

LO QUE DEJAMOS DE TENER: LA CONVERTIBILIDAD EN LA DÉCADA DEL 90

Salvador O. Di Stefano*

RESUMEN: Este estudio tiene como fin tratar de recorrer la historia monetaria y fiscal en la década del 90, tratando de reflejar el nacimiento, el desarrollo y la muerte del sistema de convertibilidad. El trabajo no culminará aquí, sino que tratará de reflejar la performance del nuevo sistema monetario que se está aplicando. En la primera parte el autor muestra el crecimiento de la economía argentina entre 1991-1994 motivado por las siguientes causas: la ley de convertibilidad, el mayor ingreso de capitales, un incremento sostenido en la productividad, las privatizaciones de empresas estatales y el acceso de Argentina al mercado de capitales. En la segunda parte, se analizan las sucesivas crisis económicas internacionales, y su efecto en la economía argentina, y las medidas de política monetaria y fiscal que fueron adoptadas por nuestro país. La tercera parte se centra en la evolución de los principales indicadores económicos del período 1991-2000, en donde se muestran las diferencias sustanciales entre el período 1991-1994 y 1995-2000, destacándose que desde el año 1998 a la fecha, se inicia un escenario de recesión en materia económica, como consecuencia de las sucesivas reformas tributarias y cortes de crédito producido por las crisis internacionales que impactaron en Argentina.

ABSTRACT: *The forlorn asset: The currency board of the 90's*

In this paper the author deals with the monetary and fiscal history of the nineties, in an attempt to depict the birth, development and death of the currency board system. Besides discussing this issue he tries to depict the performance of the monetary system currently in force.. In the first section the author describes the growth of the Argentine economy between 1991-1994, brought about by the following causes: the currency board, angrater capital inflow, a sustained increase in productivity, the fact that many public companies were privatized, and the entry of Argentina to the capital market. In the second section, the consecutive international economic crises and their effect on Argentine economy, as well as the monetary and fiscal policies adopted by our country, are analyzed. The third section is devoted to the evolution of the main economic indicators 1991-2000, where the substantial difference between the periods 1991-1994 and 1995-2000 is demonstrated, with special emphasis on the fact that, as from 1998 to the present, a period of economic recession starts as a consequence of the successive fiscal reforms and of the lack of credit that the different international crises that have hit Argentina, have produced .

Iª Parte (1991-1994)

Es imposible captar la idea de un dinero fuerte si no se comprende que fue concebido como instrumento para la protección de las libertades civiles contra las despóticas incursiones del gobierno.

Ludwig Von Mises

* *Salvador Di Stefano* es director de investigaciones del Instituto de Estudios Económicos de Fundación Libertad y profesor de Economía Argentina en la Licenciatura en Administración de Empresas de la Universidad del Centro Educativo Latinoamericano. Es, además, editor responsable de la publicación semanal (de circulación privada) *Fundamentos y Técnicas*, desde 1992 a la fecha. Se desempeña también como asesor de importantes empresas de la región Rosario y como columnista del diario *La Capital* desde junio de 1994 a la fecha.

1. Un cambio en la política monetaria Argentina

Antes del año 1991 la política monetaria argentina no era clara, se movía erráticamente, y esto le imprimió una alta dosis de inseguridad a los inversores, que no podían planificar y menos aún realizar inversiones en un escenario económico tan cambiante.

Desde el abandono del sistema de la Caja de Conversión en la década del 30, las experiencias en materia financiera para consolidar el sistema bancario fueron oscilando entre la liberalización y la inmovilización total de los depósitos.

Simultáneamente, a medida que se sucedieron las décadas, en especial con

posterioridad a 1970, se aceleró un proceso inflacionario producto de una serie de factores ya sea vinculados con la espiral salario - precios como con el déficit crónico del sector público que puede patéticamente visualizarse con la pérdida de.....¡13 ceros! en el signo monetario argentino, llegando a comparar los extremos a \$1 actual con 10.000.000.000.000 pesos moneda nacional vigente a comienzos de siglo. En el libro *La teoría del dinero y del crédito*, Ludwig Von Mises decía “Que pobre es el arte de los hechiceros, las brujas, los ilusionistas comparado con el del Departamento del Tesoro del gobierno. Pueden crear todo el dinero que necesitan solo imprimiéndolo”. Estos dichos se podrían aplicar a lo que aconteció en nuestro país en el periodo 1969-1991.

<i>Fecha de sanción</i>	<i>Fecha de vigencia</i>	<i>Disposiciones legales</i>	<i>Supresión de:</i>	<i>Nueva denominación del signo monetario</i>
14/04/69	01/01/79	Ley 18.188	2 ceros	Peso Ley 18.188
06/01/83	01/06/83	Ley 22.707	4 ceros	Peso argentino
14/06/85	15/06/85	Decreto 1096	3 ceros	Austral
10/10/91	01/01/92	Decreto 2128	4 ceros	Pesos

La pérdida recurrente en el valor de la moneda, los altos niveles de inflación, la falta de credibilidad en el sistema económico, y la caída de reservas, motivó que el gobierno nacional el 1 de abril de 1991 adoptara un sistema de convertibilidad monetaria, atando su signo monetario a una moneda creíble, de modo tal que las personas volvieran a convivir con la estabilidad necesaria para poder planificar su futuro.

