

LA CRISIS ARGENTINA

Por el Académico de Número
Excmo. Sr. D. Luis Ángel Rojo *

América Latina va a cerrar el año 2002 con una tasa anual de crecimiento negativo —un 0,8 por 100—, algo que no se conocía desde hace varias décadas. Las fuertes caídas del PIB registradas en países como Argentina, Uruguay y Venezuela en los primeros meses del año sólo se han invertido en grado modesto más tarde; en el conjunto del área, la evolución de las condiciones económicas globales y las debilidades e incertidumbres políticas y económicas que afectan a los países de la región han ido obligando a revisar a la baja las previsiones de recuperación del producto a lo largo del año. En estos momentos, se espera una mejora del PIB del 2,2 por 100 en el próximo año, contando con un comportamiento favorable del contexto global y de las condiciones internas del área.

El fuerte debilitamiento de la actividad en casi todos los países de la zona ha ido ligado a un considerable empeoramiento del sentimiento del riesgo de los mercados financieros internacionales respecto del área —expresado en el deterioro de indicadores financieros tales como los *ratings* y en elevaciones de los diferenciales respecto de los bonos del Tesoro americanos—. Estos diferenciales se ampliaron adicionalmente para Argentina, donde ya eran muy elevados, y lo hicieron fuertemente en los casos de Uruguay, Brasil, Venezuela y Ecuador a lo largo del año.

La mayor parte de las monedas del área se han depreciado en el año, con caídas especialmente importantes en los casos de los pesos argentino y uruguayo, el real brasileño y el bolívar venezolano.

* Sesión del día 17 de diciembre de 2002.

Los mercados de deuda han permanecido básicamente cerrados para todos los países latinoamericanos, excepto para dos de ellos: Chile y México, que son los únicos que han resistido razonablemente bien las dificultades del año —ayudados por políticas correctas en ambos países, por una deuda pública modesta en el caso de Chile y por los estrechos vínculos económicos con Estados Unidos en el caso de México—.

Esta situación general del área ha llevado a un sentido de frustración. Un 43 por 100 de la población total de la zona vive hoy bajo la línea de pobreza, la distribución de la renta en Latinoamérica es la peor de las registradas en el conjunto de las grandes áreas mundiales, avanzan la corrupción y la delincuencia y se extienden las opiniones que ponen en cuestión la validez de la economía de mercado e incluso el valor de la democracia para los países emergentes.

* * *

Dentro del área Latinoamericana, el país que peor experiencia económica ha tenido en el año 2002 ha sido Argentina, que va a cerrar el período con una contracción del producto real del orden del 12 por 100 y una tasa de paro cercana al 22 por 100, con una moneda depreciada en torno a un 70 por 100 respecto del dólar, con una situación financiera absolutamente enrarecida tanto en el interior como frente a los mercados financieros internacionales y, en fin, con un 54 por 100 de la población viviendo por debajo del nivel de pobreza. Tal situación ha actuado, inevitablemente, como un foco de perturbación para toda la zona Latinoamericana y ha afectado gravemente a varios países limítrofes: a Uruguay, especialmente, pero también a Paraguay y Bolivia y, en menor medida, a Brasil.

La explicación de lo ocurrido en Argentina hace preciso asomarse, aunque sea muy brevemente, a los avatares del país en la década de los años ochenta. En 1983 cayó la dictadura militar que Argentina venía padeciendo desde 1976 y, en las elecciones generales celebradas aquel año, el partido Radical derrotó al partido Peronista por una amplia mayoría —resultado un tanto sorprendente porque los peronistas habían mantenido la primacía electoral desde 1946 cada vez que los argentinos habían podido expresar libremente sus preferencias políticas—. El nuevo Presidente, el radical Raúl Alfonsín, tenía ante sí dos graves retos: la reconstrucción de un sistema democrático y el saneamiento de una economía que recibía en ruinas; y para superarlos había de enfrentarse con el ejército —que aspiraba a librar de todo castigo a los oficiales que habían cometido violaciones de los derechos humanos durante la dictadura militar—, con los poderosos líderes sindicales —que trataban de mantener sus posiciones al margen de cualquier cambio políti-

co—, con un partido peronista que, viviendo una crisis tras los resultados de las elecciones, trató de vencerla cerrando filas frente al Gobierno en una oposición que excluía cualquier acuerdo e incluso, en fin, con los empresarios, una buena parte de los cuales creían que la supresión del juego democrático era conveniente para lograr la estabilidad y el buen funcionamiento de la economía.

