

CRISIS BANCARIA Y FINANCIERA: UN REPASO A LA TEORÍA Y A LA EXPERIENCIA ARGENTINA RECIENTE

Cristian S. Iunnisi*

RESUMEN: En la década del 90 se han producido crisis cambiarias y financieras recurrentes que han afectado a la mayoría de las economías emergentes. Diversas explicaciones se brindaron en este aspecto y es objetivo del presente trabajo revisar las teorías desarrolladas para fundamentar las causas de dichas crisis. También en el trabajo se brinda una revisión de las distintas visiones expuestas para explicar la crisis de la República Argentina en el período 2001-2002.

Palabras claves: crisis bancaria - crisis financiera - economías emergentes.

ABSTRACT: *Bank and Financial Crisis. A Review of Theory and the Latest Argentine Experience.*

Over the 90's most emerging economies have endured financial and exchange rate crises. In this connection, several explanations have been put forward and this paper aims at reviewing the theories outlined to account for the causes leading to those crises. An overview of the different views posed in an attempt to explain the crisis in the Argentine Republic over the years 2001 and 2002.

Keywords: bank crisis - financial crisis - emerging economies.

Durante los últimos años ha aparecido abundante literatura fundamentando las causas de las crisis cambiarias, financieras o combinación de ambas. El trabajo ofrece un breve repaso a la teoría y a la experiencia reciente de la crisis argentina en el período 2001-02.

I. Crisis Cambiarias

Las crisis cambiarias se definen como un proceso de devaluación y pérdida de reservas del Banco Central ocasionado por la fuerza compradora de inversores nacionales y extranjeros. El Banco Central es el encargado de sostener la credibilidad de un sistema de tipo de cambio fijo a través de la política monetaria, ya que canjea moneda doméstica por moneda extranjera, a la paridad establecida. La intervención para defender la paridad depende de la oferta y

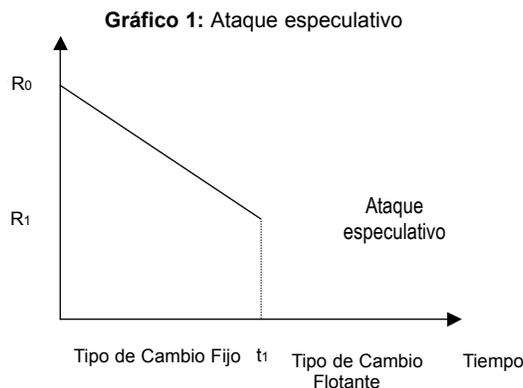
* *Cristian S. Iunnisi* es Licenciado en Economía. Graduado en la Universidad Nacional de Rosario con el mejor promedio de su promoción. Profesor de Macroeconomía y Economía Monetaria en la Facultad de Ciencias Económicas y empresariales de la Universidad del Centro Educativo Latinoamericano.

la demanda de divisas. La oferta de moneda extranjera proviene de las entradas de exportaciones, de las reservas acumuladas por el Banco Central y de las inversiones del exterior que se realizan en el país. La demanda de divisas, por su parte, está determinada por los pagos de importaciones, la remisión de utilidades y dividendos al extranjero, y la demanda de dólares de los residentes locales. Esta última fuente de demanda depende de las tenencias de moneda local del público. Si el gobierno emite demasiado dinero, se creará un exceso de oferta de dinero que el público prefiere gastar. El mayor deseo de compra lleva a un proceso inflacionario, dada la oferta de bienes de la economía. La inflación actúa como un impuesto que deteriora el poder adquisitivo de los tenedores de moneda local, por lo que el público preferirá moverse hacia la moneda extranjera como instrumento de cobertura si espera que la intensidad del proceso inflacionario resulte superior a lo aceptable, fenómeno que se conoce en la literatura como sustitución de moneda. Desde principio de los 70 y hasta nuestros días las crisis cambiarias se volvieron un fenómeno recurrente en el mundo.

Los modelos de crisis cambiarias pueden ser catalogados en:

- *Modelos de primera generación:* sirvieron para explicar las crisis en América Latina en los años 60 y 70, concentrándose en las causas monetarias y fiscales de las crisis. En estos modelos, los déficit fiscales insostenibles financiados con emisión de dinero conducen a una pérdida persistente de reservas internacionales que culmina con un crash cambiario (Krugman 1979 y Flood y Garber 1984). La viabilidad de un régimen de tipo de cambio fijo requiere el mantenimiento de la consistencia a largo plazo entre política monetaria, fiscal y de tipo de cambio. El crecimiento “excesivo” del crédito interno conduce a una pérdida gradual de reservas de divisas y, en última instancia, al abandono del tipo de cambio fijo, una vez que el Banco Central queda incapacitado para seguir defendiendo la paridad. Abundante literatura formal se ha ocupado de las consecuencias a corto y largo plazo de políticas macroeconómicas incompatibles con la balanza de pagos de una pequeña economía abierta en la que los agentes son capaces de prever las decisiones futuras de los gobernantes. En un ensayo pionero, Krugman (1979) demostró que bajo un régimen de tipo de cambio fijo, la creación de crédito interno por encima del crecimiento de la demanda de dinero puede conducir a un ataque especulativo repentino contra la moneda que obligue al abandono de dicho esquema cambiario y la adopción de un régimen de tipo de cambio flexible. Además, este ataque siempre ocurrirá *antes* del momento en el que el Banco Central se quede sin reservas en ausencia de especulación, y siempre se producirá en una fecha bien definida. Si la expansión del crédito interno es excesiva (si supera la tasa de crecimiento de la demanda de dinero), las reservas disminuyen a una tasa proporcional a la tasa de expansión del crédito. Por lo tanto, cualquier stock finito de reservas de divisas se agotará en un lapso finito. Supongamos que el Banco Central anuncia en el momento t que dejará de defender el tipo de cambio fijo actual después que las reservas lleguen a un límite inferior R_l , en cuyo caso se retirará del mercado de divisas y permitirá que el tipo de cambio flote libremente en adelante. Con una tasa positiva de crecimiento del crédito, los agentes racionales esperarán que, sin especulación las reservas bajen finalmente al límite inferior y , por tanto, preverán el

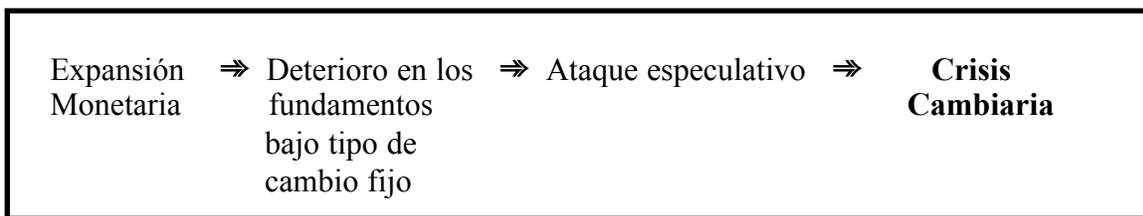
colapso final del sistema. A fin de evitar las pérdidas derivadas de una depreciación abrupta de la tasa de cambio en el momento del colapso, los especuladores forzarán una crisis antes de que se alcance el límite inferior de las reservas. El problema consiste entonces en determinar el momento exacto en el que se abandonará el régimen de tipo de cambio fijo o, equivalentemente, el momento de transición a un régimen de tipo de cambio flotante. La duración del período de transición puede calcularse mediante un proceso de inducción hacia atrás¹. En equilibrio, bajo previsión perfecta, el arbitraje en el mercado de divisas requiere que la tasa fija prevaleciente inmediatamente en el momento del ataque sea igual a la tasa de cambio sombra. Formalmente, el momento del colapso se encuentra en el punto donde la tasa flotante sombra, que refleja los fundamentos del mercado, sea igual a la tasa fija prevaleciente. La tasa flotante sombra es el tipo de cambio que prevalecerá con el stock de crédito actual si las reservas hubiesen bajado al nivel mínimo y se permitiera que la tasa flotara libremente. Mientras que el tipo de cambio fijo esté más depreciado que la tasa flotante sombra, en el régimen de tipo de cambio fijo prevaleciente los especuladores no se beneficiarán si impulsaran el stock de reservas del gobierno hasta su límite inferior y precipitarán la adopción de un régimen de tasa flotante, ya que experimentarán una pérdida de capital instantánea sobre sus compras de divisas. Por otra parte, si la tasa flotante sombra se encuentra por encima de la tasa fija, los especuladores experimentarían una ganancia de capital instantánea. Ni las ganancias ni las pérdidas esperadas de capital a una tasa infinita son compatibles con el equilibrio de previsión perfecta. Los especuladores competirán entre sí para eliminar tales oportunidades. Este tipo de comportamiento conduce a un ataque contra el equilibrio, que incluye la condición de arbitraje que la tasa fija anterior al ataque debe ser igual a la tasa flotante después del ataque.



Resumiendo, para la visión tradicional o modelos de primera generación, una crisis cambiaria estalla cuando la demanda de divisas es tan masiva que sobrepasa la capacidad o deseo de las autoridades de defender el tipo de cambio. El déficit fiscal financiado con emisión de base monetaria aumenta las tenencias de dinero del público y su presión compradora. Para evitar que esa mayor demanda se traslade a precios vía una devaluación, el gobierno recompra el dinero emitido con sus reservas. Paulatinamente esas reservas se van agotando y la sostenibilidad del tipo de cambio fijo se ve seriamente amenazada. La agonía de

la paridad fija se transforma en muerte súbita antes de que se acaben las reservas del Banco Central, en el instante mismo que el público percibe que el exceso de oferta sobre la demanda de dinero es suficiente para ganarle el pulso al Banco Central. Esta es la típica secuencia de un ataque especulativo sobre el tipo de cambio y hasta comienzo de los noventa ha sido la explicación más aceptada para eventos de esa naturaleza. La causa de la crisis es atribuida al deterioro de los fundamentos económicos, disparados por la falta de disciplina monetaria del gobierno, como se observa en el cuadro 1.

Cuadro 1: Modelos de primera generación

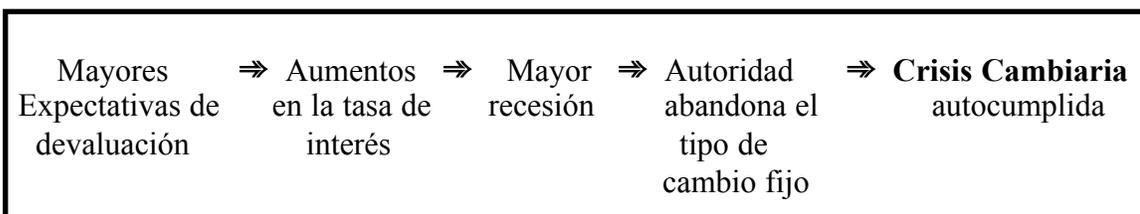


En síntesis, en el modelo de Krugman (1979) el régimen cambiario puede ser sostenido solamente si el objetivo de tipo de cambio no entra en conflicto con otros objetivos fiscales o monetarios de política económica y no es necesario que las reservas se agoten totalmente para que se inicie la crisis.

