Latina obligó a que la región implementara políticas con el objetivo de incrementar el ingreso de divisas, aumentando la producción y exportación de *commodities*.¹¹ Esta volatilidad en los precios de las principales exportaciones de los países de América Latina tuvo consecuencias negativas en su estructura económica y financiera, como se analiza en las siguientes secciones.

2. América Latina: macroeconomía y endeudamiento

A comienzos de la década del '80 la región de América Latina se vio negativamente afectada por los shocks descritos en la sección anterior. Como se explica más adelante, el alto grado de endeudamiento externo en un contexto de suba de tasas sin precedentes, produjo que los costos de la deuda del Estado aumentaran, al mismo tiempo que las cuentas públicas desmejoraban generalizadamente. Esta situación implicó el fin de las políticas de crecimiento y desarrollo económico que se basaban en el rol impulsor del Estado y la implementación de medidas orientadas a mejorar la situación fiscal y lograr la estabilización económica. Según Damill y Fanelli¹² América Latina registró en este período una amplia y persistente brecha, tanto externa como fiscal:

¹¹ Coe, David T. et al (1988).

¹² Damill, Mario y Fanelli, José María (1994).

Una brecha es una situación de desequilibrio que tiende a permanecer en el tiempo debido a la debilidad de los mecanismos económicos que deberían producir su autocorrección. (...) Que los desequilibrios asuman o no el carácter de explosivos – que perduren o se amplíen en el tiempo o bien que, por el contrario, tiendan a desaparecer – depende de las propiedades estructurales particulares de cada economía, de las políticas específicas que las autoridades pongan en práctica para “cambiar los parámetros del modelo” a fin de desactivar las fuentes de inestabilidad (...) y del contexto internacional exógeno (...).¹³

A continuación, se analiza cómo abordaron esta situación los gobiernos de Argentina y Brasil.

a) Argentina: Políticas macroeconómicas

Argentina comenzó la década con el fracaso del plan de estabilización cambiaria basado en la *Tablita*¹⁴. El objetivo de este programa era, principalmente, utilizar el tipo de cambio como ancla nominal para estabilizar la inflación del país y, luego, alcanzar mayor eficiencia y crecimiento económico. Sin embargo, por la alta inflación inercial y porque la tasa de devaluación se mantuvo por debajo de la inflación, la estabilización de precios fue imposible de alcanzar y se registró una sobrevaluación del tipo de cambio real y un marcado deterioro en las cuentas públicas. Las devaluaciones que siguieron a la *Tablita*, generaron una caída significativa en el PBI y del flujo de importaciones. En respuesta, comenzó lo que Damill y Fanelli (1994) llaman el “ajuste caótico” (1981-1983).

Tabla 1: Indicadores macroeconómicos argentinos

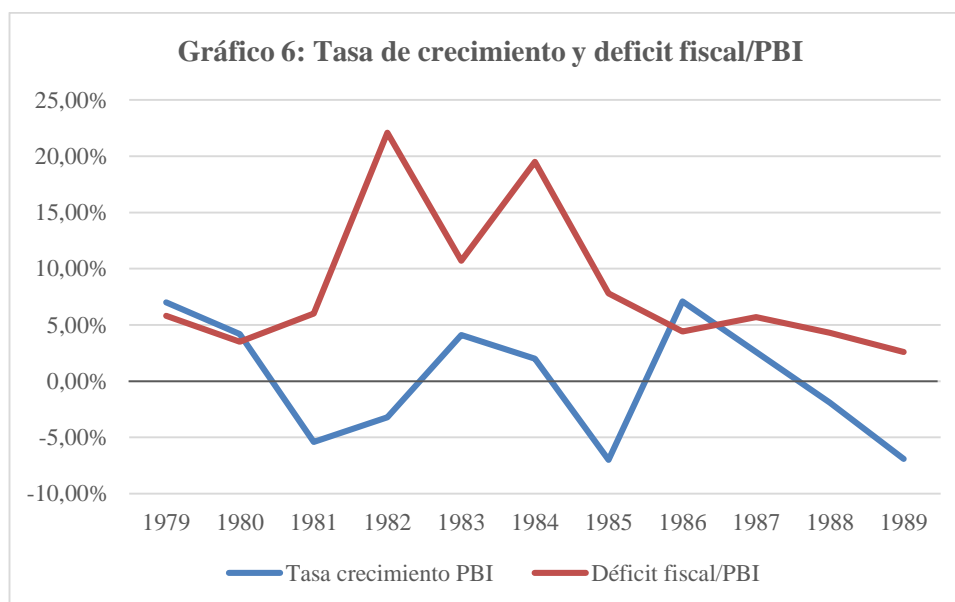
Período	Tipo de cambio real (1980=100)	Términos de intercambio (1980=100)	Salario real (1980=100)	Balanza comercial (mill USD)	Cuenta Corriente (mill USD)
1980	100,00%	100,00%	100,00%	-\$2.519	-\$4.768
1981	151,60%	96,30%	94,30%	-\$287	-\$4.714
1982	277,40%	84,90%	86,60%	\$2.288	-\$2.658
1983	293,60%	80,70%	108,60%	\$3.332	-\$2.438
1984	277,40%	96,00%	133,20%	\$3.523	-\$2.391
1985	322,60%	80,00%	111,50%	\$4.582	-\$953
1986	271,00%	72,40%	110,70%	\$2.129	-\$2.859
1987	277,40%	62,90%	104,70%	\$541	-\$4.238
1988	264,50%	66,00%	98,90%	\$3.620	-\$1.572
1989	409,70%	67,50%	93,30%	\$5.371	-\$1.379

Fuente: Damill et al (1994)

¹³ *Íbid* p. 11.

¹⁴ Gestión del tipo de cambio, del estilo *crawling peg*, en la que el Banco Central pre-anuncia el valor futuro del tipo de cambio nominal en un horizonte de tiempo específico, que parte de una tasa de devaluación de la moneda menor a la tasa de inflación, para luego establecer tasas cada vez menores de devaluación hasta converger a cero. (Damill, Frenkel y Rapetti, 2011).

Este período se caracterizó por, en primer lugar, a través de devaluaciones y subsidios al endeudamiento privado, volver al equilibrio de la balanza de pagos – negativamente afectado por el aumento del servicio de la deuda externa –. En segundo lugar, reducir el sobreendeudamiento de algunos sectores privados, que arrastraban de la década anterior y que había empeorado con las sucesivas devaluaciones, regulando la tasa de interés – la tasa real llegó a ser negativa – para licuar las deudas. La recesión generada por estas devaluaciones junto a un aumento en las exportaciones agropecuarias (en respuesta a los altos precios internacionales de principio de la década), permitieron lograr un superávit comercial, apuntalado por las tarifas impuestas a las importaciones y su subsecuente caída (6% del PBI entre 1980 y 1983).¹⁵ Si bien este ajuste logró revertir el resultado comercial con el resto del mundo, las consecuencias fueron una fuerte recesión económica y aceleración inflacionaria. Adicionalmente, los ajustes no perduraron en el tiempo, ya que no fueron suficientes para cubrir el aumento de los pagos de la deuda pública, consecuencia del salto de las tasas de interés internacionales y la estatización de gran parte de la deuda privada, (Ver Gráfico 6).



Fuente: Bulacio y Ferullo (2001)

Hacia el año 1984, la tasa de inflación anual había llegado cerca del 700% (ver Gráfico 7), y su evolución en los años posteriores fue mucho mayor que la registrada previamente en Argentina. De esta manera, la demanda de dinero cayó, aumentó el uso de moneda extranjera para la realización de transacciones y las operaciones de crédito se realizaban a muy corto plazo. Hacia mediados de 1985, los precios del sector público y los salarios en general se ajustaban cada mes. De esta manera, si bien la economía no estaba dolarizada, los mecanismos de indexación llevaban a que la inercia inflacionaria fuera fuerte, lo que impedía que medidas fiscales y monetarias por sí solas tuvieran algún efecto.¹⁶ Procurando estabilizar la economía, el nuevo gobierno democrático de Raúl Alfonsín implementó en junio de 1985 el *Plan Austral*, cuyo objetivo se centraba en

¹⁵ Damill, Mario et al (1994).

¹⁶ Heymann, Daniel (1987)

frenar la amenaza hiperinflacionaria, recuperar los equilibrios domésticos y recomponer la relación con los acreedores externos.¹⁷

Si el problema económico no es resuelto, la vida política de la Nación correrá, sin duda, serios riesgos. La convivencia pacífica, democrática y civilizada de los argentinos, tal vez no tendría demasiadas esperanzas si la cuestión económica no fuera definitivamente resuelta. Que cada uno tenga conciencia de lo que está en juego. El plan de reforma no es para salvar un gobierno; es para salvar un sistema político; es para salvar un estilo de vida; y también es para recuperar el orgullo y la ambición nacional (...). El objetivo prioritario de esta etapa primera del plan de reforma es la lucha contra la inflación. No hay producción posible, no hay inversión imaginable con ese ritmo inflacionario. Pero hay algo aún más grave; la inflación se ha convertido en el origen de todas las incertidumbres sociales.¹⁸

En este sentido, el *Plan Austral* fue una medida de shock heterodoxa que consistió en lo siguiente:

- Reducción del déficit del sector público a través del aumento de ingresos por la disminución de la inflación, tarifas a las importaciones, reforma impositiva y ajuste del gasto público.
- Financiamiento del déficit del gobierno exclusivamente con deuda externa, por lo que se ponía un fin a los préstamos por parte del Banco Central al Tesoro.
- Congelamiento de precios, luego de un aumento de sueldos, excepto para los productos estacionales para los cuales se establecieron mínimos.¹⁹
- Reforma monetaria en la que el gobierno se comprometió expresamente a no emitir moneda para financiar el déficit fiscal, la tasa de interés nominal para depósitos pasaba a ser 4% (previamente era del 30%), y el reemplazo de la moneda nacional por el *austral*, a 1000 pesos por austral, fijando un tipo de cambio de 0,8 australes por dólar. Para ello, se implementó una tabla de conversión para los contratos financieros denominados en pesos argentinos, según la cual el austral se valorizaba.²⁰

Las reacciones iniciales a la implementación del *Plan Austral* fueron positivas. Si bien los sindicatos y asociaciones empresariales rechazaron o pusieron en duda el programa, la sociedad en general mostró su apoyo. En lo que se refería a la reforma monetaria, no

¹⁷ Damill, Mario; y Fanelli, José María (1994).

¹⁸ Discurso del Presidente Raúl Alfonsín del 14 de junio de 1985.

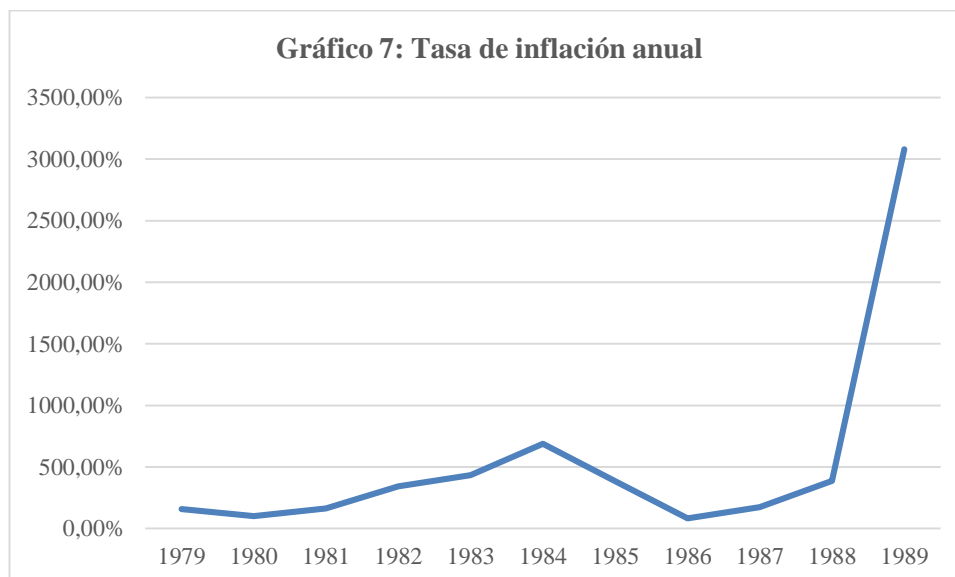
¹⁹ Heymann, Daniel (1986 y 1987).

²⁰ Frenkel, Roberto; Fanelli, José María (1986).

era la primera vez que el país cambiaba su moneda y no se registró ningún conflicto en la implementación de la tabla de conversión de los contratos. El primer test se dio con la reapertura de los bancos: la drástica disminución de las tasas sobre los depósitos podría llevar a un retiro masivo de estos; sin embargo, los depósitos se renovaron y el tipo de cambio del mercado negro existente en ese momento se acercó al fijado por el gobierno. A su vez, el tipo de cambio fijo y la alta tasa de interés real incentivó el ingreso de capitales y permitió al Banco Central recomponer sus reservas en moneda extranjera; cabe aclarar que el gobierno buscó activamente desincentivar los flujos de capitales de corto plazo y especulativos para evitar que distorsionaran las variables que intentaba estabilizar, a través del aumento del plazo mínimo de permanencia de los capitales financieros extranjeros.²¹

La credibilidad del programa fue tal que aumentó la inversión financiera en activos domésticos, demostrando la expectativa de estabilidad cambiaria por parte de los agentes, siendo un rasgo muy importante a considerar que, a diferencia de la *Tablita*, el gobierno no subsidió el costo de este riesgo. Un efecto positivo de la entrada de capitales fue la recomposición de las reservas del Banco Central – que aumentaron en casi USD 1.200 millones –, sin embargo, este cambio en las decisiones de inversión se logró al costo de una alta tasa de interés real que pesó sobre la actividad económica. De todas formas, luego del shock inicial, las tasas comenzaron a descender a medida que el plan se afianzaba y el crédito al sector privado tendió a crecer.²²

Con respecto al déficit fiscal, durante los primeros nueve meses del programa, se registró una caída en línea con los objetivos del mismo, gracias en parte al aumento de las tasas de ciertos impuestos, a un mayor control de la evasión fiscal y a la recuperación en la recaudación tributaria por la caída de la inflación. Sin embargo, no se logró una disminución del gasto público, variable fundamental para controlar el déficit (ver Gráfico 6).



Fuente: Rapoport, Mario (2010)

²¹ Heymann, Daniel (1986).

²² Frenkel, Roberto; Fanelli, José María (1986).

Pero el mayor logro inicial del plan fue la abrupta caída de la inflación (ver Gráfico 7). Claramente, el congelamiento de precios fue la principal causa de esta caída: el índice de precios de bienes al por mayor pasó de 42,4% en junio a -0,9% en julio y el promedio mensual de los primeros nueve meses de aplicación del programa fue de 1,4%. Para el caso de los bienes al por menor, si bien se registra una caída en la tasa de aumento de precios, es considerablemente menor a la de los precios mayoristas, principalmente por una cuestión técnica de armado del índice. Una consecuencia de la desaceleración de la inflación fue el aumento de la demanda monetaria y una remonetización de la economía: el M1 creció 126% en nueve meses. Si bien el gobierno mantuvo su promesa de no emitir moneda para financiar el déficit público, la ampliación de la base monetaria se dio gracias al ingreso de capitales; otro factor importante fueron los redescuentos que otorgó el Banco Central a las entidades financieras, que obedecieron, en parte, a problemas de descalce inherentes a la implementación del plan y, por otro lado, a objetivos políticos de incentivar la actividad económica en sectores específicos. Por otro lado, en un principio también generó un aumento en el salario real, que se canalizó en un mayor consumo y por ende recuperación de la actividad económica. Aunque el congelamiento de salarios no fue respetado, los aumentos nominales que siguieron a la implementación del plan estuvieron por debajo del crecimiento de los precios.²³

Al éxito inicial, a partir de 1986, le siguió una reapertura de la brecha fiscal y externa, consecuencia de tres factores: i) deterioro de la balanza de pagos, ii) fragilidad del ajuste fiscal y iii) persistencia de mecanismos inflacionarios. El primer factor fue producto del empeoramiento de las condiciones comerciales, por la caída de precios internacionales de las exportaciones argentinas e inundaciones en la región pampeana. Al mismo tiempo que las importaciones volvieron a crecer, impulsadas por el aumento de la demanda y la recuperación de la actividad económica. Hacia 1987, el déficit de cuenta corriente superó los USD 4.200 millones.

Si bien en los primeros meses del plan el gobierno logró disminuir el déficit fiscal, este logro fue débil: en primera instancia porque el ajuste del gasto público recayó en los salarios e inversión públicos, sin poder controlar el déficit generado por la seguridad social, las empresas públicas y las provincias. A su vez, el shock de la balanza de pagos tuvo un efecto negativo en la recaudación tributaria a las exportaciones, sumado al hecho de que el gobierno procuró amortiguar el impacto de este shock, con un costo fiscal adicional; finalmente, instrumentos de ingresos con carácter transitorio y de emergencia no fueron reemplazados por otros más permanentes y eficientes.²⁴

Por último, además de la reapertura de las brechas externas y fiscales, la continua existencia de contratos de corto plazo, de mecanismos de indexación – reemplazo del congelamiento de precios por un sistema administrado de aumentos – y de expectativas volátiles que generaron el despegue del tipo de cambio paralelo, llevaron a una aceleración de la inflación como puede observarse en el Gráfico 7. De manera inevitable, se revirtieron los fenómenos de monetización de la economía y de demanda de activos domésticos, y la actividad económica volvió a caer (ver Gráfico 6). Según Damill et al (1994), estos giros macroeconómicos ponen en evidencia la vulnerabilidad del país a shocks externos negativos, dada la correlación entre el empeoramiento de los planos

²³ *Ibid* p. 15.

²⁴ Damill, Mario, et al (1994).

fiscal, monetario y real con el deterioro de los términos de intercambio y volúmenes de la exportación. Si bien las reservas acumuladas en los años anteriores permitieron amortiguar el impacto, hacia 1988 estas desaparecieron y, como se verá en la siguiente sección, el país ya no contaba con la posibilidad de financiamiento externo, por lo que se recurrió a la devaluación real, que contribuyó a la aceleración inflacionaria.²⁵

Si bien el gobierno formuló intentos de estabilizar la economía, como el *Plan Primavera*, la incertidumbre generada por las elecciones presidenciales de 1989, el retiro de un préstamo por parte del Banco Mundial, una corrida bancaria contra el austral y la imposibilidad de controlar el déficit fiscal, convergieron en una hiperinflación.

b) Argentina: características de endeudamiento.

Para comprender la situación de endeudamiento argentino en la década del '80, primero se debe analizar lo que sucedió en los años anteriores. Los años '70 fueron un período de alta liquidez internacional gracias a los petrodólares²⁶, la cual tuvo como destino final el financiamiento de economías emergentes. Este boom del crédito permitió a los diferentes países de América Latina financiar las políticas macroeconómicas que estaban implementando. En el caso de Argentina, los fondos llegaron, principalmente, en la forma de préstamos sindicados, liderados por grandes bancos internacionales, pero que incluían a bancos comerciales de menor envergadura, y el destino de los fondos fue una reforma estructural favorable al mercado: liberalización total de la cuenta de capitales para el sector privado y del sistema financiero local, reducción de impuestos al comercio, abordaje de desequilibrios fiscales y privatización de algunas empresas públicas.²⁷ La principal consecuencia de la reforma fue el acelerado endeudamiento del sector privado. Adicionalmente, el gobierno ofreció garantías y seguros a los depósitos e inversiones contra una devaluación.

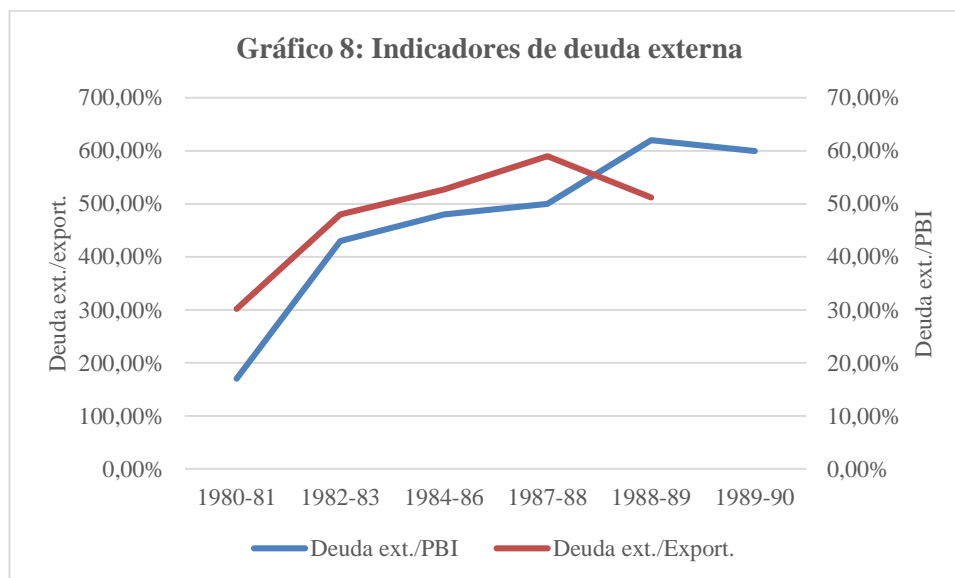
Con el fin de la *Tablita* y la expectativa de devaluación del peso, en 1980 comenzó una masiva salida de capitales, que forzó al Banco Central a endeudarse externamente con el fin de conseguir los dólares necesarios para mantener el tipo de cambio. A su vez, los inversores privados se inclinaron hacia los activos denominados en moneda extranjera para girarlos al exterior, completando el círculo: los dólares prestados al Banco Central por bancos en Estados Unidos, Suiza o Japón, volvían a éstos a través de los privados. De esta forma, se podría decir que el desmanejo de la política cambiaria, junto a la apertura total de la cuenta de capitales fueron las principales causas de la acumulación de deuda a fines de la década del '70.²⁸

²⁵ *Íbid* p. 16.

²⁶ Así se denominó al exceso de liquidez de los países exportadores de petróleo por el aumento de precio de éste, canalizada a través de la compra de Bonos del Tesoro de Estados Unidos y otros activos de este país, generando, a su vez, exceso de liquidez en los bancos de este país.

²⁷ Damill, Mario et al (2013).

²⁸ Dornbusch, Rudiger and de Pablo, Juan Carlos (1989).



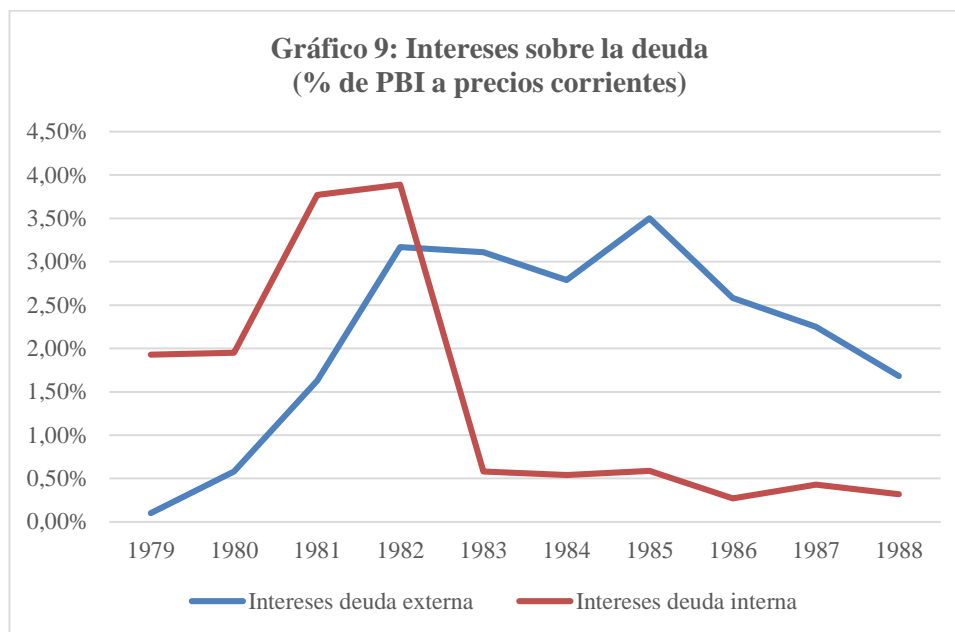
Fuente: Damill, Mario et al (2013).

En 1982 el crédito externo prácticamente se frenó en respuesta a la Guerra de Malvinas, por un lado, y, por otro, a la cesación de pagos anunciada por México. De esta manera, no fue posible financiar con deuda el déficit de cuenta corriente que se había convertido en crónico. La única alternativa posible fue el financiamiento “forzado”, lo que implicó, básicamente, una acumulación de atrasos en los pagos al exterior, que cada vez pesaban más por el incremento de la tasa de interés internacional (ver Gráfico 9). El mayor devengamiento de intereses junto a la nacionalización de la deuda del sector privado y los pasivos contingentes generados por los seguros contra la devaluación tuvieron como consecuencia el crecimiento acelerado de la deuda externa pública y, finalmente, el anuncio unilateral de default de la misma. Hacia 1983 los indicadores de deuda registraban los siguientes valores: deuda externa/PBI 43%; deuda externa/exportaciones 480%; intereses brutos/exportaciones 60% (ver Gráfico 8).²⁹ En este contexto, las negociaciones con el FMI y la banca internacional por el atraso de pagos que se realizaron en los años previos, no llevaron a ninguna solución y finalmente se suspendieron.

En los meses previos a la implementación del *Plan Austral* se presentó un memorándum de entendimiento al FMI y se aplicó un programa que implicaba un nuevo shock devaluatorio, aumento de tarifas públicas y restricción monetaria. Como se comentó en la sección anterior, las consecuencias de estas políticas fueron la reacceleración de la inflación, caída de los salarios reales, desmonetización y contracción de la actividad económica. Además, el programa preveía una reducción considerable del gasto público para abordar el desequilibrio fiscal, reducción que nunca se logró. Finalmente, el gobierno de Alfonsín anunció el *Plan Austral* que, entre sus objetivos, se proponía recomponer las negociaciones internacionales. La idea detrás era que, a través de las políticas propuestas, el déficit resultante sería compatible con el financiamiento externo disponible por la negociación y, por ende, el sector público no iba a necesitar financiamiento doméstico.³⁰

²⁹ Damill, Mario et al (2013).

³⁰ *Ibid.*



Fuente: Damill, Mario et al (2013).

Como se describió en la sección anterior, el impacto inicial del Plan fue sumamente positivo para la economía argentina; sin embargo, estos logros no se mantuvieron en el mediano plazo por la reapertura de las brechas fiscal y externa. Por ello, en 1988 el FMI nuevamente retiró su apoyo al gobierno en la negociación con los acreedores extranjeros y el país entró en moratoria con los bancos comerciales. Sin embargo, las condiciones del sector externo tendieron a recuperarse, gracias a la mejora de los precios internacionales y el aumento de la oferta. De todas formas, según Damill et al (2013):

De aquí que la situación a mediados de 1988 resultaba en cierta manera paradójica, pues el contexto macroeconómico se estaba deteriorando rápidamente mientras el sector externo se movía en dirección opuesta. La explicación de la paradoja es la inexistencia de instrumentos de financiamiento externo que hubieran permitido extender en el tiempo los ajustes a los desequilibrios. En ausencia de tales instrumentos, los desequilibrios externo y fiscal fueron atacados con la devaluación real y el incremento de las tarifas públicas desde fines de 1987, que (...) contribuyeron a la aceleración inflacionaria (...).

Analizando la cartera de deuda, Argentina presentaba una porción importante de la misma denominada en moneda extranjera y con tasa variable. Al mismo tiempo, la estructura de vencimientos tenía un sesgo al corto plazo: en 1982, aproximadamente un tercio de la deuda se vencía dentro del año y el 60% en los primeros cuatro años. A esto se le sumó que, frente a la inexistencia de crédito externo a partir de 1982, el gobierno debió recurrir al sistema financiero local, aumentando los requerimientos de encajes congelados en el Banco Central. De esta manera, fueron los depósitos en efectivo los que financiaron al sector público, los que no permanecían más de un mes en el banco, por lo

que la estructura implícita de vencimientos era extremadamente corta. En respuesta a esta situación, en 1990 se implementó el Plan Bonex que se desarrollará más adelante.³¹

En conclusión, el desequilibrio fiscal y el mal manejo de la política cambiaria, junto a shocks externos, llevaron a que, en un primer momento, la deuda externa argentina creciera de manera exponencial y, finalmente, a una restricción total del crédito, generando una dependencia del sistema financiero doméstico y de la emisión monetaria para abordar el déficit fiscal. Buera et al (2001) sostienen que fue justamente esta restricción del crédito la principal causa de la crisis de deuda. Argentina no volvió a tener acceso al financiamiento internacional hasta 1991.

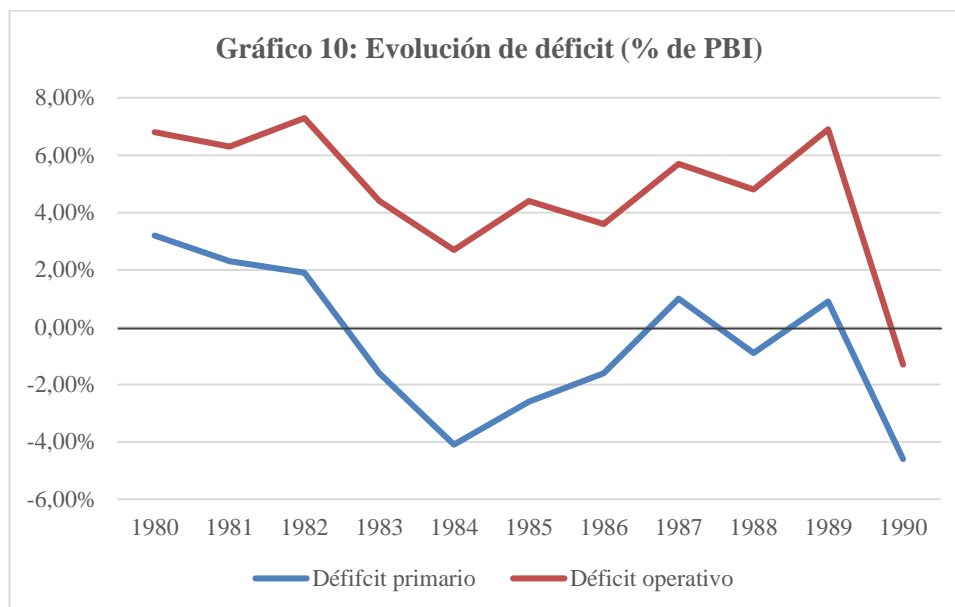
c) Brasil: políticas macroeconómicas.

Si bien los años '80 fueron una década de crisis para toda la región latinoamericana, existen diferencias importantes entre los casos individuales. El caso de Brasil, se diferenció en varios aspectos con respecto al de Argentina y otras economías de la región. Por ejemplo, los objetivos económicos del gobierno militar de la década del '70 no se enfocaron en la apertura de la economía y reformas favorables al mercado, sino en el crecimiento de la industria de sustitución de importaciones, con un rol central del Estado, a través de elevadas tasas de inversión pública y subsidios a la inversión privada. De esta manera, Brasil presentaba un mayor dinamismo que la mayoría de los demás países de América Latina, con una estructura de exportaciones cada vez más diversificada, con mayor agregado de valor y cada vez menos dependientes del café y otras materias primas. En relación a las importaciones, si bien el ingreso de bienes de capital disminuyó, el esquema anterior se basó en la importación de insumos energéticos, por lo que el país se encontró expuesto a los shocks de petróleo de la década del '70.³²

La contracara de esta política fue que las necesidades de financiamiento del Estado eran cada vez mayores, es por esto que a este esquema de política económica se lo conoció como “crecimiento con deuda”. Como se verá en la siguiente sección, el aumento nominal de la deuda, junto al empeoramiento de las condiciones comerciales externas, generaron un déficit crónico de la cuenta corriente. Adicionalmente, en el frente fiscal, la capacidad de ahorro del sector público también se fue debilitando, principalmente por el deterioro de la carga tributaria y el constante aumento de los subsidios a la actividad privada (ver Gráfico 10).

³¹ Buera, Francisco et al (2001).

³² Damill et al (1994).



Fuente: Damill et al (1994).

Por lo anterior, Brasil comenzó la década del '80 con una fuerte necesidad de ajustar el desequilibrio del sector externo. Es importante destacar que la política cambiaria e inflacionaria se encontraban subordinadas al programa de industrialización, por lo que, a comienzos de la década, el tipo de cambio real era relativamente alto y la inflación registraba tendencias de aceleración. La respuesta inicial a esta situación fue una serie de medidas que combinaban instrumentos de política comercial (licencias de importación, impuestos a las compras en el exterior, incentivos económicos a la exportación) y monetaria restrictiva; también se implementaron incentivos para que, tanto el sector público como el privado, financiaran los desequilibrios con recursos externos. Si bien las medidas de política comercial generaron una mejora en la balanza comercial, gracias a la disminución de importaciones, no fue suficiente para compensar el pago de intereses al exterior.³³ Por otro lado, la política monetaria restrictiva junto con la liberalización de tasas de interés produjeron una recesión (ver Gráfico 11) y un aumento en el peso de la deuda doméstica.³⁴

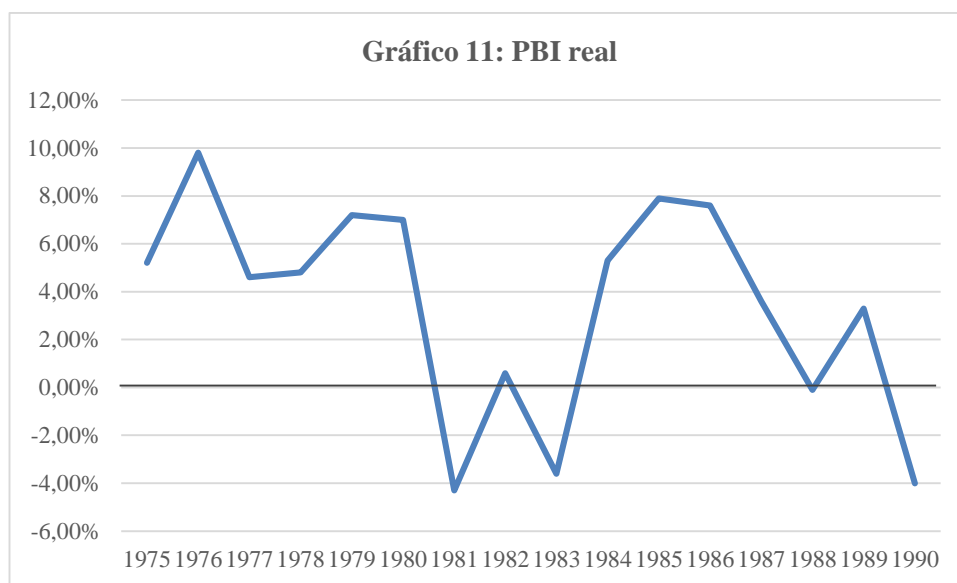
Hacia 1982, debido a la cesación de pagos por parte de México, Brasil se vio imposibilitado para financiar el déficit de cuenta corriente y fiscal con capitales externos, por lo que, en 1983, firmó una carta de intención con el FMI y puso en práctica medidas ortodoxas centradas en el ajuste externo y en políticas cambiarias y fiscales. El programa fue exitoso en generar un equilibrio de las cuentas públicas, especialmente del sector externo, gracias al mayor dinamismo de las exportaciones, la mejora en los términos de intercambio internacional y la sostenida reducción de las importaciones. Pero el costo del éxito fue una la profundización de la recesión y una aceleración inflacionaria, alimentada por maxi-devaluaciones (los precios y salarios se encontraban altamente indexados al tipo de cambio) y el ajuste en los precios públicos (ver Gráfico 12).³⁵ A lo que se le sumó la disminución de la carga tributaria – consecuencia de la aceleración de la inflación antes

³³ Cortes Neri et al (1999).

