

LA CRISIS ARGENTINA: LECCIONES PARA COLOMBIA

Leonardo Villar Gómez*
Febrero, 2002

Durante la segunda mitad de la década de los noventa, la economía argentina era considerada por no pocos analistas como una de las más sólidas del continente. En múltiples foros y conferencias de economistas especializados, el manejo de la política económica del país austral era presentado ante el mundo en desarrollo como un ejemplo para imitar. Esa economía había mostrado entre 1992 y 1998 tasas de crecimiento superiores al promedio de América Latina, había eliminado virtualmente la inflación, tenía acceso a recursos de financiamiento externo en condiciones favorables, era destino de grandes flujos de inversión extranjera y contaba con un sector financiero altamente capitalizado.

El contraste entre esta imagen positiva que muchos pregonaban hasta hace poco tiempo y la realidad que se develó en las dos últimas semanas de diciembre del 2001 es apabullante. En medio de protestas masivas de la población, cacerolazos y saqueos a los supermercados, dos presidentes fueron obligados a renunciar en un lapso de menos de quince días. Aún hoy, al escribir estas líneas, el desenlace de la crisis es absolutamente incierto. Sólo es claro que Argentina enfrentará en el 2002 una nueva recesión de grandes dimensiones. Se estima que la producción nacional se reducirá al menos en 7% con respecto a una base que en el 2001 ya se

* Co-director, Junta Directiva del Banco de la República. Las opiniones expresadas en este artículo son de carácter estrictamente personal y no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

encontraba afectada por caídas consecutivas a lo largo de tres años. En consecuencia, el nivel de ingreso per-cápita de los argentinos en el 2002 se habrá contraído en más de 15% con respecto a lo que era en 1998. Aún no es claro, además, si la recesión del año en curso estará acompañada por hiperinflación ni el grado en que los argentinos que tenían sus ahorros depositados en el sistema financiero podrán disponer de esos ahorros para satisfacer sus necesidades.

¿Qué fue lo que sucedió con la economía argentina? ¿Hasta qué punto podemos aprender en Colombia de una experiencia tan desastrosa para evitar que algo similar nos pueda suceder en el futuro? Estas son preguntas que se hacen todos los observadores y para las cuales no hay respuestas sencillas. Un breve repaso de lo sucedido en el país austral, sin embargo, puede darnos algunas luces importantes, al menos sobre lo que nosotros no deberíamos hacer.

A riesgo de simplificar demasiado, me atrevo a decir que la crisis argentina es el resultado fatal de la combinación explosiva de dos fenómenos concurrentes. Por un lado, un desorden fiscal persistente que condujo al sector público a depender en grado creciente del endeudamiento. Por otro, una pérdida de credibilidad en las instituciones monetarias, debido a la cual se anuló totalmente la capacidad del banco central para cumplir una función estabilizadora. En particular, el Banco Central argentino perdió toda flexibilidad, tanto para el manejo cambiario como para cumplir eficazmente con las funciones de prestamista de última instancia del sistema financiero nacional.

Al menos desde 1999, los indicadores de la economía argentina empezaron a presagiar la grave crisis que estalló en los últimos días del 2001. La

producción nacional y el ingreso real de los argentinos caían sistemáticamente año tras año. El llamado régimen de convertibilidad, con base en el cual se mantenía la paridad entre el peso y el dólar se veía cada vez más difícil de sostener en el tiempo. El financiamiento externo dejó de fluir en las magnitudes y con la facilidad con que lo hacía en años anteriores y el sector financiero, otrora ejemplo de solidez para América Latina, empezó a mostrar graves signos de resquebrajamiento. La falta de flexibilidad de las autoridades para el manejo macroeconómico en esas circunstancias, tanto desde el punto de vista fiscal como de la actuación de las autoridades monetarias y cambiarias, se convirtió en el detonante que condujo a la crisis actual. Más adelante trataré de argumentar que, en el caso del banco central, esa falta de flexibilidad surgió fundamentalmente como consecuencia de la pérdida de credibilidad que esa institución sufrió durante los reiterados episodios de hiperinflación a los que se vio sometida la economía argentina en los años ochenta y a comienzos de los noventa.

