

# Matrioskas económicas. La convertibilidad argentina, sus ciclos y crisis. Dinámica interna, sistema bancario, déficit fiscal y endeudamiento

Julián Zicari\*

## Resumen

En el trabajo se analiza el ciclo de diez años del sistema de convertibilidad en Argentina (1991-2001) y se aborda las dos crisis sufridas por el mismo (1995 y 2001), tratando de entender por qué una crisis pudo ser sorteada airosamente mientras que la otra no. Para esto, se hace un análisis de lo ocurrido con las principales variables económicas durante esos diez años y se discute tanto con las interpretaciones que responsabilizan a la situación del sistema bancario como las que culpan al déficit fiscal como causantes de la crisis 2001. Así, se arriba a la conclusión de que los problemas internos de la convertibilidad sólo pudieron compensarse con un sistemático endeudamiento, inconsistente en el largo plazo.

**Palabras clave:** convertibilidad, crisis, endeudamiento, Neoliberalismo.

## Abstract

At this work the ten-year cycle of the currency in Argentina (1991-2001) is analyzed and the two crises in the same (1995 and 2001) is approached, trying to understand why a crisis could be circumvented while bravely the other not. For this, an analysis of what happened with the key economic variables during those ten years and we discuss both interpretations, the one that blames the state of the banking system and the other one blaming the fiscal deficit as a cause of the crisis 2001. Way to go, we arrive at the conclusion that the internal problems of convertibility could only be offset by a systematic borrowing inconsistent in the long run.

**Keywords:** currency board, crisis, borrowing, Neoliberalism.

**JEL Classification:** G18, G32, P16, P34.

---

Recibido: 29/09/2014      Aceptado: 04/12/2014      Versión final: 11/12/2014

\* Profesor asociado Universidad de Buenos Aires. sanlofas@hotmail.com

## Résumé

Dans le travail, il analyse le cycle de dix ans du système de la convertibilité en Argentine (1991-2001) et il aborde comme conséquence la crise économique (1995 et 2001), on essaye de comprendre pour quoi une crise a pu avoir du succès tandis que l'autre, non.

C'est pour cela, qu'on fait une analyse de ce qui s'est passé avec les principales variables économiques pendant ces dix ans et on discute aussi avec les interprétations qui font porter la responsabilité à la situation du système bancaire et au même temps on accuse les déficit fiscal comme responsable de la crise 2001. C'est comme ça, qu'on parvient à un accord : les problèmes internes de la convertibilité a pu être compensé pour un système d'endettement, de manière inconsistante à long terme.

**Mots clés:** convertibilité, crise, endettement, Néolibéralisme.

## I. Introducción

Los diez años que mediaron entre 1991 y 2001 en la Argentina estuvieron regidos por el sistema de convertibilidad, el cual hacía equivaler un peso argentino con un dólar estadounidense, a través de un tipo de cambio fijo, en una relación de “uno a uno”. La convertibilidad fue la principal herramienta económica con la cual se logró la estabilidad en el país y que puso fin al caos hiperinflacionario de la década previa. Asimismo, la convertibilidad, durante los diez años que rigió, debió atravesar dos importantes crisis, una en el año 1995 y otra en 2001. Sin embargo, las dos crisis tuvieron una dispar consecuencia en la economía del país. La primera, producto del shock externo del “efecto tequila” mexicano, a pesar de generar algunas incertidumbres de importancia, pudo sortearse airosamente, sobreviviendo la convertibilidad a ella. Así, apenas un año después, la economía volvió a crecer a buen ritmo, a recibir capitales, bajar el desempleo y generar un ciclo de expansión de tres años. Empero, la segunda crisis, ocurrida en 2001, no tuvo igual suerte, ya que la misma generó uno de las más duras consecuencias económicas, políticas y sociales en el país: la pobreza en poco tiempo se ubicó por encima del 50% de la población, el desempleo tocó el 25%, el sistema bancario fue intervenido, la economía cayó un 20% y un gobierno constitucional finalizó como consecuencia de esa crisis, la cual puso fin al sistema de convertibilidad.

Dadas estas diferencias, el objetivo de este trabajo será hacer un abordaje comparativo de ambas crisis económicas que intente reponer las condiciones y respuestas de cada caso. De esta manera, buscaremos repasar algunas de las explicaciones que han enfatizado que la principal diferencia entre una y otra crisis fue o bien la responsabilidad del sistema bancario o bien del déficit fiscal. En este sentido, ambas explicaciones no serán dejadas de lado, sino que se señalará que cada una de ellas responde a fenómenos más profundos que no pueden descuidarse, los cuales tienen una jerarquía explicativa mayor y que fueron

las causas detrás de las dos explicaciones tradicionales de la crisis de 2001. Así, primeramente haremos un recorrido amplio al sistema de convertibilidad para explicar su génesis, desarrollo y fin, el cual nos permita tener una mirada estilizada de los años de vida de la convertibilidad. Luego, nos referiremos al sistema bancario durante la misma para analizar la primera de las explicaciones a discutir, la cual señala que la causa de la crisis de 2001 fue el crecimiento de la sobreexposición del sistema bancario con la deuda pública. Luego, repasaremos los ciclos de la convertibilidad en función de la situación externa, lo que será un elemento fundamental para explicar la dinámica interna durante esos diez años. En la quinta sección de este trabajo se discutirá la denominada “explicación fiscalista”, en la cual, desde el pensamiento ortodoxo, se responsabiliza al déficit fiscal como principal culpable del fin de la convertibilidad. En este caso, esta sección nos permitirá no sólo matizar elementos de dicha explicación, sino además relacionar la dinámica de la deuda estatal con la estructura del sistema de convertibilidad, relación que creemos más robusta e integral para entender las diferencias económicas entre las crisis de 1995 y 2001. El trabajo se cerrará con algunas reflexiones para recoger algunas enseñanzas al respecto.

## **II. Los diez años del sistema de convertibilidad (1991-2001). Una mirada estilizada**

La década de 1980 fue llamada por la Cepal como “la década perdida” para América Latina. En el caso de la Argentina, tal descripción, por lo menos en el terreno económico, es perfecta. Durante esos años, el producto per cápita quedó estancado e incluso retrocedió. La distribución de ingresos agudizó su lógica regresiva, acompañada del aumento de la pobreza, el desempleo, la precariedad laboral y la concentración económica. La inversión, productividad y las empresas de servicios públicos tuvieron una performance desastrosa y la deuda externa no dejó de crecer en esos diez años. Además, la década de 1980 fue tiempo de alta inflación en el país, con un solo año (1985) en el cual los precios no subieron por encima del 100%, todos los demás años, la inflación no sólo superó ese número, sino que terminó coronando el periodo con dos feroces hiperinflaciones en 1989, que llevaron todos los indicadores sociales y económicos a niveles de pesadilla.

Cuando en el año 1989 se produjeron las elecciones presidenciales, no era fácil augurarle al nuevo gobierno de Carlos Menem un panorama alentador, ya que recibía un país en llamas. Tan solo en el mes de su asunción, julio, la inflación fue de 196%, algunas policías provinciales estaban autoacuarteladas en señal de protestas por los sueldos atrasados, produciéndose saqueos y protestas sociales en diversos puntos del país. Además, al interior de las Fuerzas Armadas todavía existían elementos golpistas que proyectaban nuevos embates, ya sea para derrocar al gobierno como para lograr que se aplicaran medidas a su favor. En este sentido, los slogans de tintes populistas elegidos por Menem durante su campaña, en la que prometió “un salarizado” y una “revolución productiva”, pronto parecieron quedar atrás frente a lo desesperado de la situación. Así, el modelo peronista clásico, apoyado en el sindicalismo, el empresariado mercadointernista y el Estado benefactor, no parecía posible de funcionar, ya que sus actores estaban en una situación sumamente frágil. De esta manera, pronto se presentaron cambios y las anteriores banderas históricas del peronismo

fueron dejadas atrás para abrazar una dirección diametralmente contraria al nacionalismo y estatismo que las caracterizó, para tomar las consignas del liberalismo y del capital concentrado, mutando hacia el giro neoliberal que adoptó la región y el mundo tras la caída del muro de Berlín<sup>1</sup>.

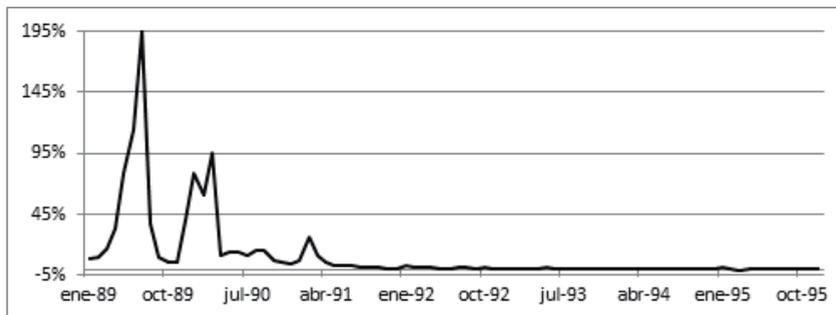
Una vez asumido Menem los primeros pasos fueron concertar una alianza político-económica con el principal grupo económico del país, el grupo Bunge y Born, para que un gerente de allí fuera designado ministro de economía. Así, se aplicaron las principales reformas para acercarse al gran capital: se abrió la economía, desregularon mercados, privatizaron empresas públicas, flexibilizó el mercado de trabajo y despidieron empleados estatales para adoptar de modo radical el discurso neoliberal. Las medidas tomadas inicialmente no lograron calmar el caos, y a fin de 1989 se produjo un nuevo pico hiperinflacionario, si bien un poco más leve que el anterior, igualmente terrible, que terminó con la conducción económica y volvió a generar saqueos y conflictos. Con un nuevo equipo económico se pasó adoptar una estrategia todavía más agresiva a partir de entonces que, a pesar de no haber estabilizado totalmente la situación, al menos había logrado huir de lo peor de la crisis durante casi un año. Sin embargo, a principios de 1991 la situación volvió a descontrolarse y la economía pareció dirigirse hacia un tercer estallido hiperinflacionario, tras producirse una nueva corrida contra el dólar. Así, de igual modo que antes, una crisis económica indómita volvía a acorralar al gobierno de Menem, pareciendo que era llevado una vez más frente al abismo. Sin embargo, con un nuevo equipo económico, el tercero, esta vez encabezado por Domingo Cavallo, y una situación en mejores condiciones que las otras dos, se decidió anclar el tipo de cambio en un valor fijo como una medida radical que estabilizara las expectativas y garantizara la calma en los mercados. Fue así que en el mes de abril nació el régimen de convertibilidad<sup>2</sup>.