A pesar de los graves problemas del período, Alfonsín logró sacar adelante la nueva democracia argentina: cuando Alfonsín transfirió el poder a Menem en 1989, por primera vez en sesenta años un presidente elegido por el voto popular sucedía a otro que también había sido elegido democráticamente. Su fortuna fue, sin embargo, mucho menor en el ámbito económico. Los éxitos de las medidas de reforma y estabilización adoptadas en los primeros años de su mandato se agotaron pronto y Alfonsín legó a su sucesor una economía estancada, agobiada por desequilibrios monetarios y financieros que habían conducido a una crisis cambiaria y una hiperinflación.

El nuevo Presidente, Menem, por su parte, había desarrollado su campaña electoral desde viejas posiciones populistas distanciadas de las ideas de austeridad y racionalidad económica que venía defendiendo el movimiento de Renovación Peronista dentro del justicialismo. Tal campaña había inquietado a los empresarios y a los mercados financieros y había inducido fuertes salidas de capitales. Sin embargo, una vez llegado al poder, y a la vista de la gravedad de la situación económica, Menem, en un viraje que sorprendió a propios y extraños, olvidó su programa populista y, con el consejo de su Ministro de Economía y Hacienda, Domingo Cavallo, adoptó una política de rigor monetario, reformas liberales y privatizaciones.

El punto básico de esta nueva política fue la adopción, en 1991, de un *Currency Board* que establecía una relación fija del peso argentino con el dólar americano al tipo de cambio 1:1. Esta relación quedaba fijada en una Ley cuasi-constitucional que impedía su modificación. El Banco Central de la República Argentina, por su parte, sólo podría emitir dinero (es decir, crear base monetaria) en la medida en que la emisión estuviera respaldada en un 80 por 100, como mínimo, por reservas internacionales (oro y dólares), de modo que la evolución monetaria Argentina quedaba muy estrechamente ligada a la de los Estados Unidos a través de la relación peso/dólar. El país había adoptado un sistema que podía ser caracterizado como «bimonetario»: el peso era libremente convertible en dólares a la relación legal 1:1, ambas monedas podían utilizarse como dinero de transacciones y como depósito de valor y, de hecho, una buena parte del ahorro de los argentinos iba a mantenerse en depósitos denominados en dólares, libremente transferibles, a su vez, a un país extranjero.

El régimen de *Currency Board*—o de *Convertibilidad*, como fue denominado de modo un tanto impreciso en Argentina—aseguraba una disciplina monetaria y una estabilidad cambiaria respecto del dólar. De este modo se aspiraba a yugular la hiperinflación que padecía el país y a conseguir una reducción sustancial de los tipos de interés y de las primas de riesgo exigidas a Argentina en los mercados financieros internacionales. Esto era muy importante para un país que arrastraba una larga historia de perturbaciones monetarias y financieras, depreciaciones cambiarias e impagos de deuda exterior que lo mantenían bajo sospecha en la opinión de los inversores internacionales. Además, las medidas de liberalización de mercados y de privatización de empresas públicas prometían mejorar la asignación de los recursos y la flexibilidad de la economía y elevar, por tanto, el crecimiento económico.

Al mismo tiempo, sin embargo, el sistema de *Currency Board* podía aumentar la vulnerabilidad de la economía argentina ante los efectos sobre la balanza de pagos de impactos de origen interno—por ejemplo, fiscales—o de origen externo—tales como un deterioro de la relación real de intercambio con el resto del mundo, un enrarecimiento de las importaciones netas de capitales por efecto-contagio de otros países, una contracción de la economía mundial, una alteración de los tipos de cambio del dólar o de otras monedas, etc.—.

En primer lugar, el peso aparecía estrictamente ligado al dólar; pero las ventas de bienes y servicios de Argentina a los Estados Unidos no representaban más de un 12 por 100 de sus exportaciones totales. En consecuencia, una apreciación significativa del dólar en los mercados cambiarios—tal como la registrada en los últimos años noventa—, al arrastrar el peso según la relación 1:1, habría de dañar la competitividad de las exportaciones argentinas frente a mercados que representaban un porcentaje elevadísimo de aquéllas. Y si un país como Brasil, con el que Argentina mantiene aproximadamente un 25 por 100 de su comercio exterior, depreciara su moneda frente al dólar—como ocurrió en 1999—, los flujos comerciales argentinos habrían de resentirse considerablemente.

Por lo mismo, cuando Argentina se enfrentara a un grave problema de balanza de pagos de origen interno o externo, imposible de superar con la apelación a capitales exteriores, públicos o privados, o con la utilización de reservas, de las dos vías de ajuste posibles: la depreciación del tipo de cambio real y la contracción de la demanda interna de la economía, la primera se vería cegada por el sistema del *Currency Board*. Éste impedía, en efecto, la depreciación del tipo de cambio nominal, de modo que la depreciación del tipo de cambio real pasaba a depender exclusivamente de la flexibilidad a la baja de los costes y los precios;

pero éstos se han mostrado notoriamente rígidos en Argentina incluso después de las medidas de orientación liberal adoptadas en los años noventa. En consecuencia, la contribución de una depreciación del tipo de cambio real a un ajuste de balanza de pagos habría de ser, en esas circunstancias, escaso; y aún habría de serlo más si se tiene en cuenta que la economía argentina es una economía muy cerrada al exterior, en la que las exportaciones apenas representan un 11 por 100 del PIB y en la que el efecto de una depreciación dada el tipo de cambio real tiene, por tanto, efectos modestos sobre las exportaciones netas.