Problema fiscal y endeudamiento público

El deterioro de la situación económica argentina desde 1999 se reflejó de manera clara en las condiciones fiscales. Con la caída en el ritmo de actividad productiva, el recaudo de impuestos empezó a resentirse. Pese a la creación de nuevos impuestos y a recortes permanentes y reiterados en algunos rubros de gasto público, tales como el de los salarios oficiales, el balance de ingresos y egresos fiscales se deterioró en forma sistemática debido a la poca flexibilidad que se tuvo para reducir los rubros de gasto más cuantiosos. En particular, un alto grado de descentralización fiscal y administrativa hizo virtualmente imposible para el gobierno federal controlar los gastos de las provincias y obligó a mantener las transferencias del centro hacia las regiones en niveles excesivos. Para el sector público

consolidado, el déficit entre ingresos y egresos se mantuvo desde 1998 en niveles cercanos o superiores al 3.5% del PIB.

Tal como sucede con las finanzas familiares, cuando el gobierno mantiene gastos superiores a los ingresos, el déficit correspondiente debe ser financiado, ya sea mediante la venta de activos (lo que en el caso del gobierno vienen a ser privatizaciones) o mediante endeudamiento. De hecho, el déficit de las finanzas gubernamentales argentinas de los últimos años implicó un aumento considerable en la deuda pública de ese país. Al terminar 1997, esa deuda era equivalente al 34.5% del producto interno bruto. Para finales del 2001, antes de la devaluación, la cifra había ascendido al 45.9% del PIB. Este porcentaje, por supuesto, habría de aumentarse significativamente con la devaluación de comienzos del 2002, en la medida en que la mayor parte de la deuda pública estaba denominada en dólares. Hoy en día, si esa deuda fuera a cancelarse en las condiciones en las que fue contratada, representaría cuando menos un 70% del PIB.

Un nivel de endeudamiento público tan alto conlleva lógicamente grandes necesidades de recursos para atender los compromisos de intereses y amortizaciones. Ante la dificultad para conseguir recursos de financiamiento frescos para este propósito, Argentina procedió durante el año 2001 a hacer canjes de bonos con vencimientos relativamente próximos por bonos con plazo mayor. En ese proceso, sin embargo, dada la baja credibilidad en la capacidad de pago del país, la tasa de interés sobre la deuda pública aumentó en forma explosiva.

Lo anterior se manifestó en el comportamiento de los llamados *spreads* de los bonos argentinos, los cuales no son otra cosa que una medición del riesgo que perciben los mercados financieros internacionales sobre recursos

prestados al gobierno gaucha. Esos *spreads* se calculan simplemente como el margen exigido por quienes invierten en bonos argentinos, en exceso de la tasa de interés que pagan bonos emitidos por el Tesoro americano a plazos similares. Al comenzar el año 2001, para bonos con diez años de plazo, esos *spreads* equivalían aproximadamente a 8 puntos porcentuales (800 puntos básicos en el *argot* de los financistas) y eran similares a los que pagaba un país como Colombia. Hacia mediados del año, sin embargo, mientras los *spreads* de Colombia habían bajado en cerca de dos puntos porcentuales, los de Argentina habían aumentado doce puntos. En esas condiciones, debido a la poca credibilidad en la capacidad de pago de la Argentina, si el gobierno de ese país quería recibir un dólar de financiamiento debía pagar una tasa de interés 20 puntos porcentuales superior a la de Estados Unidos y 14 puntos porcentuales más alta que la correspondiente para Colombia. Esta, por supuesto, era una situación insostenible y así lo percibió el mundo financiero internacional. Cualquier financiamiento adicional para la Argentina servía para agrandar el problema y a duras penas ayudaba a aplazar el estallido de la crisis.

