
La crisis argentina, un año después

Este artículo ha sido elaborado por Daniel Navia y Enrique Alberola, de la Dirección General de Asuntos Internacionales.

1. INTRODUCCIÓN

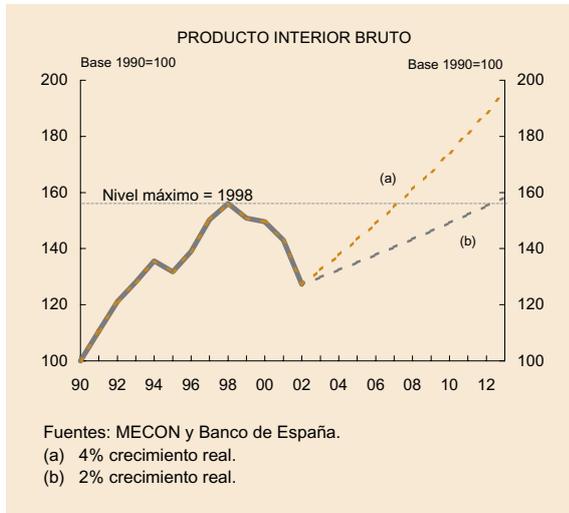
A finales de 2001 estalló una grave crisis económica, social y política en Argentina que acabó con la convertibilidad cambiaria. Este régimen de tipo de cambio, basado en la paridad del peso con el dólar, fue clave para eliminar la hiperinflación y constituyó la base de las políticas económicas argentinas durante la década de los noventa, la primera parte de la cual se caracterizó por una prolongada e intensa expansión económica.

Este aparente éxito hizo que, durante los años noventa, la experiencia argentina fuera vista como modelo para otras economías emergentes, pero subyacían profundos problemas que permanecieron velados durante la fase expansiva. Las restricciones impuestas por la fijación cambiaria no fueron acompañadas de unos avances suficientes en términos de reformas, que hubieran dotado a la economía de la flexibilidad requerida, ni de una verdadera disciplina fiscal. Cuando una serie de perturbaciones externas negativas afectaron al conjunto de países emergentes y la posición fiscal inició un deterioro visible, bajo el peso de políticas poco rigurosas, la economía agotó su ciclo expansivo —hacia 1998—, las dificultades comenzaron a acumularse y la pérdida de competitividad asociada a la paridad cambiaria y a la fortaleza del dólar se hizo notar, sobre todo a raíz de la devaluación del real brasileño en 1999. A partir de entonces, la economía entró en recesión y la vulnerabilidad de la posición fiscal comenzó a ser alarmante. Paulatinamente, se fue perfilando un escenario en el que una crisis resultaba tan inevitable como de difícil manejo, como suele ser el caso en economías altamente dolarizadas. El estallido acabó produciéndose de una forma desordenada y vino acompañado de una grave crisis política y social. Este contexto influyó en la gestión posterior de la crisis, en la que se tomaron una serie de medidas que suponían la ruptura del marco jurídico y económico vigente: suspensión de pagos de la deuda soberana, restricciones bancarias, cambiarias y de capitales, pesificación asimétrica de los balances bancarios y controles de precios.

En la primera parte de este artículo se describe la evolución de la crisis a lo largo de 2002 hasta el momento presente, cuando, tras una profunda caída y unos meses de estabilización, la economía parece iniciar un proceso de recuperación, que el reciente acuerdo transitorio con el Fondo Monetario Internacional puede

GRÁFICO 1

La magnitud de la crisis argentina



ayudar a consolidar. No obstante, la economía sigue operando bajo fuertes restricciones —financieras, cambiarias, de precios y legales— y en un entorno de elevada incertidumbre jurídica e institucional, a la que se añade la incertidumbre propia de un año electoral. Argentina afronta en los próximos tiempos el difícil reto de normalizar el entorno económico y consolidar la precaria estabilidad alcanzada, con el fin de sustentar sobre bases firmes y sostenibles la incipiente reactivación económica. Los principales elementos de esta compleja tarea se repasan en la segunda parte del artículo.

2. EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA ARGENTINA DURANTE 2002

La caída acumulada en el producto interior bruto prevista para 2002 se situaría en torno al 11%. Si a esta cifra se añaden los cuatro años de recesión previa, el PIB se ha reducido en un 23% desde principios de 1998 (ver gráfico 1), lo que significa que ha revertido a los niveles de 1993, mientras que los índices de pobreza han alcanzado niveles desconocidos. Esta depresión de la actividad económica es solo comparable en la historia reciente a la sufrida por las economías socialistas del este de Europa a principios de los noventa.

El elemento clave de la profundización de la crisis en 2002 fue la creciente expectativa de insostenibilidad del régimen de convertibilidad en los meses finales de 2001, y su posterior abandono, a inicios del año pasado, que tuvo un impacto inmediato sobre la evolución monetaria y cambiaria. La devaluación y posterior flotación vino acompañada de una grave pérdida de con-

fianza de los ahorradores en su moneda, lo que provocó una fuga hacia el dólar y un acelerado proceso de depreciación cambiaria. El peso pasó de la paridad con el dólar, a final de 2001, a cotizarse a 4 pesos por dólar en abril de 2002 (ver gráfico 2). Dada la arraigada dolarización de la economía, se corría el riesgo de entrar en un círculo vicioso en el que la depreciación aumentara las expectativas de inflación, y estas, a su vez, redoblaran las presiones sobre la moneda. En paralelo, el gobierno central y las provincias, acuciados por la gravedad de su situación fiscal, multiplicaron la emisión de títulos públicos como medio de pago (cuasi-monedas). Esta situación hizo temer la activación de una espiral inflación-tipo de cambio y el retorno de la hiperinflación. Las tasas mensuales de inflación llegaron a situarse en dos dígitos en abril. A partir de agosto, sin embargo, las variables monetarias y cambiarias han mostrado una notable estabilidad, como se observa en el gráfico 2, lo que ha conjurado una espiral inflacionista incontrolable y ha situado la inflación interanual a final de año en el 41%, tasa bastante inferior a las previsiones de hace unos trimestres. La cotización respecto al dólar permaneció en el entorno de los 3,60-3,70 pesos durante el segundo semestre y el mercado de cambios reaccionó de manera muy limitada ante *shocks* negativos, como la crisis pre-electoral brasileña o el impago del gobierno argentino con el Banco Mundial. Superadas estas perturbaciones, el peso ha entrado en una senda de apreciación que le ha llevado a situarse alrededor de los 3,2 pesos y que ha permitido una relajación, parcial pero acelerada, de las restricciones vigentes en el mercado de cambios, sobre todo aquellas que afectaban a las transacciones corrientes.

Esta estabilización cambiaria y de precios se fundamenta en diversos factores. En primer lugar, las autoridades han establecido un complejo sistema de restricciones al funcionamiento de los mercados monetarios y cambiarios. Los controles impuestos a la adquisición, liquidación y venta de divisas han servido para limitar las fugas de capitales, y las restricciones financieras y bancarias han quebrado el proceso de creación de dinero; además, el drástico ajuste externo, junto con la suspensión de pagos, han permitido estabilizar el *stock* de reservas exteriores (ver gráfico 2). De este modo, el Banco Central ha podido regular efectivamente la oferta de dólares, modular con holgura el drenaje de liquidez del sistema, e incluso iniciar, de un modo embrionario, la regulación de la cantidad de dinero a través de instrumentos monetarios. La contrapartida de estas restricciones es que, con toda probabilidad, han profundizado la caída de la actividad y han distorsionado la asignación de los recursos, al entorpecer los flujos financieros de la economía y reducir la confianza de los agentes.

Otros factores relevantes en la contención de los indicadores financieros han sido: la suspensión de pagos de la deuda privada externa soberana (con el consiguiente alivio transitorio sobre la carga financiera del gobierno federal, en tanto en cuanto no se resuelva el proceso de restructuración) y el efecto favorable de la inflación sobre la recaudación y las cuentas públicas, factores ambos que han reducido las presiones para la monetización de los déficit públicos; la regulación administrativa de un amplio rango de precios (especialmente las tarifas públicas) y el control de salarios —forzoso para los públicos y pactado para los privados—, que ha permitido en muchos casos desactivar los procesos de indiciación; por último, el elevado nivel de desempleo y la depresión de la demanda interna han servido de elemento moderador en las subidas salariales nominales —prácticamente nulas—, por lo que se ha producido una fuerte caída en los salarios reales y se han mitigado los incrementos generalizados de precios, a pesar de la pesificación de la economía.

