

**Los orígenes de la crisis financiera de Argentina:
una comparación con las crisis asiáticas**

Pablo Bustelo

Diciembre de 2001

La crisis financiera de Argentina en 2000-2001 presenta, pese a sus peculiaridades, un buen número de similitudes con las crisis asiáticas de 1997-1998: ambas se vieron precedidas de fuertes entradas de capital extranjero, apreciación de la moneda, endeudamiento externo a corto plazo, deterioro del saldo corriente, aumento del riesgo de insolvencia, pánico bancario y comportamiento especulativo y gregario de los inversores internacionales.

Pablo Bustelo es Profesor Titular y director del Grupo de Estudios Económicos de Asia Oriental (GEEAO) en el Departamento de Economía Aplicada I de la Universidad Complutense de Madrid.

E-mail: bustelop@ccee.ucm.es

URL: <http://www.ucm.es/info/eid/geeao.htm>

La crisis financiera en Argentina en 2000-2001 ha sido explicada por algunos analistas como el resultado de la incompatibilidad entre el régimen cambiario (la junta monetaria creada en 1991) y la política fiscal (incapaz de reducir el déficit presupuestario), por lo que se trataría supuestamente de una crisis financiera de *primera generación*. No obstante, un análisis comparado con las crisis asiáticas de 1997-1998, denominadas por muchos expertos *crisis de segunda* o incluso *tercera generación*, permite concluir que ambas han presentado similitudes importantes. Este artículo pasa revista, en primer lugar, a las causas desencadenantes de la crisis argentina. En segundo lugar, aborda las similitudes y diferencias de esta última con las crisis asiáticas. Finalmente, hace una breve reflexión sobre los factores generales de las crisis financieras de los últimos años en las economías emergentes, para concluir que se trata en realidad de crisis recurrentes propiciadas por la globalización.

1. Origen y desarrollo de la crisis financiera de Argentina

Para hacer frente a la hiperinflación de los años ochenta y primeros noventa (346% de media anual en 1983-92; 1.344% en 1990 y 84% en 1991), el gobierno argentino optó por llevar a cabo, desde abril de 1991, una fuerte estabilización basada en el tipo de cambio, con la *ley de convertibilidad* de marzo de ese año, que creó una junta monetaria o caja de conversión (*currency board*), en virtud de la cual se estableció la paridad completa dólar-peso y se respaldaron los pesos en circulación con reservas en dólares. Es bien sabido que el uso del tipo de cambio fijo como ancla *dura* para la desinflación suele tener éxito en la contención del crecimiento de los precios. Sin embargo, tal opción impide, como es conocido, recurrir a las políticas cambiarias o monetarias para ajustar la economía ante perturbaciones externas tales como la apreciación de la moneda de referencia (o la depreciación de la moneda de un importante socio comercial) o el incremento de los tipos de interés internacionales. Además, aunque la desinflación puede en teoría permitir una depreciación de la moneda en términos reales y un incremento de la competitividad, lo cierto es que, en la práctica, la caída de la inflación suele ser más lenta que la apreciación de la moneda de referencia. Además, si la desinflación

desemboca en deflación, como ocurrió precisamente en Argentina desde 1999, el resultado es que se retraen los componentes de la demanda, se produce una caída del PIB y aumenta, entre otras cosas, el déficit presupuestario.

Los resultados de la estabilización argentina fueron positivos en un principio (véase el cuadro 1), gracias al descenso de los tipos de interés: crecimiento considerable hasta 1998 (pese a la recesión de 1995 debida al *efecto tequila* derivado de la crisis mexicana de finales de 1994); fuerte desaceleración del índice de precios; recuperación de las exportaciones, aumento de la tasa de inversión, etc..

[INSERTAR CUADRO 1, que figura al final del texto]

Aunque el crecimiento del PIB aumentó (de una variación negativa de 0,7% en 1980-90 a una tasa positiva de 4,7% en 1991-99, a pesar de las recesiones de 1995 y 1999) y se consiguió controlar la inflación (que se situó por debajo de 4% desde 1994 y de 1% desde 1996), la caída de los tipos de interés no eliminó el amplio diferencial con los tipos internacionales. Entre 1994 y 2000 el tipo internacional de referencia (LIBOR) rondó 5-6% mientras que el tipo de interés argentino (deflactado por la variación del tipo de cambio real) se situó entre 8 y 12%.

