





# **El golpe del capital**

**Las crisis financieras  
en el Cono Sur y sus salidas**

**Juan Andrés Correa, Luiz Augusto E. Faria,  
Johannes Jäger, Andrés Musacchio,  
Carolina Villalba, Paola Visca**

**Joachim Becker**  
(compilador)



© Joachim Becker, Juan Andrés Correa, Luiz Augusto E. Faria, Johannes Jäger, Andrés Musacchio, Carolina Villalba, Paola Visca y CLAES D3E de la presente edición

CLAES, Magallanes 1334, Montevideo.  
Casilla Correo 13125, Montevideo 11700, Uruguay  
claes@adinet.com.uy - [www.ambiental.net/claes](http://www.ambiental.net/claes)  
Montevideo, diciembre 2007.

Las opiniones en esta obra son personales de los autores y no comprometen a CLAES / D3E.

Coscoroba es el sello editorial del CLAES Centro Latino Americano de Ecología Social (CLAES) y Desarrollo, Economía, Ecología y Equidad - América Latina (D3E). Coscoroba o cisne blanco es un ave típica de los ambientes acuáticos del Cono Sur.

Impreso en diciembre de 2007 en Gráficos del Sur  
Martínez Trueba 1138 - Montevideo 11200 - Uruguay  
Tel./Fax (598-2) 413 7370 - [pedrocop@adinet.com.uy](mailto:pedrocop@adinet.com.uy)

Amparado al decreto 218/96  
Comisión del Papel - Depósito legal XXX.XXX/07

**ISBN 9974-7893-3-3**



# Prólogo

Han transcurrido cinco años desde las crisis financieras más recientes en el Cono Sur, pero sus consecuencias todavía se sienten en el presente: una polarización social agudizada, una estructura productiva débil y un elevado servicio de la deuda. Las crisis financieras amplificaron el desencanto con los modelos económicos de los noventa. El desencanto social produjo cambios en las pautas electorales, y candidatos progresistas alcanzaron las presidencias en Argentina, Brasil y Uruguay. Por lo tanto, las crisis financieras fueron un punto de inflexión. No obstante, no desembocaron en un cambio completo. Hay mezclas con elementos de continuidad y ruptura en lo económico y lo político. Las herencias de los modelos pre-crisis y de la crisis pesan sobre las políticas actuales.

El presente libro aborda la genealogía de estas crisis financieras y analiza sus desarrollos, las consecuencias económicas, sociales y políticas y las salidas desde una perspectiva comparativa. Por lo tanto, no se restringe a analizar únicamente las crisis financieras, sino que también se abordan las políticas económicas post-crisis de los gobiernos progresistas de la región. En ese empeño, el libro combina las miradas de Juan A. Correa, Luiz A. Faria, Andrés Musacchio, Carolina Villalba y Paola Visca desde dentro del Cono Sur y de Joachim Becker y Johannes Jäger desde afuera de la región.

Las crisis financieras del Cono Sur tienen raíces tanto dentro como fuera de la región. Los ciclos de flujos de capital hacia estos países han sido altamente dependientes de los vaivenes económicos y de las estrategias de acumulación

en los países del centro. Distintos grupos económicos en América Latina han relacionado sus propias estrategias económicas con aquellas que son dominantes en las naciones del norte. Las estrategias de desarrollo asociadas al centro han sido dependientes de una alta liquidez o inclusive una sobre-liquidez. Muchas veces, la sobre-liquidez en los países del centro ha sido una consecuencia de una acumulación productiva estancada, y por lo tanto los efectos de la crisis se desplazaron hacia la periferia. A veces, los influjos de capital posibilitaron una aceleración del crecimiento – por un cierto momento –, pero a la euforia seguía la depresión.

El ciclo actual de crisis financieras comenzó en la década de 1970. Debido a la crisis del modelo fordista en los EE.UU. y Europa del Oeste, la sobre-liquidez se orientó hacia la semi-periferia, incluyendo los países del Cono Sur. En aquel entonces, en Chile, Argentina y Uruguay, las fuerzas de derecha acabaron con el modelo de industrialización por sustitución de importaciones. A fines de los setenta, los regímenes militares adoptaron un modelo de acumulación financiarizada basada en una moneda nacional sobrevalorizada, tasas de interés muy elevadas y bajo un rapidísimo endeudamiento externo. Mientras que los regímenes militares reprimieron duramente a los grupos de izquierda y al movimiento sindical, buscaron el consenso de las capas medias a través de una reducción de la inflación y de la oferta de bienes de consumo importados baratos.