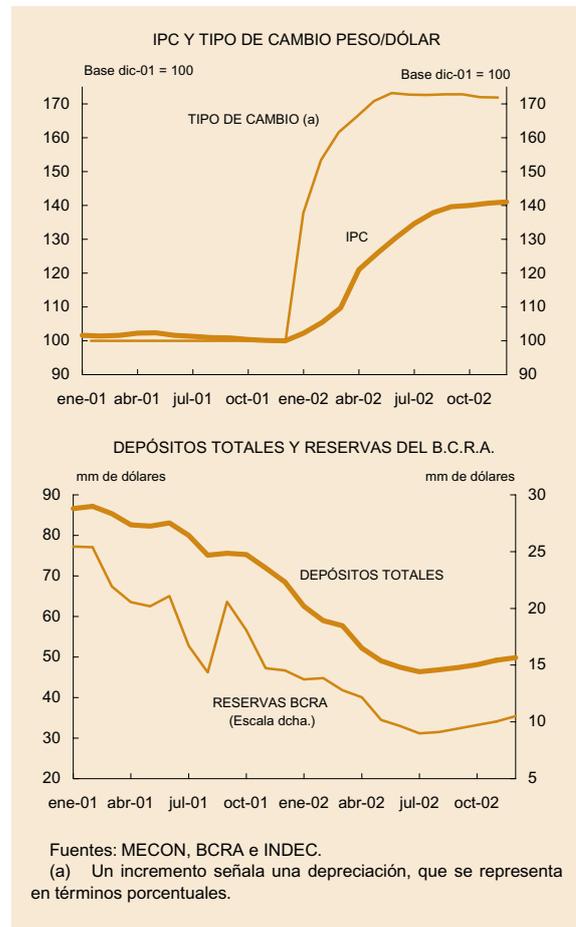
En medio de la crisis de confianza que afectó al país a finales de 2001, el *sistema financiero argentino* sufrió retiradas masivas de fondos (gráfico 2). Las restricciones a la libre disposición de los depósitos conocidas como corralito (depósitos a la vista) y corralón (depósitos a plazo) fueron impuestas con el fin de evitar un pánico bancario, pero han debilitado seriamente las relaciones de las entidades con sus clientes y han desnaturalizado la actividad del sector, pues la intermediación de fondos entre créditos y depósitos ha resultado seriamente entorpecida. La suspensión de pagos decretada en la Navidad de 2001 generó pérdidas muy elevadas en las entidades financieras, cuya exposición al sector público había aumentado de manera notable debido al papel preponderante que habían jugado en la financiación del déficit durante el período anterior a la crisis. Por último, el abandono de la convertibilidad y la pesificación asimétrica de depósitos y préstamos desequilibraron los balances bancarios (1). Además, durante el año pasado, los depósitos retenidos del sistema bancario estuvieron sometidos al drenaje continuo de los amparos judiciales, que permitían a los ahorradores recuperar sus fondos en la moneda original, ocasionando importantes costes a los bancos y obligándolos a recurrir a las líneas de redescuento del BCRA.

A partir del verano se ha frenado la caída de depósitos, gracias a la estabilidad del tipo

(1) Para ser precisos, la mayor parte de la exposición con el sector público tomaba la forma de préstamos garantizados —resultado de los canjes de deuda instrumentados en 2001—, pero tras la suspensión las condiciones de estos préstamos se hicieron drásticamente menos favorables a los bancos.