En segundo lugar, la práctica de un *Currency Board* sólo puede funcionar establemente apoyándose en una política fiscal adecuada. La falta de disciplina fiscal, resultante de un excesivo nivel de gasto público, de la incapacidad del estado para obtener unos ingresos tributarios suficientes o de ambas causas a la vez, tenderá a generar presiones sobre el sector exterior y podrá llegar a generar crisis de la deuda externa.

Los límites impuestos a la expansión monetaria excesiva por el sistema del *Currency Board*, harán que los déficit presupuestarios busquen su financiación a través de emisiones de deuda. En países con bajo nivel de ahorro, mercados de capitales poco desarrollados e historias financieras capaces de generar aprensiones entre los inversores nacionales, el recurso del Estado a la emisión de deuda tenderá a expresarse en una ampliación de la deuda pública externa; y también el sector privado podrá generar deuda externa, especialmente en fases de expansión económica. Y la deuda externa, pública y privada, se verá complementada por deuda interior, frecuentemente indiciada con el tipo de cambio o los tipos de interés como cobertura frente a posibles perturbaciones futuras.

La persistencia de la indisciplina fiscal llevará a una presión creciente sobre la deuda, externa e interior, complementada por la ejercida por las emisiones del sector privado. En ocasiones, si el sector público aumenta su presión sobre la deuda interior, desplazando al sector privado, éste se verá empujado a acudir al endeudamiento externo, actuando así como simple sustituto del sector público. La mayor presión sobre los mercados de deuda endurecerá éstos, induciendo una elevación de los tipos de interés exigidos; aumentará la carga de la deuda sobre el presupuesto público y sobre las cuentas del sector privado y se elevará la proporción de la deuda total y de su componente externo sobre el PIB, así como la proporción, más significativa, de la deuda exterior sobre las exportaciones. Si el proceso continúa, a falta de una disciplina fiscal adecuada puede conducir a una situación de insostenibilidad de la deuda que fuerce el impago o la reestructuración de la misma.

Para evitar o superar tal situación extrema, limitadas la utilización de las reservas exteriores y la posible captación de financiación exterior privada o de organismos multilaterales, será preciso que el país proceda a un duro ajuste a través de la depreciación del tipo de cambio real y de la contracción real de la economía; pero en una situación como la de Argentina —*Currency Board*, rigidez a la baja de precios y salarios y economía muy cerrada— ya hemos visto que el ajuste habrá de adoptar la forma de una fuerte contracción interior de la demanda, la producción y el empleo (incluido un ajuste fiscal importante que tenderá a verse dificultado por la contracción de la economía).

Puede afirmarse, en general, que las bajas tasas de crecimiento real observadas en las últimas décadas en los países latinoamericanos son el resultado de frecuentes fluctuaciones y de la intensidad de las fases contractivas de las mismas; y que la notoria intensidad de las contracciones ha expresado frecuentemente la necesidad de abordar fuertes ajustes para corregir desequilibrios originados por políticas fiscales inadecuadas. De ello puede deducirse la conclusión de que la reducción de la inestabilidad y la mejora de las tasas de crecimiento a medio y largo plazo de las economías latinoamericanas requieren políticas fiscales más estables y una mayor prudencia en la generación de deuda, especialmente de deuda externa; y, también requerirán, por las razones que hemos señalado, un mayor grado de apertura al exterior y un mayor desarrollo del mercado financiero nacional. Cuando un país renuncia a cualquier margen de flexibilidad cambiaria adoptando, por ejemplo, un sistema de *Currency Board* —como hizo Argentina al iniciarse la década de los años noventa—, esos requerimientos se hacen aún más importantes porque los ajustes internos para corregir los desequilibrios externos habrán de ser más profundos y los costes resultantes de abandonar, en su caso, el *Currency Board* serán muy elevados.

Aún cabe señalar una tercera debilidad resultante de la adopción de un sistema de *Currency Board*: hace referencia a la ausencia, en tal sistema, de un «prestamista nacional en última instancia» del sistema bancario para los casos en que éste se vea afectado por problemas de liquidez o de solvencia que pudieran llevar a un colapso de los sistemas bancario y de pagos. Tal debilidad es consecuencia de los límites estrictos que el Banco Central tiene para crear base monetaria en tal sistema; y para tratar de prevenir los riesgos indicados es preciso que el país disponga de un sistema bancario sólido con unas políticas estrictas de regulación y supervisión de las entidades.