La ruptura que generó el sistema de convertibilidad en la Argentina fue inmensa, dado que en muy poco tiempo se pasó de una situación de crisis e incertidumbre a otra donde las expectativas parecieron dejar de espiralarse y los precios a ganar estabilidad. Así, pronto la economía volvió a crecer, el salario recuperó poder de compra con el fin de la inflación y la inversión externa comenzó a fluir hacia el país a toda velocidad, gracias al nuevo clima económico. Veámoslo gráficamente.

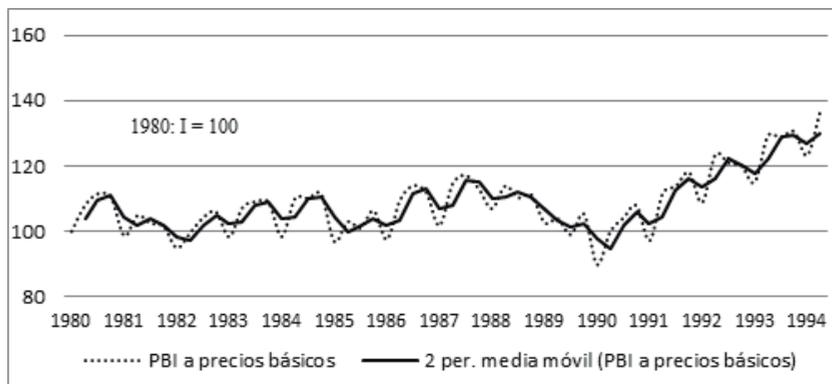
---

<sup>1</sup> Para un análisis sobre el cambio de consignas e ideologías realizado por el peronismo durante el gobierno de Menem, amén las nuevas alianzas políticas operadas, ver nuestro trabajo Zicari (2013).

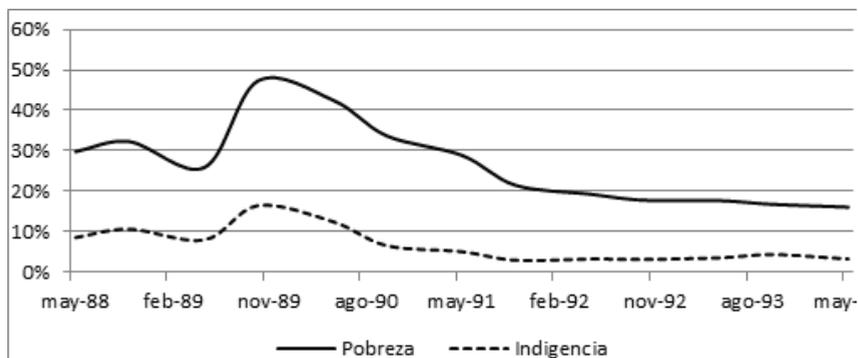
<sup>2</sup> Para un mayor detalle sobre las condiciones políticas y económicas de la coyuntura que dio origen a la convertibilidad, ver nuestro trabajo (Zicari, 2015).

**Gráfico 1: Variación de los precios contra el mes previo (ene 1989 – dic 1995)**

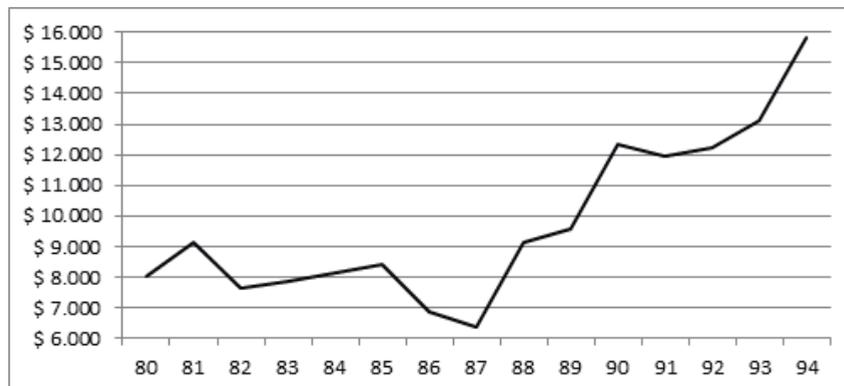
Fuente: Elaboración propia en base datos Ministerio de Economía de la Nación.

**Gráfico 2: Índice PBI trimestral y su media móvil (1980:I-1994:II)**

Fuente: Elaboración propia en base datos Ministerio de Economía de la Nación.

**Gráfico 3: Pobreza e indigencia del Gran Buenos Aires (may 1988 – may 1994)**

Fuente: Elaboración propia en base datos Ministerio de Economía de la Nación.

**Gráfico 4: Exportaciones anuales (1980-1994) (en millones de dólares)**

Fuente: Elaboración propia en base datos Ministerio de Economía de la Nación.

Si repasamos lo sucedido con las principales variables de la economía, notamos que el plan de reformas llevado a cabo por Menem pareció todo un éxito, sobre todo a partir de la llegada de la convertibilidad. En el terreno inflacionario, el cual parecía ser el problema más complejo e indómito de todos, luego de dos estallidos hiperinflacionarios, y algunos signos que hicieron presagiar un tercero en el verano de 1991, notamos en el gráfico 1 que la llegada de la convertibilidad solucionó el problema en muy poco tiempo, acabando con la inflación y garantizando la estabilidad por el resto de la década. A su vez, el PBI, que prácticamente estuvo estancado durante toda la década de 1980, comenzó a crecer a muy buen ritmo al inicio de la década siguiente, ofreciendo algunos años tasas de expansión del 9% (Gráfico 2). De este modo, a partir del crecimiento económico y el control de la inflación,

los índices de pobreza e indigencia pronto bajaron, cayendo a la mitad de los valores que ofrecieron los años finales de la década del 80 (Gráfico 3). Asimismo, las exportaciones, según nos indica el gráfico 4, pudieron aprovechar la excelente bonanza externa y duplicar durante la primera mitad de la década de 1990 los valores de los 80's. De igual modo, muchas variables mostraron valores alentadores: la inversión extranjera directa creció a toda velocidad, provocando una fuerte expansión de la productividad; el endeudamiento público logró disminuir durante los primeros años gracias al Plan Brady (que logró, además de quitas de capital, extender los plazos de pago y bajar las tasas de interés); mientras que los shocks de modernización y estabilidad permitieron expandir el consumo, motorizados primordialmente por el crecimiento del crédito bancario. Bajo estas coordenadas, no parece muy difícil entender por qué la convertibilidad logró tanto apoyó y fue la llave para legitimar todo el programa de reformas neoliberales, permitiendo que las mismas continuaran. A su vez, y de igual modo, la convertibilidad le permitió a Menem ganar recurrentemente las elecciones y luego reformar la Constitución en 1994 para competir por un nuevo mandato al año siguiente. Así, mirada en perspectiva, durante la primera presidencia de Menem (1989-1995), se pasó de una situación de catástrofe absoluta, en la que muchos vieron los signos de descomposición y hasta una guerra civil<sup>3</sup>, a otra en la cual la estabilidad, la democracia y el crecimiento económico parecieron mostrar las marcas de una nueva y vigorosa "resurrección nacional".

Sin embargo, no todo sería color de rosas para la economía argentina, dado que a finales de 1994 el exitoso plan de convertibilidad debió dar muestras de solides al verse afectado por el efecto tequila mexicano. En este caso, la crisis de la economía mexicana fue un fuerte shock externo que se trasladó a la Argentina, ya que ambos países habían adoptado modelos económicos similares. Así, lo sucedido en México se mostraba como un espejo de lo que virtualmente ocurriría en el sur, encendiendo las principales alarmas al comenzar 1995. Por lo cual, los capitales comenzaron a salir de Argentina por el pánico que se instaló, adoptando una lógica bien sencilla: los depósitos bancarios que caían, gracias al tipo de cambio fijo, fueron cambiados por las reservas del Banco Central, convirtiéndolos en dólares 'frescos', fugándose del sistema, porque se estimaba que la convertibilidad no podría sobrevivir, temiéndose una inminente devaluación. Con esta lógica, se produjo una corrida bancaria y cambiaría que elevó las tasas de interés para retener los fondos que se escurrían, se cortó el ingreso de capitales externos, cayó la bolsa y el clima de euforia quedó apagado, desplomándose la actividad económica.

Fue en ése contexto que los organismos de crédito internacionales, especialmente el FMI, dieron una fuerte asistencia al país para que pudiera robustecer sus reservas y ahuyentar los fantasmas de default y devaluación, con el fin de evitar que la crisis mexicana continuara expandiéndose por la región. A su vez, la cercanía de las elecciones presidenciales (mayo

---

<sup>3</sup> Aldo Rico, líder carapintada que había participado en las rebeliones militares contra el gobierno de Alfonsín en los 80, por ejemplo, advirtió en junio de 1989, un mes antes de que Menem asumiera, que en la Argentina "no solo es posible sino probable una guerra civil". Citado en Novaro (2009: 307).