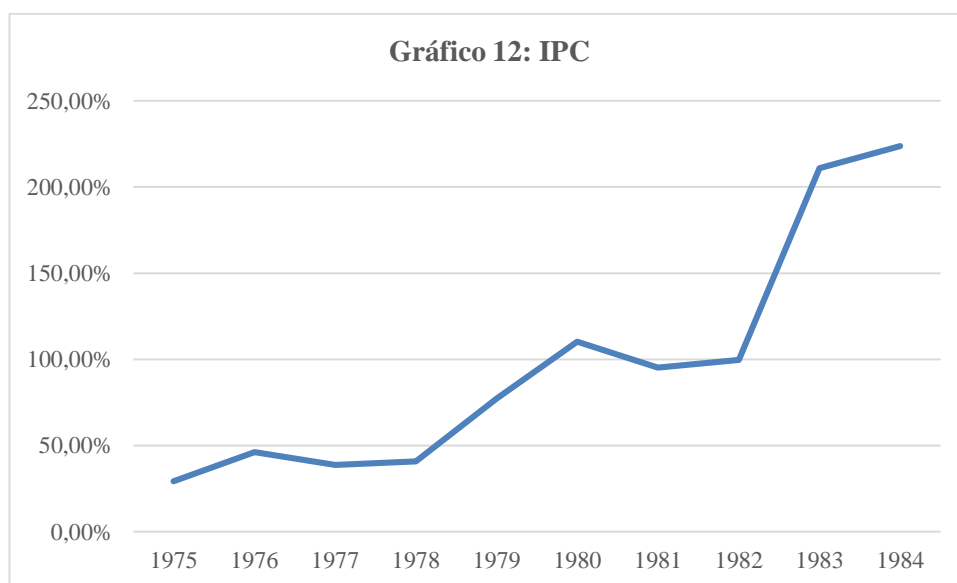
³⁴ Damill et al (2015).

³⁵ Calvacanti Ferreira y Bonomo (2006).

mencionada y el cambio en la composición del gasto para mejorar el resultado de la balanza de pagos – y del gasto público – principalmente salarios e inversiones. De esta manera, como afirman Damill et al (1994), se configuraba un cuadro de ajuste fiscal frágil.



Fuente: Damill et al (1994).



Fuente: Damill et al (1994).

Con la llegada del gobierno democrático, la comunidad brasilera, así como la internacional, sostuvo la creencia que éste podría lograr el equilibrio económico con rapidez. En 1986 el gobierno del Presidente José Sarney anunció la implementación del *Plan Cruzado*³⁶ que, como el *Plan Austral*, se proponía la implementación de políticas heterodoxas para frenar la inflación y recuperar el crecimiento económico. La idea detrás

³⁶ Es importante destacar, como sostienen Damill et al (1994), que en 1986 ganó peso la teoría que el déficit fiscal era fundamentalmente financiero, por lo que no era necesario un ajuste real del sector público, sino una mejora en la estructura de deuda y un mejor manejo de la inflación; es por este razonamiento que el *Plan Cruzado* no presenta medidas concretas para reducir el desequilibrio fiscal.

del programa era que la fuerte indexación de la economía era la causa principal de la inflación, pero, a diferencia del *Plan Austral*, no procuró controlar la demanda a través de la restricción fiscal y de crédito. Las medidas más importantes fueron:

- Reforma monetaria: reemplazó el cruzeiro por una nueva moneda, el cruzado, que se encontraba fijada al dólar. Esta medida previó la conversión de los contratos denominados en la moneda anterior.
- Congelamiento de precios.
- Cláusula gatillo de ajuste de salarios automático cada vez que la inflación acumulada llegara al 20%.
- Eliminación de las cláusulas de indexación para todos los contratos menores a un año y el congelamiento por un año de los valores nominales de los bonos públicos indexados.³⁷

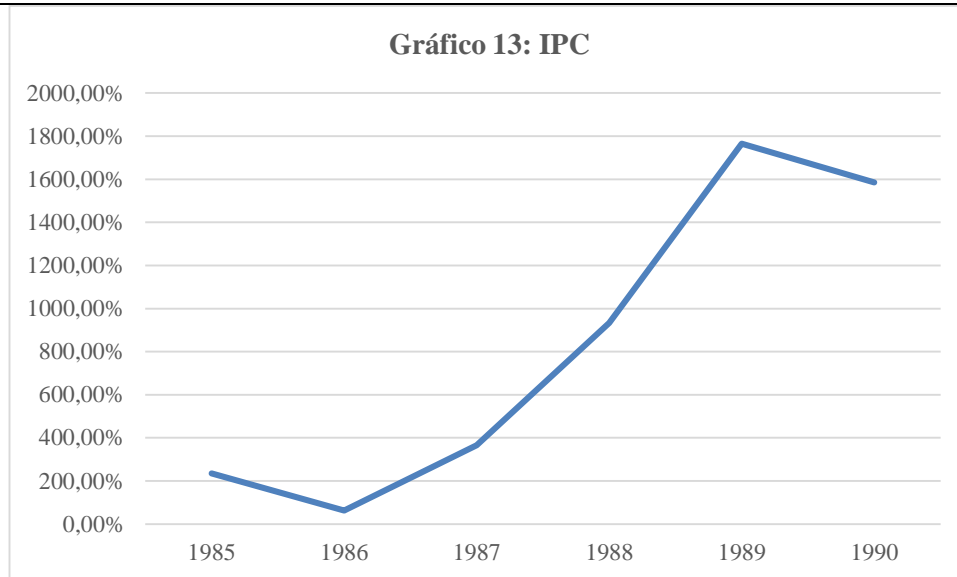
El impacto inicial del programa fue sumamente positivo: la tasa de inflación registró una desaceleración (ver Gráfico 13), la economía volvió a crecer con rapidez y la situación fiscal mejoró, gracias al aumento de la carga tributaria. Sin embargo, el programa contenía tres características que llevaron a su fracaso: en primer lugar, la expansión económica generó un deterioro de la balanza comercial; en segundo lugar, el consumo público creció de manera sostenida – aunque fue aplacado por la mejora en la carga tributaria. La combinación de estos dos factores, significó un deterioro en la balanza de pagos que, a su vez, puso presión en el tipo de cambio fijo y, por ende, produjo una aceleración de la inflación. De esta forma, entra en funcionamiento el tercer factor que se refiere a la cláusula gatillo: la imposibilidad de frenar la inflación supuso que la indexación de los salarios se convirtiera en mensual y acentuó la volatilidad de la misma. Finalmente, el gobierno abandonó el tipo de cambio fijo, agregando presión inflacionaria a la economía.³⁸

Dada la desmonetización, consecuencia de la inflación, y la imposibilidad de financiar con recursos del exterior los desequilibrios fiscales y externos, la situación alcanzó un estado explosivo y el gobierno no tuvo margen para acciones correctivas, evidenciado por el rápido fracaso de los intentos de estabilización de fines de la década (*Plan Bresser* y *Plan Verano*). Aunque luego del fin del *Plan Cruzado* Brasil logró una vez más la mejora de la balanza comercial que, como se pudo observar a lo largo de la década, se ajustó de manera positiva a las restricciones externas, el aumento del gasto público previo a las elecciones presidenciales desembocó en un proceso de hiperinflación (ver Gráfico 13).³⁹

³⁷ Edwards, Sebastian (1995).

³⁸ Cortes Neri et al (1999).

³⁹ *Íbid.*



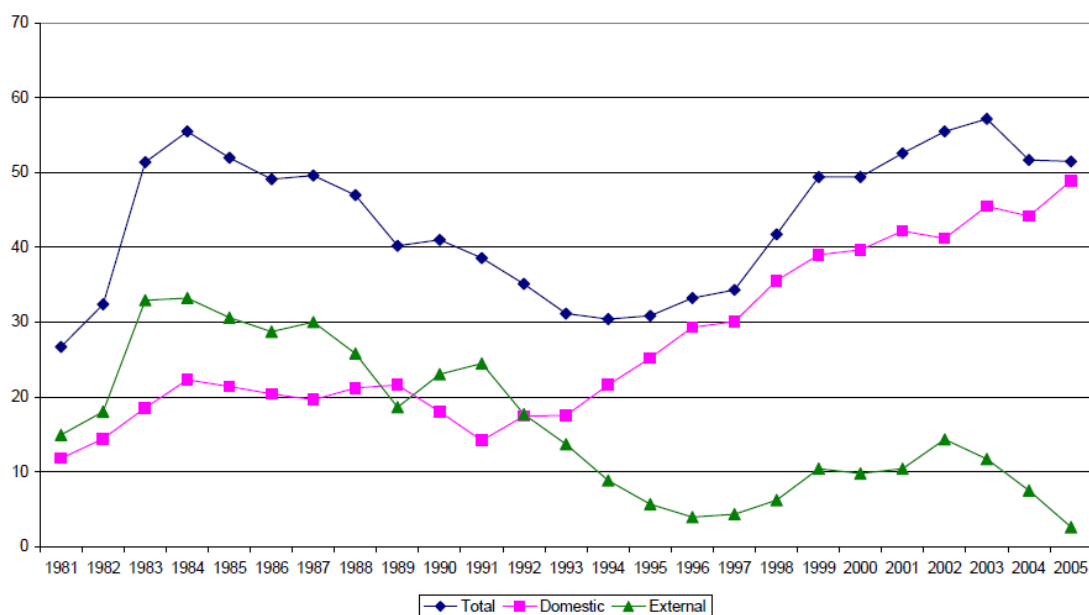
Fuente: Damill et al (1994).

d) Brasil: características de endeudamiento.

Como en el caso de Argentina, el grado y características de endeudamiento de Brasil fueron consecuencia de las políticas macroeconómicas de la década anterior. Como Argentina, Brasil utilizó los capitales para avanzar con las políticas macroeconómicas que se estaban implementando durante esos años; pero se diferenció en que esta política apuntaba al desarrollo de la actividad industrial exportadora, por lo que el Estado mantuvo un fuerte control sobre el destino de los capitales externos que ingresaban a la economía. Este control implicó que, frente al proceso de desmonetización, los inversores tuvieran un menor grado de libertad para dolarizar sus portafolios; los instrumentos disponibles que daban algún tipo de protección a estos actores fueron los bonos emitidos en el nivel local ajustados por la inflación y/o el tipo de cambio. Por lo que otra diferencia entre Brasil y Argentina es que el peso y las características de la deuda interna en el deterioro de las variables de endeudamiento del país fue clave (ver Gráfico 14).⁴⁰ Finalmente, una característica común, no sólo entre Brasil y Argentina, sino de toda la región fue que la deuda externa estaba constituida por préstamos sindicados de bancos internacionales en dólares y a tasa flotante.

⁴⁰ Damill et al (1994).

Gráfico 14: Deuda pública/PBI



Fuente: Calvacanti Ferreira y Bonomo (2006).

Teniendo en cuenta lo anterior, a comienzos de los años '80, el perfil de endeudamiento de Brasil había empeorado marcadamente con respecto a la década anterior: en el año 1970 el monto nominal de la deuda externa era de USD 4 billones, hacia 1980 ésta alcanzaba los USD 47 billones. Justamente por las características de este tipo de deuda, la suba de tasas de interés por parte de la Fed significó un considerable aumento en el peso del servicio de las obligaciones externas. Por otro lado, como se puede ver en el Gráfico 14, el ratio deuda pública/PBI registró un salto importante en 1982⁴¹. Si bien el endeudamiento había crecido en términos nominales, la principal causa de este salto fue el proceso de devaluaciones del programa político ortodoxo. La conjunción de estos factores llevó a, como se describió, un aumento del déficit de cuenta corriente y a una disminución considerable de las reservas externas.⁴²

Como consecuencia de lo anterior, y frente a la desaparición del crédito externo por el default de México, Brasil no consiguió “rollear” su deuda y frenó los pagos al exterior. De todas formas, el gobierno no anunció la cesación de pagos, por lo que el default no tomó carácter de formal. Similar al caso de Argentina y del resto de América Latina, el FMI tomó cartas en el asunto para llegar a un acuerdo entre los países que no podían cumplir sus obligaciones financieras y los bancos acreedores. Así, este organismo y Brasil firmaron un acuerdo en el que el país se comprometía a llevar adelante medidas económicas para regularizar los desequilibrios externos y fiscales, mientras que el organismo facilitó un importante préstamo para cubrir parte de las obligaciones financieras.

Como ya se analizó, las políticas consensuadas con el FMI tuvieron consecuencias negativas – inflación, recesión, caída de la inversión pública – pero logró llegar a un equilibrio de la balanza de pagos. Fue justamente por este éxito que el gobierno tendió a

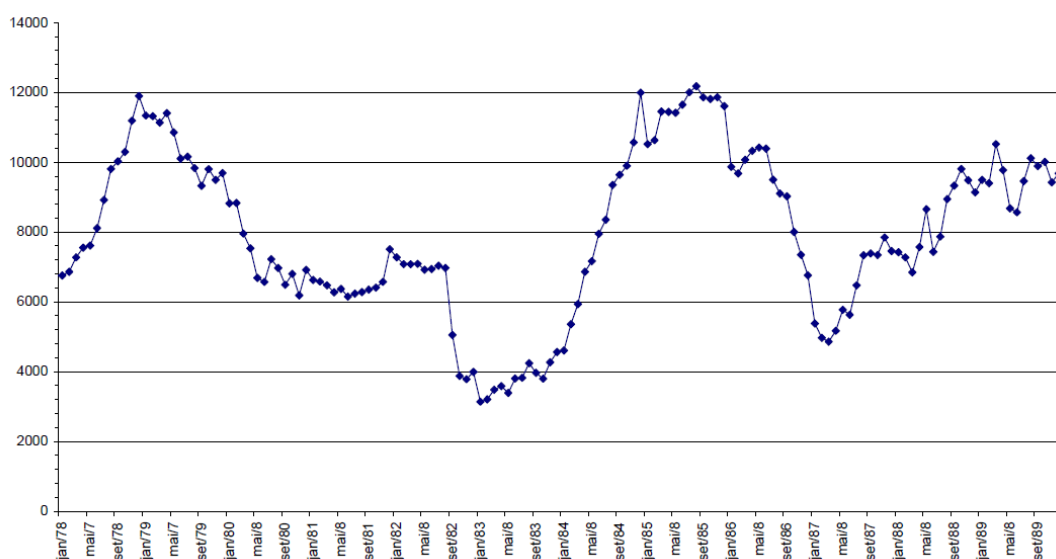
⁴¹ Damill et al (1994) aseguran que en los dos primeros años de la década este ratio se mantiene, a pesar del aumento nominal de la deuda, gracias a las tasas de crecimiento.

⁴² Calvacanti Ferreira y Bonomo (2006).

despegarse de la tutela del FMI. En este contexto se implementó el *Plan Cruzado* y, en 1986, Brasil fue el primer país que logró un acuerdo con los bancos acreedores sin la intervención del organismo. Sin embargo, al fallar el *Plan Cruzado*, el acuerdo entró en crisis sin haber logrado ninguna acción en concreto.⁴³ Ante el deterioro de las cuentas externas y la caída de las reservas (ver Gráfico 15), y con el objetivo de recuperar la popularidad el entonces Presidente Sarney, declaró oficialmente la moratoria de la deuda externa. Es por esto que Damill et al (1994) sostienen que:

La situación inestable de las relaciones financieras con los acreedores externos se convirtió en una fuente casi permanente de incertidumbre, que gravitó negativamente sobre el desempeño macroeconómico y particularmente sobre la recuperación de la tasa de inversión.

Gráfico 15: Reservas Internacionales



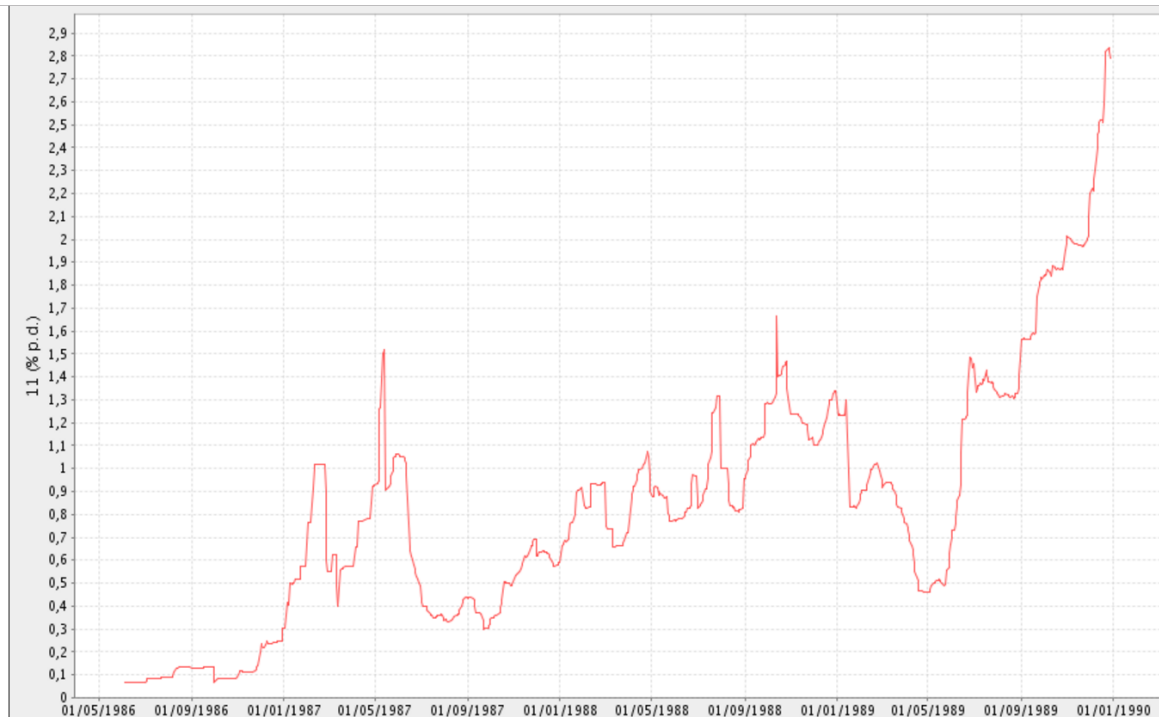
Fuente: Calvacanti Ferreira y Bonomo (2006).

Paralelamente, a lo largo de la década, como se estableció a comienzos de la sección, la deuda pública doméstica, si bien considerablemente menor que la externa, fue un factor importante en la evolución de las variables macroeconómicas del país. Con la desaparición del crédito externo, la misma tuvo una trayectoria ascendente y, para ser más atractiva para los inversores, se caracterizó por ofrecer tasa flotante (ya sea ajustada por inflación, tipo de cambio o tasa del Banco Central – SELIC⁴⁴) y corta duración. Las diferentes políticas económicas llevadas a cabo para la restricción monetaria y el manejo de la inflación, presionaron sobre la tasa de interés doméstica (ver Gráfico 16), generando que el peso del servicio de la deuda interna sea cada vez mayor, agravando el desequilibrio fiscal.

⁴³ Damill et al (1994).

⁴⁴ Sistema Especial de Liquidação e Custodia: tasa de interés de corto plazo del sistema de liquidación del Banco Central para los activos domésticos (Banco Central do Brasil).

Gráfico 16: Evolución de la SELIC



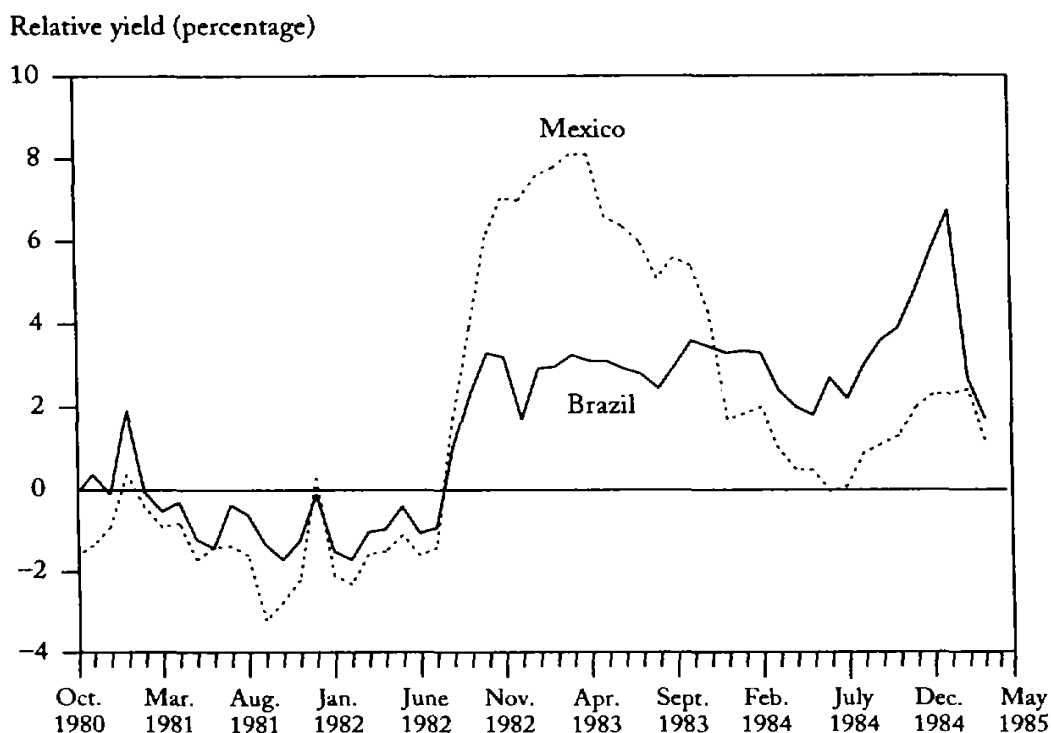
Fuente: Banco Central do Brasil

3. Desarrollo de la crisis

La particularidad del suceso que analiza este capítulo, conocido en la literatura como la “década perdida”, es que, a diferencia de los estallidos financieros que le siguieron, los sucesos y consecuencias de la crisis se prolongaron a lo largo de toda la década. A modo de referencia, todos los autores del tema marcaron el año 1982 como el comienzo de este período, cuando el gobierno de México declaró la moratoria de su deuda externa debido al drástico aumento del servicio de la misma. Esto generó un salto en la prima de riesgo de México que rápidamente se contagió a los demás países de América Latina – indistintamente a si estos países presentaban problemas similares o no y el freno casi total del crédito externo dirigido a la región.⁴⁵

⁴⁵ Edwards, Sebastian (1995).

Gráfico 17: Spreads de los bonos mexicanos y brasileros



Fuente: Edwards, Sebastian (1995).

Las causas de la crisis fueron tanto internas como externas. Resumiendo lo que se describió en las secciones anteriores del capítulo, los choques externos fueron el aumento sin precedentes de la tasa de interés de la Reserva Federal de Estados Unidos, junto con el deterioro de los términos de intercambio de la región por la caída de los precios de los *commodities*. Las causas internas fueron los déficits crónicos, tanto fiscales como externos, en combinación con regímenes cambiarios que tenían como objetivo anclar la creciente inflación. Como se vio, los gobiernos tendieron a financiar estos déficits con créditos externos, principalmente préstamos sindicados en moneda extranjera y a tasa variable, aumentando la vulnerabilidad externa. Justamente, como ilustran los casos de Argentina y Brasil descritos anteriormente, la combinación de un modelo de crecimiento que generaba tensiones macroeconómicas con el aumento del endeudamiento altamente expuesto a riesgos externos, fue el ingrediente explosivo. Según Díaz-Alejandro (1988):

(...) lo que pudo haber sido una recesión grave pero manejable se ha convertido en una gran crisis de desarrollo, sin precedentes desde principios de la década de 1930, debido principalmente al derrumbe de los mercados financieros internacionales y a un cambio abrupto de las condiciones y las reglas de los préstamos internacionales. Las interacciones no lineales entre este choque externo insólito y persistente y las políticas internas riesgosas o defectuosas condujeron a una crisis de gran profundidad y duración, una crisis que no podrían haber generado ni los choques ni la mala política económica por sí solos.

Aunque en un principio se pensó que era un suceso temporal, generado por un problema de liquidez y no de solvencia, a medida que los países latinoamericanos no lograban resolver los desequilibrios internos ni regularizar su situación externa – lo que ponía en grave peligro al sistema financiero de las economías desarrolladas por la alta exposición a la región – la comunidad internacional, encabezada por el FMI, comenzó a fomentar negociaciones entre los países y los acreedores. Estas negociaciones se enfocaron, principalmente, en medidas económicas internas con el objetivo de lograr las condiciones necesarias para cumplir con las obligaciones financieras y algún tipo de apoyo financiero marginal. Sin embargo, esta respuesta fue tardía y no tuvo la magnitud que la situación requería. Recién en 1989 con el *Plan Brady* a nivel internacional se planteó una reestructuración que significó para los países deudores un alivio de su deuda.⁴⁶

Previo al *Plan Brady*, en 1985, el por entonces Secretario del Tesoro de los Estados Unidos James Baker propuso, frente a la situación crítica de deuda que se vivía en América Latina y la alta exposición a ésta de los bancos de las economías desarrolladas, un plan que facilitara nuevos préstamos por parte de las entidades financieras de Estados Unidos y de otros países, así como de los organismos internacionales. Estos préstamos tendrían como condición la implementación de reformas políticas y económicas del estilo FMI (liberalización del comercio y mercado financiero, recortes presupuestarios, reformas fiscales, etc.). Aunque el programa se empezó a implementar, los bancos se resistieron a aumentar su exposición a la región y finalmente se abandonó.⁴⁷

Como sostienen diversos especialistas del tema, el problema de la deuda necesitaba una solución orientada a la misma. En marzo de 1989, Nicholas Brady – el nuevo Secretario del Tesoro – propuso una solución de este estilo. El *Plan Brady* presentó un abordaje individual por país, en el que la deuda bancaria se convirtió a bonos que presentaban diferentes condiciones. Tomando el caso de México (primer país en participar del plan), que reestructuró USD 48.000 millones de valor nominal de la deuda externa, los acreedores tuvieron tres opciones de canje: un bono con descuento o *hair cut*, con una reducción considerable del valor nominal de la deuda impaga (en el caso de México fue de 35%) y con una tasa de interés variable de valor de mercado (LIBOR + 812 bps); la segunda opción era un bono a la par, pero con una tasa de interés fija menor a la de mercado. Ambos bonos se emitieron a 25 o 30 años e incluían una garantía del principal, a través de la adquisición por parte del Estado deudor de un bono del Tesoro de Estados Unidos con cupón cero, y una garantía del interés, con la tenencia de títulos AA en cantidad suficiente para cubrir el pago de los mismos por un período determinado. La tercera opción fue el pago de efectivo, sin ninguna reducción del valor nominal, pero a cambio de préstamos adicionales por tres años.⁴⁸

A medida que los países se adhirieron, las opciones de canje aumentaron y se complejizaron. Por ejemplo, se emitió una serie de bonos no garantizados con vencimientos marcadamente más cortos que incluían uno de conversión de deuda (mantenía valor nominal, pero incluía un préstamo adicional) y un bono con tasa de interés reducida al comienzo del período (mantenía el valor nominal de la deuda, pero comenzaba con una tasa de interés menor a la de mercado que luego se ajustaría); y una

⁴⁶ Ocampo, José Antonio (2014).

⁴⁷ Bustillo y Velloso (2014).

⁴⁸ *Ibid.*

serie de bonos de capitalización (mantenía valor nominal, con tasa fija que se pagaba una parte en efectivo y la otra se capitalizaba sumándose al principal). También se sumaron instrumentos que brindaban diferentes soluciones para la regularización de los intereses vencidos de los préstamos bancarios. Hacia 1996, un total de diez países había reestructurado su deuda (ver Tabla 2).

Tabla 2: Acuerdos Plan Brady						
País	Fecha acuerdo	Condonación deuda (%)	Emisión a la par*	Emisión con descuento*	Otra deuda Brady*	Total deuda Brady emitida*
Argentina	Abril 1993	35%	\$12,67	\$4,32	\$8,47	\$25,45
Brasil	Abril 1994	35%	\$10,49	\$7,29	\$32,88	\$50,66
Costa Rica	Mayo 1990	n/a	n/a	n/a	\$0,59	\$0,59
República Dominicana	Agosto 1994	35%	n/a	\$0,33	\$0,19	\$0,52
Ecuador	Febrero 1995	45%	\$1,91	\$1,44	\$2,78	\$6,13
México	Marzo 1990	35%	\$22,40	\$11,77	\$2,73	\$36,90
Panamá	Mayo 1996	45%	\$0,26	\$0,04	\$2,92	\$3,22
Perú	Noviembre 1996	45%	\$0,18	\$0,57	\$4,12	\$4,87
Uruguay	Febrero 1991	n/a	\$0,53	n/a	\$0,54	\$1,07
Venezuela	Diciembre 1990	30%	\$7,33	\$1,27	\$9,95	\$18,55

* Miles de millones de dólares

Fuente: Bustillo y Velloso (2014).

Es importante destacar que el *Plan Brady* fue posible gracias a que, ya en 1982, existía un mercado secundario de los préstamos en mora que permitió a los bancos comerciales más pequeños deshacerse de su posición en la región y al resto de los bancos ajustar sus carteras de la manera que cada uno creyó más conveniente. Si bien, en un principio, este mercado no tuvo ningún impacto en las cargas adeudadas por los países de América Latina, dio los fundamentos necesarios para que los bancos acreedores aceptaran una quita, ya sea del principal o de los intereses, que les permitiera a estos países un verdadero alivio de sus obligaciones. Por último, como se verá más adelante, el plan jugó un rol fundamental en el impulso y desarrollo del mercado de deuda de los países emergentes, mejorando las condiciones en que estos podían acceder al mercado financiero internacional.⁴⁹

En relación a la deuda interna, también se implementaron programas locales para su abordaje. En el caso de Argentina, como se mencionó en la sección correspondiente, hacia el final de la década, el Estado se financió internamente a través del aumento de los encajes bancarios, por lo que la estructura de la deuda era equivalente a la de los depósitos, es decir, con vencimientos sumamente cortos. En 1989, debido a una devaluación del Austral del 8.000% y al proceso hiperinflacionario, el nuevo gobierno de Carlos Menem comenzó a anticipar que una corrida bancaria era inminente, por lo que se puso en práctica el *Plan Bonex*, que supuso que los depósitos bancarios a 7 días serían devueltos en efectivo hasta un millón de australes y el resto en *Bonex* (Bono externo, denominado en dólares con vencimiento en 1999 que se emitían desde los años '70). No sólo el plan no tuvo los efectos esperados por el gobierno (reducción de la base monetaria

⁴⁹ *Ibid* p. 29.

para frenar la inflación), sino que además implicó una pérdida sustancial para los ahorristas, que, en su gran mayoría, vendieron los bonos en el mercado secundario a un precio de entre 25-30%.⁵⁰

Brasil, por su parte, implementó una serie de medidas que no tuvieron demasiado éxito en controlar las variables macroeconómicas y que incluso llevó a un default técnico de la deuda interna. También con el objetivo de controlar el proceso inflacionario, el entonces electo Fernando Collor de Melo anunció la implementación del *Plan Collor* – verdaderamente llamado *Plan Brasil Novo* – que, entre sus varias medidas, congeló por 18 meses el 80% de todos los activos líquidos, incluyendo los bonos públicos locales. En ese período, los tenedores de estos bonos no pudieron recibir el pago del principal (indistintamente a si el bono había vencido dentro de esos 18 meses) y recibieron una tasa de interés significativamente menor a la establecida originalmente. De esta manera, a costa de los ahorristas, el Estado puso un freno al aumento de la deuda local por un tiempo.

⁵⁰ Krikorian, Marcelo A. (2010).

Capítulo III: La embriaguez no crea vicios, sólo los pone en evidencia – El efecto tequila, el efecto vodka y la crisis argentina.

Gracias a los sucesos y políticas implementadas en la década anterior, los años '90 se caracterizaron por la consolidación de programas económico-financieros ortodoxos y en línea con las recomendaciones de los organismos internacionales, especialmente el FMI, y por el acceso de la región latinoamericana a los mercados financieros internacionales a través de instrumentos cada vez más líquidos, así como complejos. Como se verá a continuación, esto permitió mantener la estabilidad política y económica por varios años, pero, una vez más, la combinación de políticas macroeconómicas con un tipo de endeudamiento que aumentaba la vulnerabilidad de la región a shocks externos negativos, produjeron, a partir de 1994, una serie de crisis que finalizó con el default argentino de 2002.

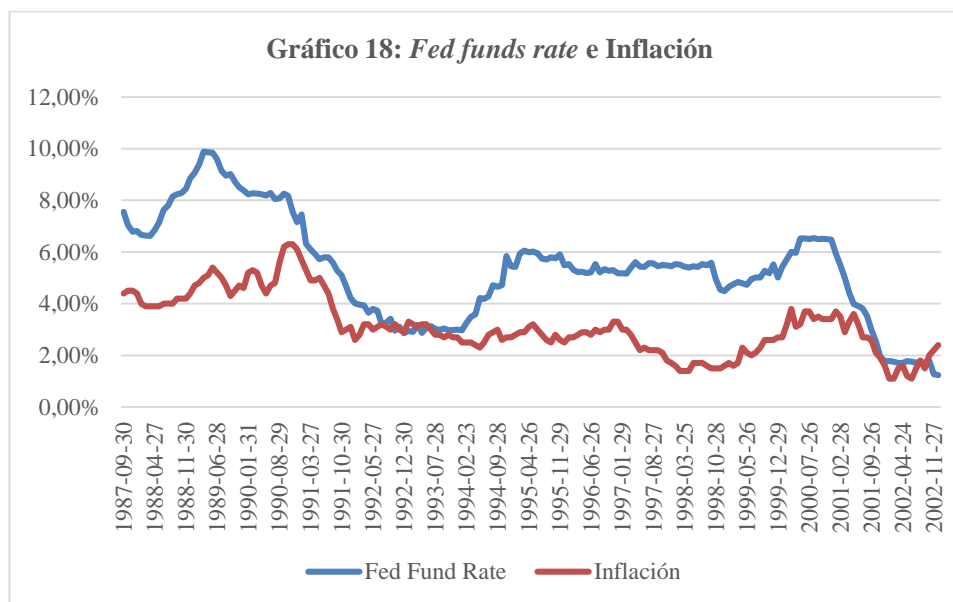
1. Contexto internacional.

En 1987 asumió un nuevo presidente de la Reserva Federal de Estados Unidos, Alan Greenspan. Como Paul Volcker, Greenspan enfocó la política monetaria en controlar la tasa de inflación, desentendiéndose en parte de la variable de desempleo, actitud fundamentada en la teoría de Milton Friedman, que establece que este factor presenta una tasa natural, por lo que es imposible lograr el pleno empleo. De esta manera, y como se observa en el Gráfico 18, la definición de la *fed funds rate* respondió a potenciales presiones inflacionarias. Sin embargo, gracias justamente a la política de Volcker, Estados Unidos pudo superar la crisis de inflación, que se mantuvo prácticamente a lo largo de la década por debajo del 5%, por lo que las tasas de la Fed y, por ende, las tasas de financiamiento internacional fueron considerablemente más bajas que en la década anterior.⁵¹

Durante los años '90, el ciclo económico de los países desarrollados se caracterizó por un proceso de desindustrialización, marcado fortalecimiento del dólar, importaciones baratas y aumento de los déficits comerciales. Aunque la actividad manufacturera nunca recuperó las tasas de crecimiento y empleo previas a la recesión de 1980, el consumo no dejó de aumentar, o por lo menos se mantuvo, sostenido por el incremento de la deuda de los hogares particulares. A su vez, este endeudamiento fue posible gracias a la desregulación del sistema financiero que implementó el gobierno de Estados Unidos, el cual llevó a un crecimiento, innovación y abaratamiento de las opciones de crédito, a la

⁵¹ Palley, Thomas (2005).

vez que proveía los fundamentos para el boom de los mercados accionarios (cada vez más vulnerables a burbujas) y del cual se verán las consecuencias en el año 2008.⁵²



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la The Federal Reserve System y Bureau of Labor Statistics.