- Modelos de segunda generación: colocan en el centro de la crisis los efectos de las políticas contracíclicas en economías maduras, las crisis auto-cumplidas y los rumores no vinculados con los fundamentos del mercado. Rebatiendo las implicancias de los modelos de primera generación, estos enfoques ponen en el centro de la escena un problema de información. Estos modelos irrumpen en la teoría de las crisis cambiarias en momentos en que los economistas buscaban explicaciones para los ataques especulativos que sufrieron diversas monedas europeas en 1992, entre ellas la libra esterlina, la corona sueca y la peseta española. El debate tomó nuevos rumbos ante la falta de capacidad explicativa de los modelos de primera generación, ya que no había ocurrido nada relevante en las economías europeas en comparación con los años anteriores, con la única excepción de la reunificación alemana. Estos modelos remarcan que la caída de reservas puede no ser la causa de las crisis cambiarias y se concentran en la preocupación de los gobiernos por combatir el desempleo, pero se les presenta un conflicto de objetivos entre bajar la inflación y mantener la actividad económica. Los tipos de cambios fijos ayudan a mantener el primer objetivo global pero al costo de pérdida de competitividad y recesión. Con precios rígidos, las devaluaciones restauran la competitividad y ayudan a eliminar el desempleo, alentando a las autoridades a abandonar la paridad fija durante las recesiones. Según este enfoque, las autoridades utilizan el tipo de cambio como un instrumento de política para lograr pleno empleo, aunque frente a este beneficio se eleva el costo de reputación: una vez que el Gobierno devaluó le costará más hacer creíble una nueva fijación del tipo de cambio. El público, por su parte, desconociendo cuál es el objetivo devaluatorio del gobier-

no, tratará de anticipar el momento y la magnitud de una eventual devaluación, y estas expectativas de devaluación elevarán la tasa de interés, reduciendo el nivel de actividad. En estas circunstancias, es factible que el gobierno se vea forzado a devaluar aunque los fundamentos macroeconómicos no lo hagan aconsejable (el beneficio en términos de empleo es sobrepasado por el costo de reputación). Pero el efecto recesivo de la suba de las tasas de interés inducidos por las expectativas cambiarias del público puede llegar a torcer la decisión. Las expectativas pueden actuar a veces como profecías auto cumplidas, si la gente cree que el gobierno devaluará, la devaluación se producirá aunque no haya estado en el plan original del gobierno. Se está en presencia de un problema de información, en el cual el público desconoce los propósitos del gobierno, debiendo por tanto formar expectativas de devaluación, tal vez infundadas, para cubrirse ante una devaluación imprevista. El cuadro 2 resume los argumentos esgrimidos anteriormente.

Cuadro 2: Modelos de segunda generación



- Modelos de tercera generación: concentran su atención en el riesgo moral (ético) y la información imperfecta. Las crisis en América Latina en 1980, los países nórdicos en 1992, México 1994 y Asia en 1997 proporcionaron modelos que incorporaron los efectos de los problemas bancarios sobre las dificultades de la balanza de pagos. Por ejemplo, se modela las dificultades en el sector bancario que conducen a crisis de balanza de pagos si los Bancos Centrales financian la caída de las instituciones en problemas imprimiendo dinero. Además, los flujos de capitales pueden conducir a ciclos de sobre-crédito con booms de consumo y significativos déficit de cuenta corriente. Habitualmente los ciclos de sobre-consumo están acompañados de euforia en los mercados de valores y títulos públicos, pero dichos ciclos de sobre-crédito conducen a apreciaciones del tipo de cambio real, pérdidas de competitividad y crecimiento declinante. El exceso de préstamos durante los auges hace a los bancos más propensos a las crisis cuando la economía entra en recesión. Este estado de los negocios se vuelve más complicado por la sobre-exposición perversa de las instituciones financieras de los mercados de acciones y de títulos públicos, lo cual hace más vulnerables a los bancos cuando la burbuja de activos se deprime y se inicia la recesión. El deterioro de la cuenta corriente, en cambio, preocupa a los inversores por la posibilidad del default sobre los préstamos extranjeros. La fragilidad del sector bancario hace más difícil el objetivo de defender el tipo de cambio provocando un colapso eventual de la moneda doméstica. Goldfajn y Valdés (1995) mostraron cómo cambios en la tasa de interés internacional y en los flujos de capitales son amplificadas por el rol de intermediación de los bancos y cómo tales cambios

pueden producir un ciclo de negocios exagerado que finaliza con corridas bancarias y crash financiero y cambiario.

- Modelos asociados con los flujos de capitales: en los que las crisis de liquidez se deben a las reversiones súbitas (sudden-stop) en los flujos de capitales. Por ejemplo, la crisis de la deuda en 1982, la crisis mexicana en 1994 y el efecto tequila y las crisis asiáticas en 1997-98 muestran que los flujos de capitales pueden sufrir un frenazo y revertir su curso provocando salida de capitales. La reversión súbita de capitales provocada, en parte, por las fluctuaciones en las tasas de interés en países industrializados, es más persistente y severa cuando los países deudores son economías emergentes, altamente endeudadas, dolarizadas y cuya deuda posee vencimientos concentrados en el corto plazo.
- Modelos asociados con la deuda soberana: A partir de la década del 80, aparece en la literatura el papel que juega sobre las crisis, el default soberano, es decir, la habilidad o disponibilidad de un país para servir la deuda.

Siguiendo a Kaminsky (2003), la anatomía de las crisis se puede sintetizar en el siguiente cuadro:

Modelos	Definición	Indicadores
Primera Generación Krugman (1979) Flood-Garber (1984)	Resaltan las inconsistencias de las políticas macroeconómicas con la estabilidad de un régimen de tipo de cambio fijo.	Déficit Fiscal/ PBI Exceso real de M1
Segunda Generación Obstfeld (1994) Obstfeld (1995)	Se concentran en las políticas macroeconómicas contracíclicas. La esencia está centrada en los problemas en la cuenta corriente, con apreciación real, pérdida de competitividad y recesiones.	Exportaciones Importaciones Tipo de cambio real Términos de comercio Producto Tasa de interés doméstica
Tercera Generación Goldfajn-Valdés (1995) Dornbusch, Goldfajn-Valdés (1995)	Se concentran en los desequilibrios financieros.	Crédito doméstico/PBI M2/Reservas M2 Multiplicador Depósitos Precios de las acciones Tasa de interés doméstica
Deuda soberana Eaton-Gersovitz (1981)	Consideran las elevadas deudas y de corto vencimiento.	Deuda/Exportaciones Deuda de corto plazo/ Reservas
Sudden Stops Calvo (1996,1998) Calvo-Reinhart (2000)	Se concentran en la reversión de los flujos de capitales, quienes tratarán de capturar las fluctuaciones en la tasa de interés mundial y las reservas extranjeras del Banco Central.	Tasa de interés mundial Reservas externas

La mayoría de las investigaciones empíricas agrupan indicadores que capturan los desajustes monetarios y fiscales, las caídas de la economía y la situación de sobreendeudamiento en la predicción de las crisis.

Kaminsky (2003)² logra identificar 6 clases de crisis. Cuatro de ellas se asocian con la fragilidad de la económica doméstica, las vulnerabilidades relacionadas al deterioro de la cuenta corriente, los desajustes fiscales, los excesos financieros o la insostenibilidad de la deuda externa. Pero, también, las crisis pueden ser provocadas por condiciones adversas en el

mercado mundial, como por ejemplo, la reversión del flujo internacional de capitales (el sudden-stop identifica la quinta variedad de crisis). La última clase de crisis sucede en economías con fundamentos inmaculados, tal como enfatizan los modelos de segunda generación (crisis autocumplidas). Además obtiene como resultado que las crisis en los mercados emergentes son de diferente naturaleza que las de las economías maduras. El último resultado de su estudio se relaciona con el grado de intensidad de la crisis. La severidad se mide por la pérdida de producto después de las crisis, la magnitud de las reservas perdidas por el Banco Central y la depreciación de la moneda doméstica. El grado de severidad de las crisis está cercanamente unido al tipo de crisis, siendo las crisis de exceso financiero las que muestran peores resultados en este aspecto.

II. Crisis Bancarias o Financieras

Una crisis financiera es una ruptura o quiebre lineal en los mercados financieros en los cuales los problemas de selección adversa y riesgo moral empeoran. Entonces, los mercados financieros son incapaces de canalizar eficientemente fondos a quienes tienen oportunidades de inversión productivas. Una crisis financiera resulta de la incapacidad de los mercados financieros para funcionar efectivamente, lo cual conduce a una profunda contracción en la actividad económica.

Un aspecto clave para interpretar al sistema financiero consiste en considerar el rol de la información. El sistema financiero opera con información asimétrica lo que explica el hecho de que los bancos sean tan importantes en los países en desarrollo. El sistema financiero es propenso a la selección adversa (problema de información asimétrica que ocurre antes que la transacción ocurra, cuando los que buscan créditos son los clientes con mayor riesgo) y al riesgo moral o ético (problema de información que ocurre después de la transacción porque el prestamista está sujeto al riesgo del incentivo que tiene el deudor para realizar actividades indeseables desde el punto de vista del prestamista). Para resolver estos problemas el sistema financiero recurre a la producción de información y a monitorear y establecer condiciones restrictivas o previsiones en el contrato de deuda especificando ciertas actividades del prestatario.

Factores que conducen a crisis bancarias y financieras

⇒ Aumentos en la tasa de interés. Siguiendo a Stiglitz y Greenwald (2003), la información asimétrica y el problema de la selección adversa pueden conducir a racionamiento de crédito cuando algunos deudores obtienen préstamos siempre y cuando estén dispuestos a pagar una mayor tasa de interés. Esto ocurre porque los individuos y firmas con proyectos de inversión más arriesgados son quienes están dispuestos a pagar una tasa de interés mayor. Si el prestamista no puede distinguir a los deudores con proyectos más arriesgados querrá reducir la cantidad de préstamos que hace, provocando una reducción en la oferta de fondos con una tasa de interés más elevada. La teoría del racionamiento del crédito muestra que una mayor tasa de interés puede precipitar la crisis elevando la cartera mala y disminuyendo los préstamos. Bernanke y Gertler (1985) afirman que una tasa de interés más elevada conduce

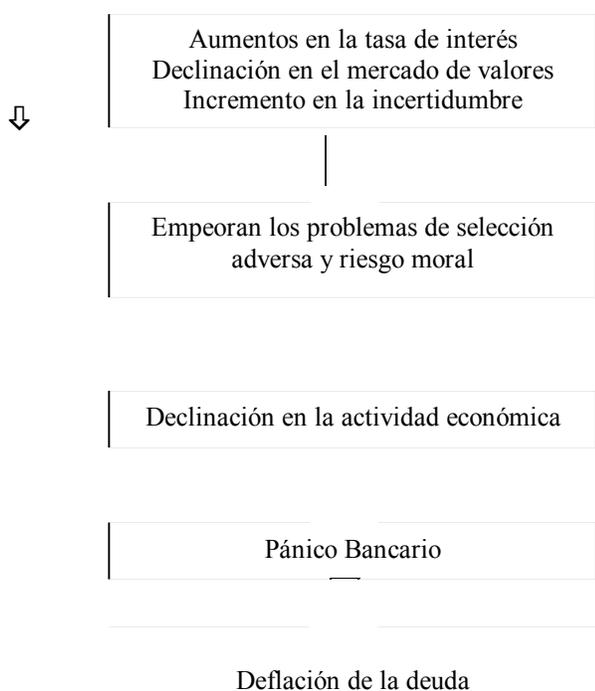
a un empeoramiento en el cash flow de las firmas y en sus balances, aumentando los problemas de selección adversa y riesgo moral y reduciendo el nivel de actividad.