GRÁFICO 2

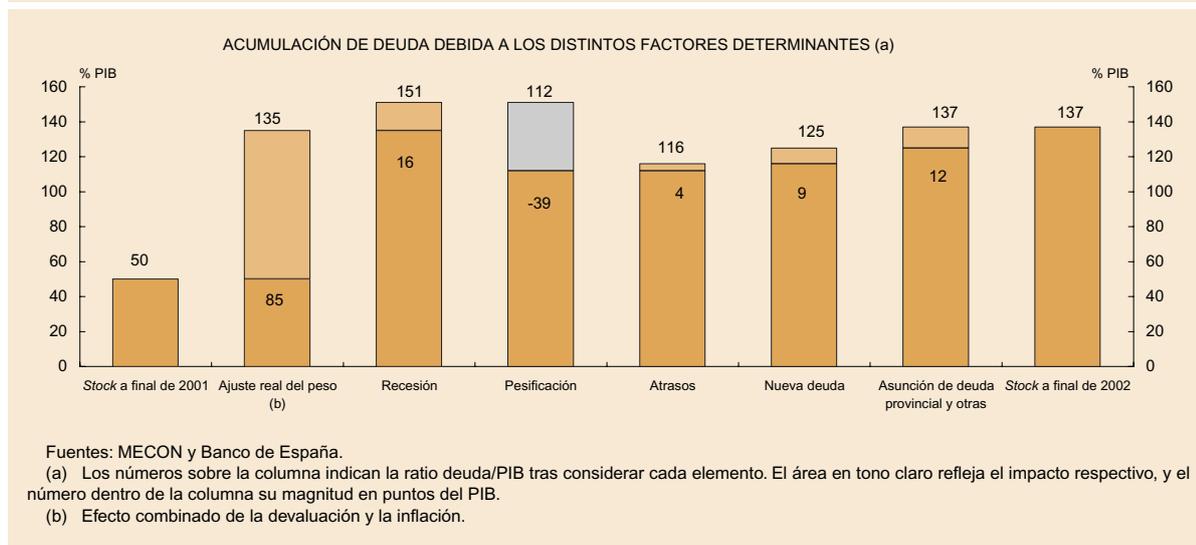
Crisis y estabilización monetaria y financiera



de cambio y de la inflación. Las altas tasas de interés ofrecidas por los bancos, junto con las restricciones a la fuga de capitales, han atraído nuevos fondos de los ahorradores. Este regreso de los depósitos ha permitido una cierta mejora de la liquidez en las entidades. En este contexto, la decisión de liberar el corralito y una parte del corralón no ha producido efectos negativos apreciables, e incluso muchos bancos han decidido aumentar el importe de retirada de los plazos fijos por encima de la normativa. Se evidencia así que se puede avanzar, con prudencia, hacia la normalización financiera, aunque aún existe un elevado grado de incertidumbre, relacionado con los procesos judiciales en marcha, con el impacto de la normalización de la actividad bancaria y con el futuro proceso de reestructuración del sector.

Como se ha señalado en la introducción, la falta de disciplina fiscal, tanto en el ámbito federal como provincial, fue uno de los factores explicativos de la crisis. Sin embargo, desde el verano, la evolución de las finanzas públicas argentinas ha mostrado una tendencia rela-

Evolución de la deuda federal



tivamente positiva. Detrás de esta evolución positiva se hallan, no obstante, dos factores coyunturales: el efecto de la inflación, que ha permitido aumentar los recursos procedentes de impuestos ya existentes, y la introducción de elevadas retenciones a la exportación. La conjunción de ambos elementos ha permitido que la recaudación haya superado, en términos nominales, los niveles previos a la crisis, mientras que el gasto público se ha mantenido estable. Como resultado, el gobierno federal ha logrado un superávit primario en 2002 del 0,8% del PIB. Hay que recordar, sin embargo, que la suspensión de pagos de la deuda ha supuesto un alivio evidente para la coyuntura fiscal, permitiendo reducir las necesidades de financiación de la administración central desde el 18% hasta el 6% del PIB.

No obstante, como se observa en el gráfico 3, diversos factores han casi triplicado la *ratio* de deuda federal sobre el producto. En primer lugar, la drástica depreciación cambiaria —que ha revalorizado la deuda externa en términos de moneda doméstica— sólo ha sido parcialmente compensada por el efecto de la inflación sobre el PIB nominal, de tal modo que el impacto combinado de este ajuste de precios relativos sobre la deuda se estima en 85 puntos del PIB. Además, la fuerte caída del PIB ha añadido 16 puntos más a la *ratio*. La pesificación de los préstamos garantizados (a 1,4 pesos por dólar) no ha sido suficiente para contrarrestar estos efectos, a pesar de suponer una reducción de casi 40 puntos de PIB en el *stock* de deuda. Por último, la acumulación de atrasos, la emisión de nuevos títulos (entre ellos los derivados de canjes de depósitos y la compensación a

los bancos por la pesificación asimétrica), la asunción de deuda provincial y otras partidas menores han añadido 25 puntos adicionales, hasta alcanzar una *ratio* estimada del 137% a final del año 2002.