Además, a partir de los primeros años noventa, se procedió a una importante apertura financiera (y comercial) y a la privatización masiva de empresas estatales, como se detalla en Pou (2000) y, más extensamente, en Pastor y Wise (1998), Bambaci *et al.* (1999) y Kiguel (2001). La apertura financiera fue virtualmente total a raíz de la adopción de la caja de conversión en 1991 y de la reducción consiguiente de las restricciones a la movilidad del capital: aumento de los depósitos y créditos en dólares, libre entrada de inversión directa y en cartera, eliminación de las barreras a la entrada de bancos extranjeros, libre emisión bancaria de títulos negociables en moneda extranjera, entrada, sin trabas, de capital extranjero en compañías de seguros y fondos de pensiones, etc. (véase Penido y Prates, 2000). En cuanto a la privatización, baste señalar que el gobierno obtuvo unos ingresos por ese concepto superiores a los 16.000 millones de dólares entre

1991 y 1998 y que la inversión directa extranjera pasó de 1.836 millones en 1990 a 8.094 millones en 1997.

El establecimiento de un tipo de cambio fijo, el diferencial de tipos de interés, la apertura financiera y la privatización de empresas públicas generaron una fuerte entrada de capital extranjero. Según datos de la CEPAL, la transferencia neta de recursos pasó de 6.402 millones de dólares en 1992 a 10.449 millones en 1998. La financiación externa neta pasó de ser negativa (-3,1% del PIB) en 1990 a suponer 2,1% del PIB en 1995 y 5,9% en 1998.

Las entradas de capital extranjero tuvieron dos efectos principales. En primer lugar, se produjo, al aumentar la demanda internacional de pesos, una apreciación en términos reales de la moneda, a lo que contribuyó también el diferencial de inflación y el aumento de la cotización internacional del dólar desde 1995 respecto de las monedas de Brasil y de la Unión Europea, los principales socios comerciales de Argentina y receptores de casi la mitad de sus exportaciones. El diferencial de inflación fue positivo en 1993-95. El dólar se apreció en los mercados internacionales desde mediados de 1995 y, sobre todo, desde la devaluación del *real* brasileño de enero de 1999. Así, el tipo de cambio efectivo real pasó de 100 en 1990 a 125 en 1998 y a 132 en 2000. En segundo lugar, se registró una acumulación de deuda externa, ya que las entradas de capital consistieron no sólo en inversión directa sino también y sobre todo en inversión en cartera (para la adquisición de bonos denominados en dólares) y en préstamos bancarios. Entre 1992 y 1998, Argentina recibió más de 170.000 millones de dólares de capital extranjero, siendo las partidas principales, según los rubros de la balanza de pagos (cuadro 2), la inversión en cartera (88.219 millones, 51,4%) y las “otras” inversiones (46.718 millones, 27,2%).

Cuadro 2. Entradas acumuladas de capital extranjero en Argentina, 1992-1998

	Millones de dólares	Porcentajes
Inversión directa	36.615	21,3
Inversión en cartera	88.219	51,4
Otras inversiones	46.718	27,2
Total	171.552	100,0

Fuente: elaboración propia con datos de la CEPAL.

La deuda externa total pasó de 61.337 millones de dólares en 1991 a 85.678 millones en 1994, a 109.774 millones en 1996 y a 141.371 millones en 1998. En relación al PIB, la deuda externa pasó de 27,4% en 1992 a 51,1% en 1998. En proporción de las exportaciones de bienes y servicios, creció de 407,1% a 523,6% entre esos dos años. La deuda externa correspondió fundamentalmente al sector público (véase el cuadro 3).

Cuadro 3. Deuda externa total en Argentina, 1993-1999 (en % del PIB)

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Pública	23,4	24,7	26,0	27,0	25,5	27,6	30,0
Privada	7,1	8,5	12,2	13,3	16,9	19,5	21,1
Total	30,5	33,2	38,2	40,3	42,5	47,1	51,1

Fuente: FMI.

La mayor parte de la deuda pública externa se debió a la adquisición de bonos y títulos. El grueso de la deuda privada externa correspondió a títulos y bonos privados no financieros, a deuda bancaria y a créditos al sector financiero.