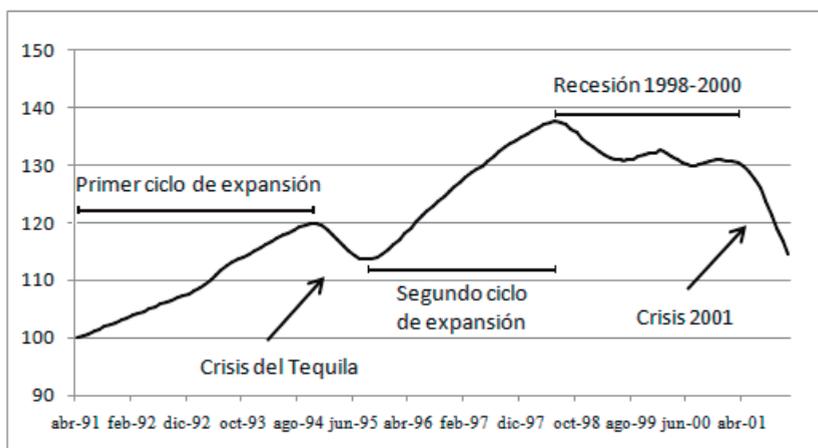
de 1995) que auguraban un casi seguro triunfo de Menem, especialmente para que la convertibilidad fuera sostenida, sumadas al apoyo externo, hicieron que pronto lo peor de la tormenta quedara atrás. Así, al ratificarse la victoria de Menem, la calma arribó y durante el segundo semestre de 1995 comenzaron a observarse algunos signos de recuperación. Ya al año siguiente el crecimiento económico retornó y el flujo de capitales externos se recuperó.

De esta manera, la convertibilidad había pasado una dura prueba que pareció mostrarle al mundo una fortaleza mayor a la primeramente estimada. Además, en poco tiempo continuarían produciéndose embates, tanto internos como externos, que igualmente serían superados por la convertibilidad sin demasiadas complicaciones. Con respecto a los primeros, en julio de 1996, Domingo Cavallo, padre intelectual de la convertibilidad, dejó su cargo en el gobierno, pero demostrando a la vez que su sistema podía sostenerse aún sin él. Un año después, cuando fueron las elecciones nacionales legislativas en el país, una colación de partidos opositores, la Alianza, se impuso en ellas, proyectándose como vencedora de los comicios presidenciales de 1999. De parte del exterior, una serie de crisis externas volvieron a golpear a la convertibilidad, pero sin dejar consecuencias mayores. Así, la crisis asiática (1997), rusa (agosto de 1998) y la devaluación brasilera (enero 1999) se sucedieron una tras otra y no provocaron temblores similares a los del Tequila. Por su parte, en octubre de 1999 se confirmó el diagnóstico electoral previo y la Alianza ganó las elecciones presidenciales, aunque prometiendo como principal consigna electoral mantener el 'uno a uno' de la convertibilidad, todavía muy popular en la población.

Ahora bien, más allá de las promesas de campaña, lo cierto es que la convertibilidad ya mostraba fuertes signos de desgaste sobre el final de la década. El más importante de ellos era en términos sociales, porque había generado un aumento sistemático del desempleo y de la pobreza que, a partir de 1994, no había dejado de escalar. Además, el financiamiento externo había llegado a su límite y fue interrumpido sobre mediados de 2000. La economía estaba en recesión desde agosto de 1998 y la fórmula escogida por el gobierno de la Alianza para sostener la convertibilidad, basada únicamente en reducir el gasto público para dar *señales* de austeridad a los mercados, sólo contribuyó a agudizar el estancamiento, pasando a producir una fuerte depresión durante 2001. A su vez, los conflictos políticos en el interior de la Alianza se intensificaron, donde varios diputados de la coalición y el vicepresidente rompieran con el presidente Fernando De la Rúa. La combinación de turbulencias políticas y de falta de respuestas de la economía sólo ocasionó incertidumbres sobre el futuro de la convertibilidad y sobre el pago de la deuda por parte del gobierno. Así, cuando en febrero de 2001 se desmoronó Turquía, en Argentina se encendieron las alarmas. De este modo, el primer ministro de economía de la Alianza fue reemplazado por Ricardo López Murphy, un hombre proveniente del ultraliberalismo que decidió profundizar las denominadas miradas "fiscalistas" sobre la economía, responsabilizando al déficit fiscal como principal causa de las incertidumbres y del cierre de los mercados para el financiamiento. Sin embargo, el descomunal ajuste propuesto por el ministro, de casi dos mil millones de dólares, no encontró apoyo político y debió renunciar dos semanas después de asumir. El gobierno de la Alianza, desesperado, convocó como salvador de la situación a Domingo Cavallo sobre fin de marzo

de 2001. Sin embargo, el cambio de ministros le había costado a la economía una fuerte corrida bancaria y cambiaria que hizo bajar las reservas del Banco Central. En poco tiempo, aún el ambicioso plan de reactivación propuesto por Cavallo tampoco logró una respuesta. Es así que el gobierno decidió llevar a cabo un gigantesco canje de deuda en mayo para aplazar los vencimientos de corto plazo. Igualmente, en julio volvieron a producirse embates por el delicado equilibrio de la situación, con una segunda corrida bancaria y cambiaria en el año, lo cual hizo que el ministro Cavallo diera por tierra con sus planes de reactivación para volver a insistir con las tesis fiscalistas, aunque de modo aún más radical. De esta forma, se planteó un nuevo ajuste, conocido como “Déficit cero” y que era el séptimo desde que había asumido la Alianza, ahora por tres mil millones de dólares, que recortó los salarios y jubilaciones estatales un 13%<sup>4</sup>. La “tranquilidad” del recorte duró poco. Pronto, en octubre, con una apabullante derrota electoral, comenzó una tercera corrida en el año contra la convertibilidad, esta vez definitiva. Así, se repitió la misma lógica que durante el Tequila: los depósitos salieron de los bancos para ser cambiados por las reservas del Banco Central, el cual estaba obligado a vender sus dólares por la ley de convertibilidad. Sin embargo, el bajo nivel de reservas, sumado a la baja liquidez de los bancos ya exhaustos, hizo que el gobierno deba intervenir el sistema bancario restringiendo los retiros de depósitos al comenzar diciembre. Esto fue lo que se conoció con el nombre de “corralito”. Esta medida, terminó por agudizar el clima social y económico que se volvió inviable y en poco tiempo desató una furia popular que hizo caer al gobierno de la Alianza el 20 de diciembre. Pocos días después los gobiernos siguientes declararon el default y el final de la convertibilidad.

**Gráfico 5: PBI mensual estilizado de Argentina (abr 1991 – dic 2001) (índice)**



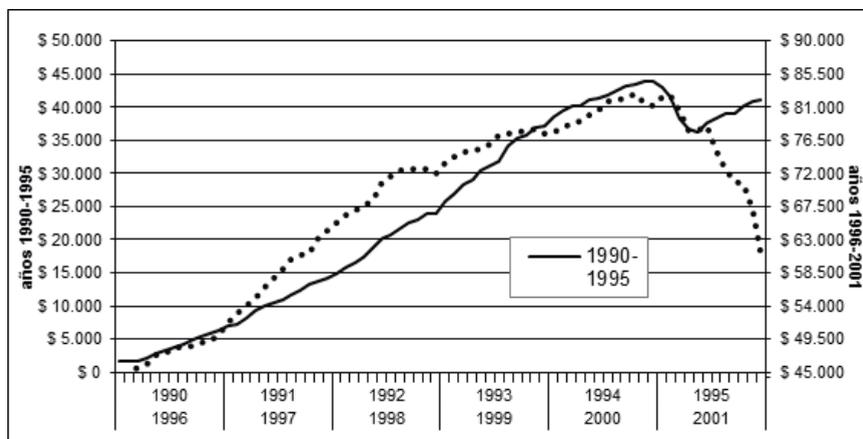
Fuente: Elaboración propia en base datos Ministerio de Economía de la Nación.

<sup>4</sup> Para una reposición de los principales sucesos económicos, la lógica política de los mismos y las corridas bancarias, ver Zicari (2014).

### III- La situación bancaria

La situación del sistema bancario argentino durante las dos crisis de la convertibilidad arroja una reflexión aparentemente paradójica: evaluados a la distancia, varios de los indicadores del sistema bancario parecen mostrar mejores perspectivas durante el 2001, por lo menos durante el primer semestre, que durante la crisis de 1995. Por empezar, debemos decir que en las dos crisis, luego de largos periodos de ascenso de los depósitos bancarios, estos se desmoronaron al comenzar sendos años de crisis (gráfico 6). Lo que es curioso, igualmente, es que durante el tequila los depósitos totales (en pesos y dólares) de las cajas de ahorro, plazos fijos y cuentas corrientes (M3) se ubicaran en torno a los 44 mil millones al inicio de la crisis (diciembre de 1994) y tocaron 36.300 mil millones seis meses después, en lo peor de ella, con una caída de 7.700 mil millones que representó el 17,5 % entre ambos puntos. Sin embargo, al comenzar el año 2001 éstos valores eran 82.300 y 77.700 mil millones respectivamente, lo que implicaba una caída de apenas 4.600 mil millones y que era el 5,5% del sistema. Por lo cual, el descenso durante el primer semestre de ambas crisis fue mucho más pronunciado en 1995 que en 2001 (más del triple en términos relativos), además de mostrar este último año niveles mucho más sólidos en los depósitos, los cuales se hallaban en valores prácticamente del doble. Sin embargo, los retiros bancarios terminaron por ser mucho más severos durante el segundo semestre del año 2001, sufriendo tres corridas bancarias (marzo, julio y noviembre), mientras que durante el Tequila sólo ocurrió una. Así, en una mirada comparada, notamos que en el mes mayo de ambos años se tocó un piso y una leve recuperación durante el mes siguiente. Pero la diferencia estribó en que en julio de 1995 los depósitos continuaron la recuperación, ascendiendo a partir de allí, mientras que en julio de 2001 no ocurre ello sino todo lo contrario: se sucede la segunda corrida.

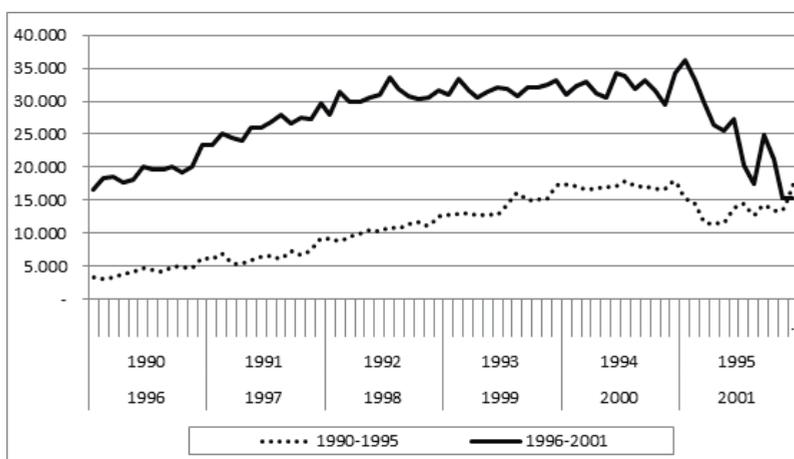
**Gráfico 6: Total de depósitos bancarios mensuales durante la crisis Tequila (eje izq.) y el 2001 (eje der) (ene 1990 – dic 2001) (en millones)**



Fuente: Elaboración propia en base datos BCRA.