Como ya se describió, la tasa definida por la Fed fue un disparador fundamental en el comienzo y desarrollo de la “década perdida”. Sin embargo, varios autores, como González Rozada y Levy-Yeyati (2006) así como Grandes (2007), sostienen que en el período de los años '90 el efecto que la misma tuvo sobre los *spreads* de los bonos soberanos de las economías emergentes, especialmente América Latina, fue marginal. Para González Rozada y Levy-Yeyati la variabilidad de los *spreads* entre los años 1993 y 2005, medidos a través del índice EMBI+⁵³, se explicó por el apetito global de riesgo, la liquidez global y el contagio de eventos sistémicos (como la crisis rusa y asiática). Mientras que Grandes agrega que también jugaron un rol activo e importante las condiciones macroeconómicas de los países, tales como PBI, déficit de cuenta corriente y los ratios de deuda. Sin embargo, esto no quiere decir que la política financiera de Estados Unidos no tuviera un impacto en América Latina y el mundo en general. La desregulación mencionada en el párrafo anterior generó la aparición de instituciones financieras distintas a los bancos tradicionales y que se orientaron a la búsqueda de altos rendimientos y, por ende, a explotar las oportunidades de inversión que presentaban las economías emergentes.

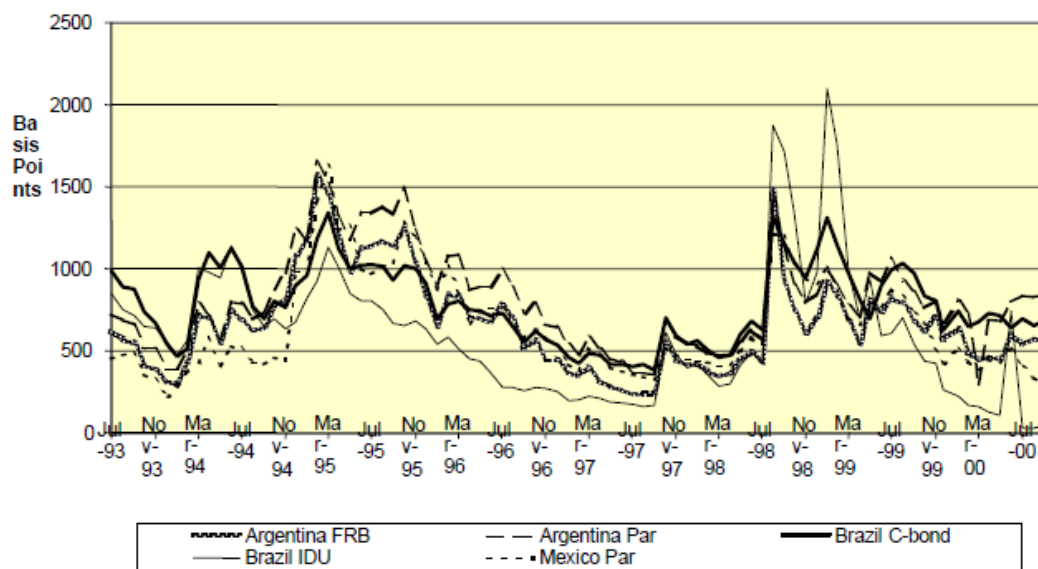
En línea con lo anterior, luego de la implementación del *Plan Brady*, el stock de deuda de las economías emergentes en el mercado creció considerablemente, con América Latina siendo la principal emisora a lo largo de los años '90, gracias a que, durante este período, la región contó con condiciones de emisión de deuda muy favorables. Sin embargo, estas condiciones se revirtieron, temporalmente, durante la crisis de México y, de manera más permanente, luego del default ruso y la devaluación del real en Brasil (ver Gráfico 19a). Adicionalmente, aunque los patrones de *spread* entre países fueron

⁵² *Ibid.*

⁵³ Índice desarrollado por JPMorgan que sigue la deuda externa soberana denominada en dólares de las economías emergentes, midiendo el retorno total de este tipo de instrumentos. (www.jpmmorgan.com)

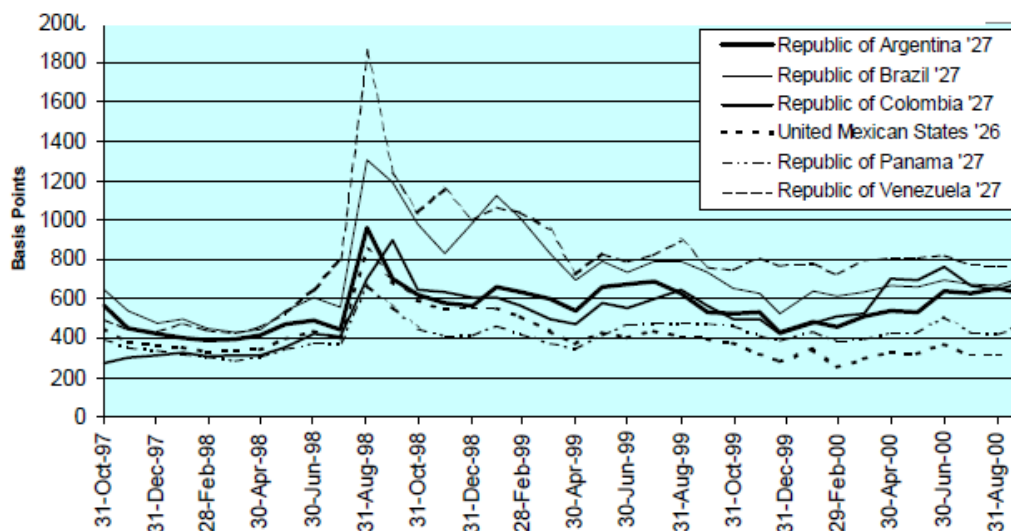
similares, como se ve en el Gráfico 19b registraron diferencias marcadas entre países, indicando la asociación con los factores macroeconómicos.

Gráfico 19a: Spreads de Bonos Brady



Fuente: Bustillo y Velloso (2000).

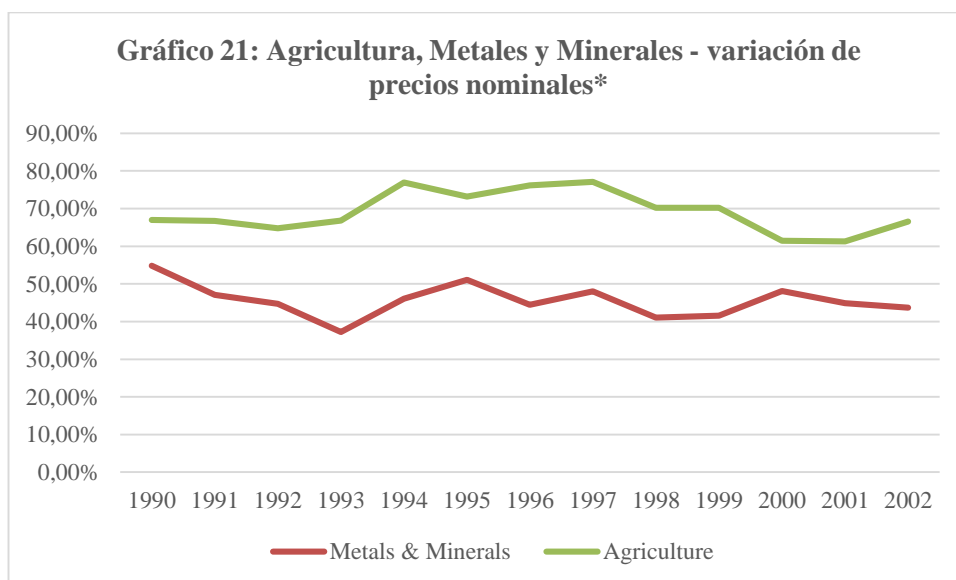
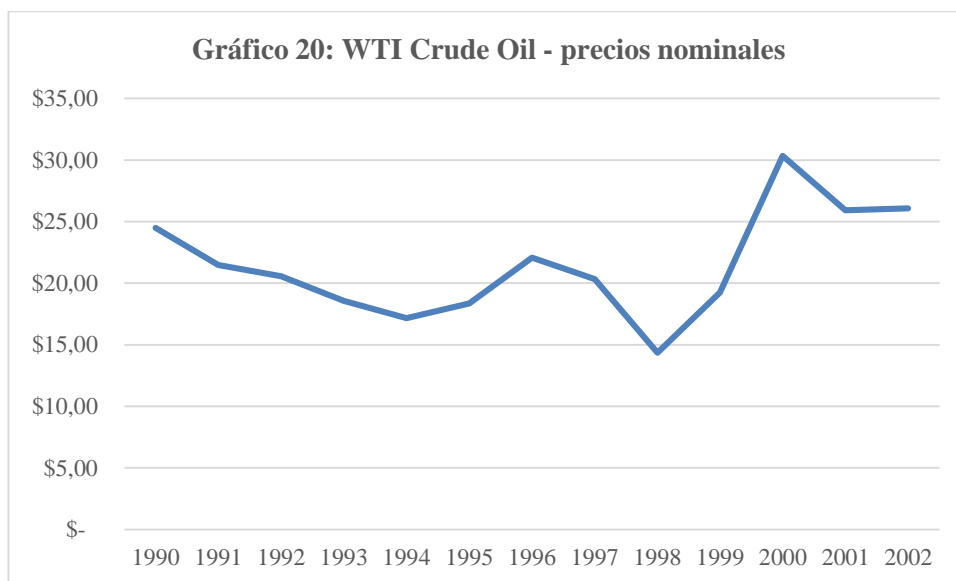
Gráfico 19b: Spreads mensuales de Eurobonos a 30 años



Fuente: Bustillo y Velloso (2000).

En relación a los precios de las principales exportaciones de América Latina, las materias primas, como se puede ver en los Gráficos 20 y 21, no volvieron a tocar los extraordinarios picos de la década del '70 e incluso decayeron en relación a los años '80. De esta forma, las principales fuentes de dólares para países como Argentina, Brasil, Chile fueron, como se verá en las próximas secciones, la privatización de las empresas públicas de servicios – en un principio – y el endeudamiento externo el resto de la década. Incluso, hacia finales del período y coincidiendo con shocks externos negativos,

registraron una caída mayor, empeorando aún más la situación fiscal de las economías emergentes.



*100 = 2010

Fuente: World Bank Global Economic Monitor

2. América Latina: macroeconomía y endeudamiento

Los países de América Latina comenzaron la nueva década en una situación diametralmente opuesta a la de los '80. El mercado financiero volvía a tener liquidez, las tasas de interés regresaban a niveles normales. El *Plan Brady* se encontraba en marcha, brindando un gran alivio a los países aplastados por su deuda externa. Internamente, las elecciones presidenciales llevadas a cabo en distintos países llevaron al poder a políticos dispuestos a implementar las recomendaciones pro-mercado del FMI y la comunidad internacional, agrupadas en lo que se conoció como el *Consenso de Washington*, generando mayor atracción de los capitales extranjeros. Sin embargo, estos factores mantenían una similitud con el período anterior: la combinación de las políticas

macroeconómicas con las características de endeudamiento público generó un alto grado de vulnerabilidad a shocks externos negativos. Como se verá en las próximas secciones, a partir de 1994, una sucesión de eventos internacionales desembocó, una vez más, en una crisis, si no para la región, para las grandes economías latinoamericanas.

Se llamó *Consenso de Washington* a una serie de políticas económicas presentadas en la conferencia “*Latin American Adjustment: How Much Has Happened?*” en la que destacados economistas y miembros de los organismos internacionales buscaban encontrar una solución al problema de la falta de crecimiento económico de América Latina. En esa conferencia, se consensuó una lista de diez reformas necesarias para que los países de la región pudieran salir del estancamiento. Las reformas planteadas fueron⁵⁴:

- Disciplina fiscal: enfocada en la reducción del déficit.
- Reordenación de las prioridades del gasto público: principalmente de los subsidios a las empresas públicas.
- Reforma fiscal: con el objetivo de ampliar la recaudación tributaria y complementar la disciplina fiscal para reducir el déficit.
- Liberalización financiera: la reforma planteaba que la tasa de interés debía ser definida por el mercado, mientras que las tasas de interés reales debían mantenerse positivas, aunque moderadas para no afectar la inversión productiva.
- Tipo de cambio competitivo: parte de una serie de medidas orientadas a desarrollar las relaciones económicas internacionales entre las economías emergentes y los países avanzados. La medida apuntaba a mantener las exportaciones de la región en niveles competitivos.
- Liberalización del comercio: parte del desarrollo del sector externo implicaba una reforma que facilitara la importación de bienes, sobre todo los necesarios para la industria exportadora.
- Liberalización de la inversión extranjera directa: reforma que cerraba el triángulo externo.
- Privatizaciones: apuntaba a aliviar el presupuesto público a través de, por un lado, el ingreso de fondos provenientes de la venta, y, por otro, la eliminación de un sector que requería constantes transferencias de fondos públicos.
- Desregulación: vinculada principalmente a reformar las disposiciones que impedían la privatización de las empresas públicas.
- Derechos de propiedad: requisito básico para atraer inversiones extranjeras y promover la inversión.

⁵⁴ Martínez Rangel, Rubí y Soto Reyes Garmendia, Ernesto (2012).

Como se puede inferir de las propuestas, las ideas fundamentales detrás del *Consenso de Washington* consistían en que el sector privado era más eficiente para gestionar la economía de un país, por lo que el Estado debía ser reducido a su mínima expresión, como facilitador de negocios, regulador ocasional y garante de la paz social. Por otro lado, enfatizaba las ventajas de la globalización y la interconexión entre países como motor para el desarrollo económico, desarrollo que eventualmente “derramaría” hacia los sectores de la población menos favorecidos.⁵⁵

Si bien en un comienzo no se planteó que la implementación de estas reformas debía ser obligatoria, si no que consistían en recomendaciones, los organismos internacionales financieros las incluyeron como condiciones para que los Estados pudieran acceder a préstamos y otro tipo de ayuda financiera. De esta manera, a partir de 1990, varios países de la región comenzaron a avanzar con la implementación de programas económicos en línea con el *Consenso de Washington*, pero con interpretaciones – tanto de las medidas en sí como de su secuencia temporal – locales.

En las siguientes secciones se describen las políticas macroeconómicas que siguieron Argentina y Brasil, y la gestión de deuda pública que las acompañó.

a) Argentina: Políticas macroeconómicas

Al asumir la presidencia en 1989, el recientemente electo Carlos Saúl Menem se encontró con un país inmerso en una crisis hiperinflacionaria, un Estado prácticamente en bancarota y con un problema de credibilidad de los mercados financieros locales e internacionales que veían en él la vuelta del Peronismo y sus políticas populistas y tendientes al aislamiento del país. De esta manera, como sostiene Gerchunoff y Torre (1996), las decisiones de política económica de los primeros años apuntaron a enviar señales claras sobre sus intenciones y compromisos para volver a tener el visto bueno del mundo de los negocios y no tanto para desarrollar un programa de crecimiento de largo plazo:

*Quizás en una situación caracterizada por una crisis fiscal menos terminal hubiera sido posible que la política de estabilización y la política de reformas fuesen encaradas como tareas sucesivas en el tiempo. Pero en la Argentina en la que Menem arribó al gobierno el contexto macroeconómico era otro y ello tuvo sus consecuencias. En efecto, allí en donde la emergencia económica lleva a que la política de estabilización y la política de reformas sean incorporadas a un mismo paquete de políticas, la segunda tiende a organizarse en función de la primera. Lo que significa que **las reformas son hechas con vistas al objetivo prioritario de reducir el déficit fiscal y contener la inflación antes que para aumentar la productividad y la competitividad de la economía a largo plazo (...).**⁵⁶*

⁵⁵ *Ibid* p. 36.

⁵⁶ Gerchunoff, Pablo y Torre, Juan Carlos (1996). El resaltado pertenece a la autora.

Así, entre 1990 y 1991, el nuevo gobierno llevó adelante una serie de reformas, siendo la primera a destacar el proceso de privatización de las empresas públicas. Como se mencionó anteriormente, durante estos años todos los países de América Latina comenzaron a implementar medidas en línea con las propuestas del *Consenso de Washington*, pero la particularidad del caso argentino fue la rapidez con la que se hizo. Hacia 1990 prácticamente todas las empresas públicas habían sido transferidas al sector privado. El objetivo principal no fue necesariamente el aumento de la eficiencia de los servicios públicos y la innovación, sino el ingreso prácticamente inmediato de liquidez y, en línea con lo anterior, ganar credibilidad frente al mercado. Para atraer inversionistas, el gobierno creó un conjunto de regulaciones que protegían a los nuevos propietarios y que les aseguraban un mercado monopólico y el acceso a cuasi-rentas. Además, aceptó hacerse cargo de todos los pasivos preexistentes al traspaso y aceptó títulos de deuda pública como parte de pago.⁵⁷

En segundo lugar, si bien en un principio se quiso hacer de manera gradual, hacia fines de 1990 las restricciones cuantitativas a las importaciones eran casi nulas, completando el proceso de liberalización comercial. A modo de ejemplo de lo extremo de la medida, en 1988 el promedio entre el impuesto máximo y mínimo que se aplicaba a las importaciones era de 28,86% y 2.335 productos pagaban el arancel máximo de 40%. En 1992 el promedio era de 11,60% y sólo 425 pagaban el máximo de 25%. El costo de esta rápida y profunda apertura comercial no fue sólo el disminuir los ingresos del Estado, sino también, a falta de políticas complementarias, el cierre de empresas locales y aumento del desempleo.⁵⁸

Finalmente, la tercera reforma se centró en el sistema tributario. La apremiante necesidad de equilibrar las cuentas públicas llevó a que el gobierno pensara cómo recaudar más y gastar menos. De esta manera, los cambios se centraron en tres aspectos: la concentración de la estructura impositiva en unos pocos impuestos (al valor agregado y ganancias), para los cuales se amplió la base imponible, aumentaron las alícuotas y los agentes de retención. En segundo lugar, se eliminaron los regímenes de promoción industrial y regional, que incorporaban importantes exenciones impositivas. Finalmente, una nueva ley penal tributaria aumentó los riesgos de evadir impuestos y se fortaleció a la agencia de recolección de los mismos. Como en el caso de las otras dos reformas, ésta se caracterizó por el cortoplacismo al que empujaba un Estado en bancarota.⁵⁹

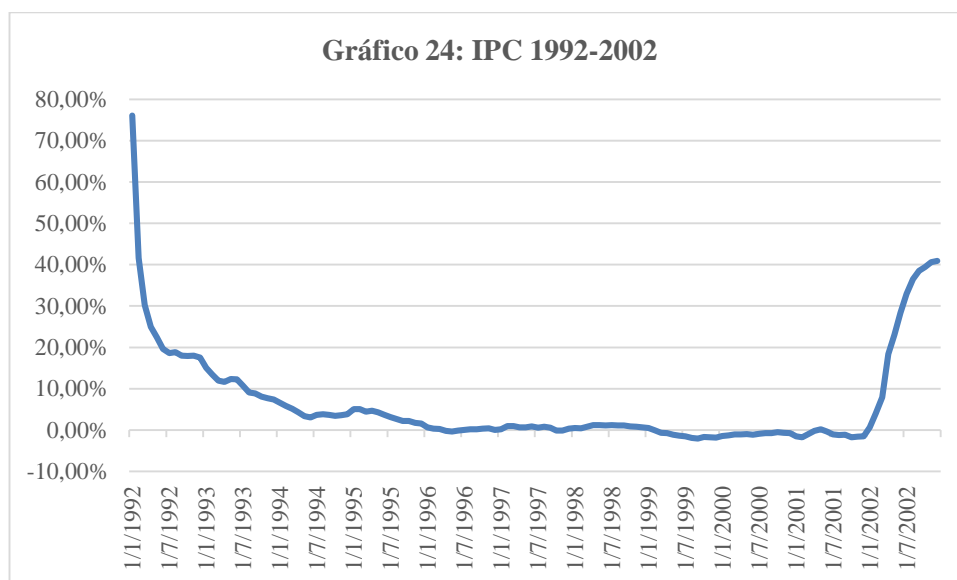
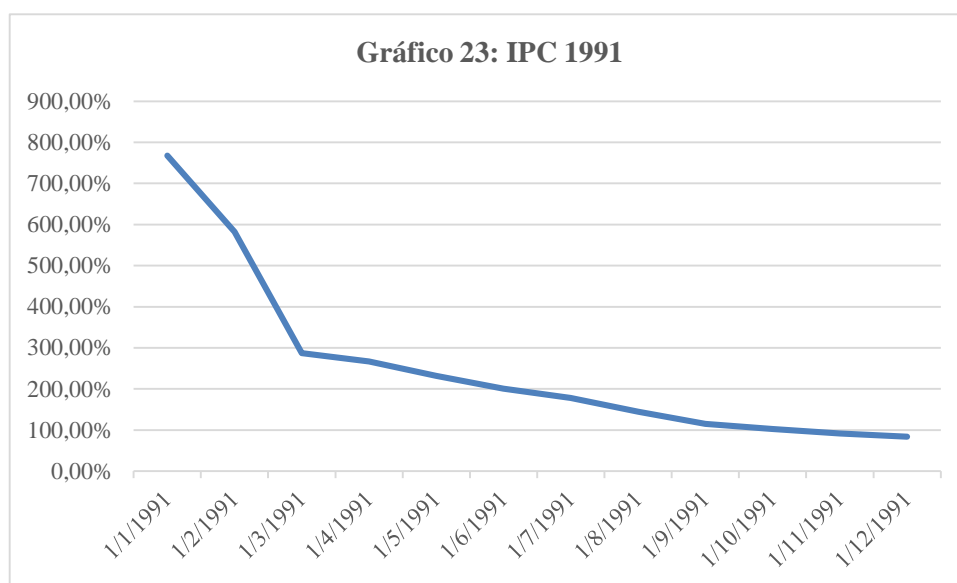
A pesar de estas medidas y claras señales por parte del gobierno de estar comprometido con las reformas estructurales, la inflación seguía registrando tasas sumamente elevadas como se puede observar en el Gráfico 23, aunque se había logrado salir de la hiperinflación. Durante los primeros 18 meses de gobierno, tres ministros de economía implementaron diferentes medidas procurando controlar y bajar la inflación sin éxito. Hasta el 1 de abril de 1991 cuando el nuevo ministro de economía, Domingo Cavallo, puso en marcha el *Plan de Convertibilidad*. La particularidad de este plan, en la historia argentina y en relación a las experiencias del resto de los países de la región, es que se implementó a través de una ley, la Ley n° 23.928 de convertibilidad de la moneda

⁵⁷ Vera-Fluxiá, Ramiro Xavier (2005).

⁵⁸ *Ibid.*

⁵⁹ Gerchunoff, Pablo y Torre, Juan Carlos (1996).

argentina, generando una total inflexibilidad frente a la necesidad de cambios como se verá más adelante. La ley estableció una equivalencia del 100% de las reservas de libre disponibilidad del Banco Central y la base monetaria (circulación y depósitos a la vista). La fórmula de conversión consistió en que por cada dólar que ingresaba al Estado, éste podría emitir 10.000 australes y, a partir de 1992, 1 peso (la nueva moneda) y prohibió la emisión de moneda sin el respaldo de divisas. De esta manera, varios aspectos de la economía argentina quedaban definidos por la de Estados Unidos, principalmente el tipo de cambio y la tasa de interés, por lo que la autoridad monetaria se transformó en una simple caja de conversión, sin decisión sobre la política monetaria y cambiaria del país. Con esto, el gobierno logró su principal objetivo: disminuir la inflación hasta hacerla casi desaparecer (ver Gráfico 24), aunque con un alto costo, como se verá más adelante.⁶⁰

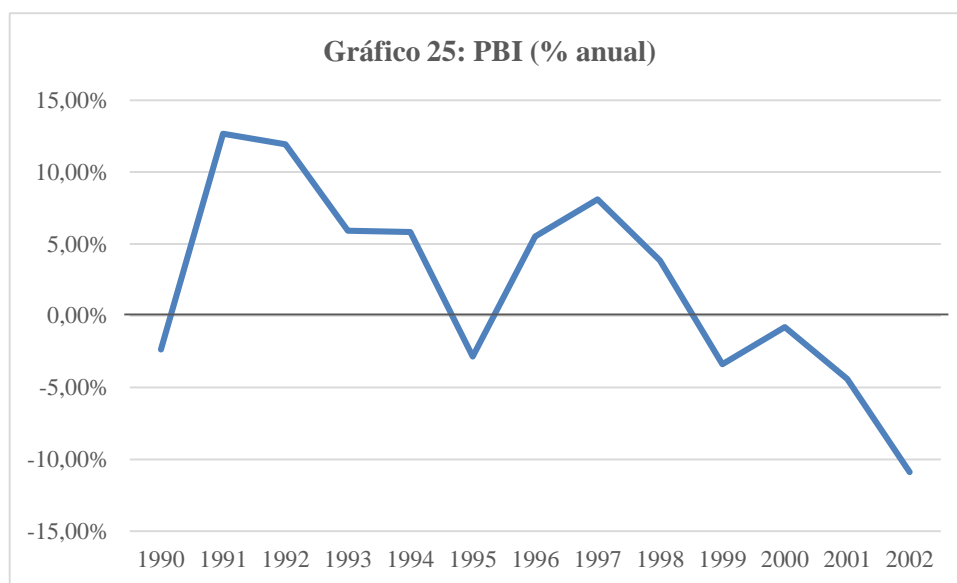


Fuente: INDEC

La combinación de las medidas anteriores con un crédito por parte del FMI y el comienzo de la renegociación de la deuda externa bajo el *Plan Brady* cambió radicalmente la escena

⁶⁰ *Íbid* p. 38.

económica. Con la desaceleración inflacionaria, los depósitos volvieron a los bancos, reapareció el crédito, aumentó el consumo – principalmente por la desaparición del impuesto inflacionario –, comenzaron a llegar los capitales extranjeros, tanto en forma de flujos financieros como de inversión directa y, todo ello, generó tasas de crecimiento importantes (ver Gráfico 25). De esta manera, entre 1991 y 1994 el país disfrutó de un proceso de retroalimentación positivo: el ingreso de capitales mejoró los indicadores económicos, lo que a su vez afianzó la confianza y estimuló el ingreso de nuevos capitales.⁶¹



Fuente: World Bank Global Economic Monitor.

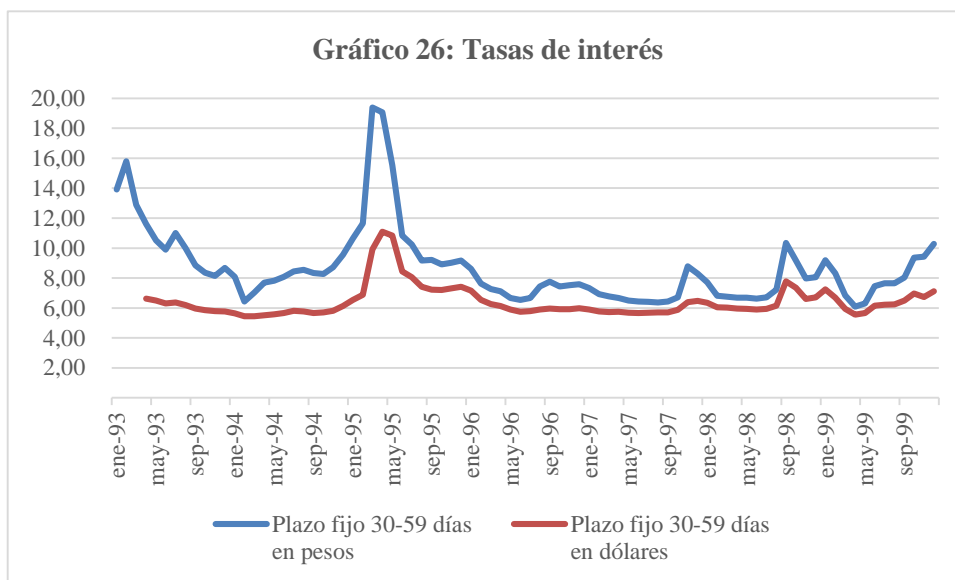
Sin embargo, la propia *Convertibilidad* traía inherentemente los mecanismos que llevarían al país a la crisis de comienzos de siglo XXI. Por un lado, el nuevo sistema tributario estaba fuertemente basado en el consumo, por lo que desincentivó el ahorro local y requirió de un constante crecimiento en el poder de compra. Por otro, la apertura comercial y la apreciación de la moneda deterioró la competitividad tanto de la industria exportadora como la de bienes de consumo local, generando un fuerte deterioro de la balanza comercial, el cierre de empresas locales y el aumento del desempleo (ver Tabla 3).⁶²

Pero el principal problema consistió en que la fijación del tipo de cambio junto con la liberalización comercial y financiera generaron incentivos para el flujo de capitales financieros privados que buscaron aprovechar la diferencia positiva entre las tasas de interés argentina y la internacional, estrategia conocida como *carry trade* (ver Gráfico 26). Los efectos de este ingreso de capitales son la expansión de la demanda que, en un contexto de disminución de la tasa de inflación, genera la apreciación de la moneda. Esto, a su vez, lleva al empeoramiento de la balanza comercial, por el aumento de las importaciones que se abaratan y la caída de las exportaciones que son cada vez más caras; por lo que las necesidades financieras aumentan y con ella la deuda acumulada.⁶³

⁶¹ *Ibid* p. 39.

⁶² *Ibid*.

⁶³ Damill, Mario et al (2005).



Fuente: Banco Central de la República Argentina

Esta dependencia exponía al país a shocks externos negativos que frenaran los flujos de divisas y redujeran la liquidez internacional. De esta forma, a partir de la sucesión de eventos negativos que comenzaron con el *Efecto Tequila* en 1994, Argentina comenzó el camino descendente que llevaría a una de las peores crisis económicas y a uno de los defaults más grandes de la historia financiera internacional. En la sección en la que se describen los eventos de las múltiples crisis, se realiza una descripción de cómo el gobierno reaccionó localmente a cada una de ellas.

Tabla 3: Situación fiscal argentina

	Súperavit Total (% PBI)	Gasto de Gobierno Total (% PBI)	Recaudación Gob. Total (% PBI)
1981-1990	-3,4	13,9	11,6
1991-1999	-1,1	15,9	13,8
1999	-2,9	17,4	13,6

Fuente: Levy-Yeyati, Eduardo (2001).

b) Argentina: características de endeudamiento.

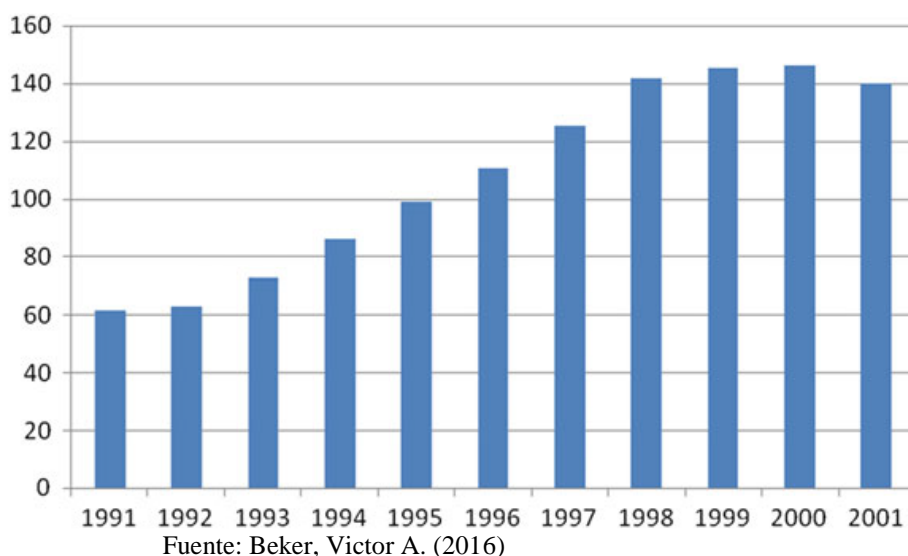
Como vimos en el capítulo anterior, Argentina comenzó la década del '90 en default y aislada del acceso al financiamiento externo. Sin embargo, el inesperado cambio político del nuevo presidente Carlos Saúl Menem, junto con la estabilidad lograda gracias al *Plan de Convertibilidad*, hicieron de Argentina uno de los principales receptores de fondos de la región. En este sentido fueron clave la reestructuración de la deuda bajo el *Plan Brady*, que no sólo regularizó la situación financiera del país, sino que también implicó una reducción considerable de sus obligaciones externas; y el apoyo del FMI que, a lo largo de la década otorgó cuatro paquetes de financiamiento al país – ayuda que fue fundamental para abordar los efectos negativos del *Efecto Tequila*, como se ve más adelante. De esta manera, las sucesivas emisiones de bonos eran realizadas por un

gobierno que estaba implementando políticas económicas monitoreadas por el FMI y con su visto bueno.⁶⁴ Gracias a ello, durante varios años, el interés pagado por Argentina se encontraba levemente por encima de las notas del Tesoro de Estados Unidos. Adicionalmente, se consiguió una estructura de vencimientos favorables para el país.⁶⁵

Si bien en los primeros años del gobierno de Menem se logró una reducción de la deuda externa, gracias a la reestructuración llevada a cabo bajo el *Plan Brady* y la absorción de títulos públicos a través de las privatizaciones, la imposibilidad de que el Banco Central financiara al Tesoro, empujó a éste a buscar financiamiento afuera. De esta manera, la estructura de la deuda pública estuvo caracterizada por la mayor importancia de la deuda externa en relación a la local (para lo cual la garantía de no devaluación que imponía la *Convertibilidad* jugó un rol clave), pagaba tasa variable y tenía un plazo relativamente corto. Es por esto que, a partir de 1998 con el aumento de aversión al riesgo luego de la crisis rusa y, por ende, aumento de la prima de riesgo de los mercados emergentes, el peso de los intereses de la deuda externa argentina siguió un sendero explosivo, desembocando, al final de la década, en que el pago de intereses y principal superaba ampliamente las exportaciones anuales. Por lo que se puede concluir que Argentina se encontraba sumamente expuesta a efectos de contagio y volatilidad de flujos de capital.⁶⁶

A continuación, una serie de gráficos de los principales indicadores de endeudamiento ilustran esta situación. Allí se puede observar, en primer lugar, el aumento nominal de la deuda: mientras que a fin de 1991 ésta era de USD 61.000 millones, a fines de 1999 la deuda registraba USD 145.000 millones (ver Gráfico 27). Sin embargo, el ratio deuda externa/PBI se mantiene estable hasta 1998, esto se da gracias a la creciente tasa de PBI y la apreciación de la moneda (Gráficos 28). Una lectura alternativa de lo anterior podría ser que el ratio deuda/PBI es sumamente sensible a variaciones en el tipo de cambio, exponiendo al país a shock externos negativos.

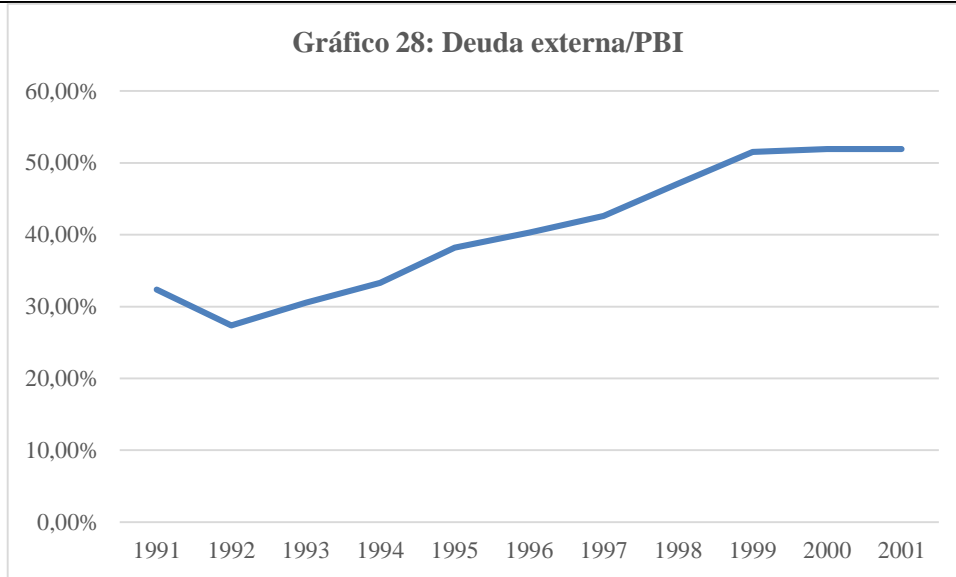
Gráfico 27: Deuda pública (billones de USD)



⁶⁴ Beker, Victor A. (2016).