El problema se puso de manifiesto con la crisis mejicana de 1995 y sus efectos de contagio sobre el área latinoamericana. Argentina registró, en aquella

ocasión, retiradas muy importantes de depósitos y graves tensiones de liquidez que, en ausencia de un prestamista nacional en última instancia, obligaron a las autoridades a buscar un apoyo urgente de las instituciones financieras internacionales que evitara el colapso del sistema bancario y del sistema de pagos. El Estado argentino reaccionó, después, con energía endureciendo los coeficientes de liquidez y de solvencia y las provisiones para créditos impagados exigidos a los bancos. El sistema bancario argentino aumentó así su solidez. Sin embargo, la evolución posterior de los acontecimientos se encargó de probar —como en seguida veremos— que, si no existe un prestamista en última instancia, un sistema bancario inicialmente bien capitalizado y líquido, puede hundirse, quebrando el sistema de pagos, si los créditos impagados se acumulan rápidamente en un duro ajuste contractivo de la economía y si los depositantes deciden retirar masivamente sus fondos ante la previsión de una devaluación (abandono del *Currency Board*) y ante la pérdida de confianza en un sistema bancario a cuya liquidez esté recurriendo abusivamente el Gobierno para atender a sus problemas de financiación.

* * *

Examinemos ahora rápidamente el camino recorrido por la economía argentina desde su adopción del sistema de *Currency Board* —con sus ventajas y sus debilidades— en 1991 hasta su crisis, que culmina en los años 2001 y 2002.

En el período que va de 1991 a 1997 la economía argentina registró resultados muy favorables: el crecimiento medio del PIB, en términos reales, alcanzó un 6,7 por 100 anual, tasa superior a las observadas en el resto de los países latinoamericanos durante esos años, si se exceptúa Chile; al mismo tiempo, la inflación descendió de forma acusada, pasando de la situación previa de hiperinflación a ritmos de avance de los precios muy modestos.

No todo era, sin embargo, tan favorable. Concretamente, el sector público registró una evolución que hacía albergar temores respecto del futuro. En el sistema cuasifederal argentino, el Gobierno Central recauda los impuestos y transfiere una parte de los ingresos tributarios obtenidos a los Gobiernos Regionales, los cuales se limitan a gastar sin tener responsabilidades en la recaudación fiscal. Pues bien, tanto el Gobierno Central como los Gobiernos Regionales actuaron en un sentido expansivo durante la etapa de rápido crecimiento de 1991 a 1997; es decir, actuaron en un sentido pro-cíclico. Los resultados de esta política fiscal laxa fueron un déficit presupuestario anual de Gobierno Central situado en torno a un 1,5/2 por 100 del PIB —a pesar de los importantes ingresos obtenidos con la privatización de empresas públicas, llevados íntegramente al presupuesto, en los primeros años del

período— y un déficit del 2 al 3 por 100 en el presupuesto del Gobierno consolidado, es decir, del Gobierno Central más los Gobiernos Regionales. Como consecuencia de estos déficit persistentes, la proporción de la deuda pública sobre el PIB pasó del 28 al 41 por 100 en el período, es decir, aumentó en 13 puntos porcentuales, de los que 8 puntos correspondían al incremento de la deuda pública externa. Como también el sector privado recurrió a los mercados financieros exteriores durante la fase de auge, la proporción de la deuda externa argentina, pública y privada, sobre el PIB pasó del 28 al 49 por 100 durante el período y la deuda exterior total representaba nada menos que un 500 por 100 respecto de los ingresos por exportaciones del país en 1998. Si las cosas seguían así, era dudoso que el Gobierno fuera capaz de disponer de recursos suficientes para seguir atendiendo el servicio de la deuda pública y que el país fuera a tener moneda extranjera bastante para seguir atendiendo el servicio de la deuda externa, pública y privada.

A partir de 1997 la economía argentina comenzó, por otra parte, a registrar los efectos desfavorables de un conjunto de perturbaciones internacionales. Primero fue el deterioro de su relación de intercambio con el resto del mundo, en 1998-1999, como consecuencia de la caída, a partir de la crisis asiática, de los precios de numerosos alimentos y materias primas en los mercados internacionales. Después, tras la crisis rusa de agosto de 1998, los capitales que habían estado fluyendo en cuantía importante hacia los países latinoamericanos en los años anteriores invirtieron su sentido reflejando una revisión al alza del sentimiento del riesgo de los inversores internacionales respecto de la región; y cuando los movimientos de capitales se normalizaron, sus entradas netas en Argentina se hundieron, a partir del segundo semestre del año 2000, como consecuencia de la peculiar situación argentina que enseguida veremos y que ya era patente por entonces. Más tarde, en la segunda parte del año 2000, comenzaron a advertirse los efectos de la desaceleración de la economía de los Estados Unidos, que no fueron, sin embargo, muy importantes —al menos, por vías directas— dadas las modestas relaciones comerciales de Argentina con dicho país.