Las necesidades financieras de las provincias fueron mitigadas al inicio de año por la emisión de bonos como medio de pago por servicios y su uso como cuasi-monedas. En los últimos meses, y a pesar de los graves desequilibrios subyacentes, los problemas de las finanzas provinciales han quedado en un segundo plano, debido al mencionado aumento de la recaudación (que ha permitido aumentar las transferencias a las provincias) y a la contención del gasto a nivel provincial.

Este contexto económico y financiero ha tenido un impacto muy profundo sobre la actividad, que llegó a registrar una caída, en tasa interanual, del 16,3% en el primer trimestre de 2002. La única contribución positiva a la evolución del producto ha sido la del sector exterior, cuyo superávit ha crecido de manera notable, aunque más por la contracción de las importaciones (del 50%) que por el aumento de las exportaciones, debido, en parte, a la escasez de crédito y a las elevadas retenciones con las que han sido gravadas. Así, el superávit comercial casi se ha triplicado durante el año pasado, hasta superar los 16.000 millones de US\$.

No obstante, a partir del tercer trimestre los indicadores de actividad se estabilizaron, y han iniciado una recuperación en los últimos meses que está ganando impulso, favorecida por el bajo nivel de partida, el exceso de capacidad y el fuerte ajuste de los salarios reales.

3. PERSPECTIVAS Y RETOS PARA 2003

Argentina afronta el año 2003, condiciones de mayor estabilidad que hace un año, pero se debe tener en cuenta que esta estabilidad está basada en un sistema excepcional, denso en restricciones administrativas, y otros factores no permanentes, como la suspensión de pagos de la deuda externa en manos privadas, el impacto favorable de la inflación sobre las cuentas públicas y el efecto positivo de la depreciación sobre la balanza comercial. La labor a afrontar en los próximos años se presenta compleja, pues debe lograrse la normalización del sistema económico, consolidando la estabilidad, y, además, avanzar en las múltiples reformas que quedaron pendientes durante la convertibilidad, cuya falta de materialización tuvo un papel determinante en la crisis. Sin este impulso reformista la economía argentina podría presentar tasas moderadas de crecimiento en el corto plazo, pero las debilidades estructurales volverían pronto a manifestarse, lo que limitaría la capacidad potencial y efectiva de crecimiento y prolongaría excesivamente los efectos de la crisis sobre el nivel de renta del país (2).

De acuerdo con los análisis de los organismos financieros internacionales, cuatro aspectos se perfilan como cruciales para una estrategia exitosa de salida de la crisis argentina en los próximos trimestres: el retorno de la financiación internacional, la normalización monetaria y financiera, la regulación y reestructuración bancaria y la reordenación de las finanzas públicas.

En las actuales circunstancias, con la mayoría de los sectores económicos afectados por la crisis, con unas elevadas necesidades de financiación del sector público —en buena parte latentes en la actualidad debido a la situación de suspensión de pagos— y con la carencia de recursos internos para reactivar el sector empresarial, Argentina depende de la afluencia del capital internacional para financiar su desarrollo económico. A pesar de ello, conseguir el retorno de la financiación internacional no será tarea fácil, debido a la quiebra generalizada de los derechos de propiedad acaecida en el último año y a la situación de suspensión de pagos de la deuda pública externa.

La financiación exterior puede afluir a través de tres canales: la inversión extranjera directa (IED), la financiación de los organismos multilaterales y el mercado internacional de préstamos y deuda.

(2) Ver gráfico 1. Si la economía mantuviera un crecimiento potencial del 4%, el nivel de renta anterior a la crisis se recuperaría en el año 2007, pero si el crecimiento potencial estuviera limitado al 2%, la renta previa no se alcanzaría hasta el 2012: una nueva década perdida.