Con respecto a las reservas del Banco Central ocurrió algo similar. En ambas crisis durante el primer tramo del año las reservas se desmoronaron a mucha velocidad. Para el caso del Tequila, las reservas se ubicaron en diciembre de 1994 en torno a los 18 mil millones de dólares, para estar las mismas, seis meses después, en su punto más bajo, en 11.500 millones. Es decir, sufrieron una caída del 34,7% en un semestre. Durante la siguiente crisis, las reservas estaban por encima de los 36 mil millones de dólares al comenzar el 2001 y perdieron, en igual plazo, casi 8.900 millones, que representaban el 24,6% del total inicial. En ambos casos, al mes siguiente a ese “piso” se produce una recuperación de las reservas, pero, al igual que antes, también aquí ocurre una fuerte divergencia: durante el año 1995 las reservas continuaron su marcha de ascenso mientras que en 2001 volverán a caer estrepitosamente.

**Gráfico 7: Reservas mensuales de dólares del Banco Central (ene 1990 – dic 2001) (en millones)**



Fuente: Elaboración propia en base datos BCRA.

La incógnita clave parece ser explicar por qué si el primer semestre de 2001 pareció mostrar una solides mayor, por lo menos en las variables analizadas, los resultados fueron de tanto contraste. Una explicación recurrente ha sido el comportamiento adquirido por el FMI en ambas crisis. Según esta mirada, el Fondo actuó de manera pronta en 1995, con su apoyo y financiamiento, pero fue muy reticente en 2001. Sin embargo, más allá de la mayor intransigencia que ofreció el organismo en 2001<sup>5</sup>, lo que es cierto es que el FMI dio una asistencia casi cinco veces mayor en este último año que durante 1995. Además, de las cinco supervisiones realizadas por el organismo, el Fondo aprobó cuatro de ellas, aún cuando la Argentina no cumplió con muchos compromisos, y sólo denegó la última revisión en diciembre de 2001, cuando la crisis ya prácticamente había explotado.

<sup>5</sup> Para un análisis de la relación del FMI con el gobierno argentino durante el año 2001, ver Nemiña (2014).

**Cuadro 1: Desembolsos, pagos y saldos netos de FMI con Argentina (1990-2001)**  
(en millones de dólares)

Año	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Desembolsos del FMI	458	418	804	1.586	893	2.317	788	433	0	0	2.064	10.619
Pagos al FMI	731	1.035	877	378	423	475	426	469	682	827	1.453	1631
Desembolsos netos	-273	-617	-73	1.208	470	1.842	362	-36	-682	-827	611	8.988

Fuente: Brenta (2008:505).

Por su parte, de acuerdo a la mirada de quién fue presidente del Banco Central entre 1991 y 1996 (y luego ministro de Economía, 1996-1999), Roque Fernández, la mejor forma de asegurar el sistema bancario debía ser “extranjerizarlo”, puesto que así se tendría la suficiente confianza en que las casas matrices de los bancos podrían auxiliar desde el exterior a sus filiales en caso de haber una crisis (Cuadro 2). Por su parte, según esta visión, con la extranjerización se permitiría robustecer y modernizar a la banca en el país. Además, dadas las “enseñanzas” que dejó la crisis de 1995 con respecto al sector bancario, se decidió aplicar un “seguro de depósitos” para minimizar los riesgos de una emergencia sistémica. Así, se tomaron medidas que estimularon la concentración bancaria, para generar mayor eficiencia y economías de escala. En este sentido, Argentina fue el primer país de latinoamérica y el que más rápido adoptó las normativas de “Basilea I”, tomando medidas aún más estrictas poco después (Basilea +). Fue así que, una vez pasada la crisis asiática, el Banco Mundial consideró al sistema argentino, a partir del marco regulatorio, uno de los mejores del mundo y segundo en el ranking de países emergentes, detrás de Singapur y en paridad con Hong Kong (Damill *et al*, 2011: 568)<sup>6</sup>.

<sup>6</sup> Sin embargo, también se advirtió con respecto a esto: “el fortalecimiento de las normas prudenciales y su adaptación al régimen de convertibilidad vigente en Argentina contribuyeron en general a mejorar la solvencia y la liquidez del sistema y a disminuir la probabilidad de una crisis bancaria. Pero, al mismo tiempo, el sistema de incentivos vigente era tal que, si de todos modos se producía una crisis, ésta sería mucho más catastrófica que en un sistema menos adaptado a la convertibilidad. Es decir que el sistema bancario se tornó mucho más sólido en su capacidad de resistir shocks de magnitudes moderadas pero de mucho más difícil reconstrucción frente a perturbaciones de un orden de magnitud superior, lo cual aumentaría el costo de la crisis que puso fin a la convertibilidad, generando un proceso de resolución especialmente traumático”. Damill *et al* (2011: 570).

**Cuadro 2: Cantidad y tenencia de depósitos por tipo de banco (1994-2000)**

Tipo de Banco	Diciembre -1994		Diciembre -1995		Diciembre - 2000	
	Cantidad de Bancos	Depósitos en %	Cantidad de Bancos	Depósitos en %	Cantidad de Bancos	Depósitos en %
Públicos	33	39%	31	39%	15	33%
Privados de apital nacional	66	33%	56	36%	33	26%
Cooperativos	38	10%	10	5%	2	2%
Privados de capital extranjero	31	16%	30	19%	39	39%
Total	168	100%	127	100%	89	100%

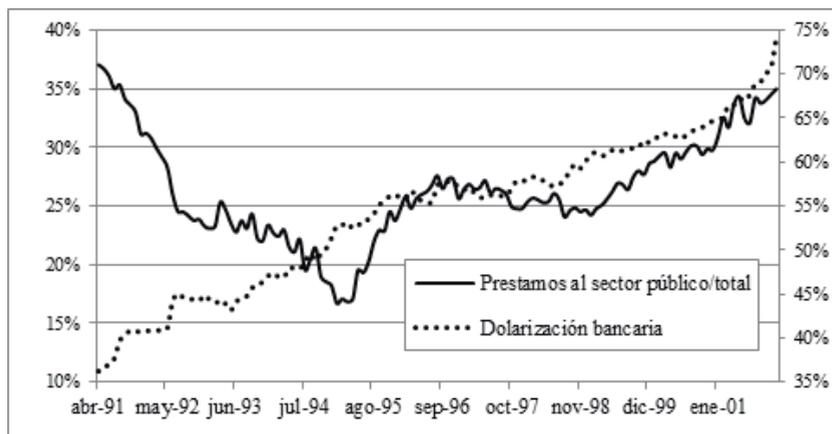
Fuente: Brenta (2008: 509).

Sin embargo, más allá de la mirada ofrecida por el pensamiento ortodoxo, hay tres factores fundamentales que no fueron considerados, o lo hicieron levemente, y resultaron determinantes con vistas al sistema bancario, los cuales suelen ser vistos como los factores ocultos detrás de la crisis. El primero de ellos se refiere, dada la forma de evaluar los riesgos, la cual suponía que un tomador de crédito de gran tamaño otorgaba mayor confianza dado que éste tendría "mayor solvencia", hizo que la exposición del sistema financiero frente a un default del sector público fuera descuidada. En efecto, como vemos en el Gráfico 8, al salir de lo peor de la crisis hiperinflacionaria el gobierno redujo año tras año su demanda relativa de créditos a los bancos, lo que hizo que durante el Tequila tuviera sólo el 17% del crédito total del país. Sin embargo, a partir de allí su demanda comenzaría a crecer sistemáticamente a una velocidad cada vez mayor, encontrándolo en el 2001 con una exposición promedio del 34%, es decir, el doble que en 1995 y similar a la del comienzo de la década. Por lo que su rol como tomador de fondos tuvo la forma de una "V" durante toda la convertibilidad y fue lo que hirió de muerte al sistema bancario. El segundo elemento fue la fuerte subestimación del descalce entre monedas latente que se produjo por el ininterrumpido avance hacia la dolarización que la convertibilidad favoreció. Así, si en todo sistema bancario existe un diferencial entre los tiempos de los depósitos (generalmente de corto plazo) y el de los préstamos (de un plazo siempre más grande), en el caso argentino debemos agregarle una desigual composición de activos y pasivos bancarios por su tipo de moneda, el cual no fue asumido suficientemente por el proceso de dolarización que se amplió con el paso del tiempo. De ese modo, la dolarización se multiplicó especialmente por el proceso de expansión secundaria, que volvió más vulnerable al sistema por el descalce entre monedas. Finalmente, en relación a esto último, con la dolarización creciente, el Banco Central fue perdiendo también condiciones de realizar su función de prestamista de última instancia frente a un sistema que predominantemente había asumido tenencias en moneda extranjera, lo que dejó a los bancos sin una red de cobertura en caso de crisis<sup>7</sup>. Por lo cual, frente a estas

<sup>7</sup> Un análisis de las explicaciones que señalan los problemas de "solidez", "solvencia" o de "expectativas autovalidadas" del sistema bancario con vistas a un default del sector público, ver Francés Verlini (2004) y Dal Borgo (2004).

tres fallas es llamativo que el modelo argentino haya sido tan celebrado tanto por el Banco Mundial como por el FMI, quién hizo un importante reivindicación del país en su foro anual de 1998, y que sus riesgos sistémicos no hayan sido advertido con la debida importancia. Sin embargo, creemos que los problemas del sistema bancario por sí mismos no explican la crisis del 2001, sino más bien que son tan sólo una expresión de causas más profundas.