Esta política se reveló como insostenible al comienzo de los ochenta. A la euforia siguieron crisis cambiarias y crisis bancarias. Brasil también se endeudó en el exterior, pero este endeudamiento contribuyó a la industrialización. Este país sufrió de una crisis de endeudamiento externo, pero no padeció de una crisis financiera generalizada como sucedió en Argentina, Chile y Uruguay. En los ochenta, todos los países de la región se veían obligados de seguir políticas de austeridad bajo los ojos vigilantes de los organismos financieros internacionales para lograr un excedente en la balanza comercial que proveyera las divisas necesarias para el servicio de la deuda.

Al comienzo de la década de 1990, los flujos de capital hacia el Cono Sur se reanudaron. En este contexto, también reaparecieron las estrategias de acumulación financiarizada en la Argentina y el Uruguay. Poco después, Brasil también se sumó a ese modelo económico. Chile adoptó un camino diferente. Allí, los sectores dominantes se reorientaron hacia actividades productivas, siguiendo un modelo económico basado en la exportación de recursos naturales. A través de controles de capital ligeros, el gobierno chileno protegió a los exportadores contra una apreciación fuerte de la moneda nacional. En Chile, por lo tanto, se aprendió algo de la crisis de los ochenta. No obstante, los controles se desmontaron paso por paso hacia el fin de los noventa.

Argentina, Brasil y Uruguay siguieron políticas económicas –ancla de la moneda nacional en el dólar, sobrevalorización de la moneda nacional, tasas de

interés elevadas, promoción de la importación de capital— lo que ya había fallado en los ochenta. Y volvieron a fallar una vez más.

Aunque en estos tres países, los rasgos básicos del modelo económico han sido muy parecidos, el transcurso de las crisis y las salidas muestran diferencias bien marcadas. En un análisis comparativo, se puede identificar la dolarización o no-dolarización como el elemento clave que explica las diferencias en el transcurso de la crisis. Las opciones de la política económica fueron mucho más restringidas y la crisis mucho más profunda económicamente y socialmente en las economías altamente dolarizadas de Argentina y Uruguay que en Brasil.

El tipo de reacción social influyó en las políticas de salida de la crisis. En Argentina, estallaron fuertes protestas sociales. Los gobiernos de Eduardo Duhalde y Néstor Kirchner se esforzaron en prevenir una repetición de tales protestas y en re-legitimar el estado. En este empeño, estuvieron dispuestos a enfrentar los intereses de las empresas transnacionales y de los acreedores dentro de los límites del orden existente. Podían tomar una posición firme contra los acreedores porque habían optado por una re-pesificación de la economía argentina, lo que amplió las opciones de política económica y favoreció especialmente los grupos económicos argentinos con intereses de exportación.

Aunque la crisis económica y social no fue menor en el Uruguay, las protestas fueron limitadas. La población uruguaya expresó su desencanto en las elecciones siguiente votando para la izquierda. Ni el gobierno de derecha ni su sucesor progresista cuestionaban en el fondo la dolarización (aunque el gobierno del Frente Amplio por lo menos quiere reducir el grado de dolarización). La dolarización continuada implicaba un espacio muy reducido para renegociar la deuda.

En Brasil, la crisis fue mucho menos fuerte. No obstante, sectores importantes sufrieron en su desempleo y creció el malestar social. Este descontento se expresó electoralmente como en el Uruguay. Pero como en aquel país, la continuidad también prevaleció en la política monetaria y en el manejo de la deuda brasileña. El mejor desempeño de la balanza de pagos permitió una reducción sustancial de la deuda externa en Brasil lo cual no fue el caso en Uruguay. Los tres países trataron el asunto la deuda externa de manera separada y diferente. No obstante, hubo una convergencia en cancelar las deudas con el FMI para liberarse de su tutela.