Aunque los flujos de inversión extranjera directa han sido negativos, en términos netos, en los dos últimos años, su comportamiento ha sido mejor de lo que cabía esperar, pues a pesar de la depresión económica y la incertidumbre legal e institucional, una parte sustancial de las inversiones extranjeras se han mantenido en el país. Es difícil que los flujos de IED se incrementen sustancialmente en el futuro; no obstante, conviene subrayar que, dada la depreciación acumulada, en la actualidad los costes en la industria argentina son muy reducidos y los activos argentinos tienen precios más favorables. Si se afrontan adecuadamente las asignaturas pendientes, la inversión en Argentina podría llegar a ser de nuevo atractiva en el medio plazo.

Los flujos de financiación de los organismos multilaterales han sido importantes para Argentina en los últimos años. Sin embargo, tras el programa del FMI en septiembre de 2001, las negociaciones del país con las instituciones financieras internacionales entraron en una fase de dificultades. A pesar de esto se ha suscrito recientemente un acuerdo transitorio con el FMI, que se limita a refinanciar las deudas pendientes hasta agosto de este año (6.780 millones de dólares), facilitando el mantenimiento de la estabilidad durante el período electoral. Este acuerdo también recoge diversas medidas que permitan avanzar hacia la normalización de la economía, algunas de las cuales se mencionan en las páginas siguientes. Tras el cambio de gobierno, es de esperar que el país afronte la negociación de un programa más ambicioso, que abarque reformas de mayor calado, entre ellas aquellas que fueron obviadas durante la década de la convertibilidad.

Por último, el acceso a los mercados internacionales de deuda seguirá estando bloqueado para el sector público hasta un cierto tiempo después de que se levante la suspensión de pagos soberana, lo que subraya la urgencia, recogida en el programa transitorio, de iniciar los pasos para la reestructuración de la deuda externa. Las posibilidades de financiación para el sector privado también dependen, en buena medida, de la resolución de este proceso. La magnitud actual de la deuda indica que el proceso de negociación se presenta complicado, puesto que el porcentaje de quita necesaria para restablecer la sostenibilidad fiscal podría ser elevado.

Como se viene haciendo en los últimos meses, es de esperar que, a medida que se afiance la recuperación de la actividad económica y de la confianza, las autoridades sigan instrumentando las medidas apropiadas para acabar de levantar, ordenadamente, las restricciones

aún vigentes al funcionamiento del sistema bancario y los controles de cambios —que han contribuido en buena medida a la estabilización de los indicadores financieros— y alcanzar la normalización monetaria y financiera.

En este proceso es fundamental el anclaje de las expectativas inflacionistas a través de una estrategia monetaria coherente. Inicialmente, el BCRA se ha decantado por un sistema de control de agregados monetarios. A medio plazo, existe el riesgo de que la perspectiva de un fuerte aumento de la liquidez tras la liberación del corralito y el corralón, junto con un incremento de la demanda interna, genere tensiones sobre los precios. Otro aspecto de la normalización que también podría inducir presiones inflacionistas es la liberalización de los precios de la economía, en particular las tarifas reguladas de las empresas de servicios, que han estado hasta ahora artificialmente contenidos. También la liberalización de los salarios puede tener efectos negativos sobre los precios, en un contexto de recuperación de la demanda. Por ello, el nuevo acuerdo con el FMI plantea la necesidad de contener el crecimiento de la base monetaria, sin perjuicio de plantearse más adelante, como parece ser la intención de las autoridades, el paso a un esquema de objetivos directos de inflación.

El proceso de normalización monetaria y financiera no será factible si no se lleva a cabo una profunda reestructuración del sistema bancario, cuyos primeros objetivos, según el programa acordado con el FMI, pasan por la revisión profunda de la regulación y supervisión bancaria, y la garantía de los derechos de los acreedores.

En este contexto, la mayor parte de los analistas consideran necesario un replanteamiento de la estructura del sistema bancario argentino, evaluando la solvencia de las entidades y analizando las posibilidades de saneamiento en los casos más delicados, con la aplicación estricta del principio de equidad entre los diversos segmentos del sistema bancario.