- ⇒ Aumento en la incertidumbre a causa de las recesiones, inestabilidad política o caída en los mercados.
- ⇒ Un importante mecanismo que tienen los mercados financieros para resolver los problemas de información asimétrica es a través del uso de colaterales o garantías, reduciendo las consecuencias de la selección adversa y el riesgo moral porque disminuyen las pérdidas del eventual incumplimiento del deudor.
- ⇒ Los derrumbes en los mercados de acciones tienen un rol importante en la promoción de crisis bancarias y financieras porque conduce a la declinación en el valor de mercado del patrimonio neto de las firmas que cotizan en la bolsa de valores. Esto reduce el valor de los colaterales y eleva la morosidad en el sistema llevando a un deterioro en la posición financiera de los bancos.
- ⇒ Otro factor importante que afecta el balance de las empresas en los países en desarrollo lo constituye la depreciación o devaluación no anticipada de la tasa de cambio. Cuando los contratos de deuda están nominados en moneda extranjera, una depreciación o devaluación no anticipada de la moneda doméstica aumenta la carga de la deuda de las firmas domésticas, reduciendo el patrimonio neto de las firmas que incrementan los problemas de selección adversa y riesgo moral de los bancos, conduciendo a una declinación en la inversión y en la actividad económica.
- ⇒ La información asimétrica es la fuente de los pánicos bancarios cuando los depositantes corren de los bancos solventes e insolventes dado que no pueden distinguirlos. Las corridas bancarias y pánicos ocurren si los balances de los bancos están debilitados. Los incrementos en las tasas de interés, las caídas en los mercados de valores, la declinación no anticipada en la inflación o una devaluación o depreciación no anticipada (cuando las deudas están nominadas en monedas extranjeras) pueden deteriorar los balances de las firmas haciendo menos probable que puedan devolver los préstamos. Esos factores pueden incrementar los préstamos incobrables, lo cual eleva la probabilidad de insolvencia bancaria.
- ⇒ Los bancos están sometidos a riesgos estrechamente ligados con la dinámica económica general, dado que los bancos emiten pasivos que son exigibles a corto plazo mientras que generan activos de más largo plazo los cuales son más riesgosos (descalce de plazos). Cuando los clientes entran en problemas, el valor del activo cae y el valor del pasivo se mantiene constante. De allí que las variables que afectan la marcha de los negocios afectan el patrimonio bancario. Las fluctuaciones en los términos de intercambio y la tasa de cambio real ayudan a generar una crisis bancaria. Las tasas de interés elevadas pueden causar problemas de cartera que pueden ocasionar problemas bancarios. Las tasas altas pueden ser

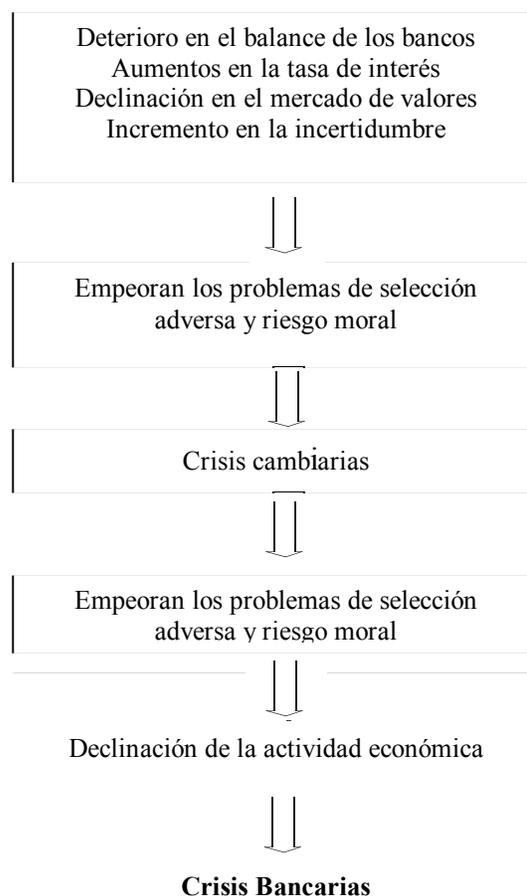
consecuencia de mayores expectativas de inflación o devaluación o por efectos de una política monetaria contractiva. También se considera que las fases de expansión crediticia pueden volverse insostenibles y conducir a corridas y crisis bancarias.

Mishkin (1997) tipifica las crisis financieras para un país desarrollado sobre la base de la experiencia en Estados Unidos y para un país en desarrollo considerando la crisis financiera de México de 1994-95, las cuales se resumen en los siguientes cuadros:

Cuadro 3: Secuencia de crisis financiera en EE.UU.



Cuadro 4: Secuencia de crisis financiera en México 1994-95



III. Crisis gemelas

Generalmente las crisis cambiarias y financieras han sido tratadas como temas separados en la literatura económica. Se define a una crisis gemela como la aparición en forma conjunta de ambos tipos de crisis. En los últimos años estas crisis han despertado el interés de economistas siendo uno de los trabajos pioneros sobre este tema el de Kaminsky y Reinhart (1999)

quienes estudian 76 crisis cambiarias y 26 crisis financieras ocurridas entre 1970 y 1995 obteniendo los siguientes resultados³:

Tipo de Crisis	1970-1995	1970-1979	1980-1995
Crisis Cambiarias	76	26	50
Crisis Financieras	26	3	23
Crisis Gemelas	19	1	18

Fuente: Kaminsky-Reinhart (1999).

A partir de los 80 aumentó el número total de crisis, especialmente las financieras, de las cuales 18 de las 19 crisis gemelas se produjeron en ese lapso. La crisis mexicana de 1994 y la asiática de 1997 constituyen dos de los ejemplos más importantes de este tipo gemelas. Siguiendo a Bebczuk (2000), la relación entre ambas crisis puede observarse en el cuadro 5 donde se muestran sus nexos causales.

Una crisis cambiaria puede ocasionar una crisis financiera cuando el sistema financiero solamente recibe depósitos de residentes en moneda local cuando los inversores realizan cambios en sus portafolios desde la moneda local a la moneda extranjera disminuyendo los depósitos del sistema financiero y generando un cuadro de iliquidez bancaria que puede conducir a la crisis del sector. Estos eventos pueden ser reforzados por el temor de los depositantes, basados en la incertidumbre general, y la quiebra de empresas, afectadas por la contracción del crédito.

A su vez una crisis financiera puede generar una crisis cambiaria, si el Banco Central actúa como prestamista de última instancia, interviene para ayudar, mediante redescuentos y garantías de los depósitos, a las entidades con problemas. La expansión del crédito doméstico por parte del Banco Central incrementa la oferta monetaria, obligando al Banco Central a esterilizar mediante la venta de divisas. Eventualmente este escenario alienta el ataque especulativo en el mercado cambiario.

La ocurrencia de crisis gemelas, también puede provenir de un cambio adverso e inesperado en las condiciones económicas imperantes, cuyo origen puede ser indistintamente interno (recesión) o externo (subida de la tasa de interés internacional, deterioro de los términos de intercambio, desconfianza de los inversores). La solvencia de las empresas locales se debilita y se reduce la confianza de los inversores externos que han colocado sus fondos en el sistema financiero doméstico. La salida de capitales genera una crisis cambiaria, al tiempo que la salida de depósitos y el deterioro de la cartera activa de los bancos da origen a la crisis financiera. Esta situación se agrava porque la devaluación agudiza la fragilidad financiera de las empresas endeudadas en moneda extranjera pero con ingresos en moneda local (efecto amplificado a través del canal del balance empresarial).

La aparición de las crisis gemelas en los últimos años parece estar relacionada con las expectativas muy volátiles de los inversores que actúan en mercados financieros internacionales crecientemente integrados. La probabilidad de que una crisis cambiaria se traslade al frente financiero se incrementa a causa de que el sistema financiero capta pasivos externos, depen-

diendo ahora la estabilidad del sistema financiero tanto de la confianza de los ahorristas locales como la de los extranjeros.

Cuadro 5: Crisis Gemelas

Crisis Cambiaria	⇒	Contracción Monetaria	⇒	Iliquidez del sistema bancario	⇒	Crisis Financiera
Crisis Financiera	⇒	Rescate del Banco Central	⇒	Pérdida de reservas	⇒	Crisis Cambiaria
Evento desfavorable	⇒	Insolvencia Empresarial	⇒	Insolvencia e iliquidez del sistema bancario	⇒	Crisis Cambiaria y Financiera
Evento desfavorable	⇒	Salida de capitales	⇒	Insolvencia e iliquidez del sistema bancario	⇒	Crisis Cambiaria y Financiera

Fuente: Bebczuk 2000.

Como es convencional en la literatura sobre crisis se trata de determinar el origen, la magnitud y los costos de las crisis. Generalmente los estudios reconocen que los meses de las crisis son aquellos meses con elevado índice de presión sobre el tipo de cambio.

Mientras que los costos pueden ser agrupados en tres categorías:

- Magnitud del ataque especulativo: utilizándose para tal efecto indicadores sobre pérdida de reservas y depreciaciones del tipo de cambio real⁴.
- Pérdida del producto (relacionado a la tendencia) en el año de la crisis y un año después de la crisis.
- Conducta de la cuenta corriente en los años siguientes a la crisis.

Los estudios empíricos muestran que la probabilidad estimada de que un país se enfrente a una crisis dentro de un año aumenta con la existencia de una moneda sobrevaluada, caída de las reservas internacionales en relación con la cantidad de dinero en circulación, caída de las exportaciones, desplome de las bolsas nacionales y aumento de los tipos de interés mundiales.

IV. La experiencia argentina

a) *Los acontecimientos*

A partir de mediados de 1998, luego de 7 años de convertibilidad, la economía inicia un período recesivo, de continuo deterioro en la confianza y en la posición financiera del sec-

tor público. Cuando el presidente De la Rúa asume el poder, la economía sufría los efectos de la devaluación brasileña y de las crisis rusa y asiática. Las expectativas negativas y la imposibilidad de restaurar el crecimiento incrementó las dudas sobre la sustentabilidad de la deuda. La administración de De la Rúa se encontraba con problemas de moneda sobrevaluada, crecimiento flaqueante y deuda con difícil probabilidad de servirla. La renuncia del vice-presidente en octubre del 2000 aceleró la incertidumbre y el riesgo país mostró el primer incremento importante desde el comienzo del nuevo gobierno. En un contexto de falta de confianza y tras no alcanzar las metas comprometidas con el FMI en el primer trimestre del 2001, renuncia el ministro de Economía y asume otro ministro que tiene que renunciar 20 días después tras un intento no exitoso para bajar el gasto público. Luego asume el ministro Cavallo quien lleva a cabo algunas medidas que impactaron sobre la confianza del público como el reemplazo del presidente del Banco Central en abril del 2001, la modificación de la convertibilidad con la incorporación del euro hacia un tipo de cambio dual y un dólar preferencial para las transacciones comerciales. A esta situación debe incorporarse el hecho de que el gobierno no pudiera acceder a financiamiento a spreads razonables. El riesgo país aumentó ampliamente y en julio del 2001 comenzó una segunda corrida bancaria que se transformó en un proceso sin retorno. Las medidas tomadas desde ese momento fueron: déficit cero, recorte en salarios y jubilaciones y un megacanje fallaron en restaurar la confianza y los depósitos bancarios continuaron cayendo, volviéndose más severo en noviembre. La respuesta fue un conjunto de restricciones al retiro de depósitos (“corralito”) y posteriormente la pesificación de préstamos y depósitos.