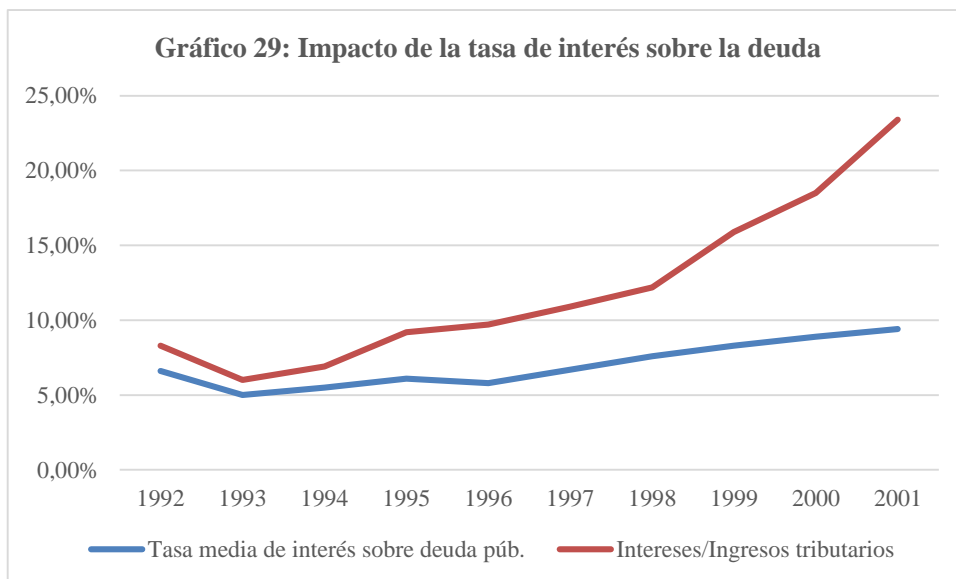
⁶⁵ Buera, Francisco *et al* (2001)

⁶⁶ Beker, Victor A. (2016).

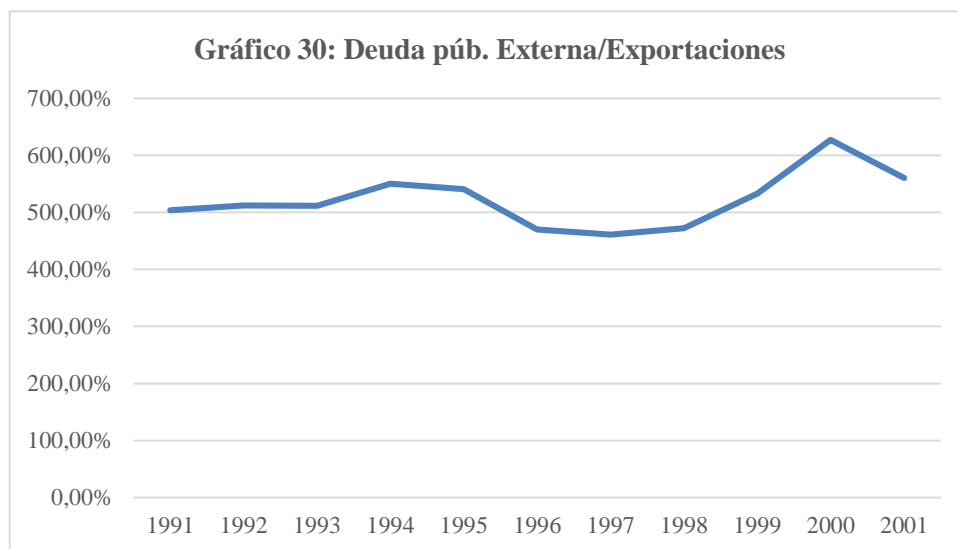


Fuente: Beker, Victor A. (2016).

En segundo lugar, se puede apreciar cómo hacia finales de la década, el ratio intereses sobre ingresos tributarios se incrementó considerablemente (Gráfico 29). Finalmente, el Gráfico 30 muestra cómo la Argentina se encontró, durante toda la década, en una situación de vulnerabilidad externa.



Fuente: Damill, Mario et al (2003).



Fuente: Beker, Victor A. (2016).

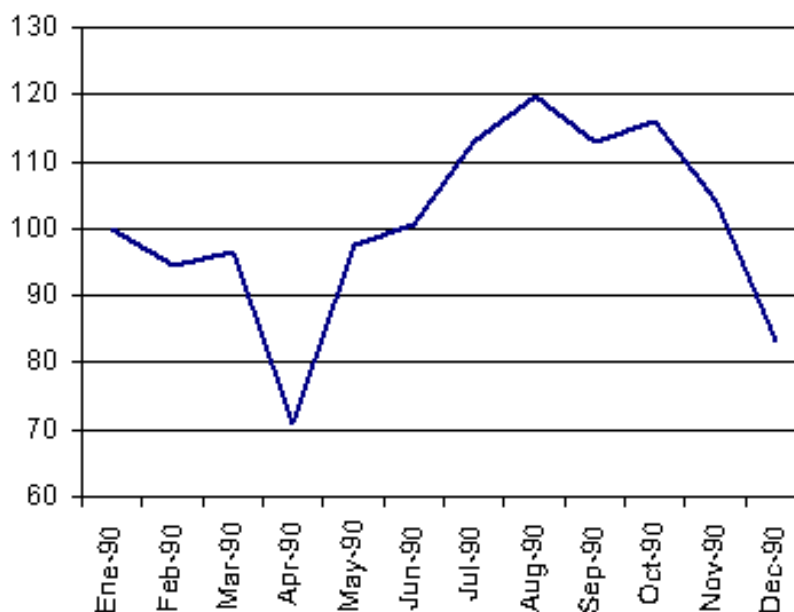
En la sección concerniente a la descripción de las crisis financieras se explica el impacto de los diferentes eventos negativos sobre el endeudamiento argentino y cómo éste, junto a los problemas que planteaba el *Plan de Convertibilidad*, llevaron a la peor crisis económica argentina.

c) Brasil: políticas macroeconómicas.

Como se mencionó al finalizar el capítulo anterior, al igual que Argentina, Brasil enfrentaba un proceso inflacionario que los programas heterodoxos de la década anterior habían transformado en hiperinflación. Sin embargo, a diferencia de Argentina, el gobierno de Fernando Collor de Melo, que asumió en marzo de 1990, no tenía la necesidad de demostrar su compromiso pro-mercado y alineamiento con los organismos financieros internacionales. Por lo que, hasta 1994, se implementaron una serie de planes que seguían combinando elementos ortodoxos y heterodoxos para frenar la inflación y lograr equilibrar las cuentas públicas. El principal de ellos fue el *Plano Brasil Novo*, informalmente conocido como *Plan Collor*, que se dividió en dos etapas: la primera enfocada en el frente monetarista con el objetivo de frenar los aumentos de precios y la segunda orientada al problema fiscal.⁶⁷

⁶⁷ Morangiu, Federico (2007).

Gráfico 31: Producción industrial (enero 1990 = 100)

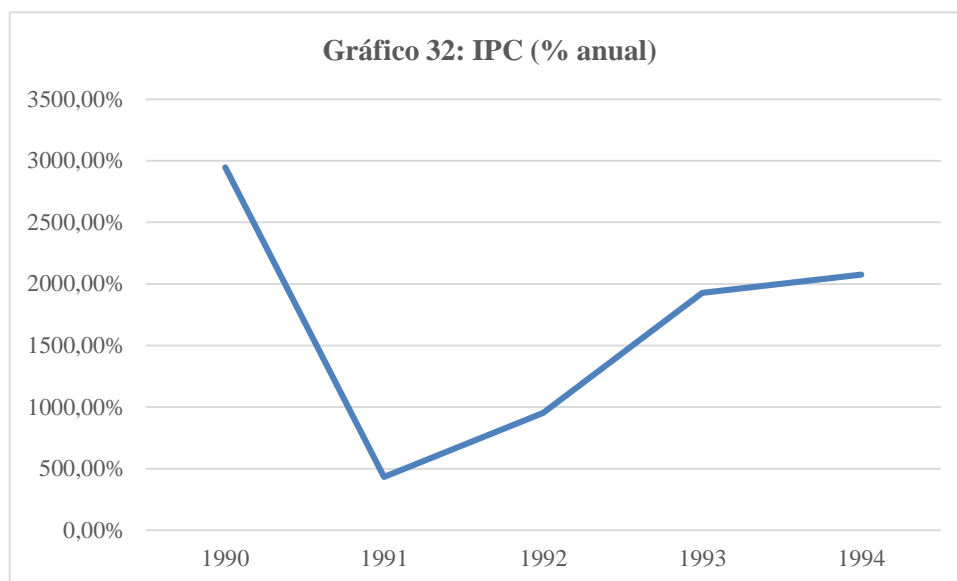


Fuente: Morangiu, Federico (2007).

La primera etapa del *Plan Collor I* buscó reducir la oferta monetaria a través, como ya se mencionó, del congelamiento de activos financieros y los precios, así como el reemplazo de la moneda Novo Cruzado por el Cruzeiro, que conllevaba el bloqueo al uso de la antigua moneda y un proceso de conversión gradual a la nueva, limitando la cantidad de dinero que se podía retirar de las cajas de ahorro, así como el porcentaje convertido de los depósitos a plazo. La idea detrás de estas medidas era retirar liquidez del mercado para frenar la inflación, lo cual trajo implícita una recesión económica (ver Gráfico 31).

Sin embargo, cuando se dispuso a implementar el ajuste fiscal de la segunda etapa, la inflación volvió a ganar velocidad debido, en parte, a que la economía volvía a recuperarse luego de la caída registrada en la primer etapa, pero principalmente porque el plan incluía medidas contrarias al objetivo de frenar la inflación: incremento de salarios, fijación de precios desequilibrada en la que hubo “ganadores” que ajustaron los precios antes del congelamiento y “perdedores” que no lo hicieron, al mismo tiempo que el Estado se vió obligado a inyectar liquidez para auxiliar al sistema bancario. De esta manera, la segunda etapa del plan incluyó, además del ajuste fiscal, un ajuste ortodoxo que contaba con la aprobación del FMI y que volvió a incluir una fuerte restricción en la oferta monetaria, la eliminación de la indexación y el uso del tipo de cambio como ancla nominal para la inflación. Sin embargo, no tuvo los efectos esperados sobre la tasa de crecimiento de los precios. En un último intento, el *Plan Collor II* siguió con la misma línea del plan anterior, volviendo a fallar en su objetivo (ver Gráfico 32).⁶⁸

⁶⁸ *Íbid* p. 44.

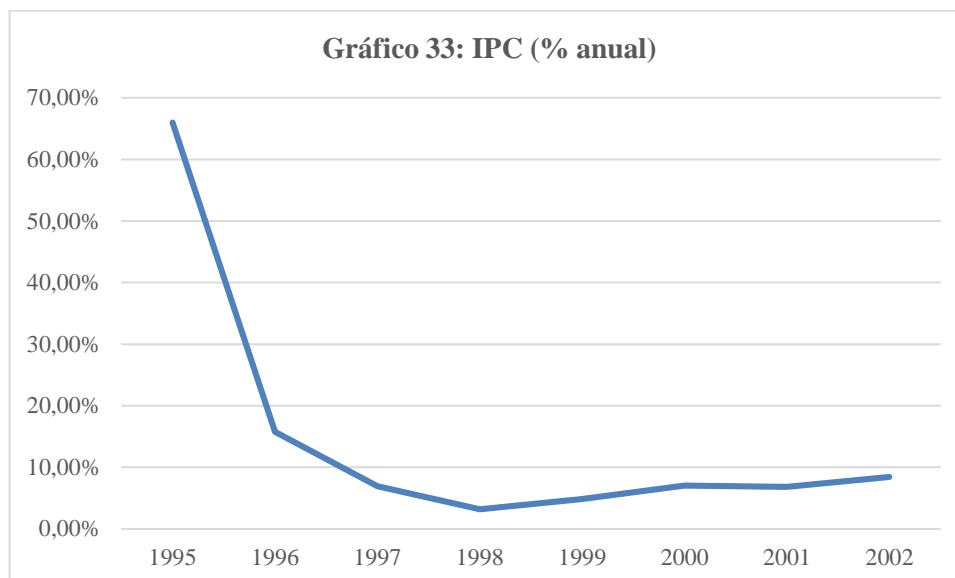


Fuente: Banco Mundial.

Recién en 1993 Brasil implementó su equivalente al *Plan de Convertibilidad*, conocido como *Plan Real*, un programa de cambios profundos de la economía y sociedad brasilera. Este plan estaba dividido en tres etapas: la primera se anunció a mediados de 1993 y planteó un conjunto de medidas enfocadas en la reducción y eficiencia del gasto público nacional y la recuperación de los ingresos tributarios. El ajuste incluía la reestructuración de la deuda de las unidades regionales con el gobierno nacional, mayor control sobre los bancos públicos, la creación de un Fondo Social de Emergencia – que se benefició con la creación de un impuesto a las transacciones financieras – y la separación de las cuentas del Tesoro de las cuentas del Banco Central. Todo ello apuntó a equilibrar las cuentas fiscales, principal causa, según el gobierno en ese momento, de la inflación.

En la segunda etapa (diciembre de 1993) se creó un patrón valor – URV – cuyo valor en Cruzeiros era fijado diariamente por el Banco Central, para mantenerlo alineado con la cotización del dólar. Gradualmente, los salarios, contratos, precios y tarifas fueron ajustándose con el URV, transformando los precios prefijados en postfijados borrando, gradualmente, la memoria inflacionaria. Finalmente, la última etapa comenzó el 30 de junio de 1994, cuando se aprobó por ley la transformación de esta unidad en moneda, el Real, donde la fórmula de conversión fue 2.750 Cruzeiros = 1 Real. Como el *Plan de Convertibilidad*, también estableció que la masa monetaria estuviera respaldada por reservas, estableciendo la paridad cambiaria de 1 Real = 1 USD aunque, a diferencia del programa argentino, el tipo de cambio no estaba atado por ley, dejando a criterio del Ministerio de Hacienda la evolución del mismo. La combinación de estas medidas logró el objetivo tan esperado de frenar la inflación y llevarla a un camino descendente (ver Gráfico 33).⁶⁹

⁶⁹ Brenta, Noemí Liliana (2002).



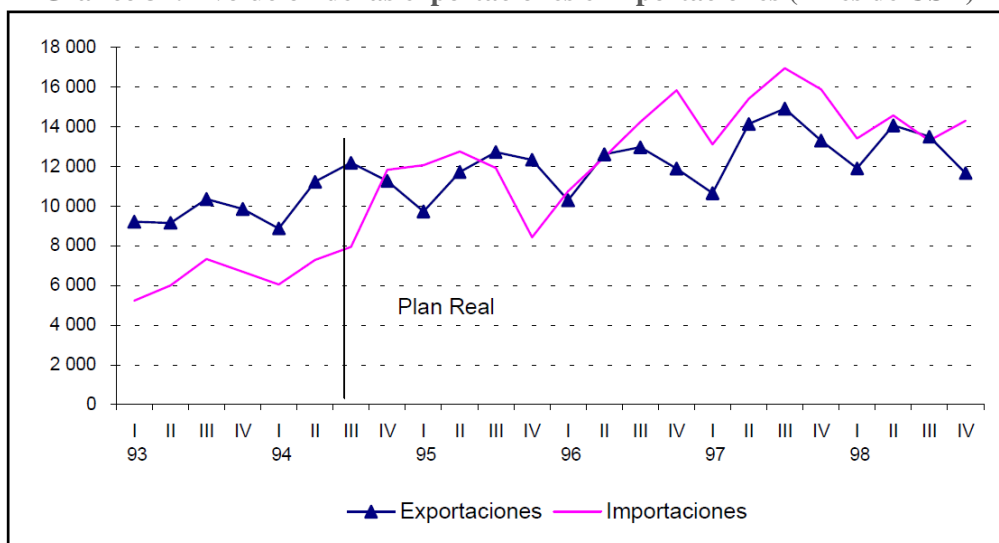
Fuente: Banco Mundial

¿Qué efectos tuvo el *Plan Real*? Para el gobierno de Fernando Henrique Cardoso, el equilibrio fiscal era un factor fundamental para el éxito del programa. Sin embargo, el déficit fiscal no sólo siguió existiendo, sino que se agravó. Varios factores explican este resultado: en primer lugar, y una gran diferencia con Argentina y la gran mayoría de los casos de América Latina, la caída de la inflación no tuvo los efectos positivos de mejorar los ingresos públicos, ya que los mismos se encontraban previamente mejor indexados a la variación de precios. Adicionalmente, aunque los ingresos tributarios aumentaron gracias a la reforma del sistema, los gastos lo hicieron también: el gobierno ya no contaba con un ambiente inflacionario para licuar sus obligaciones y se llevaron a cabo ajustes posteriores a la implementación del plan de salarios y seguridad social. A su vez, aunque a partir de 1994 se intensificó el proceso de privatización de las empresas públicas – lo que suponía un alivio presupuestario –, el gobierno se hizo cargo de una los pasivos de éstas que se arrastraban de etapas anteriores. Finalmente, a medida que avanzó la década, las obligaciones financieras comenzaron a pesar cada vez más como se verá en la próxima sección.

Parte de las reformas implementadas a lo largo de todo el período fue la liberalización comercial a través de la reducción de aranceles, que pasaron de 50% en promedio para 1987 a 15% en 1992. Como en Argentina, esta política generó un crecimiento de las importaciones que superaron a las exportaciones brasileras (aunque estas también crecieron). Esta apertura, combinada con la inevitable apreciación de la moneda que conllevó la fijación del tipo de cambio y la brusca entrada de capitales extranjeros, generaron un déficit comercial cada vez mayor (ver Gráfico 34). Si bien esto exponía al país a shocks negativos externos, el gobierno consideró que era una parte inevitable de las transformaciones estructurales que llevarían, eventualmente, al crecimiento de la economía brasileras.⁷⁰

⁷⁰ Sáinz, Pedro y Calcagno, Alfredo (1999).

Gráfico 34: Evolución de las exportaciones e importaciones (miles de USD)

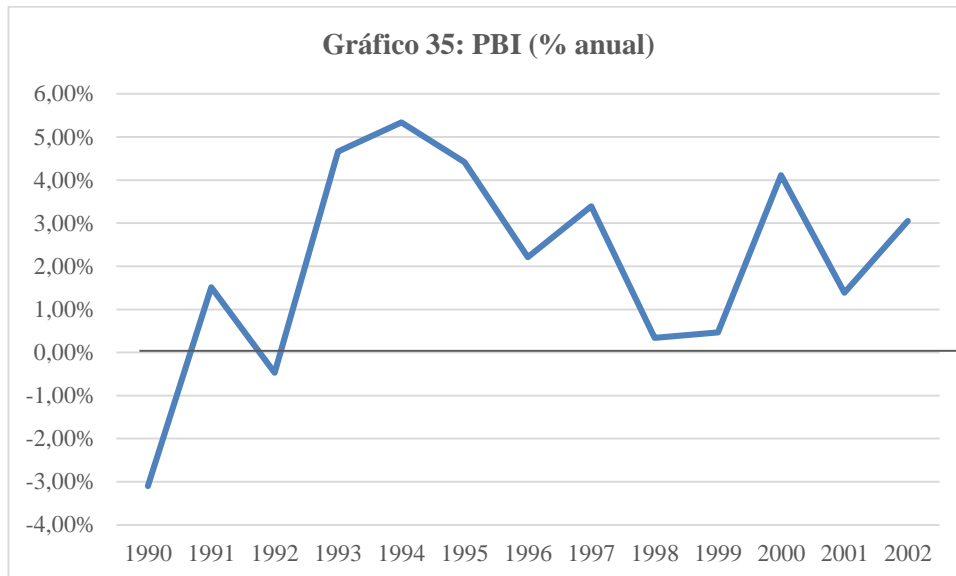


Fuente: Sáinz, Pedro y Calcagno, Alfredo (1999).

Finalmente, el *Plan Real*, con sus reformas estructurales, política macroeconómica y reducción de la inflación, tuvo como objetivo generar fuertes modificaciones en la actividad económica y el crecimiento del país. En un principio, la desaceleración inflacionaria tuvo efectos positivos significativos en los ingresos y la actividad. Como el caso argentino, el consumo fue la base de la reactivación económica, sin embargo, como se observa en el Gráfico 35, la misma perdió impulso a partir de 1995, como consecuencia de la fuerte competencia de importaciones baratas, el aumento del desempleo y la política monetaria de atracción de capitales internacionales que implicó altas tasas de interés.⁷¹

Similar a la experiencia argentina, el éxito del *Plan Real* en frenar la inflación, junto con la liberalización financiera y la reestructuración de la deuda bajo el *Plan Brady* llevaron a una entrada sustancial de capitales en distintas formas. Aunque esto permitió que el Banco Central recompusiera sus reservas internacionales, gracias a las altas tasas locales también se dio el proceso negativo de apreciación de la moneda que conlleva el *carry trade*. Así, se podría sostener que la economía brasilera, al igual que la Argentina, se encontraba sumamente expuesta a variaciones en los flujos de capital y liquidez internacional. Empero, una diferencia extremadamente importante entre un caso y otro fue que Brasil mantuvo la soberanía sobre la política monetaria y cambiaria, lo que le permitió, como se ve en la sección que describe la crisis, modificar y flexibilizar su régimen de tipo de cambio ante los shocks internacionales, evitando la explosión económica y financiera que vivió Argentina.

⁷¹ *Íbid* p. 47.

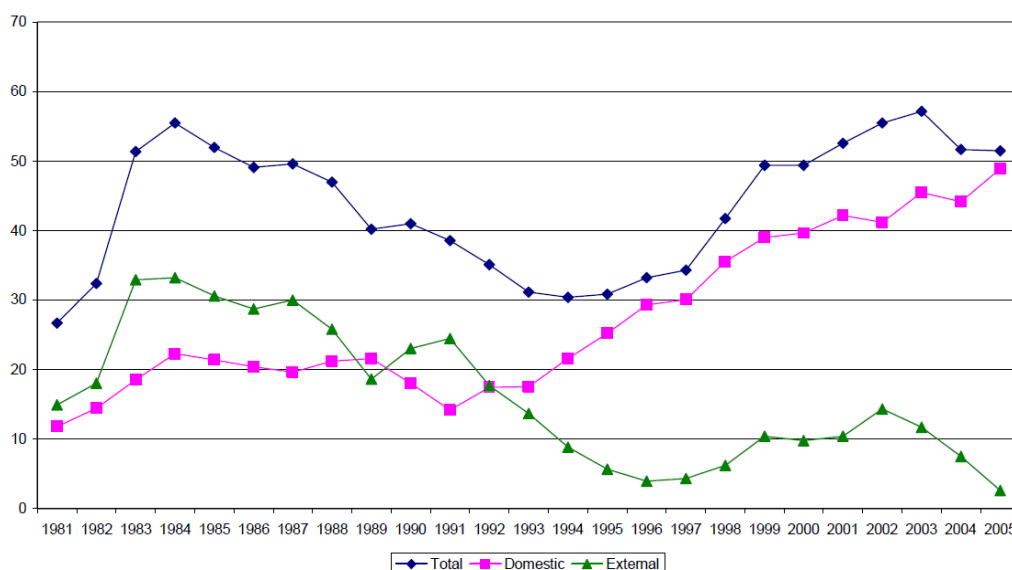


Fuente: Banco Mundial.

d) Brasil: características de endeudamiento.

En línea con el resto de los casos de América Latina, las reformas de la década del '90 del presidente Cardoso dependieron del financiamiento del sector público a través de instrumentos de deuda. Una vez reestructurada la deuda externa de Brasil bajo el *Plan Brady* en 1994, el país volvió a tener acceso a los mercados internacionales. De esta manera, la deuda pública total creció, tanto en sus niveles nominales como en el ratio deuda/PBI. Sin embargo, una particularidad del caso brasilero es que, durante estos años, la deuda interna crece más que la externa (ver Gráfico 36). La principal razón de este comportamiento es que, frente al ingreso de capitales externos, el Banco Central acumuló reservas, pero en lugar de expandir la base monetaria, esterilizó gran parte inyectando instrumentos locales en el mercado.

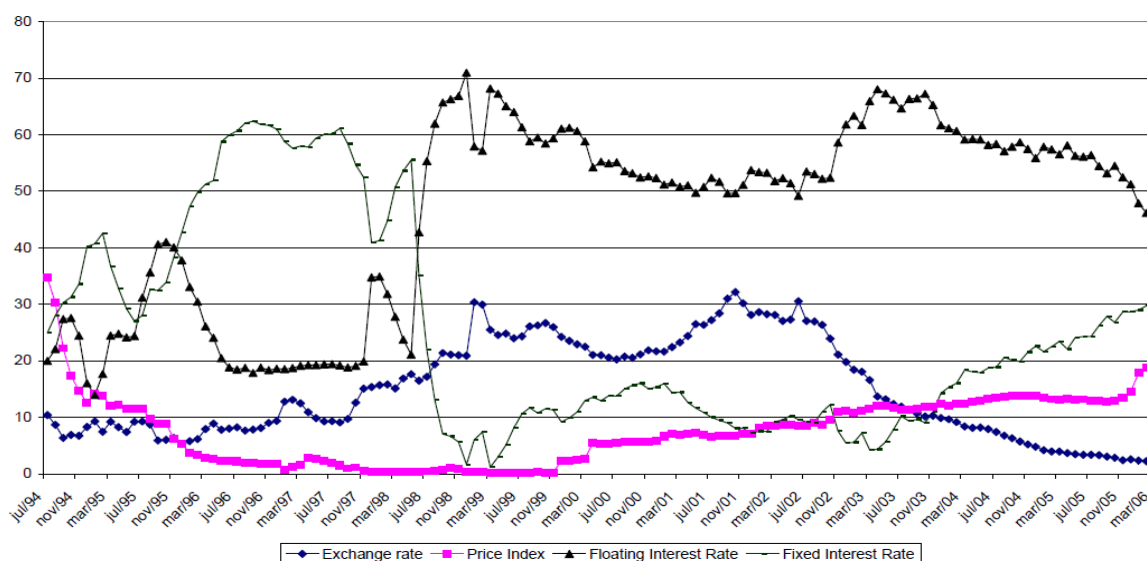
Gráfico 36: Deuda pública (% de PBI).



Fuente: Calvacanti Ferreira, Pedro y Bonomo, Marco (2006).

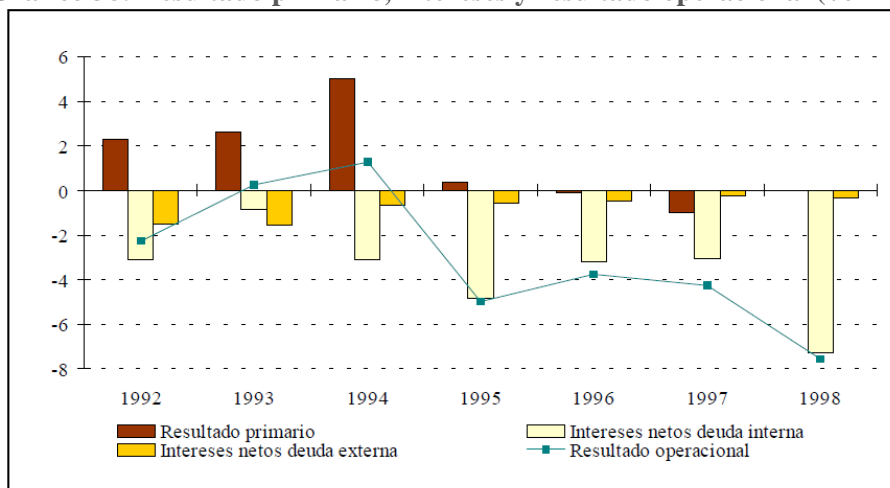
Esta diferencia fue fundamental en la evolución de las variables de endeudamiento de Brasil. Tanto el Banco Central como el Tesoro fueron adaptando las características de los títulos locales a las exigencias de la demanda, que reaccionaba, a su vez, a los shocks externos de la segunda mitad de la década. De esta manera, se pasó de una predominancia de los bonos a tasa fija a principios de los '90 a los bonos a tasa flotante y/o denominados en dólares cuando el mercado comenzó a temer una devaluación o una vuelta al proceso inflacionario (ver Gráfico 37). A su vez, también para atraer mayor demanda, los plazos de vencimiento de estos instrumentos eran cortos. Teniendo en cuenta este aspecto junto con que, como parte de la política para atraer capitales externos, se mantuvo la tasa de interés local (SELIC) alta, los pagos de intereses fueron el componente que más aportó al déficit de cuenta corriente del Estado (ver Gráfico 38).

Gráfico 37: Composición de deuda local por tipo de bono.



Fuente: Calvacanti Ferreira, Pedro y Bonomo, Marco (2006).

Gráfico 38: Resultado primario, intereses y resultado operacional (% PBI)



Fuente: Sáinz, Pedro y Calcagno, Alfredo (1999).

A continuación, se describen, tanto para el caso argentino como brasilero, las respuestas de los programas macroeconómicos y de la gestión de la deuda pública a la serie de shocks externos que comenzaron con la crisis de México, conocida como el *Efecto Tequila*.

3. Desarrollo de la crisis

Se podría resumir lo que sucedió en la segunda mitad de los noventa con la siguiente cita de Sáinz y Calcagno (1999) que hace referencia a la situación brasilera, pero que se extiende a Argentina y al resto de las economías emergentes:

El creciente déficit externo, el aumento de la deuda pública interna y la persistencia de las altas tasas de interés internas, fueron tema de debate (...), veían en la situación económica una verdadera trampa en que fue hundiéndose el país sobre la base de la interrelación entre la apreciación cambiara y las altas tasas de interés. En el Plan Real, la estabilidad de los precios se apoyaba en la apreciación de la moneda, causada por las altas tasas de interés y la consiguiente entrada de capitales y, al generarse un desequilibrio comercial y en la cuenta corriente de la balanza de pagos, el país pasaba a depender cada vez más del financiamiento externo para mantener su programa económico. (...) las altas tasas de interés generaban múltiples problemas, tanto para el aparato productivo como en los sectores financiero y fiscal.⁷²

⁷² Sáinz, Pedro y Calcagno, Alfredo (1999), p. 67.

a) Efecto Tequila

Al igual que un poco más de una década antes, todo comenzó con México. Este país compartió con Argentina y Brasil las líneas de política económica planteadas por el *Consenso de Washington*, así como un renovado acceso a capitales internacionales. De esta manera, se había producido el mismo ciclo negativo que en los casos descriptos: la economía se había acostumbrado a un nivel de gasto creciente, superior a lo producido nacionalmente y alcanzando un déficit de cuenta corriente poco sustentable, todo sostenido gracias al ingreso excesivo de capitales externos que generaron una apreciación cambiaria. Si bien México mantenía un régimen cambiario relativamente flexible, que le permitía al peso mexicano flotar entre bandas, hacia el año 1994 los inversores externos comenzaron a revertir el flujo de sus capitales frente a la expectativa de que la economía no podría sostener el tipo de cambio estable con un déficit en constante crecimiento. El repentino corte de financiamiento, al mismo tiempo que una suba de tasas por parte de la Fed, forzó a las autoridades mexicanas a una enorme devaluación, quebrando las bandas del régimen y disparando una corrida contra la moneda local.⁷³

La imposibilidad de México de sostener su régimen cambiario sembró dudas entre los capitales internacionales sobre la sostenibilidad de los regímenes del resto de la región, que presentaba características macroeconómicas y de endeudamiento similares, generando lo que se conoció en la literatura como *Efecto Tequila*. Sin embargo, el impacto fue considerablemente menor que el de 1982, gracias a que los desequilibrios en los demás países registraban magnitudes menores que en la década anterior y, principalmente, porque la comunidad internacional reaccionó más rápido y con un paquete de ayuda mayor, regulando de esta manera las expectativas financieras. De todas formas, tanto los casos de Argentina y Brasil debieron reforzar o ajustar sus planes económicos para aminorar el contagio mexicano.

Se podría decir que Argentina, una de las economías más beneficiadas por los capitales extranjeros y con mayor atamamiento al dólar, fue una de las más afectadas por el *Efecto Tequila*: el retiro de fondos alcanzó los USD 8.500 millones, las reservas del Banco Central se redujeron drásticamente, los pasivos siguieron la dirección opuesta, la tasa promedio anual alcanzó el valor de 50% y 34 bancos cerraron.⁷⁴ Esta situación puso en evidencia los clásicos problemas de regímenes cambiarios fijos:

- La autoridad monetaria tiene márgenes de maniobras muy estrechos para reaccionar ante la fuga masiva de capitales por una crisis de confianza;
- La dificultad de ajustar precios relativos mediante la deflación, para adaptarlos a condiciones más restrictivas de financiamiento externo;
- La escasez de herramientas anticíclicas para evitar recesión.⁷⁵

⁷³ Ffrench-Davis, Ricardo (1997).

⁷⁴ Vera-Fluxiá, Ramiro Xavier (2005).

⁷⁵ Gerchunoff, Pablo y Torre, Juan Carlos (1996).

Sin embargo, frente a esta situación, el por entonces Ministro de Economía e ideólogo del *Plan de Convertibilidad*, Domingo Cavallo, decidió profundizar el compromiso del gobierno con las medidas tomadas a principios de la década. El primer problema fue resuelto gracias a la llegada de un paquete de ayuda financiera de aproximadamente USD 7.000 millones por parte del FMI, Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), reticentes a que sucediera lo mismo que durante los años 80. Este paquete permitió que el Banco Central argentino detuviera una corrida contra los depósitos y comenzara una reestructuración del sistema bancario. Pero el efecto más importante fue recomponer la confianza y credibilidad del sistema cambiario argentino, dándole un respiro y algunos años más de continuidad. Los precios relativos se ajustaron parcialmente gracias a la combinación de una recesión y la mejora en la competitividad y productividad, consecuencia de la reducción de impuestos, y un aumento en los precios internacionales de las exportaciones argentinas. Estos fenómenos presionaron a la baja los precios, sin la necesidad de una deflación. Finalmente, la principal secuela de la crisis mexicana, y que acompañaría a la Argentina hasta el fin de la década, fue la recesión económica, con los impactos negativos que tiene en la recaudación fiscal, la solvencia bancaria y el humor social. Este contexto trajo a la memoria la situación de emergencia económica de principios de los '90, por lo que el Ejecutivo reaccionó de la misma forma: reclamó amplios poderes de decisión e implementó medidas de reducción del gasto público y aumento de impuestos. El proceso de privatización finalizó de la misma forma que empezó, a las apuradas y atendiendo las necesidades de corto plazo. No obstante, el gobierno logró su principal objetivo: mantener la convertibilidad.⁷⁶

Brasil, por su parte, se encontraba en las primeras fases de implementación del *Plan Real*. Como se mencionó en la sección anterior, para evitar la fuga de capitales y una desmejora en la acumulación de reservas que se había logrado hasta el momento, el Banco Central de Brasil utilizó la tasa de interés de referencia (SELIC). En este sentido, esta tasa registró un marcado aumento, al tiempo que se profundizaban las medidas de ajuste económico. Adicionalmente, Brasil contaba con cierta flexibilidad para gestionar el tipo de cambio, por lo que permitió que el real flotara entre bandas, causando una pequeña devaluación. De esta manera, logró evitar una corrida contra el real y mantener el flujo de capitales, a costa de una recesión económica y un salto considerable de la deuda interna, denominada mayoritariamente en dólares y con tasa flotante (siendo la tasa de referencia la SELIC).

Se podría decir que, gracias a la rápida reacción internacional en el caso argentino, y la local en el caso brasilero, el *Efecto Tequila* no tuvo las consecuencias explosivas de la década anterior. No obstante, expuso la gran fragilidad externa de la región, especialmente del sistema por demás fijo de Argentina, lo que se ve reflejado en la variación de precios y rendimientos de los bonos de la región (ver Tabla 4). Las medidas que se tomaron en reacción a la crisis mexicana hicieron poco y nada para revertir esta situación, como demostrarían la crisis asiática y rusa que se sucedieron hacia finales de la década.

⁷⁶ *Ibid* p 52.