El deterioro de competitividad debido a la apreciación de la moneda, junto con el descenso de los precios de las materias primas (en 1999, 68,3% de las exportaciones argentinas eran materias primas o manufacturas de origen agrícola) y el incremento del precio del petróleo, provocó un menor crecimiento de las exportaciones y un mayor incremento de las importaciones. Esa evolución desembocó, junto con el

deterioro de la balanza de servicios, en un incremento del déficit por cuenta corriente (que pasó de 1,9% del PIB en 1995 a más de 4% en 1998 y 1999) y en un menor crecimiento económico (la tasa de variación del PIB pasó a ser negativa desde 1999).

Las exportaciones crecieron 32,1% en 1995, 13,6% en 1996, 9,9% en 1997 y se estancaron en 1998 para descender abruptamente en 1999. Las importaciones crecieron a una tasa de dos dígitos en 1992-94 y en 1996-97. El déficit de la balanza de servicios pasó de 1,2% del PIB en 1993 a 2,7% del PIB en 1999, a causa, sobre todo, del aumento de los intereses pagados.

La deuda externa se contrajo fundamentalmente a corto plazo, de manera que el cociente entre la deuda externa a corto plazo y las reservas en divisas pasó de 1,60 en diciembre de 1998 a 1,67 en diciembre de 1999 y a 2,0 en junio de 2001. Además, el grueso de la deuda (descontando la parte dedicada a hacer frente al propio servicio de la deuda) se destinó a financiar producción destinada al mercado interior y compras de bienes de consumo, esto es, a actividades que no generaban divisas.

En suma, pueden señalarse dos canales de transmisión entre las entradas de capital extranjero y el aumento del riesgo de crisis financiera. Por un lado (vertiente comercial y de servicios), las entradas de capital extranjero provocaron una apreciación de la moneda en términos reales y un aumento de los pagos en la balanza de servicios que contribuyeron a aumentar el déficit corriente. Por otro lado (vertiente financiera), una buena parte de las entradas de capital en forma de deuda se empleó en préstamos bancarios destinados a actividades que aumentaban el riesgo de crédito (inversiones poco rentables o arriesgadas), de cambio (por la falta de cobertura ante una eventual devaluación de la moneda) y de liquidez (inversiones a largo plazo). Además, el propio funcionamiento del régimen cambiario propició una creciente vulnerabilidad financiera, por la liquidez de los depósitos en dólares (que pasaron de 28% de los depósitos totales en 1990 a 59% en

2000), la concentración de los créditos bancarios en sectores de bienes no comercializables y por la inexistencia de un prestamista de último recurso.

Por añadidura, el parón del crecimiento desde 1999, el aumento del déficit corriente y la situación insostenible de la deuda externa provocaron desconfianza entre los depositantes y los inversores. El aumento del riesgo de suspensión de pagos y de devaluación de la moneda aceleraron, desde mediados de 2001, los ataques especulativos y provocaron una fuerte fuga de capitales.

Los sucesivos programas de asistencia del Fondo Monetario Internacional (FMI), incluido un muy ineficaz crédito contingente en diciembre de 2000, condicionaron la ayuda a la reducción sustancial del déficit presupuestario. Esa condición pasaba por alto al menos dos aspectos: en primer lugar, el déficit presupuestario apenas rondó 2% del PIB en 1997 y 1998, 4% en 1999 y 2,6% en 2000, unas cifras no excesivamente altas; en segundo lugar, la estrategia de reducción del déficit estaba condenada a fracasar, por el simple motivo de que era, como dicen los anglosajones, *self-defeating*: el recorte del gasto público acentuó la recesión, generando menos ingresos fiscales, crecientes gastos públicos y, en suma, mayor déficit presupuestario.

2. Similitudes y diferencias con las crisis asiáticas

Entre las similitudes entre la crisis argentina de 1999-2001 y las crisis de varios países de Asia oriental en 1997-1998 (véase, sobre estas últimas, Bustelo *et al.*, 2000), cabe destacar las siguientes:

- las masivas entradas de capital en el periodo anterior a las crisis (1990-96 en Asia oriental y 1991-98 en Argentina) obedecieron en buena medida a motivos similares: el régimen de tipo de cambio eliminaba el riesgo percibido de devaluación de la moneda; los diferenciales de tipos de interés atraeron capital extranjero en busca de una mayor rentabilidad; la liberalización financiera, en su vertiente de apertura de la cuenta de capital, propició la entrada misma de capital foráneo;