La recesión económica subyacente y el aumento del desempleo generaron expectativas pesimistas con respecto al crecimiento futuro y a los ingresos fiscales, lo que exacerbó la percepción de una trayectoria potencialmente explosiva de la deuda. Los flujos de capitales se redujeron y junto con las dudas sobre la viabilidad fiscal, se incrementó el costo marginal del capital para Argentina como se observa en la figura 13 del apéndice (medido por el spread de los bonos argentinos sobre los bonos del tesoro), debilitando las expectativas de crecimiento.

Las estrategias del gobierno para quebrar la trampa de la deuda se focalizaron sobre el crecimiento, sin embargo, los medios para alcanzar ese objetivo cambiaron drásticamente después de abril de 2001, cuando Cavallo asumió como ministro de Economía. Durante 2000, el retorno al crecimiento era perseguido indirectamente, tratando de reconquistar la confianza de los inversores a través de un ajuste fiscal, incluyendo el “impuestazo” en enero del 2000. Se esperaba que la mejora en la confianza conduciría a mayores flujos de capitales y crecimiento, haciendo sostenible la deuda y la cuenta corriente. Para estar seguras, las autoridades también trataron de enfocar el problema de la sobrevaluación de la moneda directamente, a través de alguna flexibilización de los mercados laborales. En resumen, como la confianza no se restauró y el crecimiento siguió cayendo, las autoridades cambiaron la atención hacia los miedos de un posible default en la deuda. El paquete del FMI de Diciembre de 2002 (publicitado como un paquete de 40 billones conocido como “blindaje”) fue negociado con esos últimos objetivos en mente. Sin embargo, ninguna de esas acciones alcanzó los resultados esperados y las expectativas de revivir el crecimiento se troncharon.

El ministro Cavallo, con amplias facultades, se focalizó en el crecimiento pero esta vez con medidas heterodoxas, que incluían impuestos a las importaciones y subsidios a las expor-

taciones (una fiscal devaluación para los flujos de comercio), reduciendo los requisitos de reservas y anunciando la eventual adhesión del peso al dólar y al euro (con igual valor), una vez que las dos monedas alcanzaran la paridad. La estrategia no mantuvo el crecimiento sino que aumentó la incertidumbre sobre la deuda y el arreglo cambiario.

Además, el ministro Cavallo había impulsado la renuncia del presidente del Banco Central, Pedro Pou, quien era visto por los inversores como un guardián estricto de la seguridad del sistema monetario y bancario. Sin embargo, Cavallo usó sus poderes especiales para reformar la Carta Orgánica del Banco Central, removiendo los límites de la habilidad del Banco Central para inyectar liquidez y desmantelando la regla de convertibilidad. Entonces, los rumores sobre un cambio en el modelo de convertibilidad escalaron rápidamente, con alta incertidumbre sobre cuál debería ser el modelo posterior. Estas dudas se observan en el aumento pronunciado en la participación de los depósitos en dólares en los depósitos totales.

Al mismo tiempo, la incertidumbre sobre el repago de la deuda pública llevó al gobierno a tomar una decisión en ese frente. A pesar de reconocer que la reestructuración de la deuda se estaba volviendo una necesidad, siguiendo el fallido intento de restaurar el crecimiento el gobierno advirtió el atraso en el servicio de la deuda agotando la liquidez bancaria. En abril del 2001, el gobierno usó la persuasión moral para colocar 2 billones de bonos a los bancos en Argentina, autorizando a los bancos a usar esos bonos para integrar hasta el 18% requisitos de liquidez. El sistema bancario, entonces, se volvió sustancialmente menos líquido y mucho más expuesto al default del gobierno. La exigencia del sistema bancario total aumentó gradualmente desde menos del 10% del total de activos bancarios al final de 1994 a 15% a fines del 2000, saltando a cerca del 30% a fines del 2001.

En el proceso, el futuro de las finanzas públicas, del sistema bancario y de la moneda estuvo fuertemente unido. Como resultado de la poca confianza mantenida, en particular, una vez que el gobierno perdió completamente el acceso a los mercados financieros y fue forzado a anunciar un objetivo de “déficit cero” para la segunda mitad del 2001. La crisis explotó cuando los inversores y los depositantes corrieron para salir. Esta corrida forzó el corralito y un cambio de gobierno a fines del 2001.

La devaluación nominal en el 2002 reveló con total fuerza esos problemas latentes y los hizo mucho peores debido al *overshooting* y el corte de la cadena de pagos derivado del congelamiento de los depósitos (el llamado “corralito”) y la posterior pesificación asimétrica de préstamos y depósitos.

El desempleo mantuvo una tendencia levemente creciente hasta el tequila, cuando saltó profundamente. El hecho de que el desempleo estuviera aumentando cuando la economía crecía, refleja una combinación de tasa de participación creciente, reconstrucción productiva hacia actividades menos trabajo-intensivas, y probablemente, también, el pobre funcionamiento del mercado laboral. La tasa de desempleo declinó en los años de boom 1996-1998, para reasumir una tendencia creciente durante la recesión reciente.

b) Diferentes explicaciones de la crisis:

La caída del programa de convertibilidad en Argentina y las causas de su colapso han

sido ampliamente debatidas, ofreciéndose varias explicaciones. La más popular relaciona la combinación no deseable de tipo de cambio fijo con déficit fiscales significativos que llevaron a un rápido crecimiento en la deuda del sector público, severos problemas de sostenibilidad fiscal e imposibilidad de acceder a los mercados de crédito para financiar los desajustes.

Otra popular visión remarca como causa importante los problemas causados por el régimen de tipo de cambio fijo sobre la competitividad de los sectores transables, en tiempo de dólar fuerte y depreciación del real brasileño. La pérdida de competitividad redujo la inversión y condujo la economía hacia una prolongada recesión y deflación para solucionar el desajuste del tipo de cambio real.

De la Torre, Levy Yeyati y Schmukler (2002) plantean que la relación entre caja de conversión y sistema financiero es esencial para entender la crisis de Argentina 2001-02. El sistema financiero, a pesar de su fortaleza, permaneció vulnerable a desajustes del tipo de cambio real y a shocks fiscales. Después de 1998, Argentina estuvo atrapada en problemas de recesión, apreciación cambiaria y deuda inconsistente⁵. Las políticas tomadas bajo este escenario se concentraron en el crecimiento, pero fallaron al dirigirse a los componentes moneda y deuda, generando un drástico aumento en la incertidumbre y desencadenando una corrida bancaria que condujo al abandono de la caja de conversión. Los autores manifiestan que la salida de la convertibilidad hacia una dolarización habría evitado la corrida y reducido sustancialmente la magnitud de la crisis, preservando los derechos de propiedad y la salud de la intermediación financiera. Tratan de explicar la forma en que se desató la crisis, su duración y severidad y las complicaciones en su manejo y resolución. Remarcan los inconvenientes de fijar el tipo de cambio al dólar dada la estructura productiva y de comercio de Argentina. No obstante la convertibilidad no fue elegida en vista de consideraciones de comercio, sino que apareció en respuesta a la hiperinflación y en contra de los antecedentes históricos de desaparición de la moneda doméstica.

El régimen cambiario y sus conexiones con el sistema financiero explican no sólo el período de crisis en Argentina sino también la etapa de rápido crecimiento pre-crisis y la consolidación del sistema financiero. La decisión del gobierno de atar el peso al dólar a través de una caja de conversión en 1991, provocó un rápido crecimiento financiero. Las corridas bancarias y cambiarias generadas por la crisis del tequila en 1995 redescubrió la necesidad de aumentar las normas prudenciales sobre requerimientos de capital y liquidez en el sistema bancario argentino, dados los límites que imponía la caja de conversión sobre el Banco Central para actuar como prestamista de última instancia. Para salvar esas limitaciones, Argentina introdujo rápidas y efectivas reformas en el sistema bancario. El resultado fue un sistema bancario mucho más sólido y reconocido en el mundo, con mayor participación de bancos extranjeros. Para algunos, al final de la década, el sistema financiero estaba lo suficientemente líquido y sólido para responder a shocks de cierta magnitud sin dañar la convertibilidad.

No obstante, el sistema bancario contenía algunas debilidades que reducían su capacidad para enfrentar ciertos tipos de shocks dentro de escenarios que incluyeran el mantenimiento de la convertibilidad. En primer lugar, la falta de una regulación prudencial explícitamente diseñada para detectar los efectos adversos sobre la capacidad de pago de los sectores no transables provocadas por un ajuste significativo del tipo de cambio real hacia un nivel más

depreciado. En ausencia de una devaluación nominal, tal ajuste debía producirse a través de una deflación nominal, mayor recesión y desempleo. En segundo lugar, el sistema financiero se volvió significativamente expuesto a la evolución del sector público y, por ello, creció su vulnerabilidad ante una crisis de deuda soberana. Tercero, los requisitos mínimos de liquidez para el sistema bancario proporcionaron una inadecuada protección en un contexto de corrida de los depósitos⁶. En ausencia de prestamista de última instancia creíble, el sistema de pago es vulnerable y puede colapsar bajo una corrida, aun si la liquidez fuera alta, pero sólo constituye una fracción de los depósitos, aun cuando estén disponibles para frenar alguna corrida de los depósitos⁷.

Calvo, Izquierdo y Talvi (2002), desde una perspectiva diferente, plantearon que el “corte abrupto” o “frenazo” (sudden stop) en los flujos de capitales hacia el país, desde la crisis rusa creó un desajuste mayor en el tipo de cambio real y problemas fiscales de Argentina que eran difíciles de solucionar dado el desajuste de la moneda, el alto endeudamiento y la baja participación del comercio en el producto bruto interno.

Los sudden stop están caracterizados por un sustancial incremento en el tipo de cambio real que producen problemas en aquellos países que tienen elevada dolarización en sus pasivos, transformando en insostenible la posición financiera neta del sector público y del sector privado. Puntualizan que los cambios requeridos en los precios relativos deben ser mayores cuanto más cerrada es una economía en términos de la oferta de bienes transables.