Tabla 4: Precios títulos de deuda en mercado secundario									
País	1993				1994				1995
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
Argentina	50	53	61	69	52	50	51	41	40
Brasil	30	39	46	53	n.d	41	44	40	36
México	70	73	76	84	69	63	66	53	40
Rendimientos y spreads sobre US Treasuries									
País	Rendimiento		Spreads		Oct. 1993		Oct. 1994		
	Oct. 1993	Oct. 1994	Oct. 1993	Oct. 1994	Oct. 1993	Oct. 1994	Oct. 1993	Oct. 1994	
Argentina	10,67	15,85	4,67	8,49					
Brasil	12,02	13,81	7,23	6,83					
México	9,11	12,54	3,11	5,01					

Fuente: Damill, Mario et al (1996).

b) Crisis asiática y efecto vodka

La segunda ronda de shocks externos negativos comenzó en el Sudeste Asiático. Es importante destacar que América Latina no fue la única región que implementó las medidas del *Consenso de Washington*, junto a un régimen cambiario fijo. Asia y los países en desarrollo de Europa también lo hicieron y, como la primera, fueron receptores de grandes flujos de capitales extranjeros que buscaban tasas de rendimientos que en las economías ya desarrolladas no encontraban. De esta manera, en julio de 1997 Tailandia, el caso paradigmático de los *Tigres Asiáticos*, devaluó su moneda, el bath, disparando una ola de desconfianza y miedo: toda la región y, continuaría el razonamiento, todas las economías emergentes presentaban sectores financieros y empresariales poco sólidos, elevados déficits de cuenta corriente y deudas externas cada vez más importantes.⁷⁷

Varios miles de kilómetros hacia el noroeste, viendo lo que sucedía en Asia, inversores en Rusia comenzaron un ataque especulativo contra el rublo. En el segundo trimestre de 1998 la realización de que la situación fiscal de Rusia era sumamente precaria, que la liquidez internacional se contraía, que los precios del petróleo declinaban y la deuda rusa crecía constantemente, el flujo de capitales terminó por revertirse. En agosto de 1998 el país abandonó su régimen cambiario de tipo *crawling peg*, generando un colapso total del sistema bancario local, a la vez que anunciaba una reestructuración forzada de la deuda interna que vencía en 1999 y la moratoria sobre la deuda externa.⁷⁸

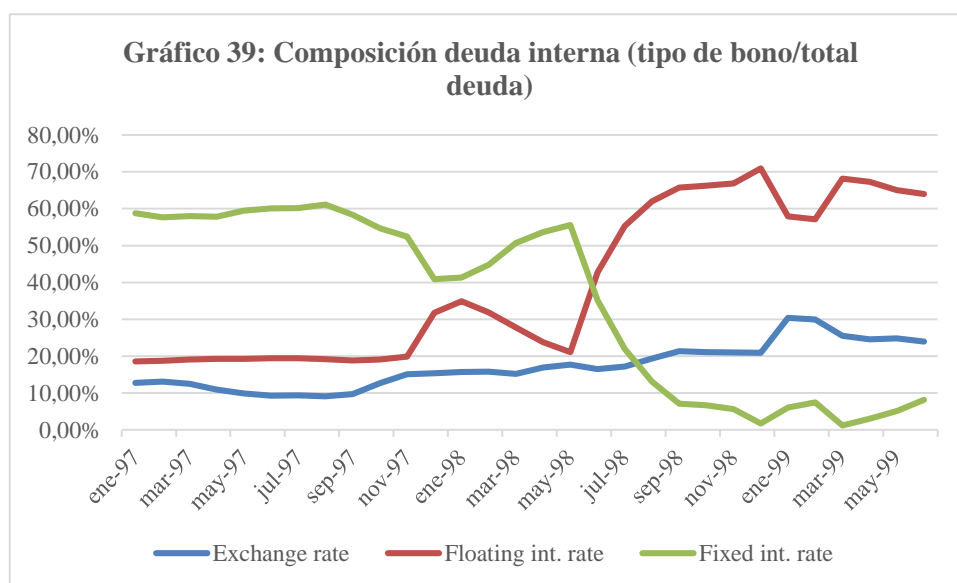
Inevitablemente lo que había comenzado en el lejano Sudeste asiático tuvo su fuerte impacto en América Latina, que aún se estaba acomodando del golpe generado en México. Si bien a fines de 1997 el gobierno brasilero no vio la necesidad de revisar el programa macroeconómico que llevaba adelante, si modificaba los tiempos de éste: el ajuste fiscal y la reestructuración de la economía se hicieron más urgentes para poder enviar a los mercados internacionales un mensaje de credibilidad. En un principio, estas medidas lograron mantener el flujo de capitales, y el Banco Central pudo bajar la tasa de interés local y continuar con la acumulación de reservas.⁷⁹

⁷⁷ Aghevli, Bijan B. (1999).

⁷⁸ Pinto, Brain and Ulatov, Sergei (2010).

⁷⁹ Sáinz, Pedro y Calcagno, Alfredo (1999).

Pero la devaluación del rublo y la consecuente crisis en Rusia, junto a un acuerdo negociado con el FMI por un paquete de ayuda financiera de USD 41.000 millones, obligó a las autoridades a, nuevamente, reforzar el camino del ajuste: recorte del gasto público y un nuevo aumento de tasa de interés local. Esto, sumado a que para atraer inversores, el Tesoro y el Banco Central aumentaron las emisiones denominadas en dólares y con tasa variable (ver Gráfico 39), llevaron a una explosión de la deuda interna, como se ve en los gráficos anteriores. El uso de diferentes tipos de bonos para evitar una devaluación del real, y el potencial inflacionario que ello tendría, tuvo éxito por un muy breve período de tiempo. Hacia finales de año el pánico generado en Rusia revirtió completamente el flujo de capitales al país, que llevó a la caída de las reservas. En enero de 1999 el gobierno anunció la libre flotación del real, que se devaluó más del 60%. Localmente, esta devaluación significó un salto tanto en las deudas interna como externa y, regionalmente, el último empujón para que Argentina cayera con el resto de los emergentes.⁸⁰



Fuente: Cavalcanti Ferreira, Pedro y Bonomo, Marco (2006).

En respuesta a las crisis en las economías emergentes los capitales financieros comenzaron a reducir su exposición en este tipo de activos. Al mismo tiempo, se produjo una baja en los precios de los cereales y combustibles que impactó en el ingreso de divisas y el flujo de exportaciones. Ambos fenómenos llevaron a que, en Argentina, el déficit de cuenta corriente creciera aún más. Ante esta situación, el gobierno, creyendo que como durante la crisis de México conseguiría la ayuda necesaria para seguir adelante con el plan económico, lo que le permitiría conseguir el rating de “grado de inversión”, decidió realizar una emisión, relativamente pequeña, de bonos denominados en dólares, pero, con una vuelta de tuerca para atraer a los inversores que se alejaban cada vez más de la región.

La particularidad de los *Floating Rate Accrual Notes 2005* (FRANs) era que su tasa de interés no sólo era flotante, sino que estaba determinada a partir de la fluctuación de la *yield to maturity* de otros instrumentos de deuda argentinos, por lo que captaba la calidad crediticia del país. Uno de los objetivos del gobierno, como en 1994 y a lo largo de toda la década, fue dar una señal clara y concisa a los mercados internacionales, tanto de su

⁸⁰ Cavalcanti Ferreira, Pedro y Bonomo, Marco (2006).

compromiso con las políticas que estaba implementando, como también de que la economía argentina no compartía las debilidades de sus pares emergentes.⁸¹ No obstante, como se verá más adelante, las proyecciones del gobierno no se concretaron y fueron justamente estos bonos los que, durante 16 años, mantendrían a la Argentina en default.

Para el momento que se desató la crisis rusa Argentina presentaba las características que enumeran Calvo, Izquierdo y Talvi:

*Argentina was extremely vulnerable to a sudden stop in capital inflows such as the one that followed the Russian crisis: extremely closed to international trade, a sizable external debt, a high degree of de facto dollarization both in the public and private sector and as a result, large financial mismatches.*⁸²

Lo anterior, en combinación con una contracción económica que se estaba prolongando más de lo pensado y un aumento en la prima de riesgo de todo el sector financiero emergente (medido por el EMBI) que llevó a la deuda argentina a un sendero explosivo, dejaron al país en una posición de extrema vulnerabilidad e impidieron que las perspectivas del gobierno durante la emisión de los FRANs se concretaran. Es importante destacar que, debido a la extrema dolarización de la economía, especialmente del sector bancario, las autoridades no consideraron la posibilidad de abandonar la *Convertibilidad* y ganar flexibilidad para hacerle frente a la crisis. De esta manera, como sostiene Vera-Fluxiá:

*Para la multiplicidad de factores negativos, tanto internos como externos, y para la presión que ello significaba sobre la economía liberalizada de Argentina, la convertibilidad se transformaba, en su estado invariado, en un chaleco de fuerza y, al mismo tiempo, en un instrumento inconsistente para enfrentar dichos factores negativos.*⁸³

*c) Crisis y default argentino.*⁸⁴

A pesar de lo descrito anteriormente, Argentina comenzó el año 1999 manteniendo el régimen cambiario – gracias en parte a un paquete de ayuda financiera del FMI – y con elecciones presidenciales que, si bien generaron un grado elevado de incertidumbre, finalizaron con un nuevo partido político en el poder, una alternativa favorable que podría llevar adelante las reformas que se creían necesarias para sostener la paridad cambiaria y lograr salir de la recesión. En este sentido, la devaluación del real fue un golpe duro para la economía y el nuevo gobierno: no sólo arrojó más dudas sobre la *Convertibilidad*,

⁸¹ Auditoría General de la Nación (1999).

⁸² Calvo, Izquierdo y Talvi (2002) p. 27.

⁸³ Vera-Fluxiá (2005) p. 204.

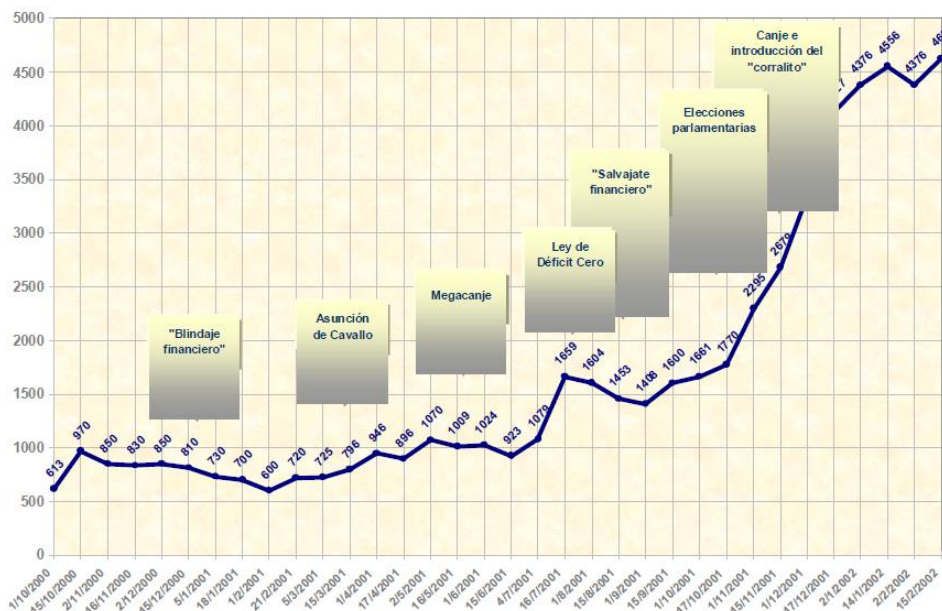
⁸⁴ Sobre las causas y desarrollo de la crisis argentina de 2001 recomendamos la lectura de Vera-Fluxiá, Ramiro Xavier (2005); Damill et al (2003); Schenone, Osvaldo H. (2003); Fanelli, José María (2002).

sino que significó la pérdida del principal socio comercial de Argentina, empeorando las cuentas públicas. Entre 1995 y 1998 el ingreso promedio de divisas por el comercio con Brasil había registrado USD 1.175 millones anuales; luego de 1999 éstos registraron USD 91 millones.⁸⁵

Para hacer frente al creciente déficit fiscal, impulsado por los intereses sobre la deuda externa cada vez más onerosos, la merma en la recaudación tributaria y el elevado gasto público, el nuevo gobierno de *La Alianza* impulsó la Ley 25.152 de Responsabilidad Fiscal y creación del Fondo Anticíclico Fiscal que estableció como déficit fiscal límite en 1,9% del PBI para 1999. Esta meta era extremadamente ambiciosa si se tiene en cuenta que esta variable para el año en cuestión registraba el 2,5% del PBI. En línea con las propuestas del FMI, la estrategia para la recuperación implicó mayor presión impositiva y reducción del gasto público. No obstante, la combinación de tipo de cambio fijo, austeridad y recesión fue mortal para la economía y la sociedad argentina.

En este contexto, en el año 2000, el FMI lideró un nuevo paquete de ayuda, por USD 39.700 millones, llamado *blindaje financiero* por el gobierno y la prensa, para evitar el surgimiento de dudas sobre la solvencia del país con respecto a sus obligaciones financieras de 2001 y poner un techo al EMBI Argentina (ver Gráfico 40). Inevitablemente implicó un nuevo compromiso del gobierno por seguir los lineamientos económicos recomendados por el organismo: reforma previsional, desregulación de obras sociales, rebaja de distorsiones impositivas, congelamiento del gasto público nacional y provincial por 5 años, entre otras.

Gráfico 40: Evolución EMBI+ para Argentina



Fuente: Vera-Fluxiá, Ramiro Xavier (2005).

La imposibilidad de revertir la situación económica y el malestar social, llevaron a que el gobierno procurara implementar medidas cada vez más extremas enfocadas en lidiar con el déficit crónico y las crecientes obligaciones financieras, al mismo tiempo que le permitían mantener el tipo de cambio; *La Alianza* lanzó lo que serían prácticamente sus

⁸⁵ Vera-Fluxiá, Ramiro Xavier (2005).

últimas medidas. Es importante destacar que la estructura de vencimientos que presentaba la deuda pública argentina implicaba grandes desembolsos durante el 2001 y, para 2002 y 2003, el repago del principal de distintos instrumentos excedía el 80% de las exportaciones.⁸⁶ Para abordar esta situación, hacia mediados del 2000 el Ministro de Economía lanzó el *Megacanje*: el canje voluntario de 46 bonos públicos por instrumentos con vencimiento tres años más tarde con un cupón promedio de 15%. Si bien esto le daba tiempo al gobierno de recomponer las cuentas públicas, el canje implicó un aumento considerable del valor nominal de la deuda. Adicionalmente, se embarcó en un plan fiscal plasmado en la Ley 25.453 de Déficit Cero, que le permitiría al Estado cubrir sus gastos operativos solamente cuando contara con los recursos presupuestarios suficientes.⁸⁷

Las medidas de austeridad no hicieron más que profundizar la recesión económica y, por ende, reducir los ingresos públicos. Como se ve en el Gráfico 40, estas medidas tuvieron un impacto breve e insuficiente en la confianza de los mercados internacionales, de hecho, en ese momento Standard and Poor's redujo la clasificación del país a CCC+. Aún con un canje adicional de deuda que le permitió al Estado un alivio de USD 3.000 por pago de intereses, el riesgo país mantuvo su camino ascendente. La incertidumbre política y económica generó un aumento del retiro de depósitos, que cayeron un 16%, y la transferencia de los plazos fijos a cajas de ahorro, provocando serios problemas de liquidez.

Finalmente, el 1 de diciembre de 2001, con el decreto de necesidad y urgencia (DNU) el gobierno De la Rúa implementó el *Corralito*, una restricción a la extracción de fondos de las cuentas a la vista de ARS 250 (que en ese momento equivalían a la misma cantidad en dólares) por semana y prohibió las transferencias al exterior. Adicionalmente, para manejar la crisis, se anunció la pesificación de los créditos y depósitos privados, generando un total descalce de monedas en el sistema bancario y socavando el patrimonio neto del sector. Fue la chispa que se necesitó para que el malestar social estallara con una escalada de protestas – *cacerolazos* – y violencia. El 20 de diciembre, el Presidente y el Ministro de Economía renunciaron con métodos poco heterodoxos y, el 25 de diciembre, el presidente interino Adolfo Rodríguez Saa declaró el cese de los pagos de la deuda externa Argentina, siendo uno de los defaults más grandes de la historia y que se extendería hasta el año 2016.

⁸⁶ Beker, Victor A. (2016).

⁸⁷ Al delimitar el gasto público a los ingresos, era inevitable un ajuste brutal del primero. Además, la ley implementaba un impuesto sobre todas las operaciones bancarias, eliminación de las exenciones impositivas a combustibles, un recorte del 13% de los salarios de los empleados públicos y de las jubilaciones. (El País, 31 de julio de 2001).

Capítulo IV: Entre el cielo y el infierno – Impacto de la crisis 2008 en las economías emergentes

Este capítulo procura analizar por qué la crisis financiera internacional que disparó el estallido de la burbuja inmobiliaria de Estados Unidos en 2008 afectó relativamente poco a las economías emergentes, especialmente a los casos que se analizan en profundidad en este trabajo, Brasil y Argentina. Es importante destacar que el mundo entero sintió el impacto de este fenómeno, pero, si tenemos en cuenta la historia previa de América Latina – en la que cada shock externo significó el inicio de crisis profundas –, y la magnitud de la crisis internacional, se podría decir que sus consecuencias fueron considerablemente menores a las experiencias pasadas.

1. Contexto internacional

A diferencia de los períodos antes analizados, el que se estudia a continuación está marcado por una profunda crisis financiera en las economías desarrolladas.⁸⁸ Esta crisis tuvo sus orígenes geográficos en Estados Unidos, donde, desde mediados del 2007, el mercado hipotecario de alto riesgo mostraba señales de agotamiento, mediante la quiebra de colocadores de hipotecas. Una serie de sucesos durante el resto de aquel año y 2008 arrojó aún más evidencia sobre la extrema vulnerabilidad del sector hipotecario y bancario a la caída de precios de las viviendas: cuando los precios comenzaron a descender, los receptores de hipotecas considerados de alto riesgo – ya sea porque no contaban con los ingresos necesarios, estabilidad laboral, etc. – no pudieron cumplir con sus pagos, generando pérdidas para el banco u organismo que había emitido esa hipoteca.

En paralelo al boom inmobiliario y el aumento de los créditos hipotecarios, bancos, fondos mutuos y otras organizaciones financieras siguieron la estrategia de *Fannie Mae* y *Freddie Mac* (empresas respaldadas por el gobierno con el objetivo de estimular el mercado inmobiliario y permitirle a los sectores sociales con menos recursos acceder a una vivienda) que consistía en *securitizar* las hipotecas de alto riesgo, para transformarlos en productos de mejor calidad, comerciables en el mercado secundario y garantizados por, justamente, el pago de los créditos hipotecarios que se encontraban detrás. Estos productos fueron comprados por otros bancos comerciales y de inversión, fondos, aseguradoras, gobiernos de Estados Unidos y Europa, principalmente.

De esta forma, cuando aumentaron las moratorias de los créditos, no sólo la institución que lo había emitido registró una pérdida, sino que esta se transmitió a todo el sistema financiero por medio de los productos exóticos descritos en el párrafo anterior. Finalmente, el 7 de septiembre de 2008, el gobierno federal debió hacerse cargo

⁸⁸ La siguiente descripción de la crisis financiera de 2008 está basada en los trabajos de Bernake, Ben S. (2013); Gorton, Gary y Metrick, Andrew (2012); y Levy-Yeyati, Eduardo (2013).

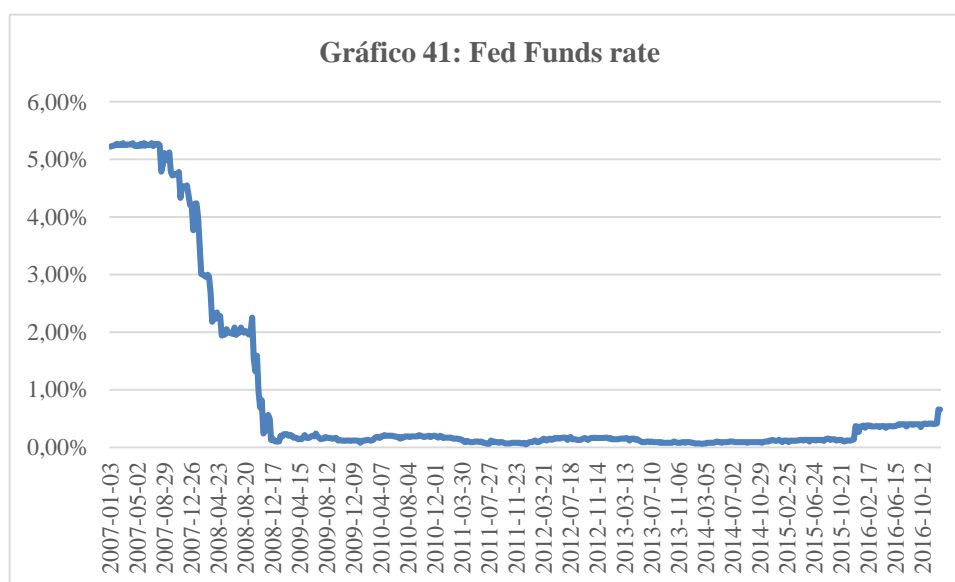
financieramente de *Fannie Mae* y *Freddi Mac*, que se encontraban en una situación de mayor vulnerabilidad que otras empresas similares privadas. A los pocos días, el banco de inversión Lehman Brothers presentó la quiebra y constituyó el disparador para la mayor crisis financiera desde 1930.

Como consecuencia de la securitización, la crisis de confianza rápidamente se diseminó por el sector financiero en su totalidad, impactando a lo largo y ancho de Estados Unidos, pero también de Europa y otras regiones del mundo. A su vez, la turbulencia llevó a que los bancos acumularan liquidez, transmitiendo la crisis al sector real. Como sostuvo Ben Bernanke en su testimonio ante la Comisión de Investigación de la Crisis Financiera (*Financial Crisis Inquiry Commission*) de 2010:

*Ultimately, the disruptions to a range of financial markets and institutions proved far more damaging than the subprime losses themselves.*⁸⁹

El fenómeno de contagio generado por la existencia de estos productos estructurados no llegó a América Latina en la misma medida que a las economías desarrolladas. Según Levy-Yeyati, esto se dio gracias a que:

*Tal vez inmunizados por la memoria y la experiencia de crisis bancarias recientes que fortalecieron la regulación y supervisión bancaria, favorecidos por la falta de complejidad y profundidad de sus mercados financieros, o satisfechos por los rendimientos encontrados en economías de baja bancarización y alto crecimiento, lo cierto es que los bancos de la región en el primer decenio de este siglo mostraron en su mayoría una escasa exposición a activos estructurados o de renta variable y un bajo apetito por activos externos en general.*⁹⁰



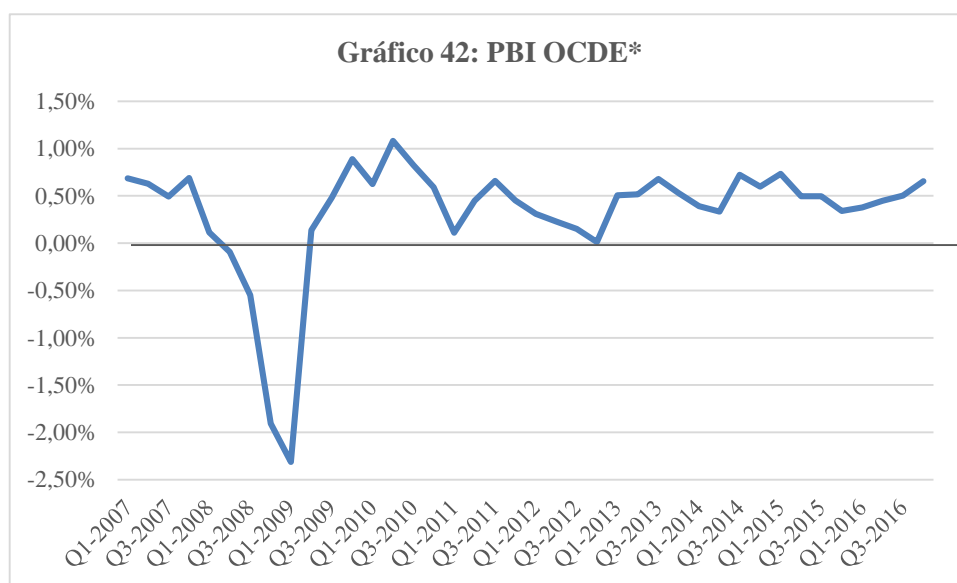
Fuente: The Federal Reserve System

⁸⁹ Bernanke, Ben S. (*apud* Gorton, Gary y Metrick, Andrew).

⁹⁰ Levy-Yeyati, Eduardo (2013), p. 229.

Frente a esta situación, los bancos centrales y los gobiernos nacionales debieron llevar a cabo medidas que no tenían precedentes en la historia. Si bien la Fed y el Tesoro de los Estados Unidos fueron pioneros, y por ende los que mejor afrontaron la crisis, eventualmente Europa y Japón siguieron las mismas líneas. A modo de resumen, estas medidas consistieron en, por parte de los bancos centrales, un recorte extremo de las tasas de interés de referencia (ver Gráfico 41 para el caso de la *fed fund rate*) llegando a, como en el caso de Alemania, registrar tasas reales negativas, e incentivos para aumentar la liquidez del sistema, como la disminución de las reservas bancarias requeridas, plazos más largos de fondeo, mayores líneas de crédito y finalmente la compra a gran escala de notas del Tesoro de Estados Unidos y productos relacionados a las hipotecas emitidos por las empresas respaldadas por el gobierno federal. Por otro lado, los gobiernos nacionales, a través del Tesoro, se vieron obligados, en primer lugar, a “rescatar” a las instituciones financieras que se encontraban al borde de la bancarrota, y así evitar el derrumbe total del sistema financiero y bancario, lo que implicó una inyección de capital público enorme. Adicionalmente, se expandió la red de seguridad financiera que suele brindar el sector público a través de garantías, mejorando la protección a los depositantes, garantizando deudas antiguas y nuevas y realizando préstamos directos a instituciones individuales. Finalmente, como los bancos centrales, se embarcaron en la compra directa de activos.

Como se mencionó anteriormente, la crisis financiera y bancaria también impactó en el sector real de las economías desarrolladas. De esta manera, desde el estallido de la crisis y, se podría decir que, para el caso de Europa hasta el presente, se registró una profunda recesión en Estados Unidos, Europa y Japón (ver Gráfico 42), caracterizada por el aumento de las tasas de desempleo, la caída de la actividad económica y tasas de inflación cercanas a cero. De esta manera, la economía mundial fue impulsada por China, que mantuvo tasas excepcionales de crecimiento (ver Gráfico 43), sobre todo de la actividad industrial y de valor agregado. Este crecimiento implicó no sólo que pudo cubrir la demanda por materias primas y *commodities* que los países desarrollados ya no presentaban, sino que la superó ampliamente, siendo una de las causas para el boom de estos productos registrado en este período.



*Variación con respecto al cuatrimestre anterior.

Fuente: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico

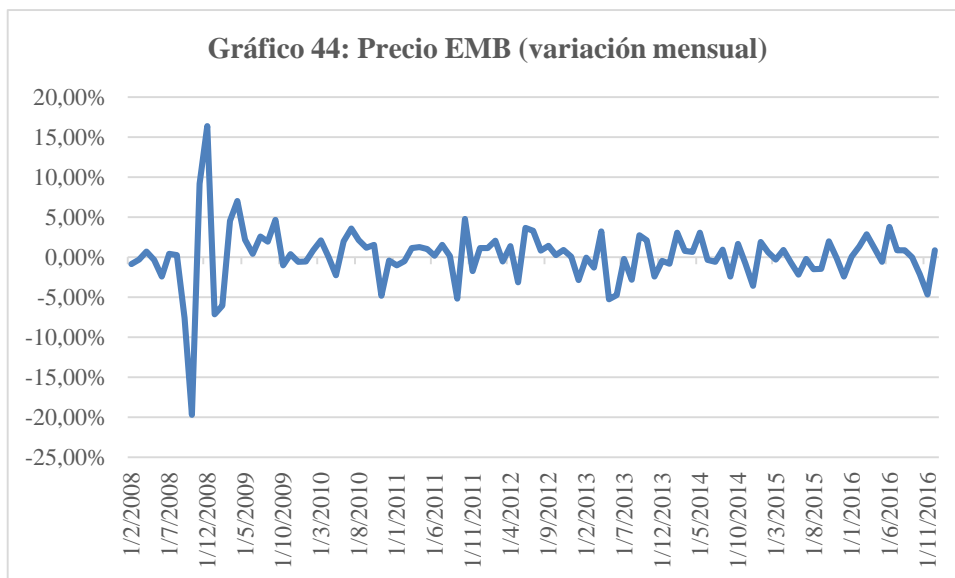


Fuente: Banco Mundial

Como se ve en el Gráfico 44, que mide la variación porcentual del precio del *iShares J.P. Morgan USD Emerging Markets Bond ETF (EMB)*⁹¹, los años núcleo de la crisis (2007-2008) significaron un salto enorme y un alto grado de volatilidad en los spreads de las economías emergentes. Esto era de esperarse en un momento en el que los inversores se encuentran en un proceso de *fly to quality*, (la venta de inversiones de riesgo para reemplazarlas por activos libre de riesgo), sin embargo, una vez que los peores efectos de la crisis fueron contenidos, se puede observar una contracción de los spreads y una mayor estabilidad, aunque aún reaccionando negativamente ante eventos particulares, como la crisis de deuda en los PIGS (Portugal, Italia, Grecia y España) en 2010. Como se describió en las secciones anteriores, una parte de la prima de riesgo de las economías emergentes y, por ende, el costo de emitir deuda, está definida por la *fed fund rate*. En este sentido, la política monetaria extremadamente laxa de los países desarrollados mantuvo los costos de endeudamiento para los emergentes y el mundo en general en los niveles más bajos de la historia. Adicionalmente, la constante inyección de liquidez por parte de los bancos centrales y los gobiernos nacionales se transmitió al sistema financiero internacional. Como resultado de la combinación de estos fenómenos, los países emergentes registraron una nueva oleada de flujos de capitales y, en consecuencia, una contracción de spreads que entre la segunda mitad de 2012 y principios de 2013 fue de 180 puntos básicos en promedio.⁹²

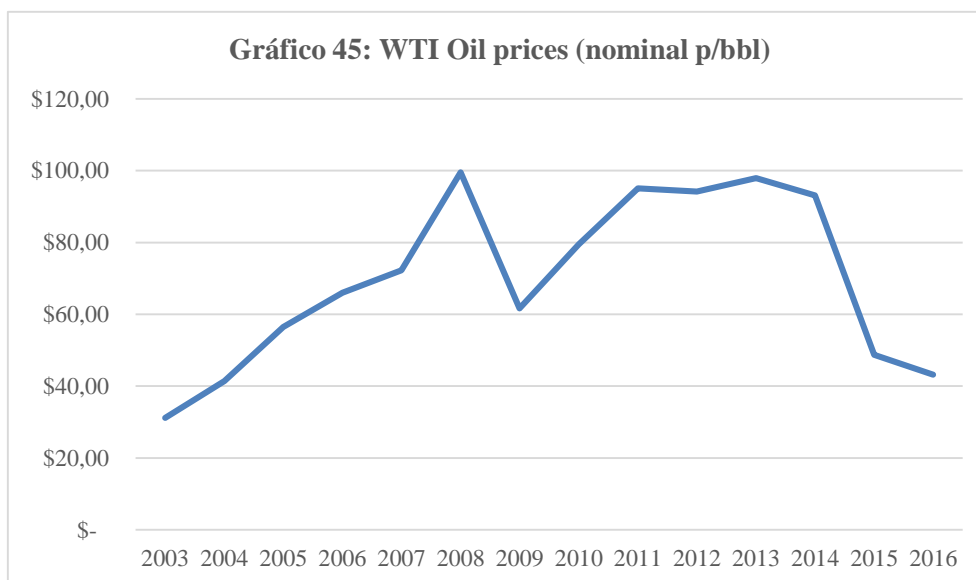
⁹¹ Un ETF (siglas de *exchange traded fund*) es un fondo que tiene la particularidad de cotizar en bolsa y que sigue, de manera pasiva, un índice, commodity, bonos o canasta de activos, similar a un fondo mutuo de índice. En el caso de EMB, el índice subyacente es el J.P. Morgan EMBI Global Core Index, compuesto por bonos denominados en dólares de economías emergentes.

⁹² Csonto, Balazs e Ivaschenko, Iryna (2013).

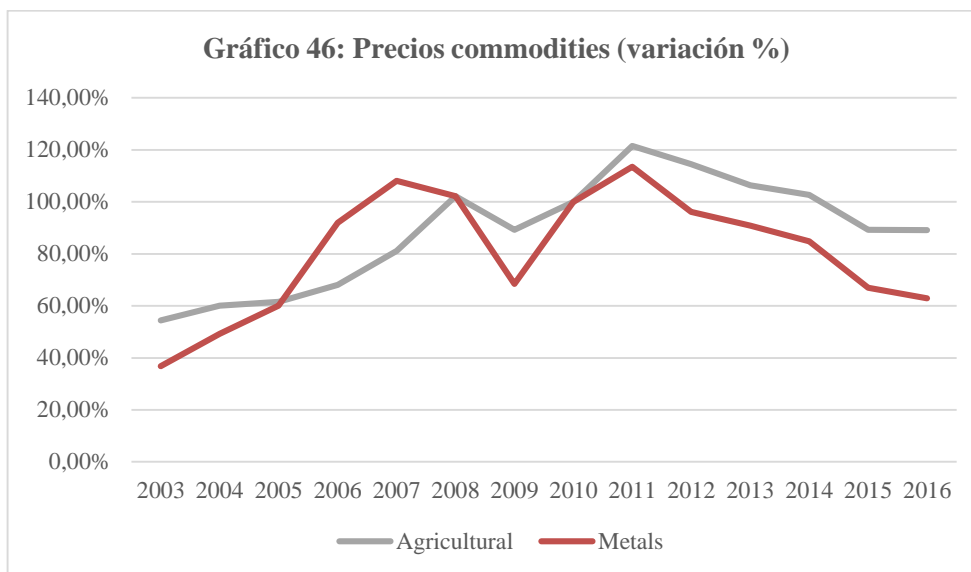


Fuente: Yahoo! Finance

Finalmente, como último factor a analizar sobre el contexto internacional, cabe destacar que desde 2003 hasta 2012 se registró un boom de *commodities*, como se puede ver en los Gráficos 45 y 46. La principal causa del aumento de precios de estos bienes fue un shock de demanda, como ya se mencionó, por parte de China y Asia. El desarrollo y crecimiento de la industria pesada, así como la movilidad social y el aumento de las poblaciones urbanas en estas regiones generó una explosión en la demanda de materias primas de todo tipo, superando la de los países de la OECD. Por ejemplo, entre el 2000 y 2005, la participación en la demanda global de China creció un 50% para el aluminio, 84% para el acero y 95% para el cobre.⁹³



⁹³ Radetzki, Marian (2006).



*2010 = 100

Fuente: World Bank Global Economic Monitor

2. América Latina: macroeconomía y endeudamiento

Siguiendo con la estructura de los capítulos anteriores, a continuación se describen los casos de Brasil y Argentina. Sin embargo, existen dos grandes diferencias con respecto a los demás capítulos: en este caso, se analizarán las decisiones de política macroeconómica y de gestión de deuda pública que, de alguna manera, amortiguaron el impacto de la crisis financiera y económica que tanto afectó al mundo desarrollado. Por otro lado, y en relación con la primer diferencia, Brasil y Argentina ilustran dos senderos sumamente distintos: se podría decir que el primero aplicó un programa de endeudamiento con el objetivo de disminuir la vulnerabilidad externa, manteniendo su rol en el sistema internacional. Por su parte, Argentina se mantuvo en default durante todo el período analizado y las decisiones de su gobierno en materia económica y de relaciones internacionales la mantuvieron prácticamente aislada. Es por esto que se decidió cambiar el orden, comenzando por Brasil y luego Argentina.

a) Brasil: políticas macroeconómicas.

En el desarrollo de esta sección es importante reconocer cuatro etapas bien diferenciadas de la economía brasilera: la primera abarca desde la devaluación de 1999 hasta 2003, año en el que asumió el gobierno del Partido de los Trabajadores (PT). La segunda se refiere a los años 2004 al 2008, año en el que estalla la crisis financiera internacional; la tercera desde 2009, cuando reanuda la evolución positiva de la economía, hasta 2014 y, por último, desde 2014 al presente. El cambio más significativo se da entre la tercer y última etapa, donde, como se verá más adelante, se registra una reversión en el ciclo de crecimiento de Brasil.