Así se arriba a la convertibilidad luego de haber vivido la hiperinflación, y la confiscación de los depósitos en el año 1990, que permitió sacar una enorme cantidad de dinero del mercado, endeudando al Estado a largo plazo, cuando lo hacía a siete días.

El Poder Ejecutivo envió al Congreso Nacional un proyecto de ley, con el cual se

pretendía asegurar que nuestra moneda nacional sea unidad de cuenta, pero que a su vez se convierta en reserva de valor y sea un común denominador de las transacciones comerciales. Para ello, adoptaba un sistema de convertibilidad sobre la base de un respaldo del 100% con reservas de libre disponibilidad.

Una vez asegurado el valor de la moneda, la ley avanza en la prohibición de todos los mecanismos indexatorios de uso generalizado hasta ese momento, como método para preservar a las partes de un contrato de los daños ocasionados por el deterioro de dicho valor, con el objeto de frenar la inercia inflacionaria.

También se modificaron los artículos pertinentes al Código Civil, con lo que el sistema monetario argentino pasó a tener un carácter múltiple. Es decir que otras monedas tienen la misma fuerza liberatoria de la moneda nacional. Fue en función de esta modificación que comenzó un incremento considerable de los depósitos en dólares en el sistema financiero.

En la práctica, la Ley de Convertibilidad transformó al Banco Central en una Caja de Conversión a través del mandato de un respaldo de reservas del 100% sobre la base monetaria. Al quitar el poder de devaluar al Ministerio de Economía y colocarlo en el Congreso, la Ley intenta eliminar la devaluación del conjunto de instrumentos de política fácilmente disponibles y, por eso, brinda más credibilidad a la nueva moneda.

Un aspecto complementario del funcionamiento de la convertibilidad es el referi-

do al límite del cómputo de títulos públicos nacionales en el total de activos de reservas. En este sentido, en primera instancia, se determinó en el Art. 20 de la Ley 23.928 que se podrá financiar al gobierno nacional sólo a través de la compra, a precios de mercado, de títulos negociables emitidos por la Tesorería General de la Nación.

Además, la Ley genera dos restricciones adicionales. La primera, mencionada en el mismo artículo, es la que acota el crecimiento de la tenencia de títulos públicos a un 10% por año calendario calculado sobre sus valores nominales. La segunda se deriva del Art. 33, que limita a un tercio de la cartera de títulos públicos computados como reservas de libre disponibilidad mantenidas como prenda común.

A partir del mes de enero de 1995, la definición de base monetaria quedó limitada a la de moneda en circulación, al dolarizarse los encajes primero y al eliminarse y sustituirse luego por los requisitos de liquidez. Internamente el Banco Central ha adoptado una definición más amplia del mandato legal, respaldando no solo la base monetaria, sino la totalidad de los pasivos de corto plazo. De esta forma, en la actualidad el cálculo para poder observar el respaldo de la convertibilidad se realiza de la siguiente forma:

$$\frac{\text{Reservas de libre disponibilidad}}{\text{Pasivos financieros}}$$

y este ratio no puede ser inferior al 66%, ya que este porcentaje es el mínimo aceptado como razonable por el Banco Central República Argentina.

2. La expansión económica 1991 - 1994

Durante el año 1991 se comienza a observar un fuerte crecimiento económico, dado fundamentalmente por la brusca caída en los índices de inflación, como la fuerte baja en la tasa de interés doméstica. Esto tuvo como correlato una brusca suba en el mercado de capitales que, en el término de pocos meses paso de cotizar por debajo de los 300 puntos, hasta alcanzar el 4 de noviembre de ese año su máximo de 900 puntos.

Las privatizaciones le daban a nuestro país un atractivo especial: comienza la venta masiva de empresas del Estado, la inversión crece fuertemente, y los principales indicadores económicos marcan una fuerte reversión.

La Argentina creció durante estos tres años a una tasa del 8,9% anual, algo que será difícil de repetir en un futuro inmediato.

Al compás del fuerte ingreso de capitales, las reservas líquidas y disponibles crecían a tasas de dos dígitos, el país se monetizaba y la tasa de interés caía fuertemente en el mercado. La mejora en los niveles de actividad era muy importante, mientras que el Estado aumentaba la recaudación tributaria.

Sin embargo, mientras la economía Argentina ingresaba en el círculo virtuoso de mayores Inversiones Extranjeras Directas (IED), suba de reservas, aumento de la base monetaria, caída de la tasa de interés e incremento de la recaudación, el Estado no se *aggiornaba* a los tiempos

modernos y hacía crecer sus gastos, a un ritmo mayor que la recaudación, lo que implicaba caer permanentemente en déficit presupuestarios, a pesar de las ventas de activos del Estado.