Los tres gobiernos devaluaron la moneda nacional lo cual contribuyó a mejorar sus cuentas externas. Cada país percibe las exportaciones como el eje dinamizador de la economía y aspira a un excedente en la balanza comercial. El boom de los precios de materias primas ha favorecido la recuperación económica. No obstante, es cuestionable por cuanto tiempo va durar este éxito. Por lo tanto, sería aún más importante aprovechar este el ciclo de precios elevados

para diversificar las economías nacionales. Pero los esfuerzos actuales no parecen estar a la altura de esas necesidades. El boom se podría relevar como menos duradero de lo que se piensa generalmente. Hay fuertes señas que la inestabilidad financiera vuelve al lugar de sus orígenes, es decir al centro. El sistema financiero de los EE.UU. aparece como muy frágil. Se puede cuestionar por cuanto tiempo el capital continuará fluyendo hacia los Estados Unidos sosteniendo su modelo de sobre-consumo financiado a crédito. La depreciación continua del dólar expresa una pérdida de confianza en la moneda estadounidense, y su status de moneda de reserva internacional está siendo erosionado. Una recesión fuerte de los EE.UU. afectaría de una manera grave tanto los países europeos como China. Por lo tanto, la cuestión de la inestabilidad financiera sigue siendo de actualidad.

Este libro es fruto de muchos años de debates entre los autores. Se inscribe en una línea de investigaciones desarrolladas a los dos lados del Atlántico por CLAES D3E en América Latina, y por el Institute for Studies in Political Economy (IPE) en Europa Central y que es apoyada por la Ford Foundation. Se espera que el libro sea útil para el debate sobre los orígenes de las crisis financieras y sus posibles salidas.

**Joachim Becker**  
Viena, noviembre de 2007



# **El endeudamiento externo de América Latina: un resumen histórico**

**Joachim Becker**

La historia del endeudamiento externo de América Latina políticamente independiente comenzó directamente después de la independencia. Los años veinte del siglo XIX no fueron solamente años de la euforia política en América Latina, sino también años de euforia bursátil en Londres. Como el país más avanzado económicamente, Gran Bretaña suplantó al poder ex-colonial de España como socio económico principal en una relación muy desigual. Las relaciones económicas no se confinaban al comercio. Entre 1823 y 1825 los estados latinoamericanos aprovecharon el *boom* de la bolsa de Londres para endeudarse. El desencanto de los acreedores no se hizo esperar, “en 1827 todos los países, excepto Brasil, dejaron de pagar los intereses y la amortización de sus obligaciones” (Halperín Donghi 1997: 14). Pues la exportación de capital de Gran Bretaña hacia América Latina se reducía drásticamente aunque no cesó totalmente. Créditos e inversiones fueron por lo menos suficientes para financiar el déficit permanente de América Latina en el comercio exterior.

## **El endeudamiento en la época del imperialismo clásico**

El endeudamiento externo comenzó a reanudarse después de 1870 y se aceleró hacia el fin del siglo XIX. Este nuevo ciclo de endeudamiento fue la contracara de la exportación de capital desde Europa, principalmente desde Gran Bretaña, Francia y Alemania. Los países industriales exportaron 3% de su PIB como

capital privado a largo plazo en 1913 –es un valor al que se llegó solamente en los años ochenta del siglo XX una vez más (Bairoch 1996: 184). Alrededor de 1900, Gran Bretaña exportó entre 2% y 10% de su Producto Nacional Neto (PNN) en la forma de capital a largo plazo, mientras que se trataba de 3% en Francia y 1% en Alemania (Roth 1984: 229, cuadro 27). Las ganancias estuvieron a la altura de las inversiones externas. Directamente antes de la Primera Guerra Mundial, las ganancias de inversiones externas llegaron al 9% del PNN en Gran Bretaña, a cerca del 4% en Francia y solamente al 1% en Alemania (ibid.: 232, cuadro 28).