Luego de la devaluación del real en 1999, Brasil optó por un régimen cambiario de flotación, la libertad con que el precio de la moneda variaba se estableció por las

dinámicas de mercado, que a su vez dependían del contexto internacional y local. De esta manera, hubo períodos de flotación sucia, en el que el Banco Central intervino en el mercado cambiario, y otros donde prácticamente estuvo ausente. Como sostienen Cardim de Carvalho y Pires de Souza (2009), si bien el objetivo explícito de la política cambiaria era reducir la volatilidad de la moneda en el corto plazo, también tenía el objetivo macroeconómico implícito de controlar y reducir las presiones inflacionarias, reduciendo el alto nivel de *pass-through*⁹⁴ que caracterizó y caracteriza a las economías emergentes en general.

Por lo anterior, para consolidar el nuevo régimen, las autoridades implementaron políticas macroeconómicas acordadas. En primer lugar, y tema más importante como se destacó en el párrafo anterior, se adoptaron metas de inflación, otorgando al Consejo Monetario Nacional (CMN) la responsabilidad de definir la tasa de inflación objetivo para determinado período. Por su parte, el Banco Central tuvo la responsabilidad de gestionar la tasa de interés SELIC, coordinando las expectativas inflacionarias de la sociedad. Por último, se promulgó la Ley de Responsabilidad Fiscal con el objetivo de generar superávit fiscal y reducir el stock de deuda pública emitida.

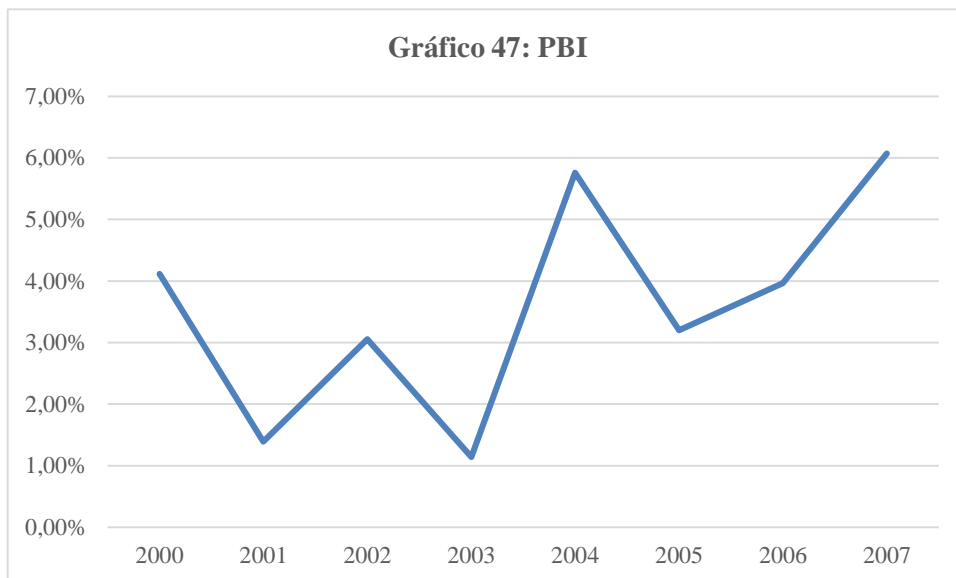
Si bien esta línea macroeconómica fue implementada por el gobierno de Fernando Henrique Cardoso, para sorpresa de todos, el electo presidente Luiz Inácio “Lula” da Silva, del Partido de los Trabajadores (PT), la mantuvo durante su primer mandato junto a una fuerte liberalización financiera. Con respecto a ésta última, el gobierno de Lula llevó adelante medidas adicionales de desregulación de la cuenta de capitales: la unificación del mercado cambiario, permiso para transferir recursos financieros al exterior por parte de residentes, eliminación de los límites a las posiciones en dólares de los bancos y del requerimiento de que los exportadores internalicen sus ingresos en dólares, así como una reducción del impuesto a las ganancias sobre la ganancia de capital de los bonos públicos para los inversores extranjeros.⁹⁵

Luego de un período de volatilidad generado por la crisis en Argentina y las elecciones presidenciales de 2002, gracias al nuevo régimen macroeconómico, Brasil logró la estabilidad financiera y económica en poco tiempo. Desde 2003 hasta el estallido de la crisis financiera internacional el país vivió el período más largo de crecimiento de su historia reciente (ver Gráfico 47). Adicionalmente, se llegó al equilibrio fiscal, no sólo gracias a los ajustes en el gasto público de los primeros años de Lula, sino también gracias a los excelentes resultados de la balanza comercial, impulsada por el aumento de precios de los *commodities*. Por último, como se puede ver en el Gráfico 48, la tasa de inflación se mantuvo en línea con las metas establecidas por el CMN.⁹⁶

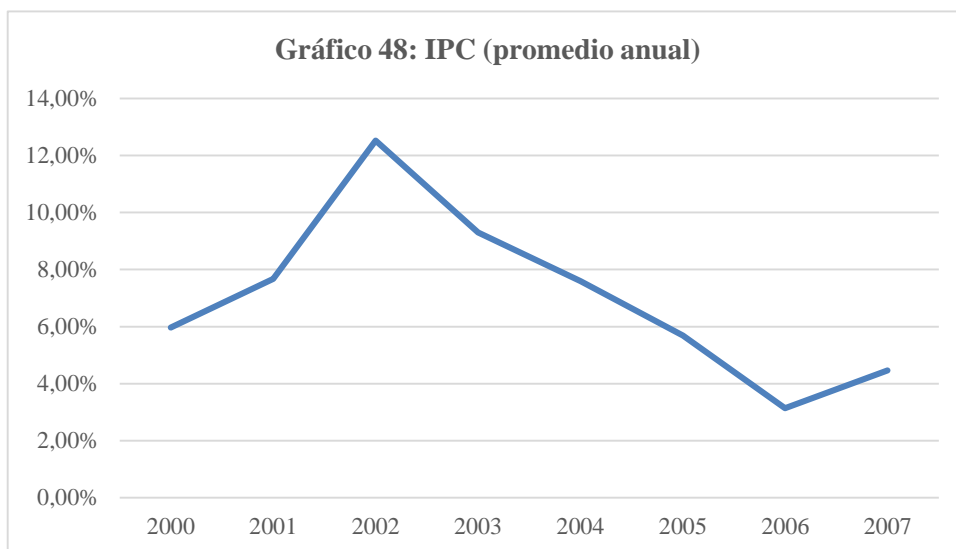
⁹⁴ Fenómeno en que las variaciones en el tipo de cambio se transmiten a los niveles de precio de la economía en cuestión.

⁹⁵ Cardim de Carvalho, Fernando J. y Pires de Souza, Francisco Eduardo (2014).

⁹⁶ Alves Texeira, Rodrigo y Costa Pinto, Eduardo (2012).

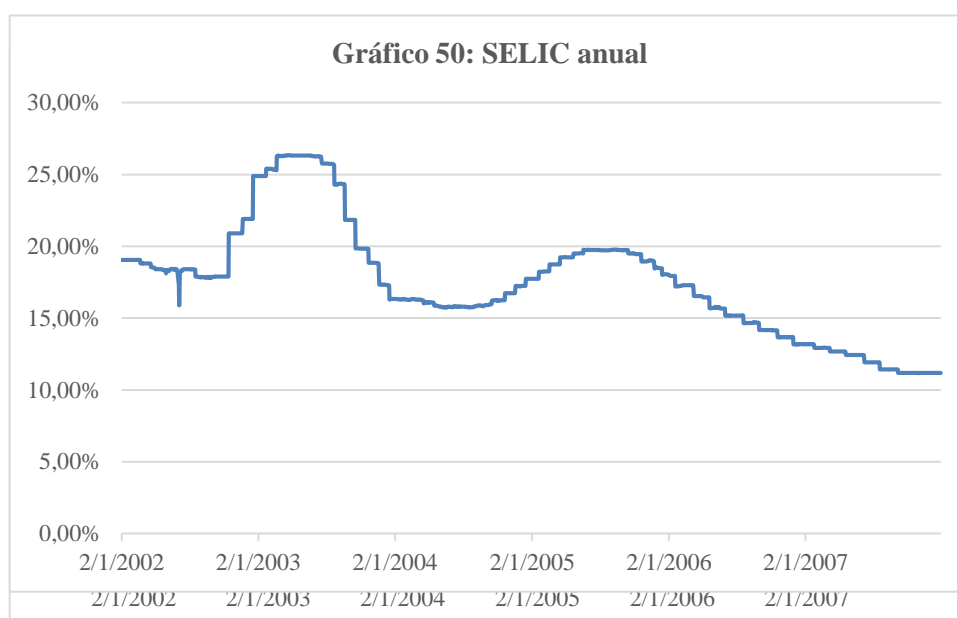


Fuente: World Bank Global Economic Monitor



Fuente: Banco Central do Brasil

Al reducirse los factores de fragilidad económica, el Banco Central tomó la oportunidad de bajar la SELIC, sin embargo, ésta se mantuvo considerablemente por encima de las tasas internacionales (ver Gráfico 50). Como en la década anterior, este diferencial de tasas impulsó el ingreso de capitales financieros, luego empujados por la mejora en el rating del país a grado de inversión. De igual manera, el ingreso de capitales especulativos generó la apreciación cambiaria (ver Gráfico 49) y, con ello, la pérdida de competitividad de las exportaciones brasileras, sobre todo de los productos manufacturados. A pesar de lo último, el crecimiento económico se mantuvo gracias a la expansión de la demanda local, sostenida por el aumento de la oferta de créditos. Las consecuencias de esta combinación de factores fueron: en primer lugar, el alto nivel de tasas eventualmente generó un problema fiscal a través de la deuda doméstica, como se verá más adelante. Por otro lado, el aumento de la demanda junto a una caída en las exportaciones generó un déficit comercial. Finalmente, la concentración del sector exportador en bienes primarios vuelve a poner al país en una situación de extrema vulnerabilidad frente a cambios en los patrones de demanda y precios mundiales.



*01/02/1999 = 0 comienzo de la libre flotación.

Fuente: Banco Central do Brasil.

De todas maneras, la situación de Brasil al momento de estallar la crisis internacional era sólida: gracias al aumento de precios de los *commodities*, la cuenta corriente registró un superávit del 4% del PBI en 2004, el ajuste fiscal resultó en una mejora en las cuentas públicas en general llegando también a superávit y la economía presentaba una tasa de crecimiento considerable y constante. Así, al momento de golpear el shock financiero, el gobierno de Lula tuvo espacio para implementar políticas anticíclicas, significando un cambio rotundo con respecto a las experiencias anteriores.

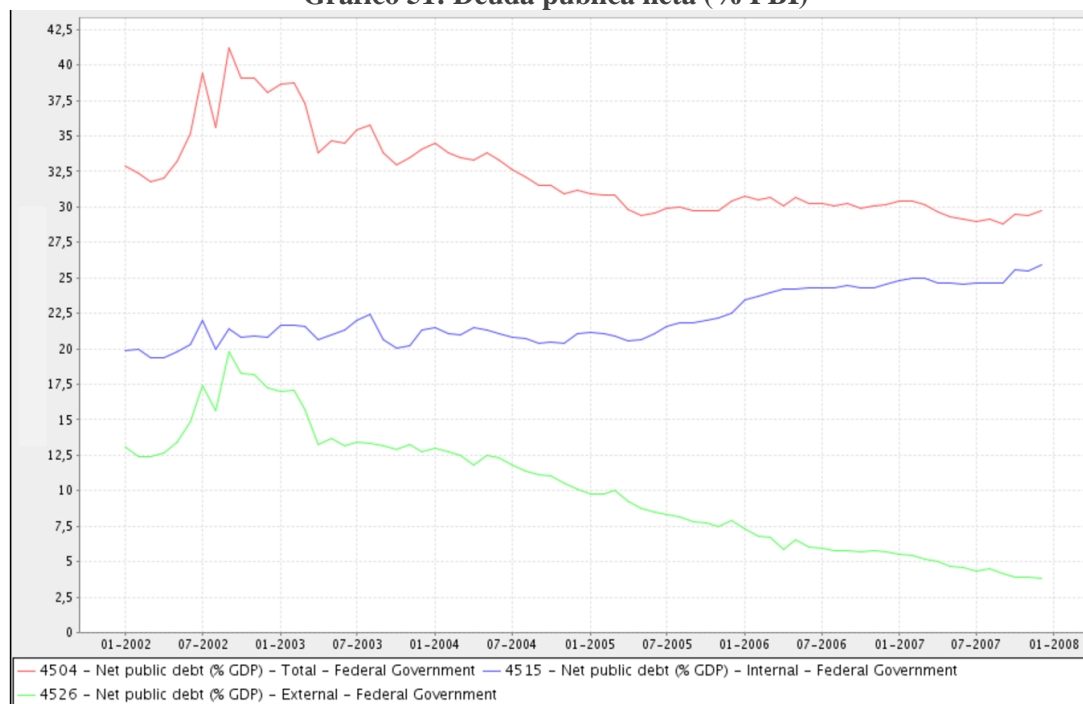
b) Brasil: características de endeudamiento.

Luego de la devaluación causada por el abandono del régimen cambiario fijo en 1999, así como el ataque especulativo contra la moneda ante la inestabilidad política generada por las elecciones de 2002, la deuda externa de Brasil, junto a la deuda interna denominada en dólares, registró un aumento considerable. Sin embargo, una vez que

asumió el gobierno de Lula se implementó un cambio radical en la gestión de deuda pública: se le otorgó al Tesoro la responsabilidad total de ésta. Este aspecto es importante si se tiene en cuenta que, anteriormente, el Banco Central era responsable por la gestión del endeudamiento público, por lo que éste respondía a los objetivos de política monetaria: en momentos de aumento de la demanda por moneda extranjera, el Banco Central emitió deuda local denominada en dólares o ajustada por el tipo de cambio, para evitar la depreciación del real y, por ende, una presión inflacionaria.

Si bien esta estrategia logró su objetivo durante el gobierno de Cardoso, lo hizo a costa de una mayor vulnerabilidad externa.⁹⁷ Con el traspaso, la política de endeudamiento se orientó hacia el programa económico y tuvo un claro objetivo de reducir el potencial impacto de un shock externo. Es por esto que, como se ve en el Gráfico 51, la deuda externa como porcentaje del PBI disminuye hasta casi desaparecer. Entre el 2004 y el 2006 se llevaron adelante diferentes medidas en este sentido: el país recompró la deuda que tenía con el Club de París y pagó por adelantado las obligaciones con el FMI. Por otro lado, se recompraron todos los bonos *Brady* que aún estaban en circulación.⁹⁸

Gráfico 51: Deuda pública neta (% PBI)



Fuente: Banco Central do Brasil.

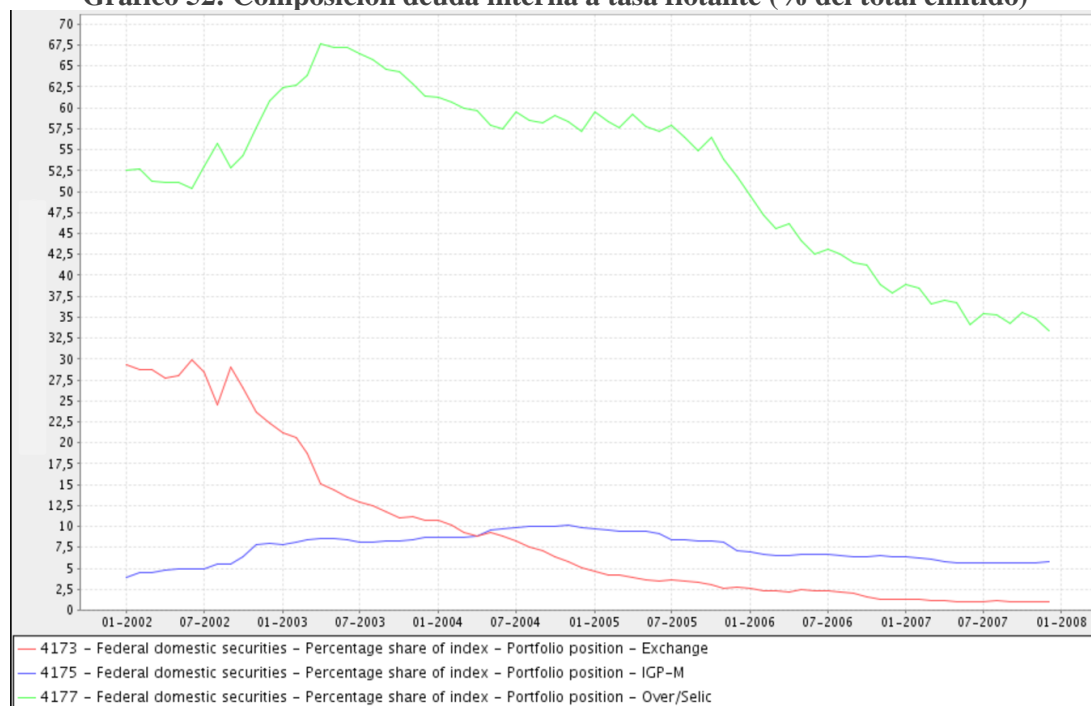
La contracara de lo anterior y, como se puede observar en el Gráfico 51, fue un aumento constante de la deuda interna. Incluso, justo antes de la explosión de la burbuja inmobiliaria en 2007, el gobierno de Brasil emitió en el mercado internacional su primer título denominado en reales, a tasa fija y con un vencimiento a 10 años. Esto fue un símbolo, no sólo de que el mercado brasileño de deuda se encontraba en pleno desarrollo y profundización, sino también la confianza implícita de los inversores locales y extranjeros en la capacidad del gobierno de mantener el valor de la moneda y la tasa de inflación bajo control. Sin embargo, en las emisiones locales con tasa variable, el

⁹⁷ Calvacanti Ferreira, Pedro and Bonomo, Marco (2006).

⁹⁸ Binato Villela Pedras, Guilherme (2010).

porcentaje de títulos ajustados por SELIC se mantuvo por encima del resto (ver Gráfico 52). Esto último, en combinación con las altas tasas de interés mantenidas por el Banco Central, generaron un problema fiscal sumamente serio, como se ve más adelante.⁹⁹

Gráfico 52: Composición deuda interna a tasa flotante (% del total emitido)

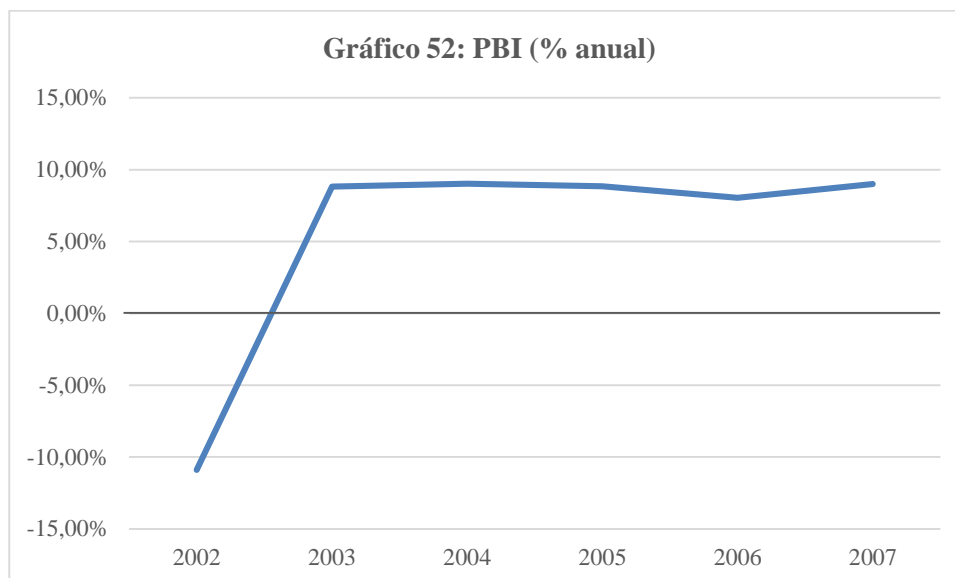


Fuente: Banco Central do Brasil.

c) Argentina: Políticas macroeconómicas

Luego de la crisis desatada a fines de 2001 y el posterior default y abandono de la *Convertibilidad*, Argentina entró en un período de depresión económica: el PBI se contrajo 20% con respecto al pico registrado a mediados de 1998, la tasa de desempleo alcanzó 22% y casi la mitad de la población cayó en la pobreza. Para sorpresa del mundo y los propios argentinos, y como se puede ver en el gráfico 53, hacia mediados del 2002 el país comenzó a recuperarse, iniciando un período de crecimiento prolongado y robusto. Sin embargo, a partir del 2008 aproximadamente, Argentina volvió a presentar problemas: no sólo no pudo mantener su tasa de crecimiento, sino que otras variables macroeconómicas comenzaron a registrar desmejoras. Se podría pensar que esta reversión en la situación económica de Argentina se debió al impacto de la crisis financiera internacional, pero Damill et al (2014) sostienen que la causa principal de ello fueron las inconsistencias intrínsecas del programa económico iniciado con la nueva presidencia de Cristina Fernández de Kirchner.

⁹⁹ Binato Villela Pedras, Guilherme (2010).



Fuente: Banco Mundial.

Para comprender la situación política, económica y financiera en la que se encontraba Argentina al momento de estallar la crisis, es importante entender qué sucedió luego de la crisis local. En este sentido, los autores citados identifican tres grandes etapas dentro del período analizado: la primera de transición, que abarca los años 2002 y 2003 en los que se implementan las medidas que hicieron posible una rápida recuperación. La segunda se inicia con la presidencia de Néstor Kirchner en 2003 hasta aproximadamente 2008 – aproximadamente porque existe un debate académico sobre en qué año comenzó la caída – y se caracteriza por el uso de un tipo de cambio competitivo y estable para impulsar el crecimiento económico. Finalmente, etapa que se analiza en la siguiente sección, entre 2008 hasta 2014 momento en que, como sostienen los autores:

Despite its success, this macro-policy (en referencia a la etapa anterior) was gradually abandoned and was replaced by a shortsighted strategy that sought to stimulate aggregate demand disregarding the impacts on the macro-balances (e.g. inflation, the balance of payments and the fiscal deficit).¹⁰⁰

Comenzando con la primera etapa, frente al colapso del régimen cambiario fijo, el principal riesgo que enfrentó el gobierno fue la estabilización del sistema financiero, que se encontraba sumamente expuesto al riesgo cambiario, si se tiene en cuenta que el 70% de los contratos financieros estaban denominados en dólares. Para mitigar el impacto de la devaluación, se implementó lo que pasó a llamarse la *pesificación asimétrica*: la conversión de las deudas y depósitos bancarios en dólares a pesos, pero el primero a un tipo de cambio de 1 USD = 1 ARS y el segundo a 1 USD = 1,40 ARS (de allí la asimetría). El gobierno asumió los costos de la pérdida de capital de los bancos emitiendo títulos públicos, BODEN. Adicionalmente, se llevó a cabo una reorganización gradual del sistema a través del apoyo financiero a los bancos, lo que les dio tiempo para recuperarse a medida que las demás variables económicas se consolidaban.

¹⁰⁰ Damill, Mario *et al* (2014).

Otra situación problemática fue la estabilización del tipo de cambio, que se logró gracias a la combinación de diversos factores: fuerte depreciación, aumento de la tasa de interés local, intensificación en los controles de las transacciones cambiarias, la obligación de vender las exportaciones que superasen el USD 1 millón al Banco Central (permitiéndole acumular reservas) y, en línea con lo anterior, una intervención agresiva por parte de éste último en el mercado cambiario. Estas medidas lograron cambiar las expectativas del mercado hacia una tendencia a la depreciación, por lo que se recompuso la liquidez, tanto en circulación como en los depósitos bancarios. Si bien la fuerte depreciación inicial generó un salto en la tasa de inflación, la misma comenzó a descender rápidamente gracias a los impuestos a las exportaciones (que disminuyeron el efecto *pass-through* de la devaluación), la pesificación, y prácticamente el congelamiento, de las tarifas de los servicios básicos (luz, agua y gas), las altas tasas de desempleo y de capacidad productiva ociosa y, principalmente, la estabilización del tipo de cambio nominal. La devaluación de la moneda también tuvo un impacto sumamente positivo en la industria de bienes transables local, que se volvió más competitiva a la vez que encareció las importaciones. Esto, sumado a la pérdida en los salarios reales, generó un cambio en la demanda agregada por productos locales, impulsando el crecimiento económico y la inversión en este sector.

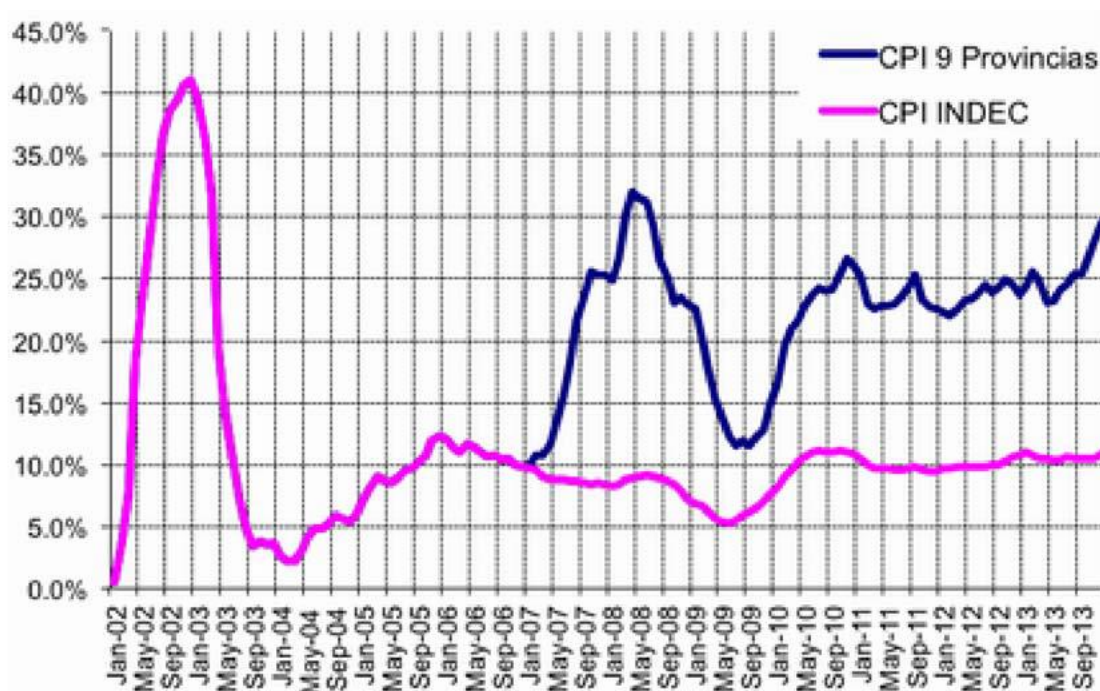
A partir del año 2003, comenzó una estrategia en la que explícitamente se utilizó un tipo de cambio competitivo y estable para impulsar el ciclo de crecimiento iniciado en la etapa anterior. Mantener un tipo de cambio con las características mencionadas promueve el crecimiento ya que implica, como se describió, mayores ganancias en la actividad de bienes transables y favorece la inversión, al mismo tiempo que genera superávit de cuenta corriente y facilita la acumulación de reservas internacionales. De esta manera, durante este período Argentina registró superávits gemelos: de cuenta corriente y fiscal, ayudados también por la mejora en los términos de intercambio de las principales exportaciones del país.¹⁰¹

En el desarrollo de esta estrategia, el rol del Banco Central fue clave a través de fuertes intervenciones en el mercado cambiario. Sin embargo, se debe tener en cuenta que su mandato se centraba en mantener estable y baja la tasa de inflación, pero dado que se tenían dudas acerca de la efectividad para lograrlo a través de la tasa de interés, se centró en los agregados monetarios. Así, aunque en un principio la expansión monetaria generada por la intervención fue absorbida por la remonetización de la economía, en 2003 los objetivos de mantener la oferta monetaria bajo control y el tipo de cambio estable y competitivo entraron en conflicto. Por ello, se pusieron en práctica diferentes formas de esterilización. La primera y más obvia fue la emisión por parte del Banco Central de letras (LEBACs) y notas (NOBACs) de corto y mediano plazo. Por otro lado, a medida que la liquidez aumentaba, los bancos comerciales saldaron las deudas con el Banco Central, generadas durante la crisis. Por último, el Tesoro utilizó el superávit primario para comprar reservas internacionales, teniendo como objetivo último el pago de la deuda a las instituciones financieras multilaterales, a la vez que acumuló parte de este superávit en moneda extranjera, interviniendo también en el mercado cambiario.¹⁰²

¹⁰¹ *Ibid* p. 71.

¹⁰² Frenkel, Roberto y Rapetti, Martín (2008).

Gráfico 53: CPI anual



Fuente: Damill, Mario; Frenkel, Roberto y Rapetti, Martín (2014).

Sin embargo, esta estrategia no se encontraba libre de problemas: la política expansiva que se había implementado para suavizar el impacto de la crisis, en materia monetaria, fiscal y laboral, comenzó a presionar sobre la tasa de inflación, utilizando como única ancla nominal el congelamiento de las tarifas. En un principio, el gobierno optó por una serie de controles de precios, como acuerdos con los principales supermercados y regulaciones para determinados productos de la canasta básica. Estas medidas demostraron ser inefectivas, dado que los productos y comercios que no participaron de los acuerdos tenían la flexibilidad para realizar aumentos a discreción. Para poder controlar la inflación, hubiese sido necesario un ajuste fiscal importante, ya que la política monetaria se encontraba limitada por el objetivo cambiario. En lugar de ello, y como se hace evidente en el Gráfico 53, las autoridades optaron por intervenir el organismo público de estadísticas, el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC), y manipular las cifras de inflación, manteniéndolas por debajo del 10%. Obviamente, esto tuvo un alto costo en cuanto a la credibilidad del país, así como de la clase política, por lo que Argentina enfrentó la crisis internacional registrando no sólo una desmejora en las variables macroeconómicas, sino también en su reputación internacional.¹⁰³

d) Argentina: características de endeudamiento.

La moratoria de pagos declarada en 2001 significó un desbarajuste en la gestión de deuda pública argentina. En principio, no contó con ningún tipo de ayuda financiera para enfrentar la crisis económica, es por ello que fue la propia población la que debió enfrentar los costos, a través de medidas como el *corralito* y la *pesificación asimétrica*.

¹⁰³ Damill *et al* (2014).

En el año 2003 las autoridades comenzaron las negociaciones para una reestructuración de la deuda pública en default. Al mismo tiempo, se emitieron una serie de bonos – BODEN – en compensación por la pesificación de los depósitos en dólares, aumentando aún más el peso de la deuda pública (ver Gráfico 54). Sin embargo, las condiciones aceptadas por los acreedores en la reestructuración, finalizada en 2005, significó una reducción considerable de las obligaciones financieras del Estado.

El proceso de negociación abarcó dos años (entre 2003 y 2005) y fue extremadamente dificultado por un grupo de *hold outs* que decidieron no participar y llevar su caso ante la corte de Nueva York (ley que regía la tenencia de este grupo). En resumidas cuentas, la propuesta de canje consistió en la conversión de USD 81.836 millones de deuda elegible (distribuida en 152 bonos y 26 productos financieros de otro tipo) en deuda nueva, con las siguientes condiciones¹⁰⁴:

- 1) Emitida el 31/12/2003
- 2) Por un monto máximo de:
 - a. Escenario 1: si la adhesión era igual o menor al 70% del monto elegible, USD 38.500 millones
 - b. Escenario 2: si la aceptación era mayor al 70%, USD 41.800 millones
- 3) Tres clases de títulos:
 - a. Par (en dólares, euros, yenes y pesos): sin *hair cut* del principal, presentaba la particularidad de que, si se cumplía el escenario 1, el monto máximo emitido sería de USD 10.000 millones, de lo contrario, sería de USD 15.000. Con vencimiento en el año 2038 y un cupón variable, que comenzaba en 1,33% (para los bonos en dólares) durante los primeros 5 años hasta llegar a 5,25% pasando los 26 años.
 - b. *Discount* (en dólares, euros, yenes y pesos): implicaron un *hair cut* del 66,3%; en el caso del escenario 1 se emitirían USD 20.200 millones o USD 18.500 en el escenario 2. Con vencimiento en 2033 y un cupón variable que comenzaba con un 3,97% en los primeros 5 años (para el caso en dólares) y finalizaba con 8,28% a partir del año 11.
 - c. Cuasi par (sólo en pesos): con una quita de principal del 30,1% y un máximo emitido de USD 8.300 (indiferente al porcentaje de adhesión). Con vencimiento en 2045 y un cupón fijo de 3,31%, pero capital ajustable por el Coeficiente de Estabilización de Referencia (CER)¹⁰⁵.

Para todos los bonos en pesos, el capital ajustaba por el CER, mientras que los tenedores de bonos Par y *Discount* recibirían los intereses devengados desde la fecha de emisión a la fecha de liquidación. En cuanto a la moneda y ley aplicable, se mantuvo la condición

¹⁰⁴ Información plasmada en el informe de auditoría de la AGN (marzo 2006).

¹⁰⁵ El CER es un índice calculado en base al CPI.

previa (para el caso de las diferentes monedas europeas se aplicó el euro) y se ofreció, para todos los casos, la opción de pesos con ley argentina. Adicionalmente, Argentina ofreció una serie de incentivos económicos para conseguir una mayor adhesión, como la recompra de los títulos en caso de darse determinadas condiciones, así como incentivos regulatorios, como la Ley Cerrojo y la cláusula RUFO. Además, es importante tener en cuenta que los nuevos títulos incluyeron una serie de cláusulas innovadoras, como las Cláusulas de Acción Colectiva (CAC)¹⁰⁶, cláusula del inversor más favorecido (en caso de que el país decidiera enmendar cualquier bono que no haya entrado en el canje) y la separación del Estado Nacional del administrador de los pagos – Convenio Fideicomiso.

Finalmente, adjunto a cada bono se entregó una garantía ligada al crecimiento del PBI, que se pagaría en caso de cumplir determinadas condiciones económicas:

- Para el año de referencia, si el PBI real excedía el PBI de base;
- Para el año de referencia, si la tasa anual de crecimiento del PBI real excedía la tasa base (que se estableció en 3% en promedio);
- Si el pago total por estos instrumentos no superaba los 0,48 por unidad de moneda.¹⁰⁷

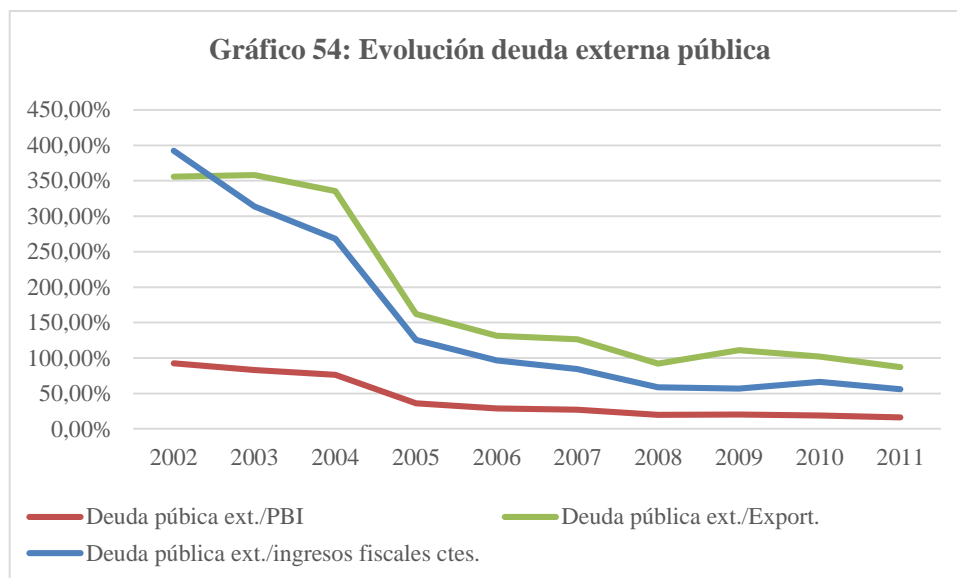
Los resultados del canje fueron un 76,15% de adhesión, disparando las condiciones del escenario 2, equivalente a un monto de USD 62.318 millones. Esta deuda elegible se transformó en deuda nueva por un monto de USD 35.261 millones, significando una reducción del 43,4%. Las emisiones nuevas se distribuyeron en 42,54% de bonos Par, 33,84% de bonos *Discount* y 23,62% de bonos Cuasi Par, siendo el 24,33% del total deuda en pesos; y se pagaron, además, USD 644,83 millones en efectivo de intereses devengados. El 23,85% que decidió no participar, se constituyó en un grupo de *hold outs*. Como coincide la literatura, es extremadamente difícil calcular la quita real que sufrieron los acreedores, existen diversas metodologías generales, que se ven complejizadas cuando se agregan las particularidades del canje argentino, especialmente los cupones PBI (como se conocen hoy las garantías ajustadas por esta variable) que, aunque no habían generado demasiado entusiasmo en los inversores, su performance marcó una diferencia.¹⁰⁸

De todas formas, como se puede ver en el Gráfico 54, luego de la reestructuración, Argentina logró mejorar todos los ratios relacionados a la capacidad de pago y sustentabilidad de la deuda externa, tanto por la mejora de las condiciones macroeconómicas, como por el arreglo con los acreedores externos. Para ello, también fue fundamental que, luego del cierre del canje, el país saldó el total de su deuda con el FMI, que ascendía a USD 9.800 millones, utilizando las reservas hasta entonces acumuladas.