La desconfianza de los prestamistas, en consecuencia, creció como una bola de nieve, haciendo imposible el acceso a los recursos que se necesitaban con urgencia para refinanciar el servicio de la deuda y cubrir el déficit fiscal. En los últimos meses del 2001 los mercados financieros estaban exigiendo *spreads* superiores a 40 puntos porcentuales para transacciones con bonos argentinos y las posibilidades de ese país de acceder a recursos frescos se habían cerrado totalmente. El estallido de la crisis se formalizó a finales de noviembre, cuando el gobierno argentino anunció ante el mundo que no podría honrar los compromisos de deuda que tenía.

Falta de credibilidad e inflexibilidad de la política del Banco Central

Lo descrito hasta este punto sugeriría que la traumática experiencia argentina de los últimos meses se puede caracterizar fundamentalmente como una crisis fiscal y de endeudamiento público, similar a las que en períodos anteriores se observaron en la misma Argentina y en muchos otros países de la región. Esa caracterización, sin embargo, sería excesivamente simplista. Las causas de la crisis reciente en el país austral van más allá de la evolución fiscal. De hecho, el deterioro de las finanzas públicas fue causado en parte importante por la caída en los ingresos tributarios asociada al deterioro de la actividad económica que se observó a partir de 1998. Además, la pérdida acelerada de credibilidad de los mercados financieros en la capacidad de la Argentina para honrar sus compromisos de deuda estuvo íntimamente vinculada con la percepción de que ese país carecía de herramientas de política suficientemente flexibles para volverlo a conducir sin traumatismos por un camino de crecimiento sostenible.

Argentina ciertamente tuvo déficit fiscales excesivamente grandes en los últimos años. Sin embargo, otros países de la región tuvieron faltantes fiscales parecidos o aún mayores, en proporción al tamaño de sus economías. Sin ir más lejos, el déficit fiscal promedio de Colombia en los últimos años es considerablemente más alto que el de la Argentina, a pesar de lo cual los mercados internacionales perciben que el riesgo de que Colombia entre en una crisis de endeudamiento se ha reducido de manera considerable. El contraste entre los dos países tiene que ver en parte con el hecho de que Colombia ha dado pruebas de que puede ir reduciendo los faltantes fiscales mediante reformas estructurales en las finanzas públicas. Igualmente importante, sin embargo, es el hecho de que Colombia ha demostrado tener una gran flexibilidad para realizar los ajustes cambiarios

requeridos ante cambios en las circunstancias externas al país y para otorgar la liquidez que necesita el sistema financiero en períodos de crisis, sin que ello se traduzca en desbordamientos de la inflación. Esa flexibilidad era virtualmente inexistente en el caso de la Argentina. Ello se reflejó en la incapacidad de la economía gaucha para adelantar el proceso de ajuste que se requería frente a los drásticos cambios negativos que se dieron en el entorno externo con posterioridad a las crisis asiática, rusa y brasilera de 1997, 1998 y 1999, respectivamente.

El marcado contraste entre los bancos centrales de Argentina y Colombia se encuentra íntimamente vinculado con la credibilidad de cada una de estas instituciones. En el caso colombiano, el Banco de la República tiene una historia de 75 años de manejo relativamente ortodoxo, durante los cuales la inflación, si bien fue moderadamente alta durante un par de décadas, nunca se salió de control. La credibilidad en el Banco de la República se ha reforzado, además, con la autonomía que le fue otorgada por la Constitución de 1991 y con el éxito que ha tenido en el proceso de bajar la inflación hacia niveles compatibles con los estándares internacionales en el período subsiguiente.

El caso argentino es radicalmente diferente. La credibilidad en el Banco Central quedó herida de muerte con los sucesivos episodios de hiperinflación de la década de los ochenta y comienzos de los noventa. Debe recordarse que en varios meses de 1990 los precios aumentaban a ritmos anualizados del orden de 10.000%. Por supuesto, la confianza en monedas emitidas por ese Banco Central era muy difícil de recuperar después de esas experiencias y la solución por la cual se optó fue probablemente la única razonable para las circunstancias. Esa solución consistió en atarle totalmente las manos mediante normas de carácter

legislativo. El Banco Central se convirtió en una simple “caja de conversión” de pesos por dólares a una tasa de cambio de uno por uno, sin capacidad para actuar en materia de política cambiaria o para ejercer eficazmente funciones de prestamista de última instancia.