Así, el gobierno nacional gasta los recursos que ingresaban al erario publico, producto de la venta de empresas que estaban en manos del gobierno, y que eran ineficientes.

Las privatizaciones le aportaban al país una mejora importante, ya que en primer lugar se vendían empresas que generaban pérdidas, por ende el Estado bajaba su nivel de gasto. En segundo lugar, el gobierno incrementaba sus ingresos debido a que gravaba a los adjudicatarios de las empresas públicas concesionadas o vendidas.

La privatización de empresas públicas ineficientes fue una decisión de importancia, aunque no todos sus efectos fueron los mencionados. Por ejemplo, debemos tener presente que en Argentina estas privatizaciones se realizaron en forma monopólica, con regulaciones poco claras, y que con el dinero recibido, en muchos casos, se canjeó variable stock por variable flujo. El Estado se desprendió de empresas públicas, y con ese dinero extraordinario se incrementaron gastos que quedaron incorporados en el presupuesto nacional .

Estos problemas se percibirían mucho más adelante, pero en el período 1991 - 1994, las privatizaciones fueron las impulsadoras de mayores inversiones, aumento en las reservas, fuerte suba en la productividad, y una baja en los niveles de tasa de interés. Como efecto nocivo también dejó

una suba en los costos de la economía, costos que luego deberán ajustarse en el tiempo.

Hay que dejar en claro que en esta etapa de la economía Argentina se llevaron adelante la mayor parte de las transformaciones estructurales, que no se realizarían con la misma intensidad desde 1995 en adelante.

En materia de deuda del sector público, se comenzó a honrar los compromisos del Estado, que permitió tener una idea cabal del monto total adeudado por parte del mismo.

En otro orden, se pone en marcha el sistema de Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones, que mostraban una muy buena performance en Chile, y vienen a poner un límite al déficit previsional argentino. Pero para ello, nuestro país debe atravesar una dura transición ya que, por un lado, pierde una fuerte masa de recursos en el corto plazo, mientras que a largo plazo (más allá del año 2010) le per-

mitirá mostrar resultados sorprendentes. En la actualidad, el sistema está desfinanciado en 8.000 millones de pesos, y esta es una de las causas del déficit actual en el corto plazo, teniendo en cuenta que es una inversión para resolver el tema previsional a largo plazo, tema que debería analizarse en mayor medida en el “cash flow” de nuestro país.

En conclusión, este período de la vida económica argentina estuvo bajo el signo del ingreso de capitales, venta de activos estatales, fuerte crecimiento de la actividad, caída en la tasa de interés, incipiente crecimiento del mercado de capitales doméstico y la reinscripción de Argentina en el contexto económico internacional, normalizando la información contable y financiera, y reconociendo las deudas del pasado, que terminaron en la emisión de bonos previsionales, y la operación financiera más trascendente que fue el Plan Brady, que le permitió a nuestro país volver a sentarse dignamente en la mesa de los organismos financieros internacionales.

3. Evolución de distintos indicadores en el período 1991/1994

Crecimiento de algunos componentes de la Demanda y Oferta Global

<i>Concepto</i>	<i>Promedio anual en %</i>	<i>Concepto</i>	<i>Promedio anual en %</i>
Inv. bruta interna fija	25,5%	Servicios	9,0%
Consumo	10,0%	PBI	8,9%
PBI	8,9%	Ind. Manufacturera	7,8%
Exportaciones	3,6%	Minería	8,2%
Construcción	17,1%	Agricultura	2,5%

El PBI por sectores en el período 1991/1994

Evol. del índice de precios minorista

Año	%
1989	4.923,3%
1990	1.343,9%
1991	84,0%
1992	17,5%
1993	7,4%
1994	3,9%

Evolución de la productividad: 1900 – 1994

Años	Tasa Acumulada	Tasa anual
1900-1929	30,0%	0,9%
1929-1947	41,0%	1,9%
1947-1990	-3,3%	-0,1%
1990-1994	28,9%	6,5%

Los cuadros tienen como fuente el Ministerio de Economía de la República Argentina.

4. Conclusión: La convertibilidad explica el crecimiento económico

El primer hito que se produce en la década del noventa es el advenimiento de la convertibilidad, que le permite al país tener una regla monetaria clara, que terminó con años de estancamiento económico y tasas de inflación exorbitantes.

Hasta 1991, la Argentina no tenía política monetaria ni fiscal. A partir de allí consiguió instrumentar una política monetaria creíble, pero que estaría vinculada a las decisiones que tomara la Reserva Federal de Estados Unidos. Nuestro país, con instituciones poco confiables, no podía recrear una moneda doméstica sobre bases propias. Necesitaba estar anclada a una moneda fuerte, en este caso, el dólar.