El papel del banco central en este ámbito resultará fundamental. El diseño e instrumentación de una política de rigor monetario y como prestamista de última instancia requiere un refuerzo de la autonomía respecto al poder ejecutivo, tal como se apunta en el programa transitorio, y, por lo que se refiere a la segunda función, una sistematización de las condiciones en que la asistencia financiera debe concederse.

La reordenación de las *finanzas públicas*, que no se abordó satisfactoriamente durante la década de los noventa y cuyas limitaciones

estructurales estuvieron entre los motivos fundamentales de la crisis, descansa en dos pilares: la reorganización del gasto público y la reformulación de las relaciones nación-provincias. Dadas las necesidades futuras de financiación, todo apunta a la necesidad de mantener superávits primarios considerables, como el que ya se recoge en el programa transitorio (2,5% del PIB para 2003), incluso en el caso de que la reestructuración de la deuda externa se produzca en términos favorables. Estos superávits no podrán sustentarse, como ha ocurrido durante 2002, en los efectos de la inflación o en impuestos tan distorsionantes como las retenciones a la exportación.

En el ámbito fiscal, aún queda mucho espacio para mejorar la eficacia del sistema tributario, y el programa transitorio recoge la necesidad de ampliar la base impositiva, luchando, sobre todo, contra la evasión. En cuanto a los gastos, se requiere llevar a cabo las reformas necesarias para modernizar y aumentar la eficacia del sector público. Además, las reformas deberán considerar en el futuro la refundación de la previsión social, pues la crisis ha afectado muy negativamente al patrimonio de los fondos privados de pensiones, que habían sido potenciados durante la última década. Finalmente, por lo que respecta a las relaciones fiscales con las provincias, ciertas particularidades institucionales han obstaculizado, incluso durante los años de bonanza, la racionalización de los sistemas de transferencias, y las provincias han tendido a quebrar la disciplina fiscal, pues los pactos entre gobierno y provincias han sido incumplidos con frecuencia. La reforma de las relaciones entre las provincias, que ya está incluida en el programa transitorio, iría hacia el establecimiento del principio de corresponsabilidad fiscal.

4. CONCLUSIONES

En este artículo se ha realizado una revisión de la evolución de la economía argentina durante el año pasado y se han analizado los aspectos que se presentan como más relevantes en el futuro próximo.

Se ha descrito en primer lugar cómo la economía ha logrado estabilizarse gracias a una combinación de fórmulas restrictivas poco ortodoxas: congelación de depósitos, controles de cambios y de precios, impuestos distorsionantes, etc. Es posible que estas restricciones hayan contribuido a evitar la hiperinflación, pero el coste ha sido elevado en términos de actividad y, han ocasionado una quiebra, en algunos casos, de los derechos de propiedad y una grave pérdida de confianza. Además, no

debe perderse de vista que la actual recuperación se produce desde niveles particularmente deprimidos de actividad, y que el entramado de limitaciones al normal funcionamiento de la economía supone un lastre para la consolidación de la recuperación, por lo que su progresiva eliminación constituye una prioridad. No obstante, este proceso debe ser manejado con cautela, pues se plantea un difícil equilibrio entre la necesidad de normalización y las presiones que tal normalización puede hacer aflorar sobre precios, salarios y la solvencia financiera de algunos sectores.

Desde una perspectiva más estructural, la dependencia del capital exterior para recuperar una senda de crecimiento sostenible y la consiguiente necesidad de restablecer paulatinamente la confianza de los inversores, internos

y extranjeros, aconseja un impulso decidido para la reconducción de las políticas económicas, que pasa ineludiblemente por la disciplina económica y, sobre todo, por la reactivación del proceso de reformas —muchas de ellas no abordadas durante los años de expansión—, de las que depende en última instancia la eficiencia de la economía. Todo ello requiere, en cualquier caso, un alto grado de consenso, y políticas valientes y decididas desde las instituciones. Solo así se podrá encauzar una senda de crecimiento sostenido, aunque no exenta de sacrificios iniciales, que permita recuperar los niveles de renta de los años noventa en un plazo razonable y conjurar los riesgos de que la recuperación actual se agote en el medio plazo.

21.2.2003.