Mucho más significativos fueron los efectos negativos sobre la economía argentina, primero, de la fuerte apreciación del dólar, a partir de 1997, y después, de la depreciación sustancial del real brasileño, acordada en 1999. Se estima que, dadas la situación de la economía argentina y la caída de sus entradas de capitales, el peso estaba sobrevalorado, en términos de su tipo de cambio real efectivo frente al conjunto del mundo, en torno a un 50 por 100 respecto de su tipo de equilibrio en el año 2000. La apreciación del dólar explicaba la mitad, aproximadamente, de la sobrevaloración del peso argentino; junto con la depreciación del real brasileño, la explicación alcanzaba el 80 por 100. Tan intensa sobrevaloración del

peso había de tener un importante efecto negativo sobre la balanza de pagos por cuenta corriente y sobre la actividad económica argentina.

La sobrevaloración real del peso no podía ser corregida a través de una devaluación nominal del tipo de cambio porque lo impedía el sistema de *Currency Board*; y tampoco podía serlo, significativamente, a través de un descenso de los precios interiores, puesto que su rigidez impidió que éstos bajaran más de un 3 por 100, en el período 1998-2000, a pesar de la recesión de la economía. El ajuste de la economía había de confiarse, por tanto, a la contracción de la demanda interior, la producción y el empleo. Dicho ajuste había de incluir un ajuste fiscal, es decir, un esfuerzo por mejorar el saldo presupuestario. La proporción de la deuda externa total, pública y privada, sobre el PIB había alcanzado la cota del 58 por 100 en el año 2001 como consecuencia del aumento de la deuda generada (más, en los últimos años, por el sector privado que por el sector público, que estaba desplazando a aquél del mercado interior) y como resultado del descenso del PIB. Paralelamente, el aumento de la deuda, la elevación de los tipos de interés que reflejaba el creciente escepticismo de los inversores respecto de la situación argentina y la revisión a la baja de las expectativas de crecimiento del producto apuntaban a la necesidad de lograr un superávit primario (es decir, excluida la carga de intereses de la deuda) del 4 por 100 del PIB, al menos, para alejar el fantasma de la insostenibilidad de la deuda. Pero esa mejora presupuestaria era inalcanzable, y más aún en una situación de contracción de la economía que tendía a reducir los ingresos y a incrementar los gastos públicos.

Así pues, cuando concluyó el mandato de Menem al finalizar el año 1999, el nuevo presidente, De la Rúa, se encontraba con una economía en fuerte contracción, con una pesada carga de la deuda, difícilmente sostenible, y con un tipo de cambio fuertemente sobrevaluado que ponía en cuestión el mantenimiento del *Currency Board*. El propósito de mejorar la confianza en la economía para inducir así un mayor crecimiento del producto, una baja de los tipos de interés exigidos por los mercados y una mayor entrada de capitales parecía tener muy pocas posibilidades de éxito.

Las incertidumbres existentes se acentuaron a partir de abril del año 2001 como consecuencia de un conjunto de medidas adoptadas por el Ministro Cavallo, que había sido llamado al Gobierno por el Presidente De la Rúa y que estaba dispuesto a utilizar su prestigio para sacar adelante la economía sin abandonar el sistema de *Currency Board* o *Convertibilidad*.

En primer lugar, Cavallo introdujo un sistema de impuestos sobre las importaciones y de subvenciones a las exportaciones para estimular la economía a

través del comercio exterior. Ello equivalía a devaluar la moneda para las transacciones comerciales.

En segundo lugar, se modificó la Ley de Convertibilidad estableciendo que el peso argentino dejaría de estar ligado sólo al dólar y pasaría a estarlo conjuntamente al dólar y al euro, con ponderaciones del 50 por 100 respectivamente, cuando ambas monedas llegaran a la paridad (recuérdese que, por aquel entonces, el euro estaba situado por debajo de la paridad 1:1 respecto del dólar). Esta medida trataba de moderar el efecto de arrastre de las fluctuaciones del dólar sobre el peso dando entrada en la relación de cambio a otra moneda, el euro, correspondiente a un área europea con la que Argentina desarrollaba aproximadamente un tercio de su comercio exterior.

Estas dos decisiones habían de dañar, como es obvio, la confianza del público en la posibilidad de que Argentina mantuviese el sistema de *Currency Board* y la paridad del peso.