Entre 1991 y 1994, nuestro país tam-

bién se vio beneficiado por una marcada devaluación de la moneda norteamericana frente al resto de las monedas del mundo. Esto le permitió que muchas de nuestras exportaciones ganaran mercados, y mejorara sustancialmente la competitividad argentina.

Por aquel entonces aún nadie imaginaba el fuerte crecimiento que podría tener Estados Unidos, y no se pensaba en una revolución tecnológica como la que finalmente ocurrió. Tampoco se creía que el efecto tequila, sería el inicio para hacer reducir la exposición a los países emergentes por parte de los inversores internacionales. Algo comenzaba a cambiar en el mundo, y nuestra estrategia era compatible con un crecimiento continuo. No se pensaba en el equilibrio presupuestario y menos aún en un fondo anticíclico.

2ª Parte (1994-2000)

Cuán maliciosos y misántropos son aquellos obstinados defensores de la anticuada ortodoxia económica que exigen que sus gobiernos equilibren sus presupuestos cubriendo sus gastos con impuestos sobre la renta.

Ludwig Von Mises

1. Las sucesivas crisis

1.1 El efecto tequila

La crisis del efecto tequila se dio a partir del 20 de diciembre de 1994, cuando se devaluó el peso mexicano, que derivó en una corrida generalizada sobre los fondos invertidos en todas las naciones de Latinoamérica.

Esto generó un efecto muy perjudicial para nuestra economía, ya que en el término de 5 meses vio caer sus reservas en un 30,4% y sus depósitos en 7.598 millones.

A pesar de que en el período 1991-1994 nuestro país había recibido más de 30.000 millones de dólares en concepto de Inversiones Extranjeras Directas (IED), en 1994 los retiros de fondos ascendieron a más de 3.000 millones de dólares.

Si bien el Banco Central de la República Argentina se venía preparando para un cambio estructural del sistema y estaba en pleno proceso de debate y planificación, la crisis anticipó las reformas que operaron de inmediato sobre el sistema.

Las medidas que se adoptaron se pueden resumir en las siguientes:

1) Reducción de encajes, con el fin de financiar la devolución de los depósitos, luego reemplazados por los requisitos mínimos de liquidez.

2) Unificación de las cuentas corrientes de las entidades financieras en el Banco Central en pesos y en dólares. La finalidad fue erradicar el temor a un abandono sorpresivo de la regla monetaria de la conver-

tilidad. Al posicionar todos los fondos de los bancos en un depósito nominado en dólares, el concepto de base monetaria se redujo al de circulación monetaria. Algo que en la actualidad volvió a modificarse.

3) Red de seguridad. Se implementó a partir de la imposición de un encaje adicional (aproximadamente \$ 600 millones) con el que se recompró cartera a los bancos con dificultades. Se liberó en julio de 1996.

4) Modificaciones a la Carta Orgánica del Banco Central. Se flexibilizaron los mecanismos de redescuento. Además se autorizó la reestructuración de entidades con carácter previo a considerar la revocación de la autorización para funcionar.

5) Requisitos de liquidez. Reemplazo de efectivo mínimo por requisitos de liquidez remunerados que permiten una devolución fluida de los depósitos. Los activos elegibles con tal fin son: a) pases pasivos; b) letras de liquidez bancarias (que se mantuvieron hasta octubre de 1996); c) depósitos en una cuenta abierta en un custodio internacional; y d) bonos de gobiernos centrales.

Adicionalmente y con carácter preventivo, se tomaron medidas referentes a la función de supervisión de la Superintendencia de Entidades Financieras y Cambiarias, y otras de carácter normativo basadas en los estándares del Comité de Basilea. Las mismas contribuyeron a enfrentar con éxito el efecto tequila.

Como lección de la experiencia pasada, queda por evaluar en el futuro la noción de prestamista de última instancia y el mecanismo de titularización o estandarización de prendas o hipotecas.

Como resumen de las medidas adoptadas se podría decir que, por un lado, se adoptaron normas que apuntaron a aplicar regulaciones prudenciales sobre capitales mínimos, previsionamiento y liquidez, y por otro, disposiciones muy severas respecto a la supervisión del cumplimiento de estas regulaciones por parte de las entidades financieras.

Esta batería de medidas permitió una gran reconversión del sistema financiero, colocándolo a la altura de los mejores sistemas financieros del mundo.

El hecho de haber impuesto reglas claras, permitió que al país desembarcaran importantes jugadores internacionales, que vinieron a invertir en el negocio bancario local.

Las severas normas impuestas por el organismo de contralor le permitieron a nuestro país recibir fuertes inversiones, que hacen que en el sistema actual más del 50% de los depósitos se encuentren en manos de la banca extranjera. Esto también beneficia al sistema en su conjunto, que se percibe como sólido.

Párrafo aparte merece la privatización de bancos provinciales, restando aún la venta del Banco de la Provincia de

Córdoba, entre los más importante que quedan. Mientras que el Banco Provincia de Buenos Aires y el Banco Nación seguirán permaneciendo en manos del Estado Provincial y Nacional, entre ambos tienen aproximadamente el 33% del mercado.