**Gráfico 8: Préstamos al sector público sobre el total del sistema bancario (eje izq.) y activos y pasivos bancarios en dólares sobre el total (eje der.) (abr 1991 – dic 2001)**



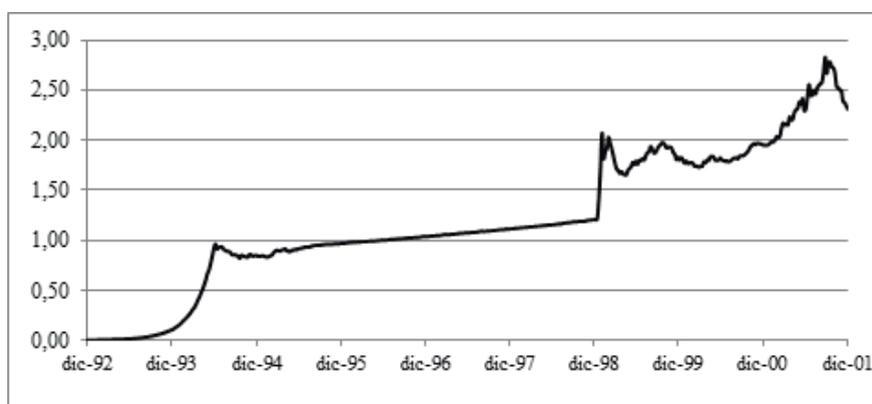
Fuente: Elaboración propia en base datos BCRA.

#### IV- La situación externa

El frente externo argentino durante el periodo de la convertibilidad tuvo oscilaciones de importancia. Sin embargo, dichas oscilaciones frente a las rigideces de la caja de conversión argentina, que no contaba con “válvulas de escape” que le permitieran flexibilizarse, hizo que la convertibilidad no dejará de acumular problemas a lo largo de la década que duró, lo que volvió lentamente a la situación económica del país en una pesadilla. Repasemos esto. Brasil, que se había convertido en el principal socio comercial argentino, cuando devaluó su moneda en 1999, agudizó los déficits con el país (Gráfico 9). Por su parte, el otro gran destino de las exportaciones argentinas, la Unión Europea, enfrentó sobre el tramó final de la década un inaudito proceso de depreciación cambiaria con respecto al dólar (Gráfico 10). En ambos casos, ocurrió lo mismo, las principales plazas de recepción de los bienes argentinos, que eran el 60% de sus mercados, al estar devaluados frente al dólar, llevaron al tipo de cambio argentino a una situación de progresiva apreciación y pérdida de competitividad. En este mismo sentido, el contexto externo fue aún más adverso si consideramos lo ocurrido con los precios de los principales bienes de exportación argentinos: los bienes primarios, las manufacturas de origen industrial y las manufacturas de origen agropecuario,

que explican entre los tres el 90% de las exportaciones, tuvieron un contexto de alza hasta mediados de la década de 1990 y permitieron que los embates del Tequila en 1995 puedan ser amortiguado. Sin embargo, la segunda mitad de la década encontró a los precios externos de los productos argentinos en un proceso de continua baja que se agudizó desde 1999 y que tocó su peor valor en una década durante 2001 (Gráfico 11). Con estos elementos, no nos es muy difícil entender lo que ocurrió con la paridad cambiaria real multilateral del país, la cual tiene en cuenta la relación cambiaria y comercial con las diferentes monedas y bienes que componen la canasta de exportación del país. En este caso, desde el inicio de la convertibilidad hasta su fin, se sufrió un progresivo proceso de apreciación cambiaria, ya sea por la inflación residual existente durante los primeros tiempos de la convertibilidad, heredada de las épocas de alta inflación y que tardó en controlarse, o por la desmejora externa ocurrida desde 1996. Por esto, desde el inicio de la convertibilidad hasta mediados de 1993, la pérdida de competitividad fue notoria, pero pronto parte de ella fue compensada por la suba de los precios externos, sobre todo desde 1995. Sin embargo, hasta mediados de 1996 la desmejora externa no se detendría, lo que llevó a que la pérdida de competitividad externa acumulara un 35% en la coyuntura de 2001 frente a una pérdida de solo el 20% en 1995 (Gráfico 12). Así, si hacemos una comparación de todas estas variables, vemos que tanto el euro, el real, los precios de los productos de exportación como el tipo de cambio real multilateral, ofrecieron mejores condiciones para la venta de los productos argentinos en 1995 frente al 2001. Por lo cual, la competitiva externa al resentirse cada vez más, sin darle respiro al modelo de la convertibilidad, el cual no contó con recursos que le permitieran algún tipo de flexibilidad, llevó al modelo frente a sus límites. Por su parte, todo se complicaría aún más al final del siglo, cuando la Reserva Federal, en Estados Unidos, aplique la política de tasas más altas de la década (Gráfico 13). Este hecho, secaría el mercado de préstamos externos y no le permitiría al gobierno argentino, amén los propios problemas internos del país, obtener financiamiento como en otras épocas.

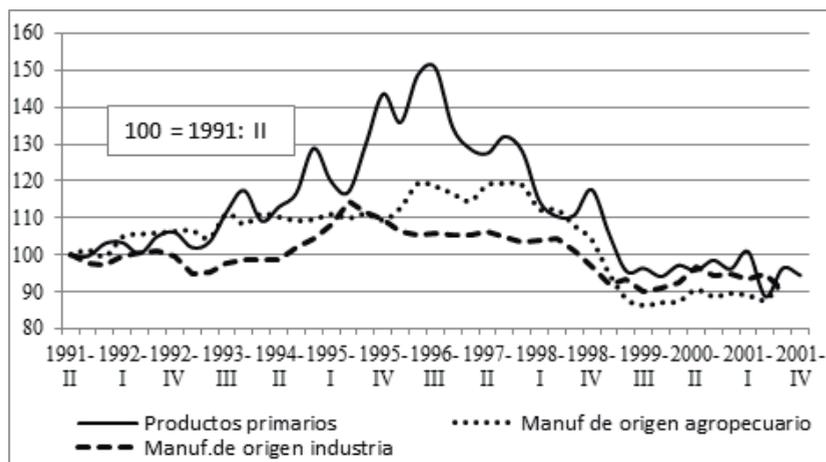
**Gráfico 9: Relación del dólar con el real brasilero (dic 1992 – dic 2001)**



Fuente: Elaboración propia en base datos Reuters.

**Gráfico 10: Relación del euro con el dólar (ene 1990 – dic 2001)**

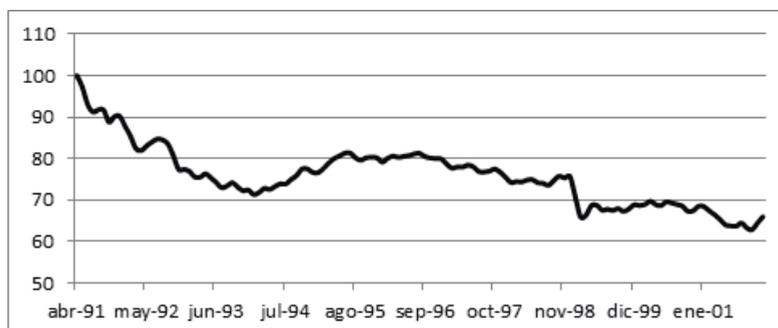
Fuente: Elaboración propia en base datos Reuters<sup>8</sup>.

**Gráfico 11: Índice de precios trimestrales de los bienes de exportación argentinos: productos primarios, manuf. de origen industrial y manuf. de origen agropecuario (1991: II – 2001: IV)**

Fuente: Elaboración propia en base datos Ministerio de Economía.

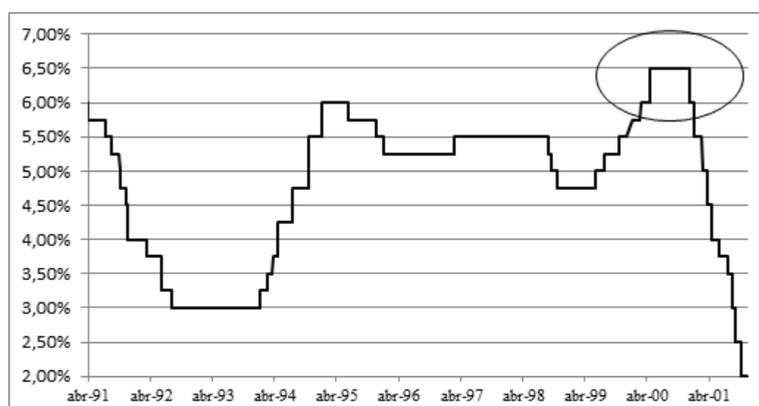
<sup>8</sup> Respecto del Euro debemos considerar que si bien comenzó a funcionar en enero de 1999 como unidad contable y en 2002 como moneda, los datos del gráfico N° 10 recomponen la canasta de monedas que lo conformó y lo extrapola hacia el pasado, permitiéndonos evaluar la evolución.

**Gráfico 12: Índice del Tipo de Cambio Real Multilateral durante la convertibilidad (abr 1991 – dic 2001)**



Fuente: Elaboración propia en base datos BCRA.

**Gráfico N° 13: Tasa de interés de la Reserva Federal (abr 1991 – dic 2001)**

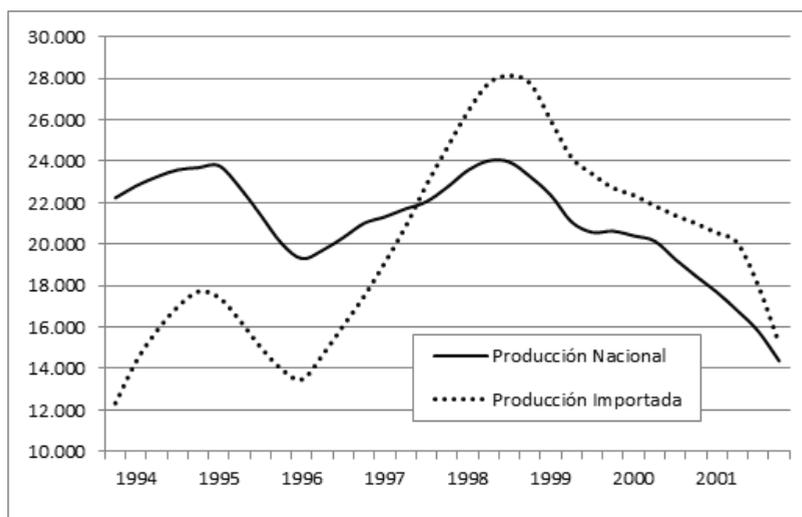


Fuente: Elaboración propia en base datos Reserva Federal de Estados Unidos.