La crisis rusa de agosto de 1998 modificó drásticamente la conducta de los mercados de capitales ocasionando un severo, inesperado y prolongado corte en el flujo de capitales hacia los mercados emergentes y Latinoamérica no fue la excepción. El efecto sobre Argentina resultó magnificado por dos características que presentaba la economía⁸:

1. Argentina es una economía relativamente cerrada: una economía con pequeña participación de la producción de bienes transables, más específicamente, producción que puede ser transformada en exportaciones. Si la economía es relativamente cerrada significa que el sudden stop puede necesitar un incremento profundo del tipo de cambio real de equilibrio (depreciación real).
2. Dolarización de deudas (más específicamente, un significativo desajuste financiero en la denominación de la deuda) en el sector privado y financiero. La dolarización de deudas consiste en que la deuda en moneda extranjera era mantenida por sectores productores en pesos (mayoritariamente no transables), lo que provocaría efectos significativos sobre los balances de las empresas cuando el tipo de cambio real de equilibrio aumente. Bajo dolarización de deudas, la necesidad de una profunda devaluación real (de equilibrio) como consecuencia del sudden stop afecta los balances de las empresas y reduce los colaterales de los sectores no transables, provocando una contracción del stock de crédito a los sectores no transables⁹.

El gobierno puede desarrollar un papel importante cuando la economía se ve afectada por shocks de baja probabilidad, como por ejemplo de la crisis rusa de 1998, pero ese papel se dificulta si el gobierno argentino se encontrara expuesto a problemas financieros similares a

los que se enfrentaba el sector privado luego del sudden stop y del aumento del tipo de cambio real. El gobierno se volvió parte del problema mas que parte de la solución. Argentina era un país fiscalmente débil (vulnerable al corte abrupto) no porque tuviera un gran déficit fiscal corriente, sino por ser inconsistente con el régimen de tipo de cambio fijo. La debilidad fiscal de Argentina recae en que los gobernantes eran incapaces de compensar la vulnerabilidad fundamental asociada a un país muy cerrado y con dolarización de deudas.

Mussa (2002) enfatizó que, dada la decisión de adhesión a la convertibilidad, el shock externo post-1997 (incluyendo la apreciación del dólar y la devaluación del real brasileño) y las rigideces del mercado laboral, la causa fundamental de la caída fue la incapacidad crónica de las autoridades argentinas para llevar una política fiscal responsable, lo que condujo a un rápido aumento en la razón deuda/PBI durante 1990 y hacia el inicio de la crisis.

Perry y Servén (2002) encuentran el origen de la crisis en las múltiples vulnerabilidades que afectaban a la economía argentina (ajuste deflacionario bajo tipo de cambio fijo, alta deuda pública, fragilidad fiscal y debilidad del sistema financiero), ninguna de las cuales fueron decisivas por sí mismas. Todos estos factores se reforzaron unos con otros en un camino perverso desde el shock post-1997, provocando una mayor revaluación del tipo de cambio real y expectativas pesimistas con respecto a las futuras tasas de crecimiento de la economía. La economía entró en un círculo vicioso del cual fue muy difícil salir, considerando los instrumentos de política disponibles. Argentina entra a una recesión después de la caída en el crecimiento en 1999 que afectó a toda la región latinoamericana, debido a la retracción del flujo de capitales luego de la crisis rusa¹⁰.

La economía argentina era más propensa a shocks externos que otras economías de America Latina porque presentaba las siguientes vulnerabilidades según Perry y Servén¹¹:

a) Ajuste deflacionario a los shocks en un esquema de tipo de cambio fijo:

En particular, el tipo de cambio fijo y la inflexibilidad de salarios nominales y precios impusieron un lento ajuste deflacionario en respuesta a la depreciación del euro y del real, al shock de los términos de comercio¹² y al shock en los mercados de capitales de 1998, provocando mayor sobrevaluación cambiaria y un rápido deterioro en la posición de activos externos. Tal situación se vería agravada por las políticas fiscales procíclicas tomadas durante la década, especialmente después de 1995. Todos estos factores llevaron desde 1997 a una sobrevaluación creciente de la moneda que alcanzó su punto máximo en el 2001. La necesidad de concentrar las decisiones de política en la solvencia, dada la magnitud de la deuda, el débil equilibrio fiscal primario y el lento crecimiento, sumado al aumento de impuestos y al recorte presupuestario en el 2000 y 2001, profundizaron la contracción económica. La reversión endógena de los flujos de capitales y la creciente prima de riesgo en 2001 amplificaron estos problemas requiriendo significativos ajustes en la cuenta corriente externa. Tal ajuste bajo un régimen de tipo de cambio fijo requería de un proceso muy largo y costoso de reducción en la demanda agregada y de deflación. El prolongado ajuste deflacionario necesario para realinear el tipo de cambio real bajo convertibilidad debía inevitablemente erosionar la capacidad de repago de la deuda del gobierno y de las firmas pertenecientes al sector no transable como resultado directo de la deflación. La devaluación nominal en el 2002 reveló por completo esos

problemas latentes y lo hizo más adversamente como resultado directo de la deflación. La deflación de precios afectó a los deudores del sector transable, incrementando el valor real de la deuda con relación al ingreso real debido a la recesión. La estrechez fiscal preocupaba por la significativa exposición de bancos y fondos de pensión al crecimiento en el riesgo de insolvencia del sector público.

Después de la crisis rusa, los países de Latinoamérica habían experimentado un incremento generalizado en los spreads soberanos como se aprecia en el gráfico 2. En este aspecto Argentina no estuvo peor que el resto de la región. Los spreads de Brasil aumentaron por encima de los de Argentina en el 1997-99, con los ataques especulativos sobre el real producidos en octubre de 1997 y octubre de 1998. Fue solo a fines del 2000 que los spreads de Argentina comenzaron a estar por encima de Brasil¹³. Para Perry y Servén la evidencia muestra que la contracción global en los flujos de capitales que se produjo en 1999 no afectó tan severamente a Argentina como a otros países latinoamericanos. Argentina fue capaz de continuar manteniendo grandes déficit de cuenta corriente, como en los años previos. Después de 1999, sin embargo, los flujos de capitales para la mayoría de los países latinoamericanos se recuperaron algo, excepto para Argentina (y Venezuela) donde continuaron cayendo, especialmente en el 2001. La conclusión es que la mayor parte del deterioro de los flujos de capitales hacia Argentina al final de la década reflejan factores específicos más que factores globales¹⁴.

El tipo de cambio real efectivo experimentó una considerable apreciación durante 1990. Entre el año 1990 y 2001, el tipo de cambio real se apreció durante la primera etapa del plan de convertibilidad hasta los primeros meses del 93, luego se depreció producto del plan real y la depreciación mundial del dólar hasta principios de 1997, para luego apreciarse a causa de la apreciación mundial del dólar y la devaluación brasileña. La evolución del tipo de cambio real estuvo reflejada en el comportamiento de las exportaciones en Argentina. Mientras las exportaciones reales mostraron un crecimiento positivo con la evolución del tipo de cambio real, durante la apreciación real a principios de la convertibilidad, las exportaciones argentina se estancaron. Como el tipo de cambio real se depreció después de 1993, las exportaciones se expandieron vigorosamente, mientras que cuando el tipo de cambio real comenzó a apreciarse nuevamente en 1997, la performance de las exportaciones cayó significativamente más allá que los países comparables.

Los factores que encuentran los autores relacionados con rol de los shocks externos en el desajuste del peso argentino se pueden resumir:

- ⇒ Shocks de comercio adversos: en 1998-99 los términos de comercio de Argentina declinaron en 11%. Sin embargo, el shock fue temporario y fue revertido en el 2000.
- ⇒ La sobrevaluación del dólar (por unirse o pegarse a la moneda incorrecta): la revaluación del peso puede ser atribuida a la apreciación del dólar estadounidense a fines de los 90 con respecto a las monedas de los mayores participantes en el comercio con Argentina (por ejemplo: países del área del euro).
- ⇒ La devaluación del real: la devaluación de Brasil de 1999 sumó al desajuste del peso reduciendo la competitividad del sector transable como consecuencia de pegarse a una moneda incorrecta.

Para resumir, concluyen que el tipo de cambio real de equilibrio se volvió sustancial-

mente sobrevaluado después de 1996, a pesar del estancamiento en la productividad relativa y la subida de la deuda externa con relación al PBI. Encuentran también que la depreciación del real brasileño y la apreciación del dólar explican una gran proporción de la sobrevaluación del peso.

b) Gran posición de deuda pública y frágil situación fiscal

Algunos observadores pusieron la mayor culpa de las dificultades en la falta de disciplina fiscal que era esencial para preservar la convertibilidad, mientras que otros argumentaron que la deuda convencional de Argentina y los indicadores fiscales no lucían peores que los indicadores de la mayoría de los países de Latinoamérica hasta mediados de 2001.

Perry y Servén exploran que los desajustes fiscales contribuyeron a los déficits de cuenta corriente de los noventa. Los grandes déficit de la cuenta corriente poseían dos amenazas: aumentaban la vulnerabilidad a la reversión de los flujos de capitales y, también, fomentaban la sobrevaluación de la moneda por el deterioro en la posición neta de activos del país. Los ingresos y gastos durante los 90 estuvieron altamente correlacionados, característica que refleja que no funcionan los estabilizadores fiscales automáticos. Esto es más evidente cuando los gastos del gobierno se ajustan excluyendo los pagos de intereses sobre la deuda. El resultado fiscal primario estructural se deterioró en una forma significativa (por sobre el 1,5% del PBI) durante el período desde fines de 1995 a mitad de 1998 con un importante ajuste más adelante (arriba del 1,5% del PBI hasta mitad de 2001), interrumpidos por períodos de relajación, principalmente durante las elecciones de fines de 1999. Este aparente deterioro fiscal refleja deudas no consolidadas en el sistema de jubilación que fueron reveladas por la reforma previsional.

El ajuste en el presupuesto primario estructural que tuvo lugar después de 1998 no fue suficiente para compensar los crecientes pagos de intereses. Los pagos de intereses se incrementaron desde cerca del 2% del PBI en 1995/96 a 3,4% en 1999 y 4,3% en 2001. La mayor parte de este incremento puede ser atribuido al aumento en la tasa de interés implícita sobre la deuda pública, que se aceleraron después de la crisis rusa y especialmente en 1999-2000 debido al deterioro percibido en los fundamentos. El deterioro adicional en el presupuesto del gobierno federal total puede ser atribuido a los efectos de la caída.

El extenso ajuste deflacionario a los shocks externos impuesto por la Convertibilidad tuvo un efecto mayor sobre las perspectivas de sustentabilidad de la deuda, a través de dos canales: por un lado, redujo las expectativas de crecimiento de largo plazo y, por otro, hizo más difíciles y dolorosos los ajustes fiscales cuando la relación ingresos/PBI colapsó. En este contexto, la suba de impuestos (como el “impuestazo” en el 2000) o los recortes de gastos (durante la segunda mitad del 2001) agravaron la recesión y las subsecuentes tensiones políticas y sociales. Si la convertibilidad no colapsaba, el ajuste en el tipo de cambio real de equilibrio requerido a través del proceso deflacionario, habría revelado la reducida capacidad del gobierno para devolver su deuda y requeriría un superávit primario adicional del 2% del PBI anualmente para evitar la dinámica explosiva de la deuda. Además, los consumidores y las firmas en el sector no transable deberían sufrir severas restricciones financieras por el ajuste del tipo de cambio real, cuando su capacidad para repagar las deudas en dólares y en peso se deteriorara por el proceso deflacionario. Esto habría tenido un mayor impacto sobre la calidad de las carteras de

los bancos y el gobierno habría sido hecho con significativas contingencias fiscales.