El total de bancos que existía al 2 de enero de 1995 era 169, de los cuales 31 eran bancos públicos, y 138 privados. A enero del año 2001, en el mercado quedaban sólo 88 bancos de los cuales 13 eran públicos y 75 privados. Los mayores ajustes se dieron en los bancos cooperativos que pasaron de 38 a 2; y de los bancos provinciales sobre 23 quedaron 8.

Durante el efecto tequila, en un corto período de tiempo que va entre diciembre de 1994 y mayo de 1995, las reservas caen en 4.765 millones, lo que equivale a una baja del 30,4% anual, y los depósitos un 16,9%, de los cuales el 21,9% corresponde a plazo fijo.

Una caída de similar magnitud no se registró hasta los meses de julio y agosto del año 2001, en donde a pesar de la baja, las altas regulaciones prudenciales impuestas por el Banco Central de la República Argentina, permitieron que hubiese una gran salida de fondos, sin que se produjeran inconvenientes en el normal desenvolvimiento del sistema financiero.

<i>Fecha</i>	<i>Reservas</i>
31/12/1994	15,663
31/05/1995	10,898
Diferencia	-4.765
Variación	-30.4%

<i>Fecha</i>	31-05-95	29-12-94	<i>Diferencia</i>	<i>Variación</i>
Dep. Vista	8.124	8,013	111	1,4%
Caja Ahorro	7.638	9,274	-1.636	-17,6%
Plazo Fijo	21.677	27,750	-6.073	-21,9%
<i>Total</i>	37.439	45,037	-7.598	-16,9%

Las cifras están en millones de dólares.

Los cuadros tienen como fuente el Ministerio de Economía de la República Argentina.

1.2. Otras crisis, reacciones similares.

La gran enseñanza que dejó la crisis mexicana y el efecto que produjo, fue un sistema financiero más sólido, con una mayor dosis de capital, y con players internacionales que le dieron una alta reputación a las entidades financieras domésticas.

Sin embargo, el país seguiría cautivo de las sucesivas crisis internacionales que traían aparejada una gran desaceleración económica, con caída de ingresos, que pretendían ser subsanados con reformas tributarias, que le quitaban competitividad a las empresas.

Así, en 1995, para salir de la crisis se aplica una reforma tributaria, que sólo sirvió como un mero paliativo para una economía que había quedado severamente dañada por el intempestivo corte del crédito.

En agosto del año 1996 se aplica una segunda reforma tributaria, con el fin de disminuir el déficit fiscal que por aquel entonces, se proyectaba en una suma de 6.600 millones de pesos para todo el año.

1.3. La crisis del Sudeste Asiático y la devaluación del rublo

En el año 1997 el país pasaría a ser el segundo con más crecimiento en el mundo, detrás de China, a una tasa del 8,2% anual. Sin embargo, en ese año se inicia la crisis asiática, de la cual se pueden reconocer tres fases, en cada una de ellas se fueron viendo afectadas nuevas economías, profundizándose sus efectos globales.

La primera fase comienza a principios de julio de 1997 cuando Tailandia abandona su tipo de cambio fijo y el Bath se devalúa 18% respecto del dólar americano, dando lugar a una serie de devaluaciones de los países emergentes del Sudeste Asiático. El sector privado de estas economías (en especial Tailandia, Indonesia y Corea del Sur) ha tenido como política cubrir sus necesidades de financiamiento con obligaciones de corto plazo mantenidas con bancos extranjeros, en su mayoría japoneses. Esta estrategia de financiamiento a bajo costo parecía ser la más adecuada en la época de gran crecimiento. Sin embargo, la posibilidad de una cesación de pagos en momentos más adversos, impidió la renovación de vencimientos, generando consecuentemente una huida de capitales. El amplio seguro de depósitos generó incentivos perversos y severos problemas en el sector bancario. La debilidad del sector redundó en elevadas tasas de interés para preservar la moneda, que determinaron importantes pérdidas de reservas y eventualmente devaluaciones.

El 23 de octubre de 1997 comienza la segunda fase de la crisis, con el primer ataque especulativo sobre la moneda de Hong Kong. La incertidumbre se vió rápidamente reflejada en la bolsa que cayó abruptamente. La caída de los mercados en Asia arrastró a los mercados de acciones y títulos del resto del mundo, y los inversores dirigieron sus fondos hacia activos de menor riesgo y mayor liquidez.