La lógica de la exportación de capital no fue la misma en esos tres países. En Gran Bretaña y –un poco menos pronunciado– en Francia, había un fuerte sector rentista y un rasgo saliente de la acumulación era el fuerte rol del sector financiero y comercial. La exportación de capital tenía un vínculo muy débil con la industria y la exportación de productos industriales. La exportación de capital fue la más fuerte en los años con una baja inversión interna. Cuando la inversión doméstica creció, cayó la exportación de capital. Este tipo de complementariedad entre inversión interna y externa sale muy claramente del caso británico (Vidal 1998). La considerable exportación de capital desde Inglaterra y Francia fue una consecuencia del relativo estancamiento estructural de esos dos países. El caso de Alemania fue muy diferente. Alemania reaccionó a la gran crisis de los años 1874-1886 con un cambio de la estrategia de acumulación (Vidal 2000). Surgieron nuevos sectores industriales con altas necesidades de capital. Los bancos formaron fuertes lazos de crédito, de participaciones de capital y de mutuas presencias en los consejos de administración con las grandes empresas industriales. Los intereses industriales se organizaron en asociaciones industriales, crearon cárteles. Del lado opuesto, surgió el movimiento de los trabajadores con sindicatos y el partido socialdemócrata. Así, nació el “capitalismo organizado”, que en esta altura fue muy demandante de capital. Debido a las altas necesidades de capital para su propio desarrollo, la exportación de capital desde Alemania fue mucho menor que desde Gran Bretaña y Francia. Además, esta estuvo estrechamente vinculada con la apertura de mercados internos en la semi-periferia para los industriales alemanes (Roth 1984).

Las regiones semi-periféricas, y entre ellas América Latina, fueron las regiones “blanco” de las inversiones extranjeras. Una parte de América Latina vivió una transformación profunda de su estructura económica y de sus lazos de dependencia con los países del centro. Particularmente en Argentina y Uruguay se instaló un modelo de agro exportaciones que creció rápidamente. La explotación de recursos agrarios y mineros precisaba de la construcción de infraestructura, especialmente de ferrocarriles. Hacia el fin de siglo XIX había una industrialización incipiente en algunos centros urbanos de Argentina, Uruguay, Brasil y México. Concomitante con las transformaciones productivas, se construye-

ron sistemas bancarios nacionales aunque la formación de espacios financieros nacionales era un proceso lento. La orientación al patrón oro y a la preservación de la credibilidad con el ambiente financiero ejercieron una fuerte presión sobre las políticas económicas nacionales.

Las inversiones extranjeras parcialmente financiaron esas transformaciones, en parte también alimentaron actividades especulativas. Las inversiones europeas ascendieron a alrededor de 7.000 millones de dólares en 1914. Una porción muy alta de esas inversiones correspondía a inversiones de cartera, principalmente en empresas de infraestructura. “Además, casi un tercio se había invertido en títulos del Estado” (Glade 1997: 84) sirviendo muchas veces a subsidiar actividades de empresas privadas. Las inversiones británicas ascendieron a casi 5.000 millones de dólares en 1914. Argentina había recibido más de un tercio de las inversiones británicas, Brasil casi una cuarta parte y México el 16%. Las inversiones de Francia se concentraron en Brasil, pero había también importantes colocaciones de capital en Argentina y México. Los inversionistas alemanes mostraron preferencia por Argentina, Brasil y México. Contrastante con las inversiones de Europa, las inversiones estadounidenses se compusieron predominantemente de inversiones directas que ascendieron a 1.300 millones de dólares de un total de 1.600 millones de dólares en 1914. Geográficamente, las inversiones de los EEUU estuvieron altamente concentradas en México, Cuba, Chile y Perú (Glade 1997: 84 s.).

El proceso de endeudamiento latinoamericano de esa época no fue lineal. Por un lado fue dependiente de la coyuntura económica en Europa, por otro lado incidieron ocasionales crisis financieras en América Latina. La crisis más grave probablemente ocurrió en Argentina en 1890-91 produciendo “una primera experiencia de contagio internacional partiendo de la periferia de la economía mundial” (Sgard 2002: 200). Los acreedores reaccionaron de una manera *ad hoc* a las crisis en la periferia. Impusieron condiciones a la conversión de la deuda, privilegiando en el caso de Argentina de 1891 los intereses extranjeros a los domésticos e imponiendo una centralización política que favorecía el control financiero y la colección de deudas (Musacchio 2002: 65 s.). Este tipo de condicionamiento político fue un esquema que se aplicó sistemáticamente en siglo XX. A veces la presión de los acreedores iba más allá de un mero condicionamiento político. En el caso del Imperio Otomano, se estableció un control directo de una comisión de control internacional sobre una parte importante el fisco en 1881. En Egipto se estableció también una comisión de control internacional. Frente a la resistencia en Egipto, Gran Bretaña intervino militarmente en 1882 (Reinhard 1988: 133 ss, Gombar 1999: 260 ss.). La intervención militar francesa en México fue parcialmente motivada por conflictos sobre la deuda (Sgard 2002: 198 ss.). La regulación no militar de flujos y crisis financieras fue coordinada por la “city” de Londres.