Los problemas fiscales de América Latina se han originado en booms, cuando las instituciones fiscales y políticas no permiten alcanzar superávit. La política fiscal ha sido procíclica también en tiempos malos, contribuyendo a profundizar las recesiones y las tensiones sociales, y ocasionalmente culminaron en severas crisis fiscales.

c) Exposición del sector bancario al default del sector público

Después de promulgada la ley de convertibilidad el esfuerzo se orientó a recrear un sistema financiero sólido principalmente basado en préstamos y depósitos en dólares. En 1995, la crisis del tequila condujo a una corrida del 18% de los depósitos totales y a una iliquidez sistémica que resolvió con normas prudenciales más estrictas (con base en los criterios de Basilea denominadas CAMEL) para afianzar el sistema financiero. El sistema financiero tenía aparentemente una posición muy sólida hasta el año 2000, mostrando indicadores que mostraban un sistema bancario bien capitalizado, fuertemente provisionado y altamente líquido. La presencia de reputados bancos extranjeros fue percibida, también, como mejoras en la solvencia y liquidez del sistema. La vulnerabilidad que presentaba el sector bancario se debía a que la convertibilidad y las regulaciones prudenciales contribuyeron a mantener una alta proporción de depósitos y préstamos en dólares en el sistema financiero doméstico.

Perry y Servén identificaron tres vulnerabilidades en el sector financiero y debilidades del esquema regulatorio bajo la hipótesis de que la Convertibilidad fuera permanente:

- ⇒ Capacidad del deudor para pagar y ajuste deflacionario necesario para mejorar el tipo de cambio real de equilibrio hacia un nivel más depreciado.
- ⇒ Creciente exposición del sistema bancaria al default del Gobierno.
- ⇒ Insuficiente regulación con respecto a los requisitos mínimos de liquidez que no protegían al sistema de una corrida.

Argentina ilustra que cuando la confianza colapsa, un requisito mínimo de liquidez general falla para proteger al sistema de pagos de una corrida. También la experiencia demuestra que una vez iniciada la corrida, la relajación en los requisitos mínimos de liquidez puede generar efectos negativos de señalización que exacerban la corrida sobre el peso, debilitando la confianza.

Rozenwurcel (2003) se pregunta por qué la crisis fue más virulenta en Argentina que en otros países lationamericanos, manifestando que la causa de la crisis consistió en un fenómeno financiero llamado “corte abrupto” o frenazo (sudden-stop) en la afluencia de capitales. Al igual que Calvo y otros (2002) cuestiona la idea de que la mayor disponibilidad de financiamiento tenga que ver con cambios en los fundamentos internos de la economía. La sincronización en economías de naturaleza (con fundamentos) muy disímiles cuestiona la noción de causas puramente internas o endógenas del corte abrupto, apuntando al efecto contagio.

Los desajustes de precios relativos y de sustentabilidad fiscal hacían más vulnerables a la economía pero no pueden ser considerados como causa de la crisis. Los agentes económicos revi-

san sus expectativas con respecto a sus ingresos futuros. El fenómeno que coordina es el contagio, cuya característica es que no fue anticipado y no está relacionado con los fundamentos.

El corte abrupto del flujo de capitales se caracterizó porque fue un fenómeno inesperado y por su magnitud. En qué medida al ser un evento inesperado, que no puede ser interpretado como la ocurrencia de una variable aleatoria con una distribución de probabilidad conocida, no fuera incorporado a las decisiones de los agentes económicos y el sector público, depende si el Gobierno considera al shock como transitorio o permanente. La respuesta de política económica requiere reconocer la naturaleza de los arreglos cambiarios para entender los efectos diferenciales de estos tipos de shock:

- ⇒ Si el sudden-stop fuera un fenómeno transitorio, se soluciona buscando financiamiento adicional debido a que cambiar el régimen tiene costos importantes. El gobierno consideró que el shock era transitorio avalado por lo sucedido durante la crisis del Tequila, donde los flujos de capitales se reestablecieron una vez superada la crisis y, por tanto, no había razón para considerar que esta situación no se volvería a repetir.
- ⇒ Si el corte abrupto fuera permanente, bajo tipo de cambio flexible el mercado ajusta el tipo de cambio al valor de equilibrio luego de la perturbación. Se necesita un aumento en el tipo de cambio real de equilibrio para mejorar la cuenta corriente en forma permanente y adecuar los flujos de la cuenta corriente a los flujos de la cuenta capital. Es decir que si el shock fuera permanente, la cuenta corriente se ajusta a la reversión de los flujos de capitales a través de un cambio en el tipo de cambio real de equilibrio. Si el tipo de cambio es fijo, la economía se ajusta a ese shock a través de una caída en las reservas y la sustitución de endeudamiento voluntario por financiamiento multilateral.

Las autoridades argentinas identificaron el corte abrupto en el ingreso de capitales como transitorio y si no desea modificar el tipo de cambio nominal, el tipo de cambio real no se corrige rápidamente agravándose el problema, ya que se posterga la corrección y empeora la posición financiera neta del país. En un régimen de tipo de cambio fijo, los costos de salida son altos y la decisión la tiene el gobierno. Si la posterga puede agravar el problema.

La corrección del tipo de cambio real tiene costos:

- a) Dado que se interrumpe el financiamiento del déficit de cuenta corriente, que no se puede solicitar préstamos permanentemente al exterior y que se pueden agotar las reservas, se produce una caída del déficit en cuenta corriente en dólares, sea por mayores exportaciones o menores importaciones. Si la variación de las exportaciones ($\Delta X/X$) a esta situación fuera muy pequeña significaría que se requiere mayor ajuste en el tipo de cambio real. Cuanto más cerrada sea una economía, mayor es el ajuste del tipo de cambio real. Es decir, para un ajuste dado en la cuenta corriente se necesita un ajuste más elevado del tipo de cambio real.
- b) Efectos del aumento en el tipo de cambio real sobre el lado patrimonial o financiero de la

economía. El aumento del tipo de cambio real tendrá efectos diferentes según la posición financiera del país. En Argentina un aumento significativo del tipo de cambio real tiene consecuencias patrimoniales muy adversas de acuerdo a la estructura de funcionamiento de la economía. Esto se debe a la naturaleza del régimen contractual vigente que se sustenta en: a) dolarización de activos y pasivos, b) historia de sobre-endeudamiento (dado que cuando se produce el shock, el sector no transable tanto como el público se encuentran muy endeudados) y c) el corto plazo de activos y pasivos (préstamos y depósitos).

Estos elementos provocan que una variación del tipo de cambio real desmejore el indicador deuda externa/PBI. Con el frenazo, si no se puede incrementar la deuda/PBI, debe sustituirse endeudamiento con superávit primario. El superávit de equilibrio depende de la tasa de interés, la tasa de crecimiento económico y la relación deuda-PBI (pre-existente). Cuanto más alta sea la relación Deuda/PBI mayor es el ajuste en el superávit primario. Situación que se agrava a causa de que el freno al ingreso de capitales no solo provoca que los capitales dejen de venir si no que, también, se elevan considerablemente las tasas a las que se refinancian las deudas existentes y se contrae el producto, lo que lleva a una más fuerte necesidad de corrección del superávit primario.

$$(1) \quad SF_t + D_t - D_{t-1} = id D_{t-1}$$

<p>SF_t: superávit primario en el período t. D_t: saldo de la deuda en moneda nacional a finales del período t id: tasa de interés nominal en el período t.</p>

La ecuación (1) nos dice que el superávit fiscal más el mayor endeudamiento neto financia el pago de intereses. Partiendo de la restricción presupuestaria del sector público expresada en (1) se puede obtener un indicador operativo de la sustentabilidad del sector público.

Dividiendo cada variable por el PBI nominal y reagrupando términos se obtiene.

$$(2) \quad d_t = \frac{(1+r)}{(1+g)} d_{t-1} - spt$$

<p>spt: relación entre Superávit primario y PBI en el período t. d_t: razón entre deuda y PBI a fines del período t (coeficiente de endeudamiento) r: tasa de endeudamiento real que se supone constante g: tasa de crecimiento que se supone constante</p>
--

La ecuación (2) establece la relación entre d_t y d_{t-1} , implicando que:

- ⇒ Cuando la tasa de interés real es mayor que la tasa de crecimiento económico, el coeficiente de endeudamiento tenderá a aumentar, ya que la proporción en que aumenta la deuda pública (debido a los pagos de intereses) es mayor que la proporción en que aumenta el PBI (en virtud del crecimiento económico), a menos que se mantenga un superávit primario en un nivel suficientemente alto.
- ⇒ Cuando la tasa de interés real es inferior a la de crecimiento económico, el país podrá

reducir su coeficiente de endeudamiento a través del crecimiento económico. En este contexto el gobierno podrá inicialmente soportar una razón entre deuda y PBI más alta y un cierto nivel de déficit primario. Pero si el gobierno en un exceso de optimismo adquiere más deuda, corre el riesgo de que las tasas de interés aumenten hasta superar las tasas de crecimiento económico, volviéndose insostenibles políticas que hasta entonces eran sostenibles.

Para que la deuda sea sostenible no debe crecer en el tiempo, es decir, $d_{t+1} - d_t = 0$ (condición débil de sostenibilidad). Si la deuda se mantiene constante obtenemos:

$$(3) \quad d_{t+1} = d_t = d^*$$

reemplazando en (2)

$$(4) \quad d^* = d^* \frac{(1+r)}{(1+g)} - sp_t$$

$$(5) \quad sp^* = d^* \frac{(1+r)}{(1+g)} - d^* \quad sp^*: \text{superávit estructural}$$

En equilibrio de largo plazo, $(1+r)$ debe ser igual a $(1+g)$.

Si dividimos la deuda en moneda nacional y en moneda extranjera, se obtiene:

$$(6) \quad \frac{D+E.D^*}{Y+E.Y^*} = \frac{D}{Y} = d$$

La ecuación (6) indica que cuanto mayor sea la deuda dolarizada y mayor sea el sector transable el coeficiente de endeudamiento (d) aumenta por el efecto patrimonial adverso que tiene un aumento en el tipo de cambio real. La economía durante la convertibilidad no consiguió revertir la modalidad contractual en dólares y por lo tanto puso en evidencia estas conclusiones.

Todo este análisis es independiente del arreglo cambiario o si la corrección del tipo de cambio real se hubiera generado por deflación, por lo tanto, los problemas patrimoniales habrían sido semejantes. El descalce entre la deuda y la fuente de generación de ingresos genera problemas muy serios cuando el tipo de cambio real aumenta. La combinación de estas características hace que el shock en la economía argentina resultara más fuerte que en otros países.

El régimen cambiario fijo provoca que la corrección del tipo de cambio real se vuelva más difícil porque se requiere deflación nominal. Si la deflación nominal no alcanza el nivel necesario se obtiene una recesión que se va agravando.