La tercera fase se desató en agosto de 1998 debido a la devaluación del rublo y la cesación de pagos y posterior reprogramación de la deuda rusa. La crisis recobra fuerza y vuelve a azotar a los mercados

mundiales. Desde la disolución de la URSS en 1991, Rusia enfrenta una importante crisis política y severos problemas económicos. La crisis originada en el Sudeste Asiático a mediados de 1997 tuvo un efecto altamente perjudicial. La alta dependencia del país de las exportaciones de bienes básicos, junto con la falta de confianza que se generó sobre todos los países emergentes, introdujeron fuertes presiones sobre la moneda rusa, que redundaron en un incremento en las tasas de interés y en una pérdida de gran cantidad de reservas. Se reflejan de esta forma las debilidades que la economía rusa venía arrastrando: alta dependencia de los flujos de capitales externos de corto plazo para financiar un déficit fiscal creciente, alta carga de servicios de la deuda local e internacional, incapacidad del Estado de recolectar impuestos y un sistema bancario débil. Bajo estas circunstancias, Rusia no pudo hacer frente a sus obligaciones, debiendo devaluar su moneda y reprogramar unilateralmente sus pagos. El 17 de agosto el gobierno ruso amplió la banda cambiaria del rublo e impuso una moratoria de 90 días sobre algunos de los pagos de su deuda externa. Posteriormente, el 26 de agosto, impuso una reconversión forzosa, sin acuerdos previos, de la deuda de corto plazo en poder de inversores tanto locales como internacionales.

Luego de la crisis rusa, nuestro país comienza una recesión que continúa en la actualidad. En diciembre de dicho año, se impone una segunda reforma tributaria, implementando impuestos altamente distorsivos como Ganancia Mínima Presunta y Endeudamiento Empresarial. Así entre 1995 y 1998, las empresas tuvieron que

enfrentar un abrupto corte de crédito, acompañado por una reforma tributaria que le quitó más recursos (en aquel entonces se incrementó la alícuota del IVA del 18% al 21%). En el año 1996, el país comienza a recuperarse al amparo de una suba en el precio de los productos primarios, mayores exportaciones a Brasil y una caída en la tasa de largo plazo en Estados Unidos. Sin embargo, a pesar de los mejores indicadores que presentaba a la salida del efecto tequila, los capitales ya se mostraban más remisos a ser invertidos en la región. Luego, en el año 1998 se instrumenta la tercera reforma tributaria. En apenas cuatro años, se produjeron dos cortes de crédito muy importantes, y tres reformas tributarias, que apuntaron a ejercer mayor presión sobre el sector privado.

1.4. La pérdida de valor del real

El 12 de enero de 1999, Brasil devalúa su signo monetario, y a la incertidumbre global que había impuesto Rusia, debía agregarse la intranquilidad que le daba a los inversores la posibilidad de que Brasil realizara una moratoria o reestructurara compulsivamente su deuda.

Esto hizo que las expectativas positivas que se tenían de haber sobrellevado la crisis del sudeste asiático y la rusa, se desmoronaran ante el golpe que recibe nuestro país debido a la caída de Brasil en un ajuste cambiario que llevó a que el real se devaluara en un 100%.

En el mes de diciembre del año 1999, una de las primeras medidas económicas que se toma es aumentar la presión impositiva de modo tal de asegurarse el poder

cerrar las cuentas, de acuerdo a lo pactado con los organismos financieros internacionales. Esta es la cuarta reforma tributaria desde el año 1995, con una economía que había mostrado una fuerte caída en el nivel de actividad económica desde junio de 1998 en adelante.

2. Conclusiones de la segunda parte

Las sucesivas crisis hicieron que la receta fuera una mayor presión tributaria sobre el sector privado. Por otro lado, en el año 1995 se profundizó la reforma monetaria, con un trabajo eficiente sobre el sistema financiero, aprobando regulaciones prudenciales que le dieron seguridad a inversores internacionales, que desembarcaron en nuestro país masivamente.

El sistema financiero hoy muestra un

cambio estructural muy importante respecto al existente en el año 1995. Pero este sistema financiero, en el período 1995-2001, fue perdiendo un cliente importante que es el sector privado y trabajó en buena medida en la asistencia al sector público.

La convertibilidad, al ser una regla económica, siguió funcionando correctamente, pero no pudo detener la dolarización de los agentes económicos, que fueron desconfiando cada vez más del sector público.

La persistencia en mostrar déficit crónicos derivó en una desmejora notable de la competitividad, dejando para la actual coyuntura la baja del gasto como única solución posible, ya que la reiteración de subas en la presión tributaria, derivó en una profunda recesión que persiste hasta la fecha.

3ª Parte

1. Evolución del PBI en la década

Un análisis más completo para el período 1991-2000, permite mostrar que el PBI, que había crecido un 39,8% en los primeros años de la convertibilidad, en el período 1995-2000 crece apenas un 10,6%, lo que muestra claramente las enormes diferencias entre los períodos bajo análisis.

Mientras que en la primera parte de la convertibilidad el consumo creció en 3 años el 41,4%; en los cinco años posteriores lo hizo a una tasa del 10,4% solamente.

En relación a la inversión, mientras que en el período 1991/94 creció el 117,2% impulsado por las privatizaciones realiza-

das, en la segunda parte la tasa fue negativa en un 5,4% para el quinquenio.