Por otra parte, en el frente de la deuda, para intentar mantener el servicio de la deuda y ante la dificultad de mejorar el saldo presupuestario, el Gobierno decidió recurrir coactivamente a la banca: quebrando la autonomía e invadiendo las competencias del Banco Central de la República Argentina, el Gobierno destituyó al Gobernador Pou, redujo el coeficiente de caja que habían de mantener los bancos, les permitió cumplir una parte de dicho coeficiente con activos sobre el Gobierno y, poco después, les obligó a mantener un 15 por 100 de su «liquidez» en bonos públicos —que se veían sometidos, por otra parte, a canjes que deterioraban su valor—.

Estas decisiones, que implicaban la utilización de los recursos bancarios por un Gobierno que se enfrentaba con dificultades presupuestarias muy fuertes, quebró la confianza del público en el futuro de la solvencia de las instituciones bancarias. De este modo fueron integrándose, en las expectativas del público y de los mercados, las incertidumbres sobre el futuro del *Currency Board* y la *Convertibilidad*, sobre el futuro de las cuentas públicas y sobre el futuro de la banca.

Cuando el FMI, que había venido apoyando con sus créditos los esfuerzos por sostener el *Currency Board* —su más grave error en todo este tema—, hizo saber el Gobierno argentino, en noviembre de 2001, que no podía seguir apoyando su política económica, los acontecimientos se precipitaron: el público, inducido por la desconfianza, aceleró su desplazamiento de pesos a depósitos en dólares en bancos argentinos y a colocaciones en dólares en el extranjero, así como sus reti-

radas de depósitos de la banca. Las reservas internacionales del país caían rápidamente para mantener el tipo de cambio fijo del *Currency Board* ante las salidas de fondos y la liquidez de los bancos —recuérdese: sin prestamista en última instancia— descendía para hacer frente a las retiradas de sus depositantes.

En el mes de diciembre se introdujo el denominado «corralito», es decir, el bloqueo de los fondos mantenidos en depósitos a la vista y de ahorro —permitiendo, inicialmente, sólo pequeñas retiradas de fondos en efectivo por semana, depositante y cuenta— mientras el «corralón» retenía las imposiciones a plazo hasta su vencimiento. Todo ello para impedir que se produjera una crisis del sistema bancario. La medida provocó una oleada de protestas de tal envergadura que tanto el Ministro Cavallo como el Presidente De la Rúa hubieron de dimitir a los pocos días. En el mismo mes de diciembre, el fugaz Presidente provisional, Rodríguez Saá, suspendió el pago del servicio de la deuda. Y un nuevo Presidente provisional, Duhalde, procedió, a partir de enero de 2002, a abandonar el *Currency Board* y dejar el peso en flotación; a proceder a la denominada «pesificación», es decir, a la conversión de los depósitos denominados en dólares en depósitos denominados en pesos; y a introducir la llamada «pesificación asimétrica», que aplicaba tipos de cambio dólar/peso distintos a los depósitos en dólares mantenidos en la banca, ahora convertidos a pesos, y a los pasivos en dólares que el público tenía contraídos con las instituciones bancarias —concretamente, los depósitos en dólares eran convertidos en pesos a la relación de cambio 1:1,4 en tanto que los débitos en dólares con la banca eran convertidos a la relación 1:1; se trataba así de eliminar las pérdidas que la devaluación supondría a los deudores bancarios—. El resultado de esta «pesificación asimétrica» era una enorme pérdida para las instituciones bancarias. Era una decisión simplemente depredadora para con la banca.

El sector privado había perdido su confianza en la moneda nacional y en el sistema bancario. Por consiguiente, en los meses siguientes, continuaron saliendo pesos de la banca por las vías legalmente permitidas —flexibilizadas respecto de la situación inicial— pero también por la vía de los «amparos», autorizaciones de la Corte Suprema de Justicia —enfrentada con el Gobierno y el Parlamento— para retirar depósitos en pesos de la banca que se conceden discriminatoriamente, caso por caso, a petición de los interesados. El público procedía a convertir en dólares los pesos conseguidos por una u otra vía, generando, en consecuencia, una fuerte presión devaluatoria sobre el peso que llegó a situarse, en el mercado de cambios, a la relación de 3,9 pesos por dólar. (Hay que advertir que los depósitos retirados bajo el sistema de los «amparos» se convierten en pesos, por orden de la Corte Suprema, no a la relación de devaluación 1:1,4 sino a la del tipo marcado cada día en el mercado de cambios, lo cual es fuente de importantes pérdidas adicionales para la banca).