Después de 1998, las autoridades se encontraban con el dilema de no corregir el desajuste a costa de una prolongada recesión o corregir el tipo de cambio real ocasionando problemas financieros de los agentes económicos del país. La primera opción era aceptar un pro-

longado ajuste deflacionario sin salir de la convertibilidad y retener la confianza de los mercados al mismo tiempo¹⁵. La segunda opción era efectuar una devaluación y adoptar la flotación del tipo de cambio en un intento de cortar el prolongado ajuste deflacionario. Sin embargo, eso precipitaría la crisis dada la abierta exposición del sector público y del sector privado a un significativo aumento del tipo de cambio real. En cambio para evitar tal escenario, los contratos financieros deberían estar pesificados antes de la flotación. Pero esto puso en serio peligro de una corrida de los depósitos, lo que forzó un congelamiento de los depósitos, erosionando la confianza del público en la moneda como depósito de valor.

Los desajustes reales pueden ocurrir bajo tipo de cambio fijo o flexible. La diferencia entre ellos es que bajo un régimen de flotación un desajuste real puede ser eliminado rápidamente a través de un ajuste en el tipo de cambio nominal. Entonces, si la apreciación real del tipo de cambio por encima de su valor de equilibrio es causada por un boom de gasto temporario, cuando el boom de gasto se serene el tipo de cambio nominal se depreciará ayudando a eliminar la sobrevaluación real.

En un sistema fijo, en contraste, el ajuste del tipo de cambio real tiene que producirse a través de cambios en el nivel de precios doméstico vis a vis con los precios externos. Las perturbaciones que requieren una depreciación real, tales como la devaluación de Brasil o la apreciación del dólar, necesitan de una caída en el diferencial de inflación vis a vis con los socios comerciales para restaurar el tipo de cambio real de equilibrio. Si la inflación de un socio comercial es baja, esto significa que los precios domésticos necesitan caer en términos absolutos. Bajo inercia nominal de los salarios y otros precios, la deflación requiere una recesión, haciendo el proceso de ajuste lento y costoso en términos de desempleo y producto. Esto genera una segunda diferencia con el régimen de flotación: en presencia de una gran sobrevaluación, el proceso de ajuste requerido puede involucrar grandes pérdidas del producto porque reducen la confianza sobre la sustentabilidad del tipo de cambio fijo mismo, especialmente cuando las instituciones fiscales son débiles.

Galliani, Heymann y Tommasi (2003) enfatizan sobre el papel central que la información y las expectativas, y su evolución, han tenido en el desarrollo de la crisis argentina frustrando numerosas expectativas y decisiones. La explicación de la crisis debe tener en cuenta la interacción entre las percepciones de riqueza y las decisiones del gobierno y de los agentes privados. La dinámica de las cuentas fiscales y el tipo de cambio real tienen que ser situados en el contexto de expectativas que los agentes locales y extranjeros tienen acerca del rumbo de la economía. El colapso llevó a una de las crisis más profunda en la historia del país. Esto proviene de los altos costos de salida del sistema, que lo hicieron robusto ante shocks no demasiados fuertes y, al mismo tiempo, implicaron que si el régimen era abandonado, dicho abandono ocurriría de manera traumática y en circunstancias en que la economía se enfrentase a fuertes perturbaciones. El drástico final de la convertibilidad se correspondió con los altos costos de salida que fueron establecidos por el diseño inicial y por la dinámica de las decisiones políticas y económicas a lo largo de la década. Las decisiones de política bajo la convertibilidad consistían en salir de la convertibilidad o mantenerla con la compra de seguro o redoblando la apuesta. Dada la decisión de no salir de la convertibilidad, podían adoptarse medidas de políticas complementarias que brindaran algún seguro contra los peores escenarios

posibles (que dejaran algún espacio para “cláusulas de salida” en caso de shocks) o, alternativamente, podían adoptarse políticas que simbolizaran un compromiso más fuerte (a través del aumento de los costos de salida). La mayor parte de las decisiones de la política de la década tendieron a aumentar los costos de salida del régimen. Estas medidas tuvieron efecto sobre las expectativas. La propia evolución de la economía y las reformas de política aplicadas durante los '90 generaron cambios profundos en las expectativas. En especial, el rol del sistema monetario de convertibilidad fué mucho más allá de su función de ancla nominal. En los 90, la Argentina buscó una nueva tendencia de crecimiento. Con el paso del tiempo, más y más promesas contractuales fueron realizadas bajo la presunción de que la economía podría sostener un crecimiento real dentro del marco de la convertibilidad. En una economía aún plagada de problemas de credibilidad, cada vez que las autoridades enfrentaron perturbaciones macroeconómicas respondieron redoblando el compromiso de mantener el tipo de cambio fijo, e implícitamente alentaron la dolarización de los contratos. El gobierno prometió que “un peso es igual a un dólar” y que sus bonos serían puntualmente repagados en dólares; las empresas privatizadas tenían sus precios fijados en dólares, los bancos prometieron devolver sus depósitos en dólares y los prestatarios firmaron grandes volúmenes de promesas denominadas en dólares. Sin embargo, las promesas que parecían incondicionales en realidad eran contingentes a la concreción de un conjunto de condiciones: continuos aumentos de la productividad, buenas condiciones internacionales para la exportación, políticas fiscales consistentes y la voluntad de prestamistas extranjeros de brindar suficiente crédito (lo que, a su vez, requería de buenas perspectivas de crecimiento). Cuando las previsiones efectuadas sobre los ingresos futuros se vieron perturbadas, ello golpeó una economía que no estaba preparada para hacer ajustes significativos en el valor en dólares de sus gastos e ingresos, sin poner en riesgo todo el marco contractual. En la década del noventa los agentes económicos sostuvieron la creencia de que una economía con una dotación de recursos considerable, luego de modificar sus políticas económicas y de resolver un problema crónico grave como la alta inflación, sería capaz de permitir a sus residentes tener un más alto nivel de gasto, sobre la base de un aumento sostenido en el producto. El sistema contractual desarrollado bajo la convertibilidad era consistente con esas creencias, dado que el uso del dólar como unidad de denominación presuponía que los ingresos podían ser mantenidos en esa unidad. Sin embargo, esa red de contratos era efectivamente vulnerable a contingencias macroeconómicas que indujeran grandes subas del tipo de cambio real. En el camino final de la convertibilidad surgieron fuertes dudas acerca de la solvencia de múltiples agentes: gobierno, bancos, individuos y firmas. En el agregado, las decisiones de gasto y ahorro del gobierno y del sector privado no revelaron grandes preocupaciones por obtener un “seguro” contra la posibilidad de que los precios de los bienes no transables subieran demasiado y tuvieran que ajustarse fuertemente a la baja en algún momento. Los agentes económicos consideraron que el ingreso en dólares de la década del 90 (u\$s 8.000 per cápita) fue visto como su nivel permanente, sujeto a fluctuaciones pero no a declinaciones catastróficas. El colapso del sistema monetario vino asociado con un quiebre generalizado de contratos que incluyó la destrucción del sistema financiero y la bancarrota del gobierno.

V. Conclusión

A modo de conclusión se resume en el siguiente cuadro y en el anexo la evolución de las principales variables para observar la magnitud y severidad de la crisis en Argentina. El año t representa el año de la crisis, (t-1) el año previo a la crisis y (t+1) el año posterior a la crisis. La crisis alcanzó su punto más alto en el 2002, en que el PBI cayó 10,9% con respecto al año anterior, mientras que la inversión se contrajo cerca del 36% y el desempleo alcanzó 21,5% en abril del 2002. La inflación se incrementó reduciendo los salarios reales, las exportaciones (a pesar del fuerte incremento en el tipo de cambio nominal y real) sufrieron una leve contracción y las importaciones mostraron un abrupto corte. El sistema financiero tuvo una corrida que redujo los depósitos sustancialmente y las entidades financieras experimentaron problemas de liquidez que se reflejaron en un incremento en los redescuentos otorgados por el Banco Central a los bancos en el período posterior a la crisis. En tanto que los depósitos y préstamos en dólares se redujeron a causa de la pesificación.

Cuadro 6: Indicadores de Argentina

Déficit Fiscal/PBI	1,0%	0,6%	1,0%	3,4%
Exportaciones (millones u\$s)	26.341,0	26.542,7	25.709,4	29.375,4
Exportaciones (Var. % anual)	13,0%	0,8%	-3%	14%
Importaciones	25.280,5	20.319,6	8.989,5	13.813,3
Importaciones (Var. % anual)	-0,9%	-19,6%	-55,8%	53,7%
Tipo de cambio real	123,6	129,7	54,6	57,9
Términos de comercio	10,0	-0,5	-1,8	0,0
Producto (millones de \$)	276.172,7	263.996,7	235.235,6	255.750,6
Producto (Var. % anual)	-0,8%	-4,4%	-10,9%	8,7%
Tasa de interés doméstica (P. Fijo \$ 30-59 d)	8,3%	15,5%	39,3%	10,2%
Tasa de interés doméstica (P. Fijo u\$s 30-59 d)	7,0%	9,8%	4,4%	0,9%
M2/Reservas	3,64	3,85	7,31	7,94
Depósitos (millones \$)	32.004,0	18.867,0	59.768,0	79.860,0
Depósitos (Var. % anual)	-1,8%	-41,0%	216,8%	33,6%
Depósitos (millones u\$s)	51.909,0	46.734,0	848,0	1.942,0
Depósitos (Var. % anual)	12,7%	-10,0%	-98,2%	129,0%
Precios de las acciones	417,0	295,0	155,0	366,0
Deuda/Exportaciones	5,56	5,28	5,22	4,96
Reservas Internac BCRA (millones u\$s)	26.491,0	19.421,0	10.485,4	14.141,0
Reservas Internac BCRA (Var. % anual)	-4,8%	-26,7%	-46,0%	34,9%
Redescuentos (millones \$)	0,0	3.993,0	17.395,0	21.382,0
Tasa de Inflación (IPC Dic/Dic año anterior)	-0,7%	-1,5%	41,0%	3,7%

La severidad de la crisis se puede observar en el cuadro 7, en que se observa que la magnitud relativa de la crisis argentina duplica el promedio de las crisis financieras de la segunda mitad de los 90, tanto en liquidez (los depósitos cayeron 42% en términos reales)

como en solvencia (el Patrimonio Neto consolidado de las entidades financieras cayó un 37% en términos reales).

Cuadro 7: Indicadores comparados

País	Fecha de la crisis	Variación Real de los depósitos (1)	Variación en el Patrimonio Neto real (2)	Aporte Fiscal	Desembolsos netos del FMI
México	'94-'95	-15%	-64%	19%	10.670
Venezuela	'94-'95	-43%	-6%	15%	-657
Corea	'97-'00	-6%	15%	31%	6.069
Indonesia	'97-'00	-13%	-183%	57%	10.348
Tailandia	'97-'00	-2%	58%	44%	3.212
Ecuador	'98-'01	-24%	-59%	22%	298
Turquía	'00-'02	-27%	97%	31%	13.419
Prom. simple		-19%	-20%	31%	6.194
Argentina	'81-'82	-36%	-9%	55%	s.d
Argentina	'02-'03	-42%	-37%	11%	-930

Fuente: Banco Central de la República Argentina. Boletín de Estabilidad Financiera, Primer Semestre del 2004.