Como resulta natural, el sector externo comienza a readecuarse a esta situación. Se desacelera el ingreso de productos importados (en su mayoría bienes de capital) producto de la falta de financiación y la caída de inversiones, y comienza a notarse una suba en las exportaciones, a partir de una fuerte mejora de eficiencia en el sector primario, y mayores exportaciones industriales a países de Latinoamérica. No hay que descartar (aunque en menor magnitud) la mejora en el precio del petróleo, fundamentalmente en el año 2000.

Crecimiento de algunos componentes de la Oferta y Demanda Global en el periodo

<i>Concepto</i>	1991 – 1994	1995-2000	1991-2000
PBI	39,8%	10,6%	54,6%
Consumo	41,4%	10,4%	56,1%
Inversión	117,2%	-5,4%	105,5%
Exportaciones	15,0%	63,5%	88,0%
Importaciones	315,1%	27,1%	427,5%

2. El PBI a precio de factores

Este cuadro se utiliza para observar la performance del sector bienes versus el sector servicios. Mientras que en la prime-

ra parte de la convertibilidad ambos crecen a una tasa muy similar, en el último quinquenio los bienes crecen sólo el 4,6% y los servicios a una tasa del 15,6%.

<i>Concepto</i>	1991 – 1994	1995-2000	1991-2000
PBI a precio de factores	35,0%	11,8%	50,9%
Bienes	37,4%	4,6%	43,8%
Servicios	33,7%	15,6%	54,5%

3. La evolución de algunos sectores en los últimos 10 años, comparando los dos periodos descriptos.

El más parejo parece ser el agro, que crece a una tasa del 14,9% en los primeros cuatro años, y a una tasa del 13% entre 1995-2000. La minería muestra una clara desaceleración, ya que pasa del 43,0% al 22,9%, al igual que los servicios que pasan

del 33,7% al 15,6%. En cambio los sectores más castigados en los últimos cinco años son los ligados a la industria y la construcción, en el primer caso luego de crecer al 34,5%, muestra una caída del 1,7% para el segundo periodo, lo que demuestra una destrucción de valor en el sector. Al igual que en construcción se pasa de crecer a una tasa del 80,1%, para caer a una tasa del 1,9%.

<i>Concepto</i>	1991 – 1994	1995-2000	1991-2000
PBI	39,8%	10,6%	54,6%
Agro	14,9%	13,0%	29,8%
Minería	43,0%	22,9%	75,8%
Industria	34,5%	- 1,7%	32,2%
Construcción	80,1%	- 1,9%	76,6%
Servicios	33,7%	15,6%	54,5%

4. Reservas Líquidas y disponibles

Las reservas líquidas y disponibles muestran un fuerte crecimiento en la primera parte de la convertibilidad, pasando de 4.620 millones de dólares el primer día de iniciado el sistema, para arribar a 15.663 millones de dólares en 1994.

De allí en más las reservas crecen hasta los 25.148 millones de dólares, a pesar de la coyuntura económica desfavorable, y esto se debe a la buena imagen que nuestro sistema financiero tenía en el exterior, y a la mayor confianza dispensada por los ahorristas en nuestro país.

Reservas Líquidas y Disponibles

<i>Año</i>	<i>Millones de dólares</i>
Abril 1991	4.620
1991	7.987
1992	11.064
1993	15.287
1994	15.663
1995	15.963
1996	19.745
1997	22.482
1998	24.906
1999	26.407
2000	25.148

Cifras en millones de dólares

5. Depósitos

Los depósitos muestran una muy buena performance en el período analizado, con un fuerte crecimiento en los años 1996 y 1997. No obstante se destaca algo que se profundizará más adelante: a partir de la primera crisis que asume el sistema (1995) comienza un proceso de dolarización de

los depósitos que prosigue hasta la actualidad, y que muestra el carácter irreversible del cambio de cartera de los ahorristas.

Después de cada crisis, los inversores no regresan a la moneda doméstica, sino que siguen posicionados en dólares. Cada crisis retroalimenta la incertidumbre en el mercado, y hace que los inversores se vayan posicionando en la moneda norteamericana, lo que implica complicaciones para seguir operando en el mercado de crédito en pesos, que es buena parte del financiamiento al que tienen acceso las pequeñas y medianas empresas.

<i>Fecha</i>	<i>Dep. Totales</i>	<i>Dep. en \$</i>	<i>Depósitos en U\$S</i>
1994	45.037	22.044	22.993
1995	41.742	19.042	22.700
1996	53.572	25.206	28.366
1997	69.006	31.836	37.170
1998	77.264	35.147	42.117
1999	80.008	34.638	45.370
2000	85.339	34.438	50.901

6. La evolución del crédito y la participación del sector público

En lo que respecta a la evolución del crédito, aquí se observa cómo las financiaciones en el mercado doméstico han crecido hasta el año 1999 para, a partir de allí, sufrir un franco descenso.

Los créditos al sector público han manifestado un crecimiento sostenido durante toda la serie bajo análisis, mientras que los créditos al sector privado muestran una suba importante hasta el año 1998, para luego comenzar a retroceder.