La competencia entre las grandes potencias desembocó en la Primera Guerra Mundial (1914-1918). La guerra cambió fundamentalmente las relaciones en los mercados financieros internacionales. La “city” de Londres perdió su posición hegemónica. Los rentistas franceses fueron muy perjudicados por la decisión de la Unión Soviética de no asumir las deudas del Imperio Ruso. Los poderes vencidos entraron en la década de postguerra con altísimas deudas externas y sistemas bancarios muy debilitados. En contraste con los sectores financieros europeos, los bancos estadounidenses salieron de la guerra desde una posición de fuerza. Había un surplus de capital exportable en los Estados Unidos y, por eso, un afán considerable de colocar capital en el exterior, principalmente en Europa y América Latina. No obstante, los Estados Unidos no asumieron un rol hegemónico en la regulación de las finanzas internacionales.

Se desarrolló una competencia entre las monedas principales y surgieron dos bloques con ambiciones de regulación internacional, lo que desembocó en un desorden financiero internacional (cf. Eichengreen 2000: cap. 2). Eso aconteció en el contexto de una acumulación productiva muy inestable, varias olas de especulación financiera y una preeminencia del sector bancario en la política económica en la segunda mitad de los veinte (cf. Becker 2001: 84 ss.).

En Europa se construyó un núcleo de regulación alrededor de la Sociedad de las Naciones (SDN). Este núcleo de regulación tuvo un carácter multilateral. Se limitó a prestar colectivamente a varios Estados de Europa del Este-Central en los años veinte. La contrapartida del préstamo fue un control de la política económica ejercido por un delegado de la SDN. El primer caso de un préstamo tal fue Austria en 1922. Varios otros Estados como Hungría, Estonia, Grecia y Bulgaria siguieron. El caso de un segundo préstamo a Austria tal vez se ha revelado como el más famoso. Entonces, el SDN eligió al holandés Rost van Tonningen como su representante. Rost van Tonningen fue un filo-nazista. Unos años después, fue uno de los principales colaboradores del régimen de ocupación nazi-fascista en los Países Bajos. Durante su estadía como representante de la SDN en Austria, se mostró a favor del auto-golpe austro-fascista de 1934 que consolidó una política económica favorable a los intereses financieros (Becker 2006: 26). También se dieron las primeras tentativas de una institucionalización de una concertación internacional universalizante que fracasaron frente a las resistencias de los Estados Unidos (Eichengreen 2000: 92 ss., Sgard 2002: 204 ss.).

Los Estados Unidos practicaron su propia versión de política monetaria internacional –la diplomacia del dólar. Se trataba de una política claramente unilateral. “El objetivo fue claro: desarrollar un patio trasero americano y el rol del dólar a través de créditos privados que fuesen condicionados por un control de la política económica ejercido por expertos norteamericanos con la aprobación del Ministerio de Asuntos Exteriores” (Sgard 2002: 202). A veces, el control de los “money doctors” estadounidenses fue nominado directamente por el go-

bierno de los Estados Unidos (República Dominicana, 1905). Otras veces, la nominación fue a través de un contrato privado, pero con una aprobación informal del Ministerio de Asuntos Exteriores (como en Nicaragua, 1912). En el tercer modelo de control, el “experto” intervino antes de la negociación con los bancos y debía aportar el celo de “comportamiento bueno”. Este tipo de modelo fue adoptado en Polonia en 1924 (ibid.: 202 s.). El “money doctor” en el caso polaco, Edwin Kemmerer, también aconsejó a varios países latinoamericanos a diseñar sus reformas de las instituciones monetarias. El modelo monetario generalmente adoptado, el patrón de cambio oro, limitó severamente las opciones en política económica. Respecto a los países pequeños, los Estados Unidos dejaron al lado todas las sutilezas. Por ejemplo, Bolivia tuvo que comprometer una parte significativa de su recaudación y aceptar una gestión exterior de sus asuntos fiscales por representantes de los acreedores para obtener un empréstito de 33 millones de dólares en 1922 (Thorp 1997: 114).