Las consecuencias de un proceso como el descrito no fueron menores para la economía argentina. En principio, porque la acumulación de problemas externos, sumados a las políticas de apertura, neoliberalismo y ortodoxia, sobreexigieron a las empresas nacionales al hacerlas competir en situación de desventaja, principalmente por un tipo de cambio que se apreció en forma permanente. De ese modo, la brusca apertura económica promovió de mayor grado el aumento de las importaciones sin tener una contrapartida lo suficientemente poderosa para que las exportaciones crezcan, por lo menos a igual ritmo, dado que el sistema de precios relativos estaba sesgado en contra de la producción de los bienes transables. Por su parte, la concentración de ingresos que produjo el modelo neoliberal, la

baja salarial y el aumento del desempleo le quitaron dinamismo al mercado interno. Así, las empresas locales se encontraron con dificultades tanto para colocar su producción en el mercado nacional como en el exterior. En el Gráfico 14 podemos observar cómo la dinámica instaurada por la convertibilidad hizo que el componente local de los principales ítems de producción fuera reemplazado por productos importados. Así, de esta manera, el frente externo terminó por consolidar una situación estructural clara: el predominio importado asumió un carácter permanente frente a la producción nacional y a las exportaciones, lo cual arrojó un déficit comercial crónico (Gráfico 15). Por su parte, la brecha externa sólo se logró revertir en tiempos de depresión económica, en 1995 y en 2001, aunque no por el aumento de las exportaciones, sino por una parálisis del consumo interno que generó una menor demanda de importaciones. Es decir, si la economía se mostraba activa y en crecimiento, como fue durante los dos ciclos de expansión repasados (1991-1994 y 1996-1998), el déficit externo se ampliaba de modo creciente, pero si la economía se contraía, el déficit tendía a disminuir. Por lo cual, como conclusión con vistas al frente externo, dada la dinámica instaurada por la convertibilidad, las autoridades sólo podían optar entre “dos males”: o bien por hacer crecer el PBI, al costo de aumentar el déficit con el exterior, o bien acotar la brecha externa, pero generando como consecuencia una economía estancada y en contracción<sup>9</sup>.

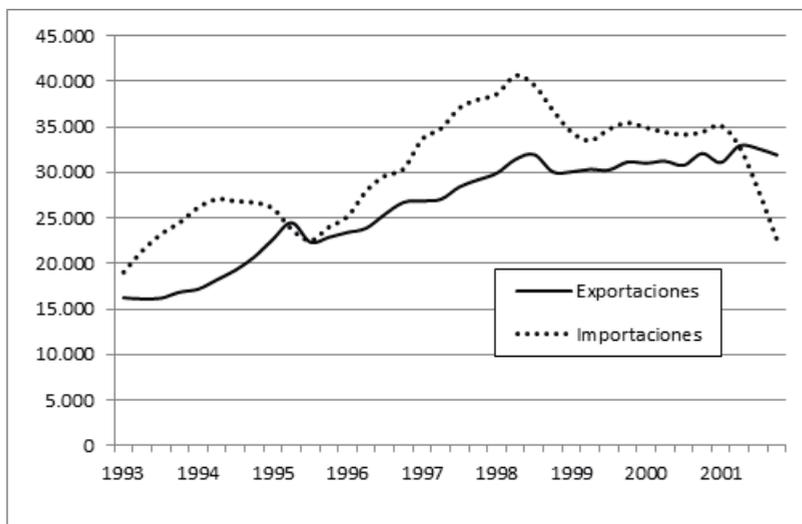
**Gráfico 14: Evolución trimestral promedio de equipos durables de producción, material de transporte y maquinarias y equipo de origen nacional e importado (1993:IV – 2001:IV) (en miles de dólares)**



Fuente: Elaboración propia en base datos Ministerio de Economía.

<sup>9</sup> Un abordaje sobre los problemas estructurales y las paradojas de “entre dos males” generados por el modelo de la convertibilidad pueden encontrarse en Musacchio (2009).

**Gráfico 15: Evolución trimestral de las exportaciones e importaciones (1993:I – 2001:IV)  
(en miles de dólares)**



Fuente: Elaboración propia en base datos Ministerio de Economía.

## V- La situación fiscal

La cuestión fiscal durante la convertibilidad seguramente haya sido el tema económico más debatido sobre el periodo. En este caso, la gran cantidad de publicaciones sobre el tema fiscal se debe a que en él confluyen varios aspectos de relevancia y porque centra a su vez elementos de discusión ideológica. En este sentido, dentro de las visiones ortodoxas, suele ponerse el énfasis en el gasto público y en la falta de responsabilidad fiscal a la hora de generar ahorro por parte del gobierno. Así, para estas visiones, la crisis y el colapso final del régimen de convertibilidad se debió a que, durante las fases de auge y expansión, los gastos no fueron regulados suficientemente ni tampoco se asumió una actitud prudente de ahorro para contextos adversos en los cuales desde el exterior existiera mayor reticencia a dar préstamos. De este modo, según las denominadas interpretaciones “fiscalistas”, al combinarse una situación contractiva con una mayor renuencia externa para otorgar financiamiento, sumados a la actitud “irresponsable” del gobierno por no realizar los recortes correspondientes, llevaron a una situación insostenible de pánico, que sembró dudas en el mercado sobre la capacidad de pago del Gobierno, porque los bancos estaban muy expuestos frente a la deuda pública. Por lo cual, las “corridas bancarias” que generaron “iliquidez” y las “preferencias por los activos externos” tendrían, finalmente, un componente racional y, de igual modo, un único culpable para estas versiones: el déficit estatal<sup>10</sup>. Por

<sup>10</sup> Estas interpretaciones se detallan en Mussa (2002) y Artana (2004).

ejemplo, Michael Mussa, economista jefe del FMI durante la crisis señaló: “La falla crítica y evitable de la política económica argentina, que fue la causa fundamental del desastre [fue] la inhabilidad crónica de las autoridades argentinas de mantener una política fiscal responsable [...] [porque] para satisfacer diversas necesidades y presiones políticas, el gobierno (en todos sus niveles) exhibe una persistente tendencia a gastar mucho más de lo que se puede recaudar con impuestos [...] [Por tanto] [t]eniendo en vista el tipo de plan, una falla en el mantenimiento de una política fiscal lo suficientemente prudente seguramente probaría ser un error fatal” (Mussa, 2002: 14, 15, 38). En el mismo sentido, Claudio Loser, otro importante funcionario del FMI durante la crisis argentina de 2001, afirmó: “El 2001 fue la historia de la búsqueda de soluciones milagrosas, en lugar de las realistas que proponía, por ejemplo, López Murphy” (Tenembaun, 2004: 197). Así, se refiere a que si se hubiera aplicado el recorte estatal de 2.000 millones propuesto por ese ministro, la crisis se podría haber evitado. Es curioso, igualmente, que ni Mussa, Loser u otros partidarios de las versiones “fiscalistas” tengan presente que apenas unos meses después de ese intento de ajuste se hubiera llevado a cabo una poda de 3.000 millones (¡un recorte un 50% superior al propuesto por López Murphy!), conocido como “ley de Déficit cero”, y que tampoco pudo detener la crisis. Además, parece injusto, desde estas visiones, acusar al gobierno de la Alianza de ser irresponsable en términos fiscales, cuando dedicó todo el tiempo que duró su gobierno a aplicar recortes en el presupuesto sistemáticamente (se aplicaron ocho en apenas dos años), los cuales generaron mayor recesión, desempleo y angustia social y que terminaron, finalmente, por hacer estallar fuertes rebeliones sociales y saqueos que derribaron a su gobierno.

Por su parte, estas visiones “fiscalistas” no toman en cuenta una larga serie de elementos. Por comenzar, en ningún momento hacen un esfuerzo por discernir qué ítems del presupuesto estatal subieron o bajaron, sus causas, dinámicas y consecuencias o por qué la situación fiscal de 1995 fue mejor, si es que lo fue, a la de 2001. Por ejemplo, en las explicaciones “fiscalistas” nunca se suele considerar lo ocurrido con la privatización del régimen previsional de 1994. En este caso, se trató de la creación de las Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (AFJP), cuyos dueños fueran los bancos. Así, con las AFJP, el Estado delegó en el sector privado el sistema jubilatorio de acuerdo al manual de recetas neoliberal y al plan de reformas. Sin embargo, este hecho generó un agujero fiscal de grandes consecuencias, ya que la privatización jubilatoria implicó que los fondos previsionales de los trabajadores activos fueron recaudados por las AFJP, mientras que el Estado continuó con el pago de las jubilaciones y pensiones previas como hasta entonces. Es decir, al ponerse fin al sistema de reparto estatal intergeneracional, en el cual la generación activa financiaba a las generaciones pasivas, por el sistema privado de capitalización individual, el Estado perdió los ingresos con los cuales hacer frente al pago de jubilaciones y pensiones, mientras que mantuvo los gastos, pero pasando ahora esos fondos a estar en poder de los bancos-AFJP. Fue por eso que el gobierno debió endeudarse sistemáticamente con el sector bancario, para financiarse y obtener los fondos que antes obtenía gratis. Según se dijo entonces, esta “transitoria” inconsistencia fiscal duraría tan sólo 25 o 30 años (!), cuando el Estado –se calculaba– tuviera que dejar de pagar la gran parte de las viejas jubilaciones. Así, creció el déficit público y, a la vez, la deuda estatal. Donde ambos fenómenos, ligados

íntimamente, hicieron crecer la exposición del sistema bancario con el gobierno. Por su parte, si tenemos en cuenta los reiterados mecanismos que se utilizaron para reducir los aportes patronales, porque, según de decía, “encarecían el costo laboral” y “afectaban la competitividad”, podemos hacernos una buena idea de la lógica fiscal durante la convertibilidad y cómo ésta tendió a desfinanciar al Estado, sólo parcialmente compensando –y excepcionalmente- mientras existieron ingresos frescos por la venta de las empresas publicas que se privatizaron.