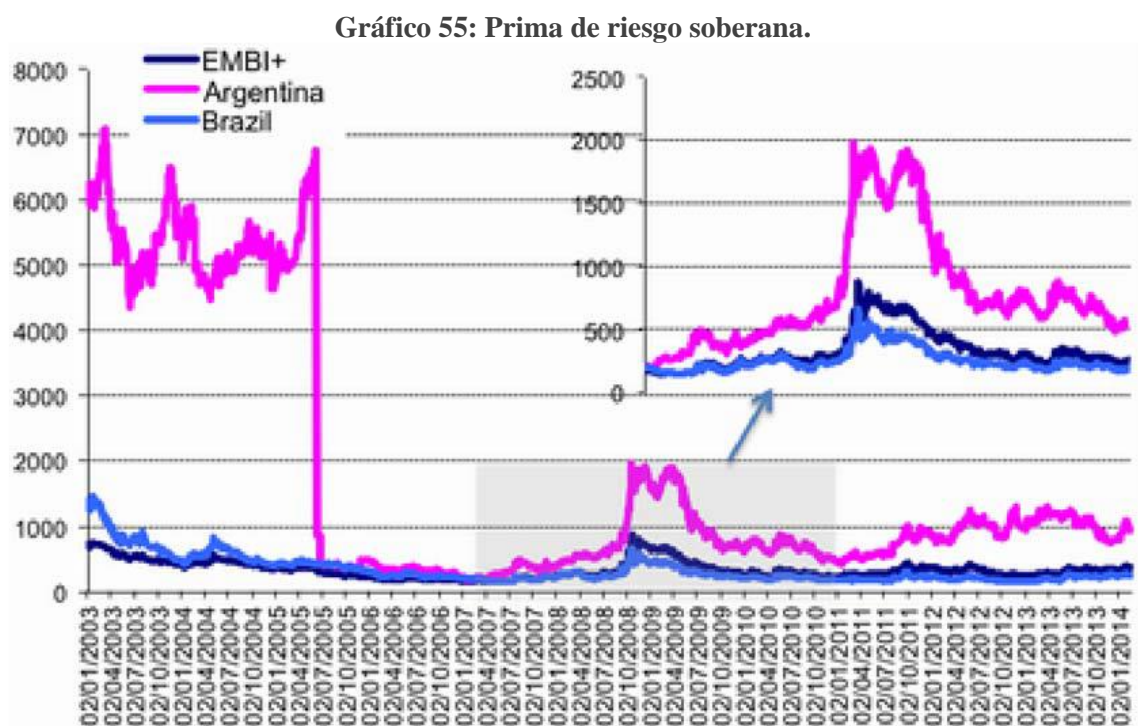
¹⁰⁶ Si bien estas cláusulas siempre existieron, previo al caso argentino, su uso era inusual, ya que no generaba una buena impresión en los inversores. Sin embargo, luego del default argentino y los problemas legales con los *hold outs*, la comunidad financiera internacional incentivó su uso en todos los casos de emisión de deuda soberana.

¹⁰⁷ Guzman, Martin (2016).

¹⁰⁸ *Íbid.*



Sin embargo, como consecuencia del giro de estrategia de política macroeconómica, particularmente la intervención al INDEC, los tenedores de bonos argentinos comenzaron a deshacerse de sus posiciones, por lo que los precios descendieron marcadamente. Hasta ese momento, la prima de riesgo del país se encontraba en línea con el resto de los países emergentes, pero ante este evento se disparó (ver Gráfico 55). La pérdida de credibilidad del país en los mercados internacionales se extendió a todos los instrumentos de deuda y, finalmente, el gobierno no pudo acceder a ellos para nuevas emisiones.



3. Desarrollo de la crisis

La crisis financiera global que comenzó en 2008 fue la peor que se registró en la historia mundial desde 1930, tanto en intensidad como en alcance. Sin embargo, como sostienen Anderson *et al* (2010), aunque esta crisis alcanzó a las economías emergentes, no resultó en una crisis de deuda como las registradas en los años '80, '90 y principios del 2000. Estos autores analizan el por qué de esta diferencia y concluyen que fue gracias a la política macroeconómica implementada en los años previos al 2008 y la rápida respuesta, tanto de política como en la gestión de deuda pública, una vez desatado el shock externo. Para ello, tomaron un grupo de 24 países, 7 de América Latina (Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, México, Perú y Uruguay).

En cuanto al período previo a la crisis, el caso de Brasil descrito anteriormente ilustra las políticas macroeconómicas y la gestión de deuda que estos autores concluyen fueron el diferencial con respecto a las experiencias anteriores. Entre ellos: mejora de las cuentas fiscales y externas, credibilidad de la política monetaria para mantener bajo control la tasa de inflación, crecimiento económico y acumulación de reservas, para lo cual fue fundamental la implementación de regímenes cambiarios flexibles. Gracias a lo anterior, este grupo de países tuvo la flexibilidad para transformar la cartera de deuda pública, tanto externa como doméstica, reduciendo la exposición al riesgo cambiario y de tasa de interés y alargando el plazo de vencimiento, disminuyendo la vulnerabilidad a shocks externos.

Al estallar la crisis, sobre todo luego de la caída de *Lehman Brothers*, las condiciones de fondeo para las economías emergentes se deterioraron y aumentaron los *spreads* de la deuda soberana y los *credit default swap* (CDS)¹⁰⁹. Dada la aversión al riesgo generalizada, estos países frenaron las emisiones de deuda por varios meses; recién en diciembre de 2008, luego de que México emitiera USD 2.000 millones del Bono Global a 10 años, los emergentes volvieron al mercado de deuda. La crisis también impactó en la curva de *yields* de los bonos domésticos, generando dos efectos contrarios, según el caso: en algunas regiones, como en Asia, el *flight to quality* y la expectativa de una política monetaria laxa dispararon una compra de títulos públicos, llevando a una caída de las *yields*. En otros casos, como para América Latina, la aversión al riesgo produjo una liquidación abrupta de los instrumentos soberanos y al aumento de las *yields*. De todas formas, el efecto a largo plazo en este indicador fue más homogéneo y, frente a la flexibilización de la política monetaria en la mayoría de los países de la muestra, fue más común el primer escenario. Finalmente, la crisis tuvo un impacto negativo en las cuentas fiscales de todos los emergentes en general y significó un aumento en los requerimientos de endeudamiento, sin embargo, contaban con las condiciones para hacer frente a esta situación.¹¹⁰

En respuesta a la crisis, los países de la muestra tomada por Anderson *et al* (2010) implementaron políticas anticíclicas que amortiguaron el impacto de aquel fenómeno y permitieron una rápida recuperación económica. Para ello, fueron clave las acciones en relación a la gestión de deuda pública: debido a que estos programas requerían de

¹⁰⁹ Instrumento financiero derivado que brinda un seguro a su tenedor contra el default del país por el cual está emitido.

¹¹⁰ Anderson, Phillip R.D. *et al* (2010).

mayores recursos financieros, los gobiernos encargaron a los organismos responsables del manejo de la deuda un aumento del fondeo, pero procurando contribuir con la estabilidad del mercado financiero local (alterado por la salida de capitales) y teniendo en cuenta el impacto sobre las tasas de interés, costos en relación a los ingresos públicos y reacción de los inversores. Frente a estas demandas, las soluciones planteadas se pueden agrupar en tres grupos¹¹¹:

- 1) Disminuir la presión en el mercado local cubriendo la brecha de fondeo: para ello, el Estado hizo uso del exceso de liquidez acumulado, ya sea en forma de reservas o fondos contracíclico. Otras alternativas fueron los préstamos de organismos multilaterales y la expansión de la base de inversores y de instrumentos financieros, aún sin explorar.
- 2) Revisión de los programas de financiamiento para responder a los cambios en la demanda del mercado: para navegar la crisis se volvieron a emitir bonos a tasa flotante y de corto plazo, que resultaban más atractivos para los inversores locales y extranjeros.
- 3) Implementación de operaciones de gestión de pasivos en apoyo al mercado: recompras de títulos o canjes permitieron estabilizar el mercado de deuda, inyectaron liquidez y ajustaron la estructura de endeudamiento a las demandas del mercado.

A continuación, se describe la reacción de Brasil en materia macroeconómica y de endeudamiento ante la crisis internacional, con el objetivo de ilustrar lo hasta aquí desarrollado. También se incluye el caso de Argentina, país que se encontró en una situación completamente diferente al del resto de los emergentes.

a) El caso de Brasil.

Como se comentó en la sección anterior sobre Brasil, el país se encontraba en una situación óptima para implementar una serie de medidas anticíclicas que permitieron sobrellevar el impacto de la crisis internacional. Por su parte, el Banco Central puso en funcionamiento una política monetaria más laxa, bajando la tasa SELIC en 500 *basis points* (bps), a la vez que aumentó la liquidez en el mercado interbancario y constituyó un fondo para adquirir carteras de préstamo de las instituciones financieras. Por otro lado, el Tesoro Nacional, orientó a los bancos públicos (*Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES –*, *Banco do Brasil – BB –* y *Caixa Econômica Federal – CEF*) a expandir las líneas de crédito para consumidores y empresas, con el objetivo de contrarrestar el retiro de los bancos comerciales del mercado de crédito.¹¹²

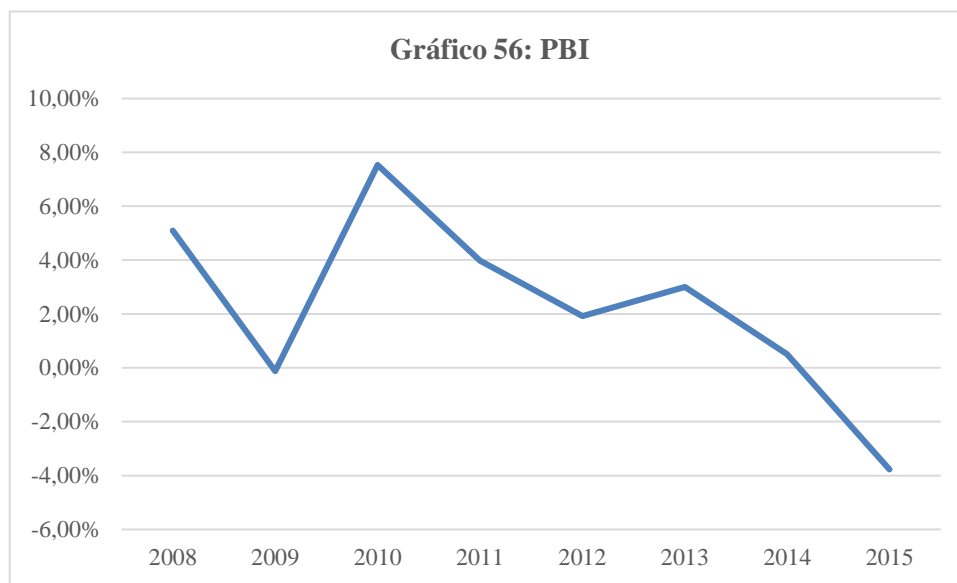
La política fiscal de Lula pasó del ajuste a la expansión mediante una combinación de recortes impositivos y aumento del gasto público. El objetivo fue estimular la demanda

¹¹¹ *Íbid* p.76.

¹¹² Ferrai-Filho, Fernando *et al* (2014).

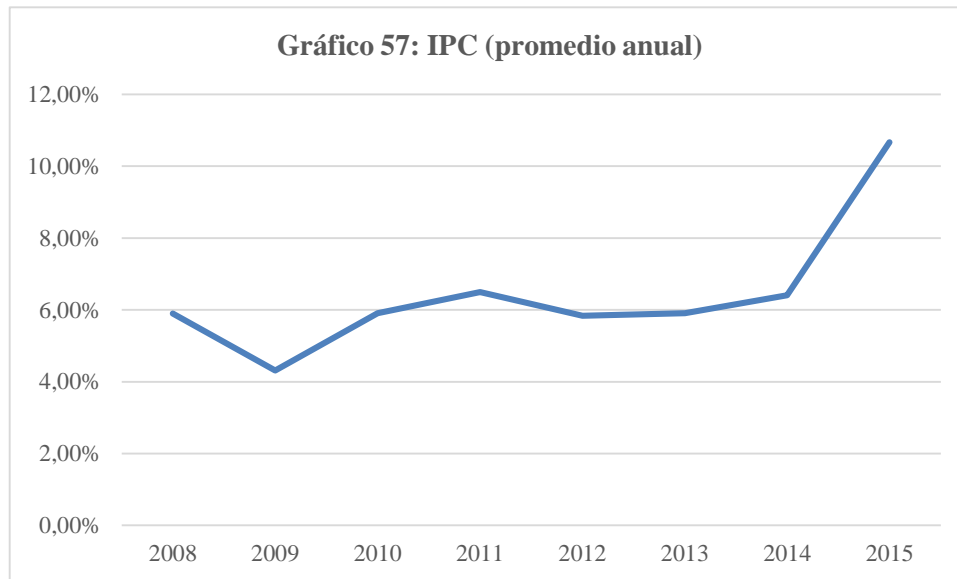
y mitigar el impacto de la crisis sobre la actividad económica y el mercado laboral. El gasto público se canalizó a través de:

- Expansión del *Programa de Aceleração do Crescimento* (PAC): implementado en 2007, los objetivos de este programa eran impulsar la inversión privada, aumentar la inversión pública en infraestructura y eliminar los principales obstáculos al crecimiento económico, como la burocracia y normas y regulaciones inadecuadas.
- Inicio de *Minha Casa, Minha Vida*: programa destinado a los hogares de ingresos bajos y medios que daba incentivos y subsidios para la construcción de viviendas.
- Transferencias presupuestarias a municipalidades.
- Extensión de los subsidios al desempleo.
- Aumento real en el salario mínimo.
- Aumento de los beneficios de *Bolsa Família*: subsidio a las familias a cargo de niños entre 0 y 6 años y que registran un ingreso mensual menor a USD 35.¹¹³



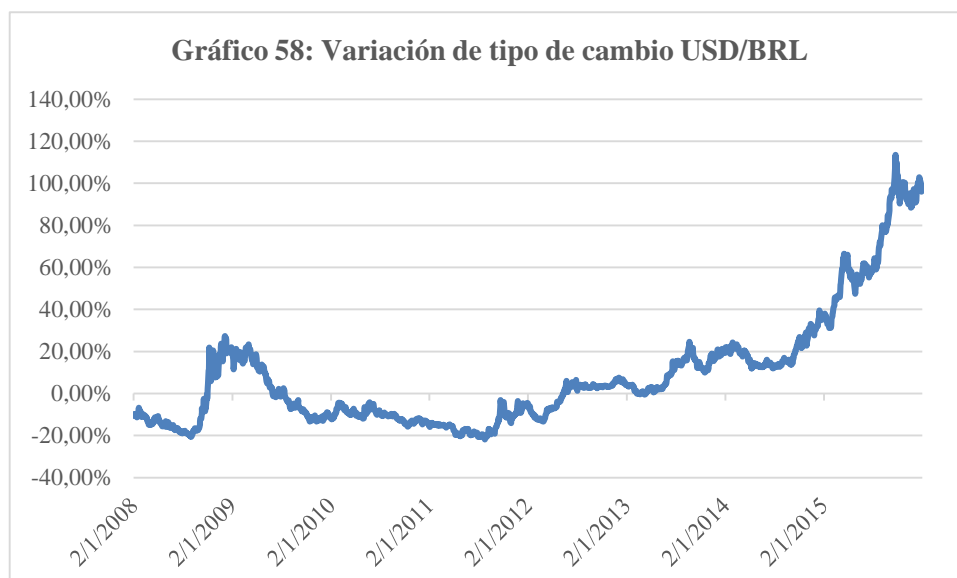
Fuente: The World Bank Global Economic Monitor

¹¹³ *Íbid* p. 77.

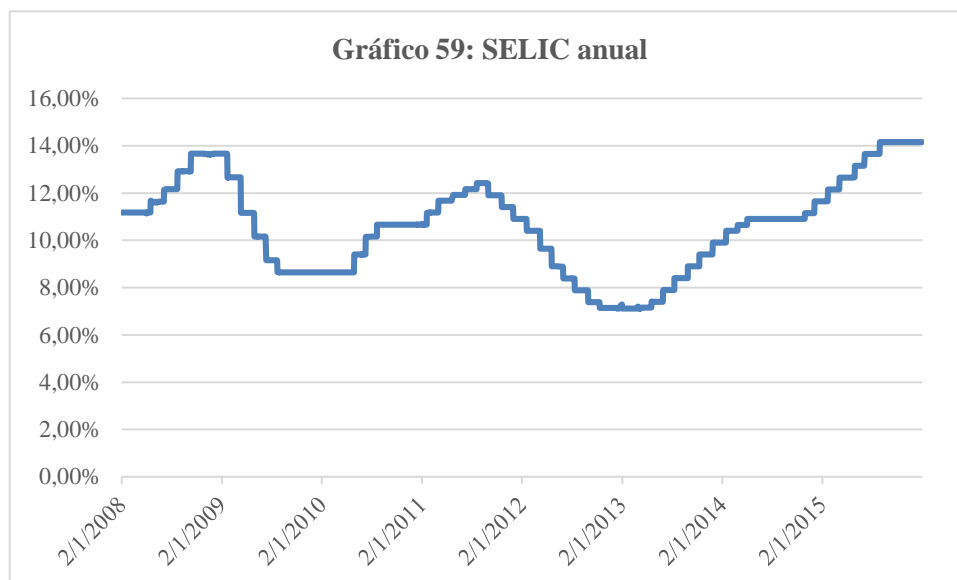


Fuente: Banco Central do Brasil.

Como se puede observar en el Gráfico 56, a partir de mediados de 2009, Brasil registró un repunte del crecimiento económico, principalmente sostenido por la expansión del consumo, posible gracias al crecimiento del crédito interno, la mejora de los indicadores laborales y los subsidios a los bienes de consumo duradero. Aún así, la inflación se mantuvo dentro del rango establecido por el Banco Central (ver Gráfico 57) y la moneda, luego de registrar una fuerte depreciación, recuperó los niveles anteriores a la crisis (ver Gráfico 58). Sin embargo, en un principio la capacidad productiva local no logró mantenerse en línea con el aumento de la demanda, por lo que se expandió el ingreso de importaciones, generando presiones deficitarias en la cuenta corriente. Para evitar que esto llevara a un disparo en la inflación, el Banco Central retomó una línea restrictiva en su política monetaria, aumentando la SELIC, que se ubicó en 10,25% anual durante el 2010 (ver Gráfico 58).¹¹⁴



¹¹⁴ CEPAL (2010).

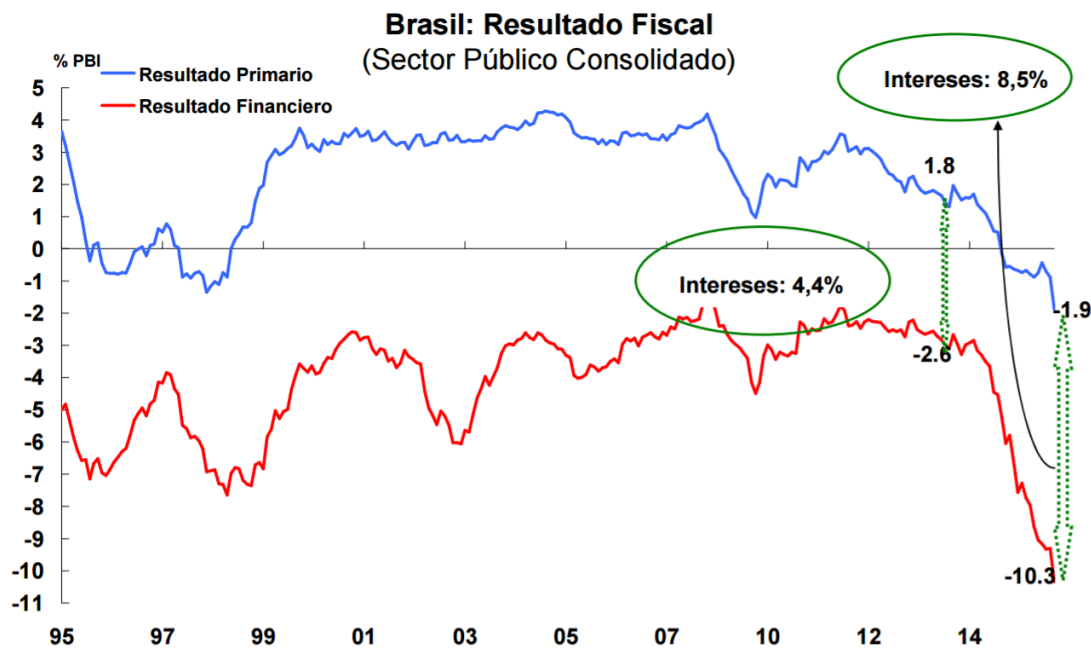


Fuente: Banco Central do Brasil.

De esta manera, se podría decir que las políticas implementadas para enfrentar la crisis internacional fueron exitosas. No obstante, una vez pasado lo peor de la crisis, hacia el año 2011, se puede observar en los gráficos anteriores una reversión del ciclo de crecimiento. Según Serrano y Summa (2016) este cambio no fue causado por la restricción externa, sino por un giro de la política macroeconómica local. En un intento de incentivar a la producción e inversión local a que sea el impulsor del crecimiento, en lugar de la demanda agregada, y sanear las cuentas públicas, el gobierno de Dilma Rousseff revirtió algunas de sus políticas fiscales dirigidas a expandir el consumo. Al mismo tiempo, ante la presión inflacionaria del aumento de precios de los *commodities*, el Banco Central elevó la tasa de referencia.

Sin embargo, el sector privado no respondió ante a los incentivos públicos, por lo que el crecimiento económico comenzó una tendencia decreciente que aún hoy no ha sido posible revertir. A esta situación, se le sumó que, debido a que las presiones inflacionarias se mantuvieron, el Banco Central sostuvo una política monetaria restrictiva, limitando aún más el crecimiento de la inversión y aumentando la carga financiera de los hogares, que se habían endeudado en los momentos de expansión. Esto último, a su vez, generó que, aunque el Estado consiguió generar un superávit primario en línea con sus objetivos (3,1% del PBI para el año 2011), el peso de la deuda ajustada por SELIC aumentó y el resultado financiero llevó a las cuentas públicas a registrar un déficit cada vez más grande (ver Gráfico 59). De todas formas, se puede sostener que los problemas que presenta Brasil desde el año 2014 se deben a, principalmente, factores internos, tales como los desequilibrios producidos por la propia política macroeconómica y los escándalos que tuvieron al Estado y las empresas públicas, a diferencia de los períodos anteriores, en los que la vulnerabilidad externa era el disparador de crisis.

Gráfico 60



Fuente: Furiase, Federico y Vauthier, Martín.¹¹⁵

b) El caso de Argentina.

Si bien la crisis internacional generó efectos similares a los episodios anteriores aquí descritos, el impacto de la misma fue considerablemente más leve y menos desestabilizante. Las principales diferencias macroeconómicas que llevaron a este resultado fueron¹¹⁶:

- 1) Como se mencionó en la sección anterior, luego de la crisis del 2001, el gobierno argentino persiguió activamente un tipo de cambio estable y competitivo, por lo que, al momento de llegar los efectos de la crisis internacional, la moneda local no se encontraba sobrevaluada.
- 2) Gracias a lo anterior, se había logrado un superávit primario, reduciendo la deuda externa y acumulando reservas internacionales.
- 3) Uno de los efectos del estallido económico que sufrió Argentina en el 2001 fue el bajo grado de profundización financiera que, si bien no ayudó en la recuperación económica, fue un factor que suavizó el impacto del shock inmobiliario.
- 4) A su vez, también en reacción a los episodios de principios del milenio, se introdujeron una serie de regulaciones que buscaron disminuir la exposición del

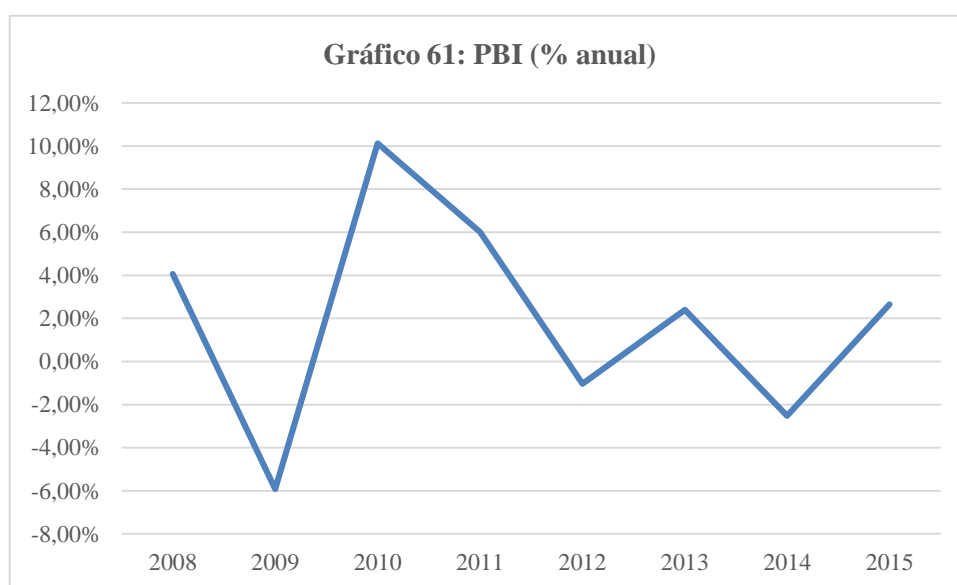
¹¹⁵ Furiase, Federico y Vauthier, Martín (2016). Teoría y Coyuntura Macroeconómica Aplicada. Materia Opcional de la Maestría en Finanzas, Universidad Torcuato Di Tella.

¹¹⁶ Damill, Mario *et al* (2014).

sector financiero al riesgo cambiario, protegiéndolo de la volatilidad de la moneda.

5) Finalmente, fue clave el superávit fiscal que se había logrado en los años previos.

A pesar de presentar diversos factores a favor, la magnitud de la salida de capitales desatada por el estallido de la burbuja inmobiliaria en Estados Unidos fue similar a la registrada durante la crisis de deuda de los años '80. En ese sentido, no fue el sector externo el disparador, sino una serie de eventos locales que ponían en duda la estabilidad del país: la ya mencionada intervención del INDEC, el enfrentamiento del gobierno con el campo (principal sector exportador) y la estatización de las Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (AFJP). Como se puede observar en el Gráfico 60, en el 2009 el crecimiento cayó abruptamente.



Fuente: Banco Mundial

Como se adelantó en la sección anterior sobre Argentina, la economía comenzó a registrar presiones inflacionarias, lo que hacía que mantener un tipo de cambio competitivo fuera cada vez más difícil para el Banco Central. Hasta 2010, el gobierno manejó esta situación de forma ambigua, pero a partir de este año, se observa un giro en la estrategia política que Damill *et al* (2014) llamaron *populismo macroeconómico*. La misma consistió en, con el objetivo de mejorar las condiciones económicas de la clase trabajadora, la implementación de medidas monetarias, fiscales y de salario sumamente expansivas, las que, luego de un tiempo, generaron aún mayores presiones inflacionarias y problemas en la balanza de pagos, por el exceso de demanda.

Dado que el mercado internacional de deuda se encontraba prácticamente cerrado para el país, en parte por la mencionada intervención al INDEC, las fuentes de financiamiento de este programa económico fueron: los fondos estatizados de las AFJP que, no sólo le entregaron al estado una gran caja de efectivo, sino que aseguró un ingreso constante (y como bonus, la cancelación virtual de los bonos públicos en tenencia de estos organismos). En 2012, también, el gobierno reformó la Carta Orgánica del Banco Central, ampliando el límite de transferencias por parte de este para financiar el déficit fiscal. Finalmente, la emisión monetaria formó parte del financiamiento del desequilibrio

que mantuvo una tendencia creciente. Todo esto fue acompañado por una tasa de interés real negativa, aproximadamente de -7%, una tasa de inflación cada vez más importante y por una apreciación del tipo de cambio real.¹¹⁷

En su segundo mandato, Cristina Fernández de Kirchner profundizó lo que popularmente se llamaba “el modelo”. Dado que el mercado comenzó a percibir que la moneda local se encontraba apreciada y que una devaluación sería inevitable, comenzó una corrida contra las reservas nacionales que cayeron, en 2011, por USD 6.000 millones. No obstante, el gobierno no devaluó y, en lugar de implementar las medidas necesarias para controlar la demanda excesiva de moneda extranjera – que resultarían en consecuencias poco populares –, impuso controles a las importaciones, a las transferencias de ganancias de las inversiones extranjeras y a la adquisición de moneda extranjera por parte de los consumidores, esta última conocida como *cepo cambiario*. Estas decisiones no hicieron más que empeorar la situación, generando la aparición de un mercado paralelo o mercado negro de divisas, exacerbando las inconsistencias y desequilibrios que se venían arrastrando hace unos años, al tiempo que seguía aumentando la tasa de inflación y la contracción de la actividad económica local.¹¹⁸

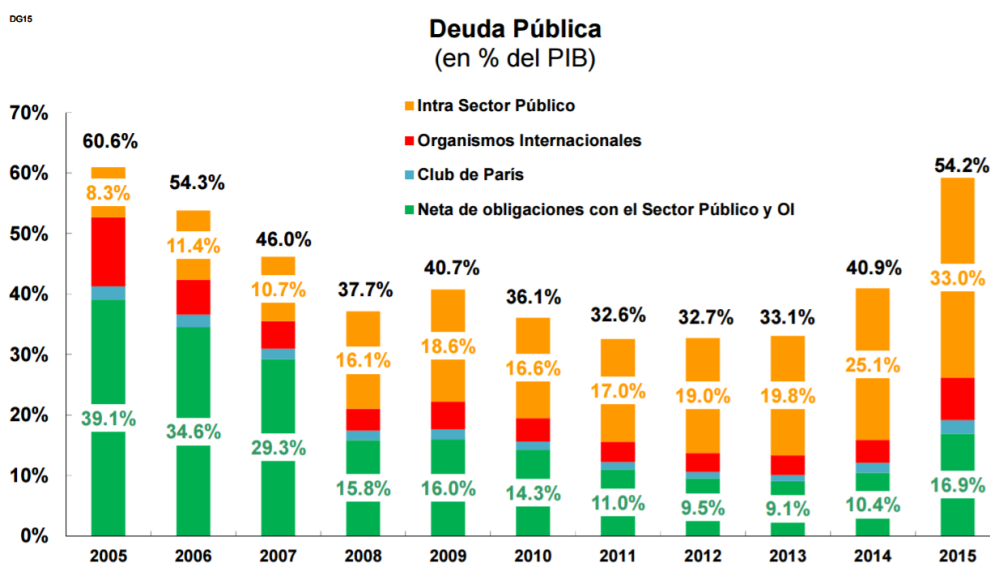
En relación al endeudamiento, como se puede observar en el Gráfico 54, Argentina mantuvo niveles sumamente bajos de deuda externa, medida en sus diversos indicadores. Aunque se podría decir que esto fue un resultado impuesto por el mercado financiero internacional más que una decisión voluntaria. Aún así, el acuerdo para el pago de la deuda pendiente con el Club de París y la reapertura en 2010 del canje realizado en 2005, que permitió que un 16,85% de acreedores que habían quedado fuera pudieran adherirse, disminuyeron el nivel de deuda en default. De todas maneras, el grupo de *hold outs* que había iniciado acciones legales contra el país, mantuvo ese camino hasta que en 2014 la Corte Suprema de Estados Unidos decidió no tomar el caso y mantener firme la decisión del Juez de la Corte de Nueva York que establecía que Argentina debía pagar a los acreedores que no habían participado. Ante la negativa a proceder, el país volvió a entrar en default, default que localmente procuraron desvalorizar llamándolo técnico. Recién con el cambio de gobierno, el asunto de los *hold outs* fue resuelto, implicando un altísimo costo para la sociedad argentina que debió pagar por la incapacidad y/o la no voluntad de negociar y cumplir con sus obligaciones, por parte de la dirigencia política.

Aunque la deuda externa se mantuvo en niveles bajos, dadas las necesidades financieras en constante crecimiento que requirió el “modelo”, la deuda pública interna, sobre todo dentro del mismo sector, se disparó:

¹¹⁷ *Íbid* p. 83.

¹¹⁸ *Íbid* p. 83.

Gráfico 62



Fuente: Furiase, Federico y Vauthier, Martín.

Por lo anterior, se podría decir que Brasil y Argentina, aunque por razones distintas, superaron el shock externo negativo generado por el estallido de la burbuja inmobiliaria en Estados Unidos rápidamente, logrando una recuperación económica sorprendente. Sin embargo, al poco tiempo ambas economías comenzaron a presentar problemas, aunque similares, causados por diferentes variables: caída del crecimiento económico, inflación, sobrevaluación de la moneda, desequilibrio fiscal y de balanza de pagos. Pero, a diferencia de los períodos anteriores estos problemas no tenían su raíz en causas externas. De hecho, justamente como evidencia el manejo de la crisis del 2008, estos países habían logrado reducir considerablemente su vulnerabilidad a shocks externos. Estos problemas tuvieron su causa en inconsistencias locales, a las que, a partir de 2014, se les agregó una caída en los precios de los commodities y, en el caso de Brasil, una crisis política de corrupción que abarcó desde la empresa pública más importante, Petrobras, a la propia presidente, Dilma Rousseff.

Capítulo V: ¿El regreso del hijo pródigo? – Conclusiones y lecciones de casi 40 años de historia de deuda.

Resumiendo lo analizado hasta aquí, tenemos que durante la década de los años '70 el exceso de liquidez generado por los altos precios del petróleo se canalizó en forma de préstamos sindicados a América Latina, donde se destinaron a sostener programas macroeconómicos de desarrollo local. Pero una serie de cambios en diferentes variables del mercado internacional – aumento de la tasa de la Reserva Federal, caída de los precios de los commodities – llevó a que el costo de la deuda para los países de la región fuera insostenible. De esta manera, comenzando con México, los Estados deudores declararon la cesación de pagos de su deuda externa, generando una reversión en el flujo de fondos que no hizo más que agravar la posición económico-financiera de éstos.

La combinación de estos cambios internacionales con las medidas macroeconómicas que se llevaban a cabo localmente generaron desequilibrios fiscales y externos. A su vez, los intentos de estabilización, al no contar con ningún tipo de apoyo financiero externo, desencadenaron procesos inflacionarios, afectando gravemente la capacidad productiva, los ingresos públicos y, por ende, la posición económica y financiera de los países. No fue hasta el *Plan Brady*, a finales de la década, que se planteó una solución dirigida a la solvencia de los Estados deudores y no a la generación de liquidez. Como se mencionó, un problema de deuda requería una solución de deuda. Esto dio paso a la profundización del mercado internacional de deuda emergente y a un acceso más eficiente al financiamiento por parte de estas economías.