La rigidez del régimen cambiario que se estableció en Argentina ante la pérdida de credibilidad de su Banco Central ayuda a entender las dificultades que tuvo ese país para recuperar el ritmo de actividad productiva con posterioridad a la crisis de 1999. Las devaluaciones de las monedas de casi todos los países de América Latina y en particular la de Brasil, su principal socio comercial en el MERCOSUR, hicieron que Argentina perdiera competitividad de manera radical. Aunque el nivel general de precios empezó a caer en términos absolutos (la inflación fue negativa), el ajuste no fue suficiente para compensar el cambio en las condiciones comerciales frente a los vecinos ni la caída en los flujos de financiamiento externo. Ello fue en buena medida lo que explicó la persistencia de las condiciones recesivas y el consiguiente deterioro en las cifras fiscales, a las que ya hice referencia.

Por otra parte, la inexistencia de un verdadero banco central en la Argentina, con capacidad para actuar como prestamista de última instancia, es un elemento clave para entender las dificultades que se desencadenaron en el sector financiero en diciembre del 2001. Dos elementos son importantes para entender este punto.

En primer lugar, los activos de los bancos estaban constituidos en buena medida por bonos emitidos por el gobierno, los cuales, por lo tanto, representaban un componente importante del respaldo que tenían esos bancos para honrar sus obligaciones con los depositantes. Específicamente,

los bonos de deuda pública en poder de los bancos argentinos a finales del 2001 alcanzaban 31.000 millones de dólares. En otros términos, cerca de un 25% de la enorme deuda pública argentina consistía en obligaciones del gobierno gaucho con el sector financiero nacional. Como consecuencia de esto, al hacerse inminente la incapacidad del gobierno para honrar esas obligaciones, el sector financiero fue uno de los mayores damnificados. Obviamente, los argentinos con depósitos en los bancos perdieron la confianza en el sistema y trataron de salvar sus ahorros sacándolos de manera intempestiva. Ante la inexistencia de un prestamista de última instancia eficaz en el Banco Central, los bancos fueron incapaces de atender la corrida de depósitos y la única solución que se tuvo a la mano por parte de las autoridades fue restringir los retiros por decreto, mediante lo que se ha dado en conocer como el famoso *corralito*. La restricción de retiros generó la indignación de la población y condujo al levantamiento popular que tumbó dos presidentes en menos de quince días. Más allá de esta implicación política de corto plazo, es claro que una medida como ésta generalizó la desconfianza en las instituciones financieras, lo cual hará muy difícil hacia el futuro la recomposición de un sistema bancario creíble y eficiente.

El segundo elemento importante para entender la magnitud de la crisis financiera que se ha desatado en Argentina tiene que ver con el alto grado de dolarización al que había llegado en la práctica la economía argentina. A finales del 2001, más del 70% de los recursos que los argentinos tenían ahorrados en los bancos estaban en depósitos en dólares. Asimismo, un 73% de los créditos otorgados por los bancos al sector privado argentino había sido denominado en la divisa americana. Con esta estructura de activos y pasivos en el sistema bancario, los efectos de la devaluación del peso argentino autorizada por el Presidente Duhalde son particularmente

complejos. Para evitar una quiebra generalizada de los deudores, el gobierno estableció que las empresas y familias que tuvieran obligaciones en dólares con los bancos podrían honrar esas obligaciones en pesos, haciendo la conversión a una tasa de cambio de un peso por cada dólar. Hasta allí, todo parecería fácil. El problema, sin embargo, es que los depositantes exigen con razón que sus ahorros se les paguen en dólares, ya que esa fue la moneda en que hicieron sus depósitos. Por su parte, los recursos con que cuentan los bancos, después de que sus activos en dólares fueron convertidos a pesos, no alcanzan para eso.