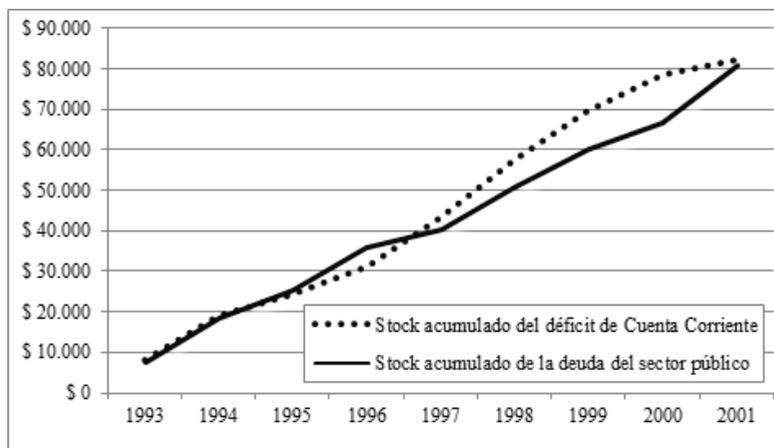
**Cuadro 3: Impacto de los ingresos por privatizaciones, las rebajas de aportes patronales y las transferencias de las AFJP en los ingresos estatales (1994-2000)**

Año	Superávit primario incluidos los ingresos por privatizaciones	Reducción de Aportes Patronales	Otras reducciones de cargas patronales vinculadas al mercado de trabajo	Subtotal	Aportes Jubilatorios transferidos a las AFJP	Total	Déficit financiero incluidos los ingresos por privatizaciones y los ingresos no percibidos
	1	2	3	4 = 2+3	5	6 = 4+ 5	7 = 6 - 1
1994	4.708	958	1.016	1.974	804	2.778	-1.930
1995	8.241	958	1.033	2.302	2.302	4.293	-3.948
1996	8.927	2.102	1.832	3.934	3.004	6.938	-1.989
1997	3.112	2.451	2.100	4.561	3.632	8.193	5.081
1998	7.217	2.305	2.604	4.909	4.093	9.002	1.785
1999	12.753	3.093	2.627	5.720	4.280	10.000	-2.753
2000	9.657	4.189	2.681	6.870	4.257	11.127	1.470
Total	54.615	16.056	13.893	30.270	22.372	52.331	-2.284

Fuente: Elaboración propia en base datos Ministerio de Economía.

De igual modo, otro punto que las visiones “fiscales” no tienen en cuenta es la relación fiscal con la economía real y la de ésta con el comercio exterior. En efecto, como vimos en el apartado anterior, la situación externa sufrió una permanente desmejora durante los años de la convertibilidad, en parte por encontrar una mala coyuntura internacional en el segundo tramo de la década y en parte por una larga serie de problemas internos que se fueron acumulando. En todos los casos, el sistema de convertibilidad tendió a perjudicar al sector externo y a generar un déficit comercial estructural gracias al tipo de cambio apreciado. De este modo, si bien el déficit entre importaciones y exportaciones se pudo compensar parcialmente por los ingresos de las privatizaciones y la entrada inicial de capitales, atraídos por las primeras reformas neoliberales, ambos ciclos se agotaron de manera pronta y sólo se equilibró la brecha externa gracias al endeudamiento. Es este punto el que explica fuertemente, y de manera sincrónica, la evolución de la deuda externa entre los años 1993 y 2001.

**Gráfico 16: Evolución anual del stock de deuda pública y del déficit de la cuenta corriente (1993-2001) (en miles de dólares)**



Fuente: Elaboración propia en base datos Ministerio de Economía.

Ahora bien, si el déficit comercial adquirió un carácter crónico que sólo pudo sostenerse gracias a un proceso sistemático de endeudamiento público, las consecuencias del peso de la deuda para la economía argentina fueron todavía mayores. Así, uno de los aspectos más notorios que se generó fue la rápida acumulación del stock de deuda sobre el producto, el cual en poco tiempo recuperó los niveles previos a la quita de deuda provocada tanto por el ingreso al plan Brady como por la venta de empresas públicas. Donde la dinámica de endeudamiento hizo retornar rápidamente a los niveles anteriores, para asumir un ritmo explosivo. A su vez, el nivel de crecimiento de la deuda, no hizo otra cosa que generar un costo mayor de los intereses, ya que se generó una trampa circular de “a mayor deuda, mayor riesgo”, aún cuando la presión tributaria fue similar durante todo el periodo (Cuadro 4). Además, las sucesivas crisis externas de la segunda mitad de la década (asiática, rusa y brasilera), sumadas al alza de las tasas de interés en Estados Unidos, generó una sinergia que empujó la prima de riesgo para los mercados emergentes. De este modo, los vencimientos de deuda fueron cada vez más difíciles de refinanciar mientras que la obtención de “nueva deuda” para cubrir los déficits externos de cada periodo prácticamente se cerraron a partir del año 2000. Finalmente, el creciente peso del endeudamiento sobre el fisco nacional fue ruinoso. En efecto, es aquí donde podemos notar que el nivel de austeridad corriente del gobierno nacional no adquirió un nivel de irresponsabilidad “insostenible” como sugieren las visiones fiscalistas. Al contrario, el resultado *primario* fue siempre superavitario entre 1993 y 2001, con valores entre el 4 y el 10% de los ingresos corrientes. Sin embargo, a pesar del denodado esfuerzo fiscal, económico, social y –finalmente- político, con sus respectivas consecuencias, fue el creciente ritmo que adquirió el pago de intereses de la deuda en dicho periodo lo que se volvió incontrolable y que fue la variable fundamental que explica

lo ocurrido entre 1995 y 2001. Porque desde que comenzó a regir la convertibilidad fue el resultado *financiero* el que se redujo desde 1993 en adelante, para volverse negativo (y creciente) tres años después (a partir de 1996). Los niveles de endeudamiento y el esfuerzo requerido para pagar los intereses de la deuda crecieron vertiginosamente, llegando a valores límites: en 1993 demandó el 7% del presupuesto nacional, pero su ritmo de crecimiento hizo que prácticamente se triplicara para 2001, llegando al 20,32% de los ingresos nacionales (Cuadro 5, fila g). Es decir, si durante el Tequila, en 1995, el resultado financiero y el pago de intereses de la deuda todavía lograron mantenerse en relativo equilibrio (1995 fue el último año en que existió superávit financiero), que permitió sobrellevar la crisis sin grandes problemas fiscales, la lógica instaurada hizo que dichas variables asumieran una dinámica inconsistente hacia el futuro, la cual indefectiblemente estaba condenada a estallar. Porque un sistema de tipo de cambio fijo y con una apreciación creciente, como fue la convertibilidad, terminó por generar de manera estructural una brecha externa imposible de cerrar, la cual sólo podía compensarse mediante el endeudamiento sistemático. Sin embargo, el peso cada vez mayor de la deuda y del pago los intereses que generaba absorbían una porción creciente del presupuesto público, generando una desconfianza sobre la capacidad de las autoridades de hacerle frente, a pesar incluso, como dijimos, de los grandes esfuerzos realizados por el gobierno para lograrlo. De allí que la necesidad estatal por obtener recursos no pudiera colmarse de ningún modo, aun los más agresivos recortes que se intentaran, dadas las características, dinámicas y estructuras asumidas por la convertibilidad, que creó una “bola de nieve” (el endeudamiento) con un peso lo suficientemente grande para arrasar con su deterioro a la economía argentina, la convertibilidad y al gobierno.

**Cuadro 4: Presión tributaria como % del PBI, deuda pública sobre el PBI y tasa media de interés de la deuda pública (1991-2001)**

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Presión tributaria (% del PBI)	18,8	20,8	21,3	21,1	20,9	19,6	21	21,4	21,4	21,9	21,1
Tasa media de interés sobre la deuda pública	s/d	6,6%	5%	5,5%	6,1%	5,8%	6,7%	7,6%	8,3%	8,9%	9,4%
Deuda pública/PBI (a)	31,4%	24,1%	22,7%	23,8%	26,0%	27,2%	25,5%	27,8%	29,9%	29,9%	32,9%

Fuente: Damill *et al* (2003: 218) y (a) Müller (2013: 13).

**Cuadro 5: Ingresos corriente, gastos corrientes, resultado primario, pago de intereses, resultado fiscal y sus relaciones (1993-2001) (en miles y en %)**

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
(a) Ingresos corrientes	41.072,5	47.112,5	47.694,9	45.836,1	53.688,8	55.795,3	54.442,9	55.026,7	50.079,2
(b) Gastos corrientes	37.283,3	42.419,3	43.345,3	43.849,1	49.310,6	50.153,9	50.786,5	49.845,5	46.355,4
(c) Resultado primario (a-b)	3.789,2	4.693,2	4.349,6	1.987,0	4.378,2	5.641,4	3.656,4	5.181,2	3.723,8
(d) Pago de Intereses de la deuda	2.914,0	3.150,3	4.083,5	4.607,9	5.788,3	6.660,3	8.223,6	9.656,0	10.174,6
(e) Resultado financiero (c-d)	875,2	1.542,9	266,1	-2.620,9	-1.410,1	-1.018,9	-4.567,2	-4.474,8	-6.450,8
(f) Resultado Primario/ ingresos (c/a)	9,23%	9,96%	9,12%	4,34%	8,15%	10,11%	6,72%	9,42%	7,44%
(g) Intereses/ Ingresos (d/a)	7,09%	6,69%	8,56%	10,05%	10,78%	11,94%	15,10%	17,55%	20,32%

Fuente: Elaboración propia en base datos Ministerio de Economía.