(1) entre el inicio de la crisis y el piso de depósitos.

(2) Patrimonio Neto considerando un lapso de dos años después de la crisis.

Recibido: 05/07/04. Aceptado: 29/07/04

NOTAS

- 1 Esto ha sido formalizado por Flood y Garber (1984), "Collapsing Exchange Rate Regimes: Some Linear Examples", Journal of International Economics, 17 agosto 1984, pp. 1-13.
- 2 Para identificar estas clases de crisis, Kaminsky examina episodios de crisis en 20 países industriales y en desarrollo. Incluyendo en los primeros a Dinamarca, Finlandia, Noruega, España y Suecia, y en los últimos Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Indonesia, Israel, Malasia, México, Perú, Filipinas, Tailandia, Turquía, Uruguay y Venezuela. El período cubierto abarca desde enero de 1970 e incluye crisis hasta febrero de 2002, con un total de 96 crisis cambiarias.
- 3 Kaminsky y Reinhart (1999) basándose en esa muestra calculan la probabilidad incondicional de ocurrencia de una crisis. En el caso de una crisis bancaria la probabilidad es 10% y en el caso de una crisis de balanza de pagos es 29%. Mientras que la probabilidad de ocurrencia de una crisis de balanza de pagos, dada la existencia previa de una crisis bancaria se eleva a 46%.
- 4 Para el tipo de cambio utilizan la depreciación real porcentual de 6 meses siguientes a los meses de las crisis, dado que las grandes devaluaciones tienden a ocurrir solo después y si el Banco Central provoca la devaluación o deja flotar la moneda.
- 5 Esta situación es denominada por los autores como currency-growth-debt (CDG) trap.
- 6 Al mismo tiempo, sin embargo, la experiencia argentina muestra que una vez ocurrida la corrida, el relajamiento de los requisitos mínimos de liquidez pueden tener efectos de señalización adversos que exacerban el ataque sobre el peso, debilitando la confianza. Sin embargo, Argentina ilustra que, cuando la confianza colapsa, un requisito de liquidez general es insuficiente para frenar la corrida.
- 7 Bajo caja de conversión y formal dolarización, la protección del sistema de pagos de la corrida de los bancos puede requerir alguna forma de estructura de banca transaccional.

- ⁸ Según Calvo, Izquierdo y Talvi (2002) Argentina se caracteriza por tener problemas de C (currency=moneda)-D (dollarization=dolarización) - M (mismatch=descalce).
- ⁹ Esa clase de shock puede estar relacionado con la venta de activos, reestructuración financiera o iniciación de un proceso de quiebras. Como el shock golpeó a todo el sector, los activos solo pueden venderse a precios reducidos con un proceso prolongado de reestructuración y quiebra, que precipita a la economía hacia una recesión prolongada.
- ¹⁰ Según Perry y Servén el efecto de los shocks externos no fue más extenso para Argentina que para el resto de las economías de la región. Argentina empeoró más que otros países después de 1999 debido a su mayor vulnerabilidad a los shocks externos, respuestas de política o una combinación de ambos. Perry y Servén encuentran que la gran reversión de los flujos de capitales en 2001 fue conducida por factores específicos de la Argentina y observan como evidencia que los cortes abruptos o sudden stop de los flujos de capitales actuaron más como amplificador que como causa principal de la crisis argentina.
- ¹¹ Encuentran que ellas se refuerzan unas con otras de un modo perverso y que tomadas conjuntamente conducen a mayor vulnerabilidad a los shocks externos que otros países en la región, a diferencia de lo planteado por Calvo, Izquierdo y Talvi (2002).
- ¹² La declinación en los términos de comercio en 1998/99, en relación con otros países, fue menos severa que la sufrida por los países exportadores de petróleo como Venezuela y Ecuador, quienes sufrieron una mayor contracción en los términos de comercio en 1999.
- ¹³ El patrón de los flujos de capitales fue una imagen de espejo de la seguida por los spreads. Los flujos financieros brutos (bonos, créditos a bancos y acciones de portafolio) a los países latinoamericanos se contrajeron ampliamente después de la crisis rusa. Sin embargo, la contracción no fue mayor para Argentina que para otros países de la región. En realidad, hasta mediados del año 1999 Brasil tuvo un más importante recorte en el flujo bruto que Argentina. Fue en el 2000 y especialmente en el 2001, bien entrada la crisis, cuando los flujos de capitales a Argentina colapsaron.
- ¹⁴ Perry y Servén (2002) afirman que la rápida adopción de una dolarización completa hubiera reducido el pánico y la duración del ajuste deflacionario, incrementando la probabilidad del éxito de tal opción.

BIBLIOGRAFÍA

- ALESSINA, A. - BARRO, R. "Dollarization", mimeo, 2000, Harvard University.
- BASU, K. "Globalization and the Politics of International Finance: The Stiglitz verdict" en *Journal of Economic Literature* (September) (2003).
- BEB CZUK, R. *Información Asimétrica en Mercados Financieros*. Cambridge, University Press, 2000.
- BERNANKE, B. "Bankruptcy, Liquidity and Recessions" en *American Economic Review*, 1981, mayo.
- BERNANKE, B. "Credit in the Macroeconomy" en *Federal Reserve Bank of New York Quarterly*, Spring, (1992),
- BERNANKE, B. "The Macroeconomics of the Great Depression: A Comparative Approach" en *Journal of Money, Credit and Banking*, 1995, n° 27.
- BERNANKE, B. - BLINDER, A. "Credit Money and Aggregate Demand" en *American Economic Review*, May, 1988.
- BERNANKE, B. - GERTLER, M. "Agency Costs, Net Worth and Business Fluctuations" en *American Economic Review*, 1989, March.
- BERNANKE, B. - GERTLER, M. "Inside the black box: the credit channel of monetary policy transmission" en JEP, 1999, n° 4.
- CALVO, G. "Capital flows and macroeconomic management. Tequila lessons", en *Seminar on implications of international capital flows for macroeconomic and financial policies*. IMF, Washington, D.C., 1995.
- CALVO, G. "Capital Flows and Capital-Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops" en *Journal of Applied Economics*, 1998, Vol. 1, n° 1.
- CALVO, G. - REINHART, C. "When Capital Inflows Come to a Sudden Stop: Consequences and Policy Options", 1999.
- CALVO, G., LEIDERMAN, L., REINHART, C. "Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America" en *IMF Staff Papers*, vol 40, No. 1, March.

- CALVO, G. - MISHKIN, F. "The Mirage of Exchange Rate Regimes for Emerging Market Countries" en *Working Paper* 9808, NBER., 2003.
- CALVO, G., IZQUIERDO, A., TALVI, E. "Sudden Stops, the Real Exchange Rate and Fiscal Sustainability: Argentina's Lessons", mimeo, BID, 2002.
- DE LA TORRE, A., LEVY YEYATI, E., SCHMUKLER, S. "Argentina's Financial Crisis: Floating Money, Sinking Banking", Mimeo, 2002.
- FANELLI, J., BEBCZUK, R., PRADELLI, J. J. *Determinants and Consequences of Financial Constraints Facing Firms in Argentina*. La Plata, Centro de Estudios de Estado y Sociedad, Universidad Nacional de La Plata.,2002.
- FRANKEL, J. "No Single Currency Regime is Right for All Countries or at All Times" en *Working Paper* 7338, NBER., 1999.
- GALIANI, S., HEYMANN, D. y TOMÁIS, M. "Expectativas frustradas: el ciclo de la convertibilidad" en *Desarrollo Económico* 169, Abril-Junio, 2003.
- GYLFASON, T. "Fix or Flex? Alternative Exchange Rate Regimes in a Era of Global Capital Mobility?" en 2000.
- HAUSSMAN, R. y otros "Financial Turmoil and the Choice of Exchange Rate Regime", mimeo, BID. 2000.
- HEYMANN, D. "Comportamientos inconsistentes y perturbaciones macroeconómicas" en *Anales de la Academia Nacional de Ciencias Económicas*, 2002, Vol. 47, pp. 9-68.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND "Exit Strategies: Policy Options for Countries Seeking Greater Exchange Rate Flexibility", mimeo, Research Department. 1997.
- JAFFEE, D. y STIGLITZ, J. "Credit Rationing" en FRIEDMAN B. y HAHN, F. *Handbook of Monetary Economics*. Elsevier Science Publishers,1990, Vol. 2, Cap. 16,
- KAMINSKY, G. (2003), "Varieties of Currency Crises" en *NBER, Working Papers* 10193.
- KAMINSKY, G. y REINHART, C. "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payment Crises" en *American Economic Review*, 1999, n° 89.
- KIYOTAKI, N. y MOORE, J. "Credit Cycles" en *Journal of Political Economy* 1997, n° 2.
- KRUGMAN, P. "Currency Crisis" en www.mit.edu/krugman. 1998.
- KRUGMAN, P. *Crisis de la moneda*. Bs. As., Grupo Editorial Norma, 1997.
- LEIJONHUFVUD, A. "Macroeconomic Crises and the Social Order", mimeo. 2003.
- MANKIW, G. "The Allocation of Credit and Financial Collapse" en *Quarterly Journal of Economics*, 1986.
- MISHKIN, F. "Symposium on the monetary transmission mechanism" en *JEP*, 1995, n° 4.
- MISHKIN, F. "Understanding Financial Crises: a Developing Country Perspective" en *Annual World Bank Conference on Development Economics*, The World Bank. 1997.
- MUSSA, M. "Argentina y el FMI. Del triunfo a la tragedia". Bs. As, Planeta, 2002.
- OBSTFELD, M. "The Logic of Currency Crises", en *NBER, Working Paper* No. 4640, 1994.
- OBSTFELD, M. "Models of Currency Crises with self-fulfilling Features" en *NBER, Working Paper* No. 5285, 1995.
- OBSTFELD, M. y ROGOFF, K. "The Mirage of fixed Exchange Rates" en *JEP*, 1995 n° 9.
- PERRY, G. - SERVÉN, L. "The Anatomy of a Multiple Crisis: Why was Argentina Special and What can We learn from it" en *The World Bank*. 2002,
- RIGOBON, R. "International Financial Contagion: Theory and Evidence in Evolution" en *The Research Foundation of AIMR*. 2002.
- ROGOFF, K. y otros. "Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence", mimeo. *International Monetary Fund*. 2003.
- ROZENWURCEL, G. - BLEGER, L. "El sistema bancario argentino: de la profundización financiera a la crisis sistémica", en *Desarrollo Económico*, 1997, n° 146.
- ROZENWURCEL, G. (2003), "The Collapse of the Currency Board and the Hard Way Back to Normality in Argentina" en www.networkkiden.ideas.org/featart/featart_Argentina.htm.
- SACHS, J., TORNEL, A. - VELASCO, A. "Financial Crises in Emerging Markets: The Lessons from 1995" en *NBER, Working Paper*, no. 5576, 1996.
- STIGLITZ, J. - GREENWALD, B. *Towards a New Paradigm for Monetary Economics*. Cambridge, University Press, 2003.

ANEXO

Fuente: Ministerio de Economía y Banco Central de la Rep. Argentina. Varios números.