La solución a este problema aún está por verse. Sin lugar a dudas, los depositantes, los bancos y el gobierno terminarán todos incurriendo en pérdidas enormes. Seguramente, además, el nuevo Banco Central, sobre el cual se han eliminado las restricciones legales que antes existían, emitirá grandes cantidades de dinero para financiar los retiros masivos de una población que ha dejado de creer en su sistema bancario. El gran peligro adicional, por lo tanto, es que esa gran emisión vuelva a conducir la economía argentina por el camino de altísimas tasas de inflación, como las que tanto mal le hicieron al país del sur en períodos anteriores.

¿Qué podemos aprender?

No es el propósito de este artículo elucubrar sobre la evolución futura de la economía argentina ni sobre los dramáticos dilemas que enfrentan actualmente los conductores de la política en ese país. Lo que resulta claro es que la situación es enormemente compleja y que los costos económicos y sociales de lo que allí está sucediendo han sido y seguirán siendo gigantescos. Los factores que explican la crisis argentina actual, tal como los he tratado de exponer, tienen implícitas las lecciones que un país como

Colombia debe aprender para evitar errores con consecuencias similares. A manera de conclusión me atrevo a reiterar las dos lecciones fundamentales que a mi juicio surgen de todo el análisis precedente.

En primer lugar, que la persistencia de déficit fiscales grandes y la consecuente acumulación de deuda pública constituyen riesgos enormes, no sólo desde el punto de vista de la sostenibilidad macroeconómica, sino para la tranquilidad social y la propia estabilidad democrática. A pesar de los esfuerzos que se han hecho en los últimos años en Colombia, el déficit fiscal de este país, como porcentaje del PIB, aún es tan grande como el que se observó en Argentina en el período inmediatamente anterior a la crisis. Afortunadamente, el saldo de la deuda pública colombiana todavía tiene magnitudes que la hacen manejable. Sin embargo, la dinámica de esa deuda en los últimos años es claramente insostenible y, de no continuarse con los esfuerzos para reducir el déficit fiscal, podríamos desembocar en una crisis con implicaciones tan dramáticas como las que hoy sufren los habitantes del país austral.

En segundo lugar, la experiencia argentina muestra claramente que la existencia de un banco central con credibilidad, capaz de mantener la inflación bajo control y de tener al mismo tiempo flexibilidad para el cumplimiento de sus funciones, es un gran activo que no puede echarse a perder. Afortunadamente, en el caso colombiano, el Banco de la República ha podido utilizar ese activo para facilitar la recuperación de la actividad económica sin que se pierda la confianza en el proceso de reducción gradual de la inflación. La política monetaria y cambiaria, de hecho, ha sido consistente con tasas de interés excepcionalmente bajas y con una tasa de cambio real que otorga condiciones de competitividad internacional muy favorables para la producción colombiana.

Sin embargo, para mantener la flexibilidad que tiene Colombia en el manejo de su política monetaria y cambiaria es necesario descartar las propuestas de dolarización de la economía que hasta hace pocos meses se hacían con insistencia en varios foros económicos. Esas propuestas conllevaban la eliminación de las funciones actuales del Banco de la República y la sustitución del peso colombiano por el dólar americano como medio de pago en el país.

Por otra parte, para garantizar la credibilidad que sirve de sustento a la flexibilidad que tenemos en nuestras políticas es igualmente importante descartar las múltiples propuestas que se escuchan desde el otro extremo del espectro ideológico. Me refiero a las ideas de acuerdo con las cuales el Banco de la República debería dedicarse a financiar, mediante grandes emisiones de dinero, gastos públicos o privados para los cuales no hay recursos reales disponibles. Ello implicaría olvidar el objetivo fundamental que le asignó la Constitución, de velar por el poder adquisitivo del peso colombiano. Debe recordarse que la emisión descontrolada de dinero, lejos de crear riqueza, la destruye. Altas tasas de inflación, como las que surgen en respuesta a ese tipo de emisiones, deterioran la confianza en la moneda nacional y la capacidad del Banco Central para ejercer las funciones para las cuales fue creado. Eso fue exactamente lo que sucedió en Argentina hace poco más de diez años. Los resultados son los que hoy estamos presenciando en ese país.