## VI- Conclusión. Las crisis de la convertibilidad y sus “matrioskas” económicas

A lo largo de este trabajo hemos intentado repasar la historia de la convertibilidad para entender su génesis, desarrollo y fin. De esta manera, se buscó explicar por qué las dos crisis que atravesó tuvieron desenlaces tan dispares. En este sentido, hemos recorrido las principales variables económicas durante el periodo de la convertibilidad y hemos intentado discutir con las principales miradas sobre el derrumbe del 2001, como fueron aquellas explicaciones que enfatizaron los problemas en el sistema bancario y aquellas que pusieron énfasis en el déficit fiscal. Las primeras, vimos, señalaron que la composición de activos del sistema bancario fue más sólida en el año 1995 que durante 2001, porque su grado de exposición frente a un virtual default del gobierno era menor, como también que el proceso dolarizador no había avanzado mucho, lo que evitaba que el descalce entre monedas tuviera un riesgo mayor y, además, que las intervenciones del Banco Central fueran más eficaces. En el caso de las segundas, al poner el acento en el déficit público, señalan otro aspecto que hace diferir a ambas crisis: en 1995 no existía déficit fiscal mientras que en 2001 sí, el cual tendió a agravarse, por tanto, ése fue el motivo desplome. Igualmente los puntos de vista de ambas interpretaciones, y a pesar de ciertos señalamientos parcialmente acertados, son incapaces de explicar el deterioro de la variable que enfatizan en cada caso. Una, no explica por qué los bancos tuvieron una mayor exposición al default público en 2001 que en 1995 y, la otra, no dice nada sobre las causas del déficit fiscal. Sin embargo, una mirada integral por los fundamentos económicos y la por dinámica interna durante la convertibilidad nos permite tener una mejor capacidad de comprensión.

En efecto, para entender cómo y por qué se derrumbó el sistema de convertibilidad es necesario dar luz a su lógica estructural y la dinámica que la misma implicó. Porque, por un lado, si bien la convertibilidad fue una herramienta que otorgó soluciones iniciales a los problemas que atravesó la economía argentina al comenzar la década de 1990, por otro, también fue un sistema que acumuló muchos problemas. Así, como las matrioskas, aquellas muñecas tradicionales rusas, que siempre de una primera muñeca más visible y superficial, se esconden dentro de sí otras, cada vez más internas a su núcleo, con la convertibilidad y sus inconsistencias pasó lo mismo. Porque el plan de reformas neoliberales y el modelo de convertibilidad que se aplicó en Argentina no podían sostener sus esquemas en el tiempo, con lo cual, sus problemas más nucleares fueron generando y encadenando otros: la fuerte demanda de importaciones que carcomió la producción local y que reemplazó sus bienes por productos importados, sin dar, a su vez, los incentivos suficientes para que la exportaciones crecieran al mismo ritmo, al menos, que las importaciones, dado el sesgo contra los bienes transables; por su parte, la ideología neoliberal que promovió el plan de reformas alentó la reducción de varios impuestos, como los “aportes patronales” y una porción de la contribución a la “seguridad social”, reduciendo la base recaudatoria que, al combinarse con la privatización del sistema de jubilaciones (en 1994) y hacer que el Estado deje de recibir los aportes con los cuales pagaba las retribuciones de la clase pasiva, agravó todos los elementos del cuadro previo, amén el deterioro de los indicadores sociales, como empleo, pobreza, distribución, etc., ya agudamente desde 1994.

Por lo tanto, eran los problemas internos de la convertibilidad los que causaban y acumulaban otros. De allí que, con el frente externo con un déficit estructural y un frente interno con un Estado cada vez más desfinanciado, la variable de ajuste para cubrir estos baches terminara por ser siempre la misma: el endeudamiento público, con una dinámica sistemática que resultara explosiva y causaba mayores problemas, expresadas en otros ámbitos, como fue en el sector bancario y en el deterioro de la situación fiscal. Porque el creciente peso del endeudamiento fue el responsable de que el Estado deba recurrir al sector bancario como prestamista, ya sea para financiar las jubilaciones como los saldos comerciales negativos con el exterior. De este modo, la exposición del sector bancario con la deuda pública fue creciente, y no casualmente, desde 1995 al comenzar las AFJP. De la misma manera, el peso de la deuda pública que se acumuló año tras año, hizo que el pago de los intereses aumentara de manera acelerada, sin ser suficientes la gran cantidad de recortes fiscales que se pudieran aplicar (recordemos que el gobierno de la Alianza aplicó 8 en apenas dos años), lo salvajes que estos fueran o las asistencias extraordinarias del FMI que hubieran (que en el año de la crisis 2001, llegó a aportar más de diez mil millones de dólares). Así, ambos problemas, tanto el del sector bancario como el déficit fiscal permanecieron “ocultos” en la crisis de 1995 porque durante la primera mitad de la década las inconsistencias de la convertibilidad se compensaron en parte con los ingresos recientes de la venta de empresas públicas, porque la privatización del sistema jubilatorio era algo nuevo, todavía sin gran peso, y porque la coyuntura externa no fue tan adversa como la de 2001. Sin embargo, cuando esos ingresos extraordinarios se esfumaron, el endeudamiento se agudizó y el pago de intereses devino un ítem cada vez más pesado en el presupuesto, que no sólo

debía saldar los vencimientos de deuda previa con refinanciaciones (y a tasas cada vez más elevadas), sino también tomar nuevos préstamos para las necesidades corrientes de cada año en curso, el problema ya no pudo contenerse.. Igualmente, es necesario aclarar con respecto a esto que la experiencia argentina no fue sólo un caso más de “*debt intolerance*” o que hubiera una sobresaturación final, porque el país ya venía sufriendo una intolerable carga de los servicios de deuda desde fines de la década de 1970. Es decir, el peso de su deuda no era en sí algo nuevo, como, a su vez, los niveles deuda/producto (ver cuadro 4) fueron similares durante todo el ciclo de la convertibilidad, con un promedio del 27,38% y un aumento final de esta ratio debido a la recesión, y que fueron niveles bajos en relación a la región y al mundo en igual lapso; de hecho el nivel deuda/PBI fue casi del doble en Argentina durante los años 80, con un valor promedio de 50,63%. Así, como se ha señalado, “[e]n el origen del problema de la deuda externa no hay un remoto *pecado original* sino un más reciente *error de política original* –esencialmente la combinación de apertura de la cuenta de capital, tipo de cambio nominal fijo y tipo de cambio real apreciado” (Damill *et al*, 2005: 5, destacados en el original), que se combinó con varios mecanismos que desfinanciaron al Estado. Finalmente, un último elemento que debemos considerar, y que revela una diferencia fundamental entre ambas crisis, permitiéndonos entender su dispar resolución, es que la crisis de 1995 tuvo un disparador directo (la crisis mexicana), que fue un shock externo. En cambio, la crisis de 2001 no tuvo eso: su “disparador directo” fue su propia lógica interna, incapaz de resistir en el largo plazo todas las inconsistencias acumuladas, guardadas unas dentro de otras como matrioskas.

Las enseñanzas del ciclo de la convertibilidad nos revelan los peligros de enamorarse hasta las últimas consecuencias de las mieles de los sistemas de tipo de cambio fijo, los cuales, más tarde o temprano, terminan por estallar, dejando como consecuencias, quizás, más problemas de los que fueron convocados a solucionar.

### Referencias bibliográficas

- Artana, D.; López, R. & Navajas, F. (2004). “La crisis económica argentina” en Artana, D. & Dorn, J. (Comp.) *Crisis financieras internacionales- ¿Qué rol le corresponde al gobierno?* Buenos Aires: Fiel.
- Brenta, N. (2008). *Argentina atrapada. Historia de las relaciones con el FMI: 1956-2006*. Buenos Aires: Ediciones Cooperativas.
- Dal Borgo, G. (2004). *La salida de la convertibilidad en Argentina. Expectativas autovalidadas y cambio de régimen*. Tesis de licenciatura FCE-UBA.
- Damill, M.; Frenkel, R. & Juvenal, L. (2003). Las cuentas públicas y la crisis de la convertibilidad en la Argentina. *Desarrollo Económico*, (170). Buenos Aires.
- Damill, M.; Frenkel, R. & Rapetti, M. (2005). *La deuda argentina: historia, default y reestructuración*. Buenos Aires: Cedes.

- Damill, M.; Frenkel, R. & Simpson, L. (2011). Regulaciones financieras y macroeconomía: la experiencia paradigmática de la Argentina en los años noventa. *Desarrollo Económico*, (200). Buenos Aires.
- Francés, A. (2004). ¿Problemas de liquidez o problemas de solvencia? Un análisis de las causas de las corridas bancarias en Argentina durante el año 2001. Tesis de licenciatura FCE-UBA.
- Müller, A. (2013). Default y reestructuración: ¿Cuál fue la real quita de la deuda pública argentina. *Cespa*, documento de trabajo 32, Buenos Aires.
- Musacchio, A. (2009). Oscilaciones cíclicas de la economía argentina en las últimas dos décadas. *Problemas del Desarrollo*, (159). México D. F.
- Mussa, M. (2002). *Argentina y el FMI. Del triunfo a la tragedia*. Buenos Aires: Planeta.
- Nemiña, P. (2014). "De la esperanza a la caída. El FMI y la Argentina en el ocaso de la convertibilidad" en Pucciarelli, A. (Coor.). *Los años de la Alianza. La crisis del orden neoliberal*. Buenos Aires: Siglo Veintiuno Editores
- Novaro, M. (2009). *Argentina en el fin de siglo. Democracia, mercado y nación (1983-2001)*. Buenos Aires: Editorial Paidós.
- Tenembaun, E. (2004). *Enemigos. Argentina y el FMI: la apasionante discusión entre un periodista y uno de los hombres clave del Fondo en los noventa*. Buenos Aires: Grupo Editorial Norma.
- Zicari, J. (2013). Poder y discurso. El giro neoliberal y los cambios sociopolíticos durante el primer gobierno de Menem (1989-1995). *Revista Pensar. Epistemología y Ciencias Sociales*, (8). Rosario.
- Zicari, J. (2014). El réquiem del uno a uno. Tres corridas bancarias y la instauración del corralito en el final de la convertibilidad. *Revista Realidad Económica*, (281). Buenos Aires.
- Zicari, J. (2015). "Sobre el huevo de la serpiente. El nacimiento de la convertibilidad y el inicio de un época" en Novaro, M. (Dir.) *Decisiones cruciales en la historia política argentina reciente*. (en prensa).