Ante esta situación, el Banco Central de la República Argentina adoptó las siguientes decisiones: primero, proporcionar líneas de liquidez a la banca para que ésta pudiera hacer frente a las retiradas de depósitos por las vías legalmente establecidas y a través de los «amparos» sin tener que declararse en suspensión de pagos o en quiebra; segundo, emitir en el mercado letras a corto plazo y con muy altos tipos de interés —denominadas LEBACS— para absorber liquidez y desalentar el canje de pesos por dólares; y, tercero, intervenir limitadamente en el mercado de cambios para frenar la depreciación del peso frente al dólar, aceptando la correspondiente pérdida de reservas en dólares.

Estas medidas ejercieron efectos positivos parciales; además, a medida que pasaban los meses y se elevaba la tasa de inflación —que había alcanzado el 30 por 100 a principios del verano— la demanda transaccional de dinero denominada en pesos fue ascendiendo y las retiradas de dinero del «corralito» se desaceleraron. Y así, a mediados del pasado mes de junio, se observó el comienzo de una mayor estabilidad financiera a corto plazo —que dura hasta el presente—, caracterizada por los siguientes rasgos:

- Las retiradas de depósitos bancarios han tendido a detenerse e incluso se viene observando un suave aumento de depósitos en pesos a corto plazo de un nuevo tipo, cuya retirada está asegurada en principio.
- El Banco Central ha podido reducir sustancialmente, en consecuencia, sus inyecciones de liquidez a la banca.
- La demanda de LEBACS por el público ha aumentado y ello ha permitido bajar sus elevados tipos de interés.
- La presión devaluatoria sobre el peso ha desaparecido y ha dejado paso a un período de estabilidad cambiaria en el que el peso se ha situado en la zona de 3,5/3,6 pesos por dólar.
- La pérdida de reservas internacionales se ha detenido en consecuencia e incluso se ha registrado una cierta recuperación de las mismas.

Al mismo tiempo se ha registrado una detención en el ritmo de caída del PIB, aunque a niveles muy bajos de éste, y se observan algunos signos de recuperación en la industria y en el sector de la construcción; la tasa de inflación internacional parece estar estabilizándose en torno al 40/50 por 100, cuando hace unos meses se pensaba que podría llegar al 80 por 100 al final de este año; la balanza

comercial ha mejorado notablemente su saldo hasta alcanzar un superávit que va a acercarse al 16 por 100 del PIB en este año como consecuencia de la fuerte depreciación real del peso y de la intensa contracción de la economía: en términos reales, las exportaciones sólo han registrado, hasta octubre, un avance del 3 por 100 debido a la falta de créditos de prefinanciación, pero las importaciones han caído un 56 por 100 en el mismo período; en fin, la recaudación tributaria se ha incrementado apreciablemente como consecuencia de la inflación y de la imposición sobre exportaciones, de modo que el presupuesto puede cerrarse este año con un déficit primario (que no incluye los pagos sobre la deuda) muy pequeño y un déficit total del orden del 3 por 100 sobre el PIB.

Muchos observadores califican esta mejora de la situación como simple *veranito* porque dudan de que pueda sostenerse mucho tiempo. Señalan que la contención de la inflación se debe al aplazamiento en el ajuste de las tarifas de precios en una serie de sectores básicos y al bloqueo de los sueldos y salarios nominales; que la congelación del gasto público en sueldos y pensiones, junto con el impago de intereses sobre la deuda externa y los efectos recaudatorios de la inflación, son los factores explicativos básicos de la mejora en el saldo presupuestario; que la suspensión de los pagos por servicio de la deuda exterior y el reciente aplazamiento de los reembolsos a Instituciones Financieras Internacionales explica el comportamiento de las reservas internacionales, etc.

Estas observaciones son correctas y están relacionadas con algunos de los problemas y desequilibrios básicos que la economía argentina tiene que resolver.

En el ámbito monetario, donde la situación parece relativamente encauzada, las autoridades han decidido, a principios de este mes de diciembre, acabar con el «corralito», es decir, levantar las restricciones a la retirada de efectivo en los depósitos a la vista y de ahorro. Los fondos así liberados ascienden a unos 21.000 millones de pesos —5.900 millones de dólares—; pero las autoridades confían en que una parte importante de esos depósitos no sean retirados por el público y que no se generen, de nuevo, presiones importantes sobre el tipo de cambio del peso respecto del dólar. Así ha sucedido hasta ahora, pero aún es pronto para saber cuál será el resultado final de la decisión. Suprimido el «corralito», sólo quedan sometidas a restricciones estrictas las imposiciones a plazo fijo incluidas en el «corralón», es decir, las imposiciones a plazo fijo que no han aceptado las propuestas gubernamentales de conversión en bonos. Pero las preocupaciones monetarias aparecen centradas ahora en las posibilidades de una eventual despesificación judicial de los depósitos del «corralón», pendiente de un proyecto de sentencia de la Corte Suprema de Justicia que tal vez no sea objeto de decisión hasta bien avanzado el año

próximo y que, en caso de adaptarse, declararía inconstitucional la conversión a pesos de un depósito a plazo fijo y exigiría su devolución en dólares o en pesos a la cotización del mercado libre.