Mientras que los créditos al sector público representaban un quinto de los préstamos totales en el año 1994, a fines del año 2000 representan un tercio de los préstamos totales.

Resumiendo, en el año 1998 y en el 2000 los préstamos totales mantienen cifras nominales homogéneas. Pero mientras que los créditos al sector privado cayeron en 5.000 millones, los del sector públi-

co crecieron en igual magnitud.

Esto muestra claramente cómo el sector público desplaza del mercado de crédito al sector privado, dejándolo sin financiamiento, en el mismo momento en que el país ingresaba en una larga y dura recesión, acompañado esto de una serie de reformas tributarias, que potenciaron la caída de la actividad y perjudicaron al sector privado.

Año	Préstamos Totales	Préstamos Sector Público	Préstamos Sector Privado
1994	58.756,3	11.631,1	47.125,2
1995	62.803,9	16.048,0	46.755,9
1996	70.169,0	18.935,5	51.233,4
1997	81.097,5	21.172,3	59.925,2
1998	90.749,4	23.548,7	67.090,7
1999	92.450,8	27.201,1	65.249,7
2000	90.804,5	28.778,4	62.016,1

Las cifras están en millones de pesos.

7. Recaudación tributaria

Como se puede apreciar en el cuadro adjunto, las sucesivas crisis llevaron al país a una caída muy fuerte en el nivel de actividad económica. Sin embargo, se observa cómo luego de la fuerte baja en el año 1995 (con reforma tributaria mediante), en el año 1996 se produce una pequeña recuperación, y en el año 1997 (con un PBI que crece a un ritmo del 8,2% y el impacto pleno de la reforma tributaria de 1996) se produce una fuerte suba en la recaudación, que prosigue en el año 1998, siendo éste el de mayor recaudación de la última década.

mica es tan importante que deriva en una brusca baja de la recaudación, la cual logra recuperarse en el año 2000, gracias a una nueva reforma tributaria que se aplicó a partir de enero de dicho año.

Año	Recaudación Tributaria
1994	44.704,6
1995	42.267,3
1996	43.253,3
1997	48.574,7
1998	50.039,4
1999	47.640,3
2000	49.102,9

Las cifras están en millones de pesos.

En 1999, la caída de la actividad econó-

8. El gasto público consolidado 1991 - 2000

El gasto público consolidado muestra una importante suba entre los años 1991 y 1994, estabilizándose en torno de los 82.000 y 84.000 millones de pesos, para producirse una fuerte suba entre 1996 y 1999, incrementándose en 13.276 millones. Recordemos que en junio de 1998 comienza esta dura recesión que aún perdura, y es en esos años en donde se produce una fuerte suba en los gastos del Estado.

<i>Año</i>	<i>Monto</i>
1991	51.374
1992	66.040
1993	74.915
1994	81.815
1995	83.826
1996	83.194
1997	88.891
1998	92.521
1999	96.470
2000	95.512

Las cifras están en millones de pesos.

BIBLIOGRAFÍA

- BCRA, *Resumen de las Principales Regulaciones del Sistema Financiero Argentino*. Buenos Aires. Banco Central de la República Argentina. 1999.
- BCRA, *Informe de actividades de la institución en 1998*. (Informe remitido al Congreso de la Nación). Buenos Aires, Banco Central de la República Argentina, Septiembre de 1999.
- BRAESSAS, H y NAUGHTON, A *La realidad financiera del Banco Central, el antes y el después de la Convertibilidad*. Buenos Aires. Editorial de Belgrano, 1997.
- LEY 23.928, *Ley de Convertibilidad del Austral*. Buenos Aires. Honorable Congreso de la Nación Argentina. 1991.
- LEY 24.144, *Carta Orgánica del Banco Central de la República Argentina*. Buenos Aires, Honorable Congreso de la Nación Argentina, 1992.
- SEFyC *Información de Entidades Financieras, Superintendencia de Entidades Financieras y Cambiarias*. Buenos Aires. Banco Central de la República Argentina. Enero de 2000.
- JUAN LLACH, *Otro siglo, otra Argentina. Una estrategia para el desarrollo económico y social nacida de la convertibilidad y su historia*. Barcelona, Editorial Ariel. 1997.
- ITZHAK SWARY y BARRY TOPF, *La desregulación financiera global. La banca comercial en la encrucijada*. Buenos Aires, Fondo de Cultura Económica. 1993.
- ENRIQUE BLASCO GARMA, *Dolarizar, El fin de las monedas nacionales*. Buenos Aires. Atlántida. 2001.
- ARMANDO RIBAS, *Crisis bancarias y convertibilidad. Los sistemas financieros ante los problemas de la globalización*. Buenos Aires, ADEBA. 1999.
- LUDWIG VON MISES, *La teoría del dinero y del crédito*. Buenos Aires. Unión Editorial. 1997.
- FUNDACIÓN LIBERTAD, *El Sistema Financiero Argentino. Principales características y regulaciones*. Inédito, 2001.