El “patio trasero” principal de los Estados Unidos en los años veinte fue América Latina. “Entre 1924 y 1928, América Latina absorbió el 24 por 100 de las emisiones de capital nuevo efectuadas en los Estados Unidos para la cuenta con el exterior y recibió el 44 por 100 de la inversiones directas en el exterior” (Thorp 1997: 105). Hasta 1929, los Estados Unidos suplantaron a Gran Bretaña como inversor externo en la mayoría de los países latinoamericanos –con las notables excepciones de Argentina, Uruguay y Brasil. Argentina y Uruguay continuaban estrechamente ligados a Gran Bretaña. Muchas veces, los préstamos norteamericanos sirvieron para pagar el servicio de las deudas a Gran Bretaña que, a su vez, usó estas divisas para cubrir su déficit con los Estados Unidos (Cain/Hopkins 1993: 150). La evaluación de Rosemary Thorp respecto a las políticas de endeudamiento latinoamericanas es muy crítico: “El dinero tendía a destinarse con frecuencia o bien a usos improductivos o a incrementar aún más la oferta de productos agrícolas, de los que ya había un exceso peligroso” (Thorp 1997: 103, cf. también Aldcroft 1999: 10). Entonces, los créditos sirvieron para apoyar un modelo que ya mostró señales de agotamiento. Las políticas concomitantes con el endeudamiento –especialmente la sobre valorización de las monedas nacionales– perjudicaban la industrialización en América Latina.

## **La gran crisis y la moratoria de la deuda**

Las advertencias de inminentes problemas ya existían desde 1925. En este año, los precios de los recursos naturales comenzaron a caer. Debido a la euforia desenfrenada de la bolsa en los Estados Unidos y la política de tasas de interés altas para frenar esa euforia, las colocaciones de capital dentro de los EEUU se tornaron más atractivas en el segundo semestre de 1928 y la exportación de capi-

tal comenzó a reducirse. Como consecuencia, países como Argentina o Australia enfrentaron serios problemas para endeudarse y cubrir sus déficits en la cuenta corriente. México suspendió los pagos del servicio de su deuda externa ya en 1928 (Kindleberger 1988: 51, Bulmer-Thomas 1997: 261). Definitivamente, la fiesta del endeudamiento terminó con el comienzo de la “gran crisis” en los países del centro en 1929. Se trataba de una crisis del modelo de desarrollo que incluyó como un componente central una gravísima crisis financiera (cf. Johsua 1999). Alemania y varios países de la semi-periferia este europea (Bulgaria, Polonia, Rumania y Yugoslavia) declararon su incapacidad de pagar sus deudas externas (Acosta 2001a: 25). La crisis de los países del centro descartó la viabilidad del modelo agroexportador vigente en América Latina. Los precios de las materias primas cayeron profundamente. Las fuentes de capital externo se secaron (Johsua 1999: 231 s.). Como medidas de urgencia se adoptaron fuertes restricciones contra las importaciones y se devaluaron las monedas nacionales en América Latina. A comienzos del año 1931, se declaraban moratorias en el servicio de diverso alcance. No se podían esperar nuevos fondos ni de los Estados Unidos ni de Gran Bretaña. Entonces, a los acreedores se quitaba la opción de sancionar a los deudores (cf. Bulmer-Thomas 1997: 261, Thorp 1998: 111). Había una notable excepción en la política de moratorias: Argentina. Los lazos de dependencia hacia Gran Bretaña fueron estrechos. El gobierno británico explotó esos lazos para firmar un acuerdo especial con el gobierno conservador argentino. Ese gobierno fue representante de los latifundistas estrechamente ligados a Gran Bretaña (cf. Cain/Hopkins 1993: 157 ss., Diaz Alejandro 1984: 27, Abreu 1984: 152 ss.).

La crisis del modelo agro exportador (o mineral exportador) fue el camino hacia un nuevo modelo de desarrollo. Ese modelo se sustentó sobre la industrialización hacia adentro. Las inversiones se reorientaron hacia la industria porque los otros caminos de la inversión –la inversión productiva en sectores de exportación y la inversión financiera– fueron cerrados. El Estado apoyó la industrialización a través de la protección contra la competencia externa y la asignación de recursos. La política industrial implicó la creación de bancos de desarrollo y de corporaciones de fomento industrial. El sistema financiero nacional asumió un carácter claramente nacional. Los flujos de capital estaban sujetos a controles.