Por lo demás, las perspectivas monetarias a medio plazo continúan pendientes del restablecimiento de la plena autonomía del Banco Central de la República Argentina —acaba de ser «aceptada» la dimisión del Presidente de dicho Banco, la segunda en lo que va de año—, del fin de las interferencias de la Corte Suprema de Justicia en la política monetaria, de la eliminación del «cuasi-dinero» emitido por los Gobiernos Regionales para financiar parte de sus déficit presupuestarios y del diseño de una política monetaria de estabilidad que, si no se comete el error (en mi opinión) de volver a la dolarización, debería adoptar un esquema con objetivos definidos en términos de la tasa de inflación.

En el ámbito presupuestario, Argentina debe buscar un paulatino aumento de su superávit primario, lo cual depende en grado importante de que se consolide, en términos razonables, el acuerdo entre el Gobierno Central y los Gobiernos Regionales recientemente abordado bajo la presión del FMI. Suponiendo que se alcance un superávit primario adecuado y que se restablezca el crecimiento de la economía —y esto último no parece difícil, dada la situación actual—, la resolución del grave problema de la sostenibilidad de la deuda con los sectores privados nacional e internacional —excluidos, por tanto, los pasivos con las Instituciones Internacionales de Financiación— requerirá la negociación, larga y compleja, de una quita muy importante sobre aquélla y de una reestructuración de sus vencimientos.

Queda, además, por resolver el problema del futuro del sistema bancario, que ha sufrido pérdidas cuantiosas como consecuencia de decisiones arbitrarias de los sucesivos Gobiernos argentinos. Una parte de esas pérdidas —una parte considerable de las resultantes de la «pesificación asimétrica»— ha sido recientemente compensada por el Gobierno mediante la entrega a los bancos de un bono de unos 10.000 millones de pesos; pero quedan por compensar otras pérdidas como las resultantes del tipo de cambio aplicado a las retiradas de fondos bajo «amparos» jurisdiccionales, a las que ya nos hemos referido, y las que son consecuencia de la indiciación de los depósitos según la inflación de precios y la indiciación de los préstamos según la subida de salarios (que es mucho más baja que aquélla). La economía argentina no podrá funcionar sin un sistema bancario sólido; y esto requerirá la reestructura del mismo, así como el restablecimiento de la confianza del público en las instituciones bancarias, a las que se ha presentado injustamente como una de las principales causantes de la crisis.

El tratamiento al que ha sido sometida la banca, así como el aplicado a las tarifas de precios de los principales servicios —recientemente revisadas en cuantía insuficiente en medio de todo tipo de protestas— me llevan a un punto último pero crucial: el futuro de la economía argentina depende, en buena medida, de que consiga el restablecimiento de la confianza de los inversores; y ésto dependerá de que se reafirmen la seguridad jurídica, el respeto a los contratos y la libertad de mercado.

Y, en primer lugar, Argentina ha de recuperar la confianza de las Instituciones Financieras Internacionales. La desatención a los importantes pasivos que mantiene con dichas Instituciones situaría al margen de los mercados internacionales, por un período de duración imprevisible, a un país que ha de hacer frente a vencimientos de pasivos exteriores por un importe de unos 19.000 millones de dólares de aquí al final del año próximo. El acuerdo con el FMI, pendiente de una larga e incierta negociación, es esencial a este respecto. El FMI ha cometido errores serios en el caso argentino, como ya he señalado; pero también ha tenido que sufrir las alteraciones, los cambios de sentido y el incumplimiento de compromisos aceptados por la política económica argentina en el pasado, y ello explica, en buena medida, su desconfianza actual. El actual Gobierno argentino, por su parte, con su carácter provisional ante unas próximas elecciones en el mes de abril y en medio de las tensiones y desacuerdos que caracterizan las relaciones entre las principales instituciones políticas del país —Gobierno Central, Gobiernos Regionales, Congreso y Senado, Corte Suprema de Justicia, partidos políticos— encuentra difícil contraer compromisos que pueda cumplir. Es de desear que estos problemas acaben superándose, que el acuerdo con el FMI se firme finalmente y que ello despeje el horizonte de una situación en la que las clases menos favorecidas están sufriendo padecimientos inconcebibles en un país que hace setenta años era el sexto del mundo en renta por habitante. Y hay que esperar que el país, rechazando la vena de nacionalismo populista que le asedia desde los años cuarenta del pasado siglo, no ceda a las tentaciones, siempre presentes, de la involución autárquica.