Durante los años '90 las economías emergentes volvieron a ser receptoras de fondos internacionales, gracias a la desregulación financiera de Estados Unidos y la aparición de nuevos actores en el sector. Los organismos multilaterales también volvieron a apostar por la región, poniendo como condición que los Estados implementaran las recomendaciones del *Consenso de Washington*. Estas recomendaciones tenían como principal objetivo reducir la intervención económica del Estado e implementar una serie de cambios tendientes a la liberalización comercial y financiera.

Los diferentes países de América Latina, como receptores de flujos de capital internacional, implementaron estas medidas, con ciertas variaciones locales, siendo Argentina el caso paradigmático. La desregulación financiera y comercial junto a un régimen cambiario fijo, que actuaba como ancla nominal de la inflación, produjeron un deterioro en la competitividad internacional y local y, por esto, desequilibrios en la balanza comercial, cierre de empresas locales, aumento del desempleo y deterioro en la situación fiscal. Al mismo tiempo, estas medidas fueron un gran incentivo para el flujo de capitales financieros de corto plazo, que buscaban capturar la ganancia del diferencial entre la tasa local y la internacional, estrategia conocida como *carry trade*, potenciando la apreciación cambiaria. Los desequilibrios de cuenta corriente junto a un aumento

constante de la deuda (para Argentina la deuda externa tuvo un mayor peso, mientras que Brasil también presentaba un nivel importante de endeudamiento local) generaron desconfianza entre los inversores internacionales sobre la capacidad de estos países de mantener un tipo de cambio fijo, desconfianza agravada por el fracaso de estas políticas en México, los países del Sudeste Asiático y Rusia. El efecto contagio de estas crisis finalmente concluyó en la devaluación del real brasileiro y en la peor crisis financiera, política, social y económica de Argentina.

Estas experiencias ilustran lo que sostiene Ffrench-Davis:

América Latina ha sido afectada de manera significativa por los cambios registrados en los flujos de capitales en los últimos veinte años. (...). En todas estas ocasiones los cambios se originaron en los mercados internacionales y ejercieron una notable influencia sobre las economías nacionales. Tanto la superabundancia como la excesiva escasez han provocado costosos ajustes expansivos y recesivos en los mercados internos, en particular ante políticas permisivas de los países receptores.

(...) En este sentido, el mayor financiamiento externo fue claramente beneficioso en esos años en cuanto removió la restricción externa dominante que contribuía a los bajos niveles de inversión y a la grave recesión económica en la región. Sin embargo, la recuperación del acceso a capitales externos también planteó desafíos en cuanto a la estabilidad y sustentabilidad de los equilibrios macroeconómicos, y a las bases de un desarrollo productivo más sólido. En efecto, esta afluencia de capitales tuvo efectos indeseados en la evolución de los tipos de cambio, el grado de control sobre la oferta de dinero y el crédito interno, la acumulación de pasivos externos (...) y la consiguiente vulnerabilidad ante nuevos shocks externos negativos.

Es evidente que el financiamiento externo es un ingrediente vital del desarrollo. Pero también es evidente que suele ser volátil, caracterizándose por excesos y faltantes. Por lo tanto, se precisan políticas económicas que atraigan recursos pero que lo hagan en cantidades sostenibles con una composición más propensa a la inversión de largo plazo que al consumo.¹¹⁹

En este sentido, los países de América Latina parecían haber aprendido la lección, ya que, en los años previos a la crisis internacional iniciada en 2008 – la peor en la historia mundial desde la gran recesión de 1930 – se implementaron programas macroeconómicos y de gestión de deuda pública destinados a reducir la vulnerabilidad externa. El equilibrio de las cuentas públicas, la mayor eficiencia del Estado, la baja tasa de inflación, la estabilidad cambiaria y la acumulación de reservas, junto a una reducción de los diferentes riesgos de la cartera de deuda pública, no sólo actuaron como amortiguadores

¹¹⁹ Ffrench-Davis, Ricardo (1997) pp. 195 y 198.

del fuerte impacto de la crisis, sino que también permitieron una mayor flexibilidad para implementar medidas anticíclicas.

Básicamente, lo que ilustran las experiencias de Brasil y Argentina durante las crisis de deuda es que existe una tensión entre la estabilidad cambiaria, la autonomía monetaria y la libre movilidad de capitales. Según Eduardo Levy-Yeyati, el logro de estas tres variables al mismo tiempo – lo que él llama la “trinidad imposible” – es solamente posible en los márgenes.¹²⁰ A su vez, en línea con la cita anterior de Ffrench-Davis, el exceso o escasez de capitales externos, junto a la acumulación de deuda, exponen a esta trinidad a shocks externos negativos, agravando las tensiones y generando crisis económicas y financieras.

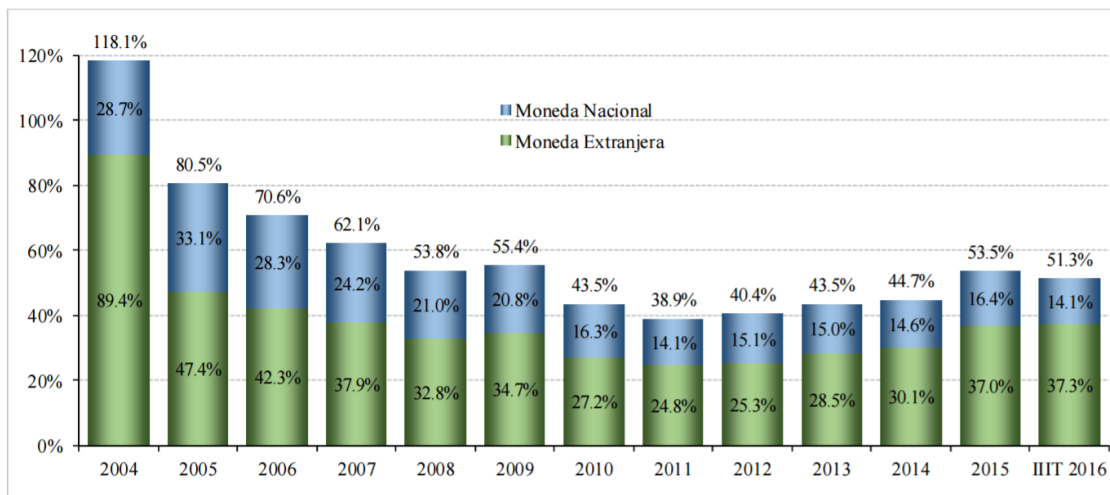
Esto último fue lo que sucedió en los períodos de los años '80 y '90. El gran cambio registrado en los años 2000 fue la reducción de la vulnerabilidad externa, a través de la mejora de las variables macroeconómicas y la gestión de deuda pública, que, como se mencionó, permitieron reducir el impacto de la crisis internacional de 2008 y retomar el sendero del crecimiento económico, relativamente rápido. Por lo que hoy el desafío para las economías emergentes que presenta “la trinidad imposible” se debe a los desequilibrios que genera la política macroeconómica en el nivel local. Por ejemplo, en los últimos años Brasil ha visto crecer la tensión entre mantener la estabilidad cambiaria y salir de la recesión económica, reflejada en la política monetaria restrictiva del Banco Central, al mismo tiempo que los escándalos de corrupción manchan a toda la clase política y a las empresas públicas.

El caso de Argentina es diferente, tanto con respecto a los años post-crisis como en el presente. Como ya se describió, a partir de 2006 la política macroeconómica registró un giro radical hacia medidas de corto plazo destinadas a mantener en el poder a la clase política, sobre todo al matrimonio presidencial. En este sentido, no sólo la economía se deterioró marcadamente, sino que también el país perdió acceso a los mercados internacionales de financiamiento, en un momento único de la historia en el que los costos extremadamente bajos y el exceso de liquidez permitieron a la gran mayoría de las economías emergentes contar con los recursos financieros necesarios sin asumir demasiados riesgos. Es por esto que resulta imposible saber si, como en el caso de Brasil, de haber tenido la opción, la gestión de deuda pública hubiese tenido el objetivo de reducir la vulnerabilidad externa.

La realidad es que el nuevo gobierno de *Cambiamos*, electo en 2015, se encontró con un país con bajísimas tasas de endeudamiento externo, pero con enormes problemas económicos. A partir de la resolución del juicio de los *hold outs*, Argentina ha vuelto al mercado de deuda internacional. No sólo el gobierno se lanzó a emitir deuda, sobre todo en dólares y a tasas marcadamente altas en relación al promedio internacional (ver Gráfico 62), sino que también lo hicieron las provincias y, más recientemente, las empresas privadas.

¹²⁰ Levy-Yeyati, Eduardo. Tópicos de Finanzas Internacionales. Materia Opcional de la Maestría en Finanzas, Universidad Torcuato Di Tella.

Gráfico 63: Deuda pública bruta por moneda (% PBI)

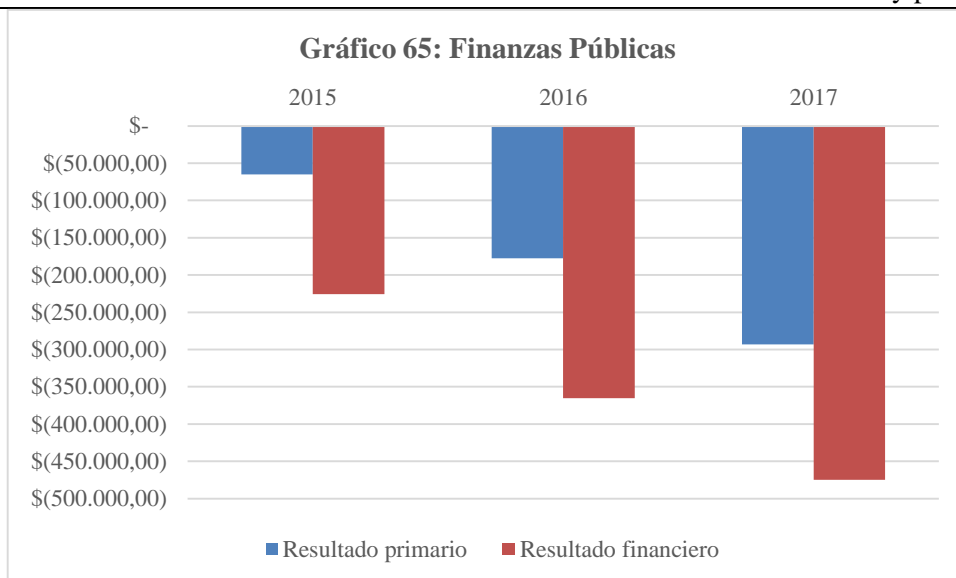


Fuente: Secretaría de Finanzas

Es verdad que estos fondos son necesarios para un país que licuó sus reservas internacionales en la última década, cuya economía se encuentra estancada, registra altas tasas de inflación y, por ende, caída constante en los ingresos públicos. Además, estos fondos están disponibles, como sostiene Germán Fermo, a los mercados les gusta comprar una historieta y Argentina presenta las condiciones ideales para reemplazar a Brasil como destino de fondos financieros: bajos niveles de deuda, altos retornos y un gobierno que en lo discursivo sostiene una línea de política macroeconómica orientada a revertir diez años de inconsistencias y distorsiones.

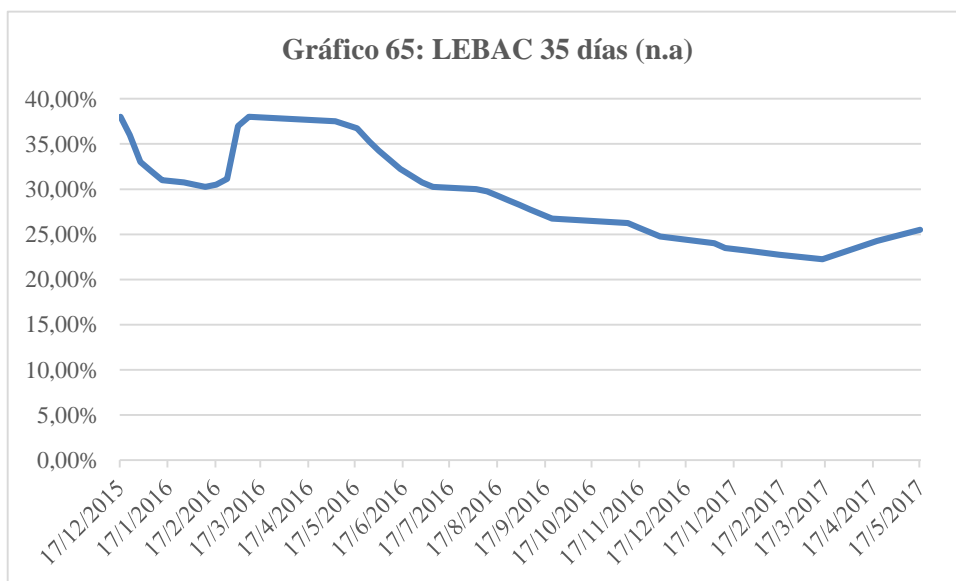
Sin embargo, vemos que la deuda aumenta, junto con el déficit fiscal que en 2016 llegó al 5,8% en términos reales y 7% en relación del PBI, sin contar las transferencias de ANSES y el Banco Central (ver Gráfico 63).¹²¹ En estos dos años, el gobierno no implementó prácticamente ningún ajuste del gasto público, dejando al Banco Central la total responsabilidad de controlar la tasa de inflación, mediante una política sumamente restrictiva que, no sólo por sí sola no puede con un proceso inflacionario que tiene gran parte de su origen en la dinámica del gasto público, sino que además profundiza la recesión económica.

¹²¹ Datos publicados por Cachanosky, Nicolás en Infobae.



Fuente: Subsecretaría de Programación Macroeconómica.

Esto último generó la ya conocida avalancha de capitales financieros especulativos en busca del *carry trade* (ver Gráfico 64 para la tasa que pagaron las LEBACs durante 2016), llevando a la apreciación del tipo de cambio. Estos fondos son utilizados por el Banco Central con el objetivo de recomponer sus reservas, pero para que su impacto se traduzca en un ciclo de crecimiento sostenido en el tiempo, los mismos deben cambiar su destino de las LEBACs a la economía real, algo que aún no se ve.

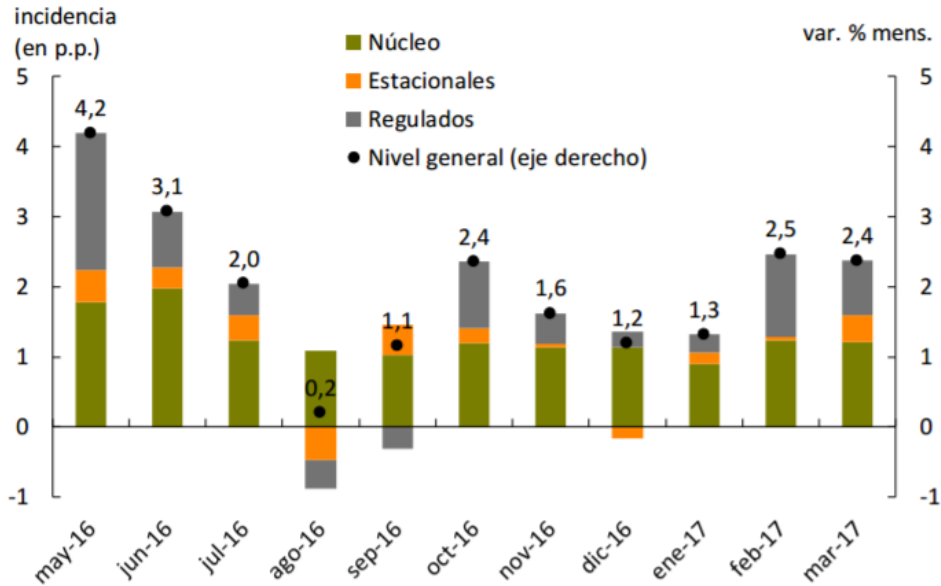


Fuente: Banco Central de la República Argentina

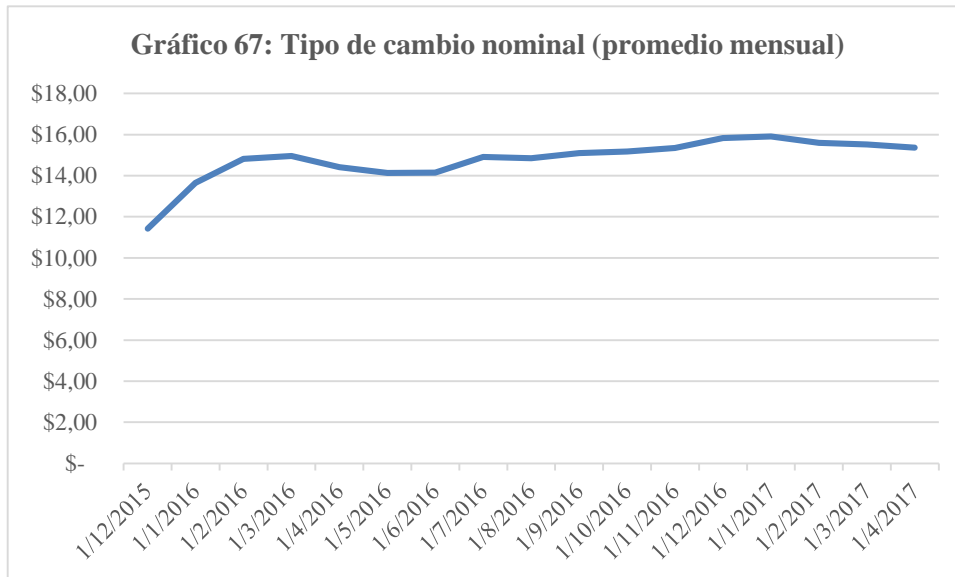
Déficit fiscal, tipo de cambio apreciándose, inflación completamente por fuera de las metas, masiva entrada de capitales de corto plazo y acumulación de deuda externa. Todo esto tiene un familiar aroma a los '80 y '90. Para evitar un final similar, el gobierno debe realizar un giro de 180° y enfrentar el déficit generado por un Estado monstruoso y poco eficiente, al mismo tiempo que se debe plantear una gestión de deuda tendiente a disminuir los riesgos de tipo de cambio, tasa de interés y *roll over*. Pero una vez más en la historia argentina, son los votos los que dictan qué sucede con la economía, y *Cambiamos* necesita conseguir el respaldo y la mayoría parlamentaria que no logró en las

elecciones presidenciales. Sólo queda tener la esperanza de que, si consigue esto último, tenga los recursos y la voluntad de implementar los cambios que la economía y la sociedad argentina necesitan desesperadamente.

Gráfico 66: IPC Gran Buenos Aires



Fuente: Banco Central de la República Argentina (2017).



Fuente: Banco Central de la República Argentina.

Bibliografía

Aghevli, Bijan B. (1999). “La crisis de Asia. Causas y remedios”. Finanzas y Desarrollo: publicación trimestral del Fondo Monetario Internacional y del Banco Mundial, vol. 36, n° 2, pp. 28-31.

Alves Texeira, Rodrigo y Costa Pinto, Eduardo (2012). “A economia política dos governos FHC, Lula e Dilma: dominância financeira, bloco no poder e desenvolvimento econômico.” Textos para Discussão, n° 6, Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro.

Anderson, Phillip R.D.; Caputo Silva, Anderson y Velandia-Rubiano, Antonio (2010). “Public Debt Management in Emerging Market Economies. Has This Time Been Different?” The World Bank, Policy Research Working Paper n° 5399.

Auditoría General de la Nación (1999). “INFORME DE AUDITORIA DEL BONO DE LA REPÚBLICA ARGENTINA CUPÓN VARIABLE CON VENCIMIENTO 2005” Gerencia de Deuda Externa. Gerencia General de Deuda Pública.

Auditoría General de la Nación (2006). “ESTUDIO ESPECIAL. SOBRE ADMINISTRACIÓN DE PASIVOS DEL ESTADO: CANJE DEFAULT 2005”. Gerencia de Control de la Deuda Pública.

Banco Centra de la República Argentina. *Informe de Política Monetaria*. Abril 2017.

Banco Central de la República Argentina, <http://www.bcra.gov.ar>

Banco Central do Brasil, <http://www.bcb.gov.br>

Banco Mundial, <http://www.bancomundial.org>

Bárcena, Alicia (2014). “La crisis de la deuda latinoamericana: 30 años después”. En Ocampo, José Antonio; Stallings, Bárbara; Bustillo, Inés; Belloso, Helvia; y Frenkel, Roberto. *La crisis latinoamericana de la deuda desde la perspectiva histórica*. CEPAL, Santiago de Chile.

Baumann, Renato y Mussi, Carlos (1999). “Algunas características de la economía brasileña después de Plan Real”. CEPAL, Brasilia.

Beker, Victor A. (2016). “Argentina’s debt crisis”. En Moro, B. y Beker, V.A., *Modern Financial Crises*. Springer International Publishing, Suiza.

Bernanke, Ben S. (2013). *The Federal Reserve and the Financial Crisis*. Princeton University Press, New Jersey.

Binato Villela Pedras, Guilherme (2010). “History of public debt in Brazil: 1964 to the present”. In Silva, Anderson Caputo; Oliveira de Carvalho, Lena; Ladeira de Medeiros, Otavio eds. *Brazil - Public debt: the Brazilian experience*. Washington, DC: World Bank.

Brenta, Noemí Liliana (2002). “La Convertibilidad Argentina y el Plan Real de Brasil: concepción, implementación y resultados en los años ’90”. *Revista Ciclos: en la historia, la economía y la sociedad*, vol. 12, n° 23, pp. 40-86.

Buera, Francisco; Nicolini, Juan Pablo; della Paolera, Gerardo; and Guidotti, Pablo (2001). “The structure of Public Debt in Argentina: Lessons and Perspectives”. Inter-American Development Bank, Washington D.C.

Bulacio, José M.; y Ferullo, Hugo D. (2001). “El déficit fiscal en Argentina y sus consecuencias macroeconómicas”. Universidad Nacional de Tucumán.

Bureau of Labor Statistics, www.bls.gov/cpi/home.htm

Bustillo, Inés and Velloso, Helvia (2000). “Bond markets for Latin American debt in the 1990s”. CEPAL – Temas de Coyuntura Series, Santiago de Chile.

Bustillo, Inés y Velloso, Helvia (2014). “De bonos Brady a bonos globales: el acceso de América Latina y el Caribe a los mercados internacionales desde la década de 1980”. En Ocampo, José Antonio; Stallings, Bárbara; Bustillo, Inés; Belloso, Helvia; y Frenkel, Roberto. *La crisis latinoamericana de la deuda desde la perspectiva histórica*. CEPAL, Santiago de Chile.

Cachanosky, Nicolás. “Los dos déficits fiscales”. Publicado en Infobae, 8 de febrero de 2017.

Calvacanti Ferreira, Pedro and Bonomo, Marco (2006). “The Political Economy of Public Debt in Brazil”. Banco Mundial (disponible en http://siteresources.worldbank.org/INTDEBTDEPT/Resources/20061012_04.pdf)

Calvo, Guillermo; Izquierdo, Alejandro; y Talvi, Ernesto (2002). “Sudden Stops, the Real Exchange Rate and Fiscal Sustainability: Argentina’s Lessons”, estudio para el seminario *The Resurgence of Macro Crises: Causes and Implications for Latin America*, Banco Interamericano de Desarrollo, Fortaleza, Brasil.

Cardim de Carvalho, Fernando J. y Pires de Souza, Francisco Eduardo (2014). “Brasil en los años 2000: Regulación financiera y estabilidad macroeconómica”. En Damill, Mario; Frenkel, Roberto; Corso, Eduardo Ariel y Burlamaqui, Leonardo (eds.). *Políticas macroeconómicas y regulación financiera en América Latina: Un estudio comparado*. Centro de Estudios de Estado y Sociedad, Ciudad de Buenos Aires.

CEPAL (2010). *Estudio económico de América Latina y el Caribe. Impacto distributivo de las políticas públicas 2009-2010*. Santiago de Chile.

Coe, David T.; Durand, Martine; and Stiehler, Ulrich (1988). “The disinflation of the 1980s”. OECD Economic Studies, No. 11, pp. 89-121.

Cortes Neri, Marcelo; Pinto Carvalho, Alexandre; Abrahao de Castro, Jorge; Dadrino, Manoel Flávio; Macedo, Mariano; Nascimento, Mabel Cristina; Piola, Sérgio; Aparecido Ribeiro, José; Silva Filho, Juarez (1999). “Brasil”. En Ganuza, Enrique; León, Arturo y Sauma, Pablo *Gasto público en servicios sociales básicos en América Latina y el Caribe. Análisis desde la perspectiva de la Iniciativa 20/20*, CEPAL, Santiago de Chile.

Csonto, Balazs e Ivaschenko, Iryna (2013). “Determinants of Sovereign Bond Spreads in Emerging Markets: Local Fundamentals and Global Factors vs. Ever-Changing Misalignments”. International Monetary Fund Working Paper, n° 164.

Currie, Elizabeth; Dethier, Jean-Jacques; Togo, Eriko (2003). “Institutional Arrangements for Public Debt Management”. The World Bank Policy Research Working Paper, no. 3021.

Damill, Mario; y Fanelli, José María (1994). “La macroeconomía de América Latina: de la crisis de la deuda a las reformas estructurales”. CEDES Economía, no. 100, pp. 64-109.

Damill, Mario; Fanelli, José María; y Frenkel, Roberto (1994). *Shock externo y desequilibrio fiscal: la macroeconomía de América Latina en los ochenta. Los casos de Argentina, Bolivia, Brasil, Colombia, Chile y México*. Ed. CEPAL, Santiago de Chile.

Damill, Mario; Fanelli, José María y Frenkel, Roberto (1996). “De México a México: el desempeño de América Latina en los 90”. Revista de Economía Política, vol. 16, n° 4, pp. 115-14.

Damill, Mario; Frenkel, Roberto; y Juvenal, Luciana (2003). “Las cuentas públicas y la crisis de la convertibilidad en Argentina”. Desarrollo Económico, vol. 43, n° 170, pp. 203-230.

Damill, Mario; Frenkel, Roberto; y Rapetti, Martín (2005). “Lessons from the Argentine Case of Debt Accumulation, Crisis and Default”. United Nations Conference on Trade and Development.

Damill, Mario, Frenkel, Roberto y Rapetti, Martín (2011). “Was fiscal irresponsibility the cause behind the Latin American crises?”. Iniciativa para la Transparencia Financiera: Policy Briefs, No. 60 (<http://www.itf.org.ar/autor8.php>)

Damill, Mario; Frenkel, Roberto; and Rapetti, Martín (2013). “Financial and Currency Crises in Latin America”. En Epstein, Gerald and Woflson, Martin H., *The Handbook of the Political Economy of Financial Crises*, pp. 296-310, Oxford University Press.

Damill, Mario; Frenkel, Roberto y Rapetti, Martín (2014). “The New Millennium Argentine Saga: from Crisis to Success and from Success to Crisis”. En *Contributions to*

economic theory, policy, development and finance: Essays in honor of Jon A. Kregel. Palgrave Macmillan, Hampshire, USA.

Damill, Mario; Frenkel, Robert; and Rapetti, Martín (2015). “Debt overhang: A review of the Latin American experiences of the eighties. The case of Brazil”. Iniciativa para la Transferencia Financiera (ITF), documento técnico.

Díaz-Alejandro, Carlos Federico (1988). “Latin American debt: I don’t think we are in Kansas anymore”. En Velasco, Andrés. *Trade, Development and the World Economy, Selected Essays of Carlos Díaz-Alejandro*. Basil Blackwell, Nueva York.

Dornbusch, Rudiger y de Pablo, Juan Carlos (1989). “Debt and Macroeconomic Instability in Argentina”. En Sachs, Jeffrey D. *Developing Country Debt and the World Economy*, University of Chicago Press, Chicago.

Edwards, Sebastian (1995). *Crisis and Reform in Latin America. From Despair to Hope*. Oxford University Press (for the World Bank), New York.

Enoch, C. A.; and Panic’, M. (1981). “Commodity Prices in the 1970s”. Bank of England Quarterly Bulletin.

Fanelli, José María (2002). “Crecimiento, inestabilidad y crisis de la convertibilidad en Argentina”. *Revista de la CEPAL*, n° 77, pp. 25-45.

Federal Reserve, www.federalreserve.gov

Ferrari-Filho, Fernando; Moreira Cunha, André y Da Silva Bichara, Julimar (2014). “Brazilian countercyclical economic policies as a response to the Great Recession: a critical analysis and an alternative proposal to ensure macroeconomic stability.” *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 36, n° 3, pp. 513-539.

French-Davis, Ricardo (1997). “El efecto tequila, sus orígenes y su alcance contagioso”. *Desarrollo Económico*, vol. 37, n° 146, pp. 195-214.

Frenkel, Roberto; y Fanelli, José María (1986). “El Plan Austral”. En Seminario sobre Crisis Externa y Política Económica: Los Casos de Argentina, Brasil y México organizado por CEPAL y Universidad Estadual de Campinas, Campinas, Brasil.

Frenkel, Roberto y Rapetti, Martín (2008). “Five years of competitive and stable real exchange rate in Argentina, 2002-2007”. *International Review of Applied Economics*, vol. 22, n° 2, pp. 215-226.

Furiase, Federico y Vauthier, Martín (2016). *Teoría y Coyuntura Macroeconómica Aplicada*. Materia Opcional de la Maestría en Finanzas, Universidad Torcuato Di Tella.

Gerchunoff, Pablo y Torre, Juan Carlos (1996). “La política de liberalización económica en la administración de Menem”. *Desarrollo Económico*, vol. 36, n° 148, pp. 733-768.

González Rozada, Martín and Levy-Yeyati, Eduardo (2006). "Global Factors and Emerging Market Spreads". Inter-American Development Bank Research Department. Working Paper series 552.

Gorton, Gary y Metrick, Andrew (2012). "Getting Up to speed on the Financial Crisis: A One Week-Reader's Guide". Journal of Economic Literature, vol. 50, n° 1, pp. 128-150.

Grandes, Martín (2007). "The Determinants of Sovereign Bond Spreads: Theory and Facts from Latin America." Cuadernos de Economía, Vol. 44 (noviembre), pp. 151-181.

Greiner, Alfred (2015). "Public Debt, Productive Public Spending and Endogenous Growth". The Japanese Economic Review, vol. 66, no. 4.

Guzman, Martín (2016). "An Analysis of Argentina's 2001: Default Resolution". Center for International Governance Innovation Papers, n° 110.

Heymann, Daniel (1986). "Plan Austral: una experiencia de estabilización de shock". En *Tres ensayos sobre inflación y políticas de estabilización*. CEPAL, Buenos Aires.

Heymann, Daniel (1987). "The Austral Plan". The American Economic Review, vol. 77, no. 2, pp. 284-287.

Iglesias, Hernán. "La Ley de Déficit Cero impone drásticos recortes en el gasto público en Argentina". El País, Madrid, 31 de julio 2001, sección Internacional.

Ilie, Livia (2007). "Economic considerations regarding the first oil shock, 1973-1974". Munich Personal RePEc Archive, no. 6431.

Instituto Nacional de Estadísticas y Censos, www.indec.gob.ar

J.P. Morgan, www.jpmorgan.com

Karazijiene, Zaneta (2015). "Critical Analysis of Public Debt and Tendencies of Its Management". Viesoji Politik a ir Administravimas, Vol. 14, No. 2 pp. 194-208.

Krikorian, Marcelo A. (2010). "La hiperinflación de 1989/90. Aportes y reflexiones sobre un episodio que marcó la historia argentina". Anales de la Facultad de Ciencias Jurídicas y Sociales, año 7, n° 40, pp. 533-546.

Levy-Yeyati, Eduardo (2001). "10 años de convertibilidad: la experiencia argentina". Revista de Análisis Económico, vol. 16, n° 2, pp. 3-42.

Levy-Yeyati, Eduardo (2013). "Cosas que aprendimos de las crisis". Monetaria, vol. 35, n° 1, pp. 217-250.

Levy-Yeyati, Eduardo. *Tópicos de Finanzas Internacionales*. Materia Opcional de la Maestría en Finanzas, Universidad Torcuato Di Tella.

Marongiu, Federico (2007). "Alta inflación y planes de ajuste en Brasil durante el retorno a la democracia: 1985-1994". Munich Personal RePEc Archive, n° 18956.

Martínez Rangel, Rubí y Soto Reyes Garmendia, Ernesto (2012). “El Consenso de Washington: la instauración de las políticas neoliberales en América Latina”. *Política y Cultura*, n° 37, pp. 35-64.

McNees, Stephen K. (1992). “The 1990-91 Recession in Historical Perspective”. *New England Economic Review*, January 1992, pp. 3-22.

Morgan, Iwan (2012). “Monetary Metamorphosis: The Volcker Fed and Inflation”. *The Journal of Policy History*, vol. 24, no. 4.

Müller, Alberto (2013). “Default y reestructuración: ¿Cuál fue la real quita de la deuda pública argentina?”. Centro de Estudios de la Situación y Perspectivas de la Argentina, Facultad de Ciencias Económicas, Universidad de Buenos Aires, Documento de Trabajo n° 32.

Ocampo, José Antonio (2014). “La crisis latinoamericana de la deuda a la luz de la historia”. En Ocampo, José Antonio; Stallings, Bárbara; Bustillo, Inés; Belloso, Helvia; y Frenkel, Roberto. *La crisis latinoamericana de la deuda desde la perspectiva histórica*. CEPAL, Santiago de Chile.

Ocampo, José Antonio; Stallings, Bárbara; Bustillo, Inés; Belloso, Helvia; y Frenkel, Roberto (2014). *La crisis latinoamericana de la deuda desde la perspectiva histórica*. CEPAL, Santiago de Chile.

Palley, Thomas (2005). “The Questionable Legacy of Alan Greenspan”. *Challenge*, Vol. 48, issue 6, pp. 17-31.

Pinto, Brain and Ulatov, Sergei (2010). “Financial Globalization and the Russian Crisis of 1998”. World Bank Policy Research Working Paper, n° 5312.

Prates, Daniela M.; Cunha, André M.; y Lélis, Marcos T. C. (2009). “La gestión del régimen cambiario en Brasil”. *Revista CEPAL*, n° 99.

Radetzki, Marian (2006). “The anatomy of three commodity booms”. *Resources Policy*, no. 31, pp. 56-64.

Rapoport, Mario (2010). “Una revisión histórica de la inflación argentina y de sus causas”. En Frascina, Santiago y Vázquez Blanco, Juan Manuel eds. *Aportes de Economía Política en el Bicentenario*, Prometeo Libros, Buenos Aires.

Sáinz, Pedro y Calcagno, Alfredo (1999). *La economía brasileña ante el Plan Real y su crisis*. Serie Temas de Coyuntura, CEPAL, Santiago de Chile.

Schenone, Osvaldo H. (2003). “Déficit y convertibilidad en Argentina 1991-2001: Inconsistencia asimétrica”. *Cuadernos de Economía*, n° 121, pp. 768-773.

Secretaría de Finanzas (2016). “Presentación gráfica de la deuda pública del Estado Argentino. III trimestre 2016”. Ministerio de Finanzas, Presidencia de la Nación.

Serrano, Franklin y Summa, Ricardo (2016). “Aggregate demand and the slowdown of Brazilian economic growth in 2011-2014”. Revista Nova Economia de la Universidad Federal de Minas Gerais, vol. 25, pp. 803-833.

Subsecretaría de Programación Macroeconómica, Secretaría de Política Económica, Ministerio de Hacienda, Presidencia de la Nación, <http://www.minhacienda.gob.ar/secretarias/politica-economica/programacion-macroeconomica/>

The World Bank & International Monetary Fund. “Revised Guidelines for Public Debt Management”. 2014.

Vera-Fluxiá, Ramiro Xavier (2005). “Oscilaciones en la economía global, rigidez en los países emergentes: la experiencia de la Convertibilidad en Argentina”. Problemas del Desarrollo, vol. 36, n° 140, pp. 193-219.

World Bank Global Economic Monitor, <http://data.worldbank.org/data-catalog/global-economic-monitor>

www.inflationdata.com

Yahoo! Finance, www.finance.yahoo.com