El orden internacional financiero de posguerra –llamado sistema de Bretton Woods– permitió una política monetaria autónoma. Los tipos de cambios fueron fijos. La combinación de una política monetaria autónoma y un sistema de cambios fijos fue posibilitada por controles de capital que el orden de Bretton Woods permitió. El sistema fue plasmado principalmente por los Estados Unidos como poder hegemónico. El dólar fue la moneda de reserva internacional y se encontraba al centro del sistema de cambios fijos. Una institución clave del sistema de Bretton Woods fue el Fondo Monetario Internacional (FMI). Los Estados Unidos buscaron garantizar y perpetuar su influencia en el FMI a través de

una distribución de derechos de voto correspondiendo a criterios como: ingreso nacional, cambios exteriores, reservas internacionales. Esta ponderación de votos ha favorecido a los países industriales y a los EEUU en primera línea. En 1947, aseguró a los EEUU el 31,46% de los votos y a Gran Bretaña el 15,02% de los votos. Después de varios cambios y el ingreso de muchos miembros, los EEUU actualmente son predominantes con el 17,4% de los votos (Japón como segundo tiene solamente 6,24% de los votos; Aglietta/Moatti 2000: 28). En la carta del FMI el gobierno estadounidense consagró que en casos de crisis de la balanza de pagos el esfuerzo del ajuste será empleado unilateralmente con los países con déficit. Había una propuesta alternativa –formulado por el conocido economista británico John Maynard Keynes– que hubiera implicado simétricos esfuerzos de ajuste de los países con déficit y de excedente permanente en las cuentas externas y hubiera creado una casi-moneda internacional, el Bancor. Keynes quiso establecer reglas que hubieran expresado “la solidaridad de los acreedores con los deudores” (Aglietta y Moatti 2000: 13) y hubiera sido una prevención contra el retorno de la deflación de los años entre las guerras. Frente al Estado acreedor principal, los Estados Unidos, el plan de Keynes se reveló como una utopía (entonces) no posible.

Aunque el modelo de regulación internacional de Keynes no se adoptó, una versión simplificada de sus propuestas de políticas económicas fue generalmente adoptada en el ámbito nacional (con pocas excepciones como los países post-fascistas Alemania y Italia). El keynesianismo implicaba un rol más destacado del Estado en materia de inversiones, una política económica anti-cíclica y una expansión del Estado de bienestar. Este fue el resultado de un nuevo compromiso social que incluía por lo menos la componente socialdemócrata del movimiento obrero. El nuevo modo de regulación permitió un desarrollo sostenido del mercado interno en los países industrializados. La reconstrucción y la floreciente acumulación se basaban en una alta tasa de inversiones. Por eso, el capital se invirtió en los países del centro. América Latina no fue atrayente para inversiones financieras en esta coyuntura. Además había la herencia de las moratorias de los años treinta. Esas “continuaron complicando los esfuerzos de obtener nuevos préstamos durante los años cincuenta. A finales de los años cuarenta el 53 por 100 de los bonos pendientes en dólares ofrecidos o garantizados oficialmente estaban todavía impagos, el 45 por 100 estaban recibiendo un pago ‘ajustado’, y sólo el 2 por 100 estaban siendo pagados plenamente” (Ffrench-Davis et al. 1997: 334). El arreglo definitivo de la deuda de la República Federal de Alemania, un foco de la Guerra Fría en 1953, consistió en su generosidad en nítido contraste con el tratamiento de la deuda heredada de los países latinoamericanos (Friedel-Hütz 2001, Acosta 2003).

Después de la revolución cubana, el flujo de créditos oficiales hacia América Latina creció. Estos fueron parte del programa del supuesto “combate contra el