- la apreciación de la moneda fue similar: entre 1990 y 1998, el peso argentino se apreció, en términos reales, un 25%; a efectos de comparación, entre diciembre de 1990 y marzo de 1997, las monedas de Tailandia e Indonesia se apreciaron 25% y la de Malasia lo hizo en un 27%;
- la deuda externa a corto plazo sobrepasó ampliamente a las reservas en divisas: el cociente fue de 1,60 en Argentina (en diciembre de 1998), 1,45 en Tailandia, 1,70 en Indonesia y 2,04 en Corea del Sur (en el segundo trimestre de 1997 en los tres últimos casos);
- el deterioro del saldo corriente tuvo un factor externo común: la caída de los precios de los semiconductores en Asia oriental en 1996 y la caída de los precios de las materias primas distintas del petróleo en Argentina en 1998-99;
- las medidas del FMI incluyeron, en primera instancia, una fuerte estabilización fiscal tanto en respuesta a las crisis de Asia oriental como en la prevención de la de Argentina.

Pese a las similitudes, la crisis argentina y sus homólogas asiáticas han presentado, claro está, diferencias importantes:

- mientras que los países de Asia oriental tenían tipos de cambio semi-fijos (*currency peg*) respecto del dólar, Argentina confió en una junta monetaria (*currency board*);
- si la privatización masiva de activos estatales fue un factor esencial de atracción de capital extranjero en Argentina, no fue éste el caso en Asia oriental: la inversión directa extranjera supuso menos del 5% de las entradas netas de capital extranjero privado en Asia-5 (Corea del Sur, Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia) en 1996, pero supuso 36% de las entradas totales de capital foráneo en Argentina en 1997;
- los componentes más importantes del capital extranjero en Asia fueron los préstamos bancarios, mientras que en Argentina se trató, sobre todo, de inversión en cartera. En 1996, las entradas netas de capital extranjero privado ascendieron a 102.300 millones de dólares en Asia-5, de los que más de 81% fueron créditos (y 61% créditos bancarios). Por el contrario, en 1997 Argentina

recibió 24.954 millones de dólares de capital foráneo, siendo casi la mitad (49,5%) inversión en cartera y un 35,7% adicional inversión directa.

- la deuda externa fue fundamentalmente pública en Argentina mientras que fue privada en Asia oriental. Según datos del Banco de Pagos Internacionales (BPI), a mediados de 1997 la proporción del sector público en la deuda con bancos extranjeros fue de 2,8% en Tailandia, 6,4% en Malasia, 7,4% en Corea del Sur y 11,1% en Indonesia. Con arreglo a las estadísticas del BPI, ese porcentaje ascendió en Argentina a 20,8% a finales de 1998 y a 24,3% a finales de 2000.

3. Algunas enseñanzas

Del análisis anterior pueden desprenderse algunas enseñanzas sobre los orígenes de las crisis financieras en economías emergentes.

En primer lugar, las estrategias de estabilización basadas en el tipo de cambio parecen entrañar serios peligros. La razón principal es que conllevan una apreciación de la moneda y una acumulación de deuda externa que deterioran la competitividad y aumentan el riesgo de insolvencia. Las políticas de desinflación competitiva no parecen ser la respuesta a los problemas de inflación e incluso de hiperinflación.

En segundo lugar, esos inconvenientes se agravan cuando las economías emergentes tienen un tipo de cambio fijo (como Argentina) o semi-fijo (como Asia oriental) respecto de una única divisa de referencia. La solución no parece encontrarse en las juntas monetarias o en los tipos de cambio plenamente flotantes, como sugiere el enfoque de las *dos esquinas*. Todo parece indicar que los regímenes cambiarios deberían descansar en una vinculación con una canasta de monedas de los principales socios comerciales.

En tercer lugar, las crisis financieras de los últimos años (desde la de México en 1994-95 a la de Argentina en 2000-2001) tienen su origen, en buena medida con independencia de la estrategia adoptada en tales economías, en una fuerte entrada

de capital extranjero, especialmente si se tal entrada consiste mayoritariamente en fondos volátiles (préstamos bancarios a corto plazo en Asia oriental e inversión en cartera en Argentina). Prevenir las crisis financieras debería hacerse, entre otras cosas, con controles de capital (como el *encaje* chileno de 1991-98) para reducir, al menos, la proporción de capitales a corto plazo.

En cuarto lugar, el indicador más pertinente de alerta de una crisis financiera es seguramente el cociente entre la deuda externa total (independientemente de que ésta sea pública, como en Argentina, o privada, como en Asia oriental) y las reservas en divisas.

En quinto lugar, otra enseñanza del análisis comparado de las crisis argentina y asiáticas es que el FMI continúa, lamentablemente, insistiendo en la importancia de la estabilización fiscal como remedio a todos los males. Tal cosa demuestra un error no sólo de diagnóstico (como si todas las crisis fueran de *primera generación*) sino también de remedio.

Finalmente, las crisis recurrentes en economías emergentes parecen guardar una relación estrecha con el tipo vigente de globalización financiera. En efecto, esta última, entre otras cosas, fomenta la entrada y salida masiva de capitales extranjeros en dichas economías, acelera su apertura financiera, propicia su endeudamiento externo, dificulta la implantación de controles de capital, etc. ¿No sería tiempo de reavivar el debate sobre la nueva arquitectura financiera internacional?

Referencias consultadas

Bambaci, J., T. Saront y M. Tommassi (1999), “The Political Economy of Economic Reforms in Argentina”, *Documento* n° 28, CEDI, septiembre.

Bustelo, P., C. García e I. Olivie (2000), *Crisis financieras en economías emergentes: enseñanzas de Asia oriental*, Ediciones Cooperación al Desarrollo, AECI, Madrid.

CEPAL (2000), *Anuario económico de América Latina y el Caribe 2000*, CEPAL, Santiago de Chile.

CEPAL (2001), *Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe 2001*, CEPAL, Santiago de Chile, diciembre.

Eichengreen, B. (2001), “Crisis Prevention and Management: Any New Lessons from Argentina and Turkey?”, mimeografiado, octubre.

Felix, D. (2001), “Is Argentina the *Coup de Grâce* of the IMF’s Flawed Policy Mission?”, *Foreign Policy in Focus*, noviembre.

FMI (1998), “Argentina: Recent Economic Developments”, *IMF Staff Country Report*, n° 98/38, abril.

FMI (2000), “Argentina: Selected Issues and Statistical Annex”, *IMF Staff Country Report*, n° 00/160, diciembre.

Kiguel, M. A. (2001), “Structural Reforms in Argentina: Success or Failure”, ponencia en la conferencia “Current Issues in Emerging Market Economies”, Croatian National Bank, Dubrovnik, junio.

Pastor, M. Jr. y C. Wise (1998), "Stabilization and Its Discontents: Argentina's Economic Restructuring in the 1990s", *The North-South Agenda Papers*, nº 31, mayo.

Penido, M. C. y D. M. Prates (2000), "La experiencia de apertura financiera en Argentina, Brasil y México", *Revista de la CEPAL*, nº 70, abril, pp. 53-69.

Pou, P. (2000), "La reforma estructural argentina en la década de 1990", *Finanzas y Desarrollo*, vol. 37, nº 1, marzo, pp. 13-15.

Cuadro 1. Cuadro macroeconómico de Argentina (1992-2001)

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
PIB *	9,6	5,9	5,8	-2,9	5,5	8,0	3,8	-3,4	-0,5	-3,8
IPC *	17,6	7,4	3,9	1,6	0,1	0,3	0,7	-1,8	-0,7	-1,6
Formación de capital *	32,2	15,1	13,5	-13,0	8,8	17,5	6,7	-12,8	-8,6	-15,0
Exportaciones *	2,2	7,0	20,7	32,1	13,6	9,9	0,0	-11,8	13,3	2,2
Importaciones *	79,7	13,3	28,9	-6,8	18,5	27,6	3,1	-18,7	-1,1	-16,1
Saldo corriente **	-2,4	-3,0	-3,7	-1,9	-2,4	-4,1	-4,8	-4,2	-3,2	-2,4
Saldo presupuestario.**	-0,5	-0,8	-2,3	-2,3	-3,2	-2,1	-2,1	-4,2	-3,1	-2,6
Inversión interna bruta **	17,1	18,6	20,0	17,2	18,1	19,4	19,9	17,9	15,9	16,1

Notas: *: tasa de variación; **: en porcentaje del PIB.

Fuentes: CEPAL, FMI y Banco Central de la República Argentina.