comunismo". Tuvieron tasas de interés más favorables al deudor que los préstamos de los años cincuenta. Los créditos privados tuvieron principalmente la forma de créditos ligados al comercio. No obstante, la deuda externa de los países latinoamericanos aumentó en los sesenta y llegó a límites críticos en los mediados de los sesenta. Entre 1965 y 1967 el servicio de la deuda externa consumió 87% de los nuevos créditos (brutos) en América Latina (Payer 1985: 17). Había una marcada tendencia hacia déficit en la cuenta corriente. La sustitución de importaciones fue incompleta. Los países latinoamericanos continuaron siendo dependientes de las importaciones de bienes de capital, porque ni el capital nacional ni el capital transnacional estaban interesados en invertir en este sector. Los productos primarios (productos agrícolas, materias minerales, combustibles) formaban todavía una parte significativa de las exportaciones. Los términos de intercambio fueron bastante inestables. "De ese modo, la balanza comercial pasó de un excedente de alrededor de 3 por 100 del PIB al comienzo de los años cincuenta a un déficit de casi 2 por 100 en 1972" (Ffrench-Davis et al. 1997: 360). A eso se sumaron los flujos de pagos de servicios, de intereses y de ganancias hacia el exterior. Los pagos de intereses y de las ganancias fueron consecuencia del endeudamiento y de las inversiones productivas. El capital extranjero –estadounidense al comienzo, crecientemente europeo y japonés hacia los años sesenta y setenta– invirtió sustancialmente en la industria orientada hacia el mercado interno. Llegó a controlar ramas clave de la industria. Ya en los años sesenta algunos estados latinoamericanos llegaron a límites internos y externos del modelo del "fordismo periférico" (Faria 1996) que se caracterizó por una producción de masa sin una generalización del trabajo salariado, una dependencia de importaciones de mercaderías claves (esp. bienes de capital) y de una dependencia de la importación de capital. Los límites internos fueron impuestos por el reducido tamaño del mercado interno y la distribución desigual de ingresos. Los límites externos fueron debidos a los problemas de la balanza de pagos. Las consecuencias fueron crisis de endeudamiento externo, renegociaciones de la deuda con el FMI y con los clubes de acreedores ("Club de París" para los acreedores públicos, "Club de Londres" para los acreedores privados). En las renegociaciones de la deuda externa se impusieron políticas de corte liberal reduciendo el consumo popular y abriendo la economía latinoamericana más al capital extranjero (cf. Payer 1985: 16 s.). Uruguay fue el caso más precoz de una crisis de la acumulación productiva y de la resultante inestabilidad financiera desembocando en una serie de acuerdos con el FMI (Calloia et al. 1984).

Hacia el fin de los años sesenta y comienzo de los años setenta terminó "la era del oro" fordista de los países del centro. La crisis de la hegemonía de los EEUU coincidió con la crisis del fordismo. La crisis hegemónica fue a la vez económica, política y militar. Durante los años cincuenta y sesenta, el desarrollo económico de algunos países europeos (especialmente Alemania) y de Japón, fue más diná-



mico que el desarrollo de los EEUU. Por eso, la ventaja económica estadounidense se redujo considerablemente. Políticamente y militarmente, los EEUU fueron bastante debilitados por la guerra en Indochina. Todos estos factores implicaron un debilitamiento del dólar como moneda de ancla del sistema de tipos de cambio fijos. Este sistema fue también erosionado por la formación y el desarrollo de los mercados de euro-dólares. Los mercados de euro-dólares surgieron al fin de los años cincuenta como reacción a las reglamentaciones de las tasas de interés a nivel nacional. Inversores norteamericanos no repatriaron sus ganancias a los EEUU, sino las colocaron en Londres a condiciones mejores y fuera de reglamentaciones tocando a las monedas nacionales. En la misma época, la Unión Soviética transfirió sus activos externos desde los EEUU a Europa por razones políticas (Valdez 2000: 133 s.). Como ironía histórica, el poder soviético contribuyó a crear una institución que dos década más tarde tuvo un rol no desatendible en la disolución del socialismo estatal. El surgimiento de los mercados de euro-dólares daba un nuevo aliento al centro financiero de Londres que buscaba un nuevo rol después de la descolonización (Cain y Hopkins 1993) y erosionó el sistema de tipos de cambio fijo a través de una creciente movilidad de capital. Después de varios realineamientos de los tipos de cambio, se abandonó el sistema de cambios fijos en 1973. El sistema de Bretton Woods se acabó.

## **Crisis en el centro, endeudamiento en América Latina**

Debido a la crisis de sobre acumulación en el centro, había un exceso de liquidez internacional. Los países del centro fueron la fuente principal de capital financiero en busca de posibilidades de valoración. Después del aumento del precio del petróleo, algunos países de la OPEP también colocaron sus excedentes de capital en los mercados financieros (Altvater et al. 1983: 63 ss.). Hasta el fin de los años setenta, las tasas de interés internacionales fueron muy bajas, en términos reales fueron negativas. El endeudamiento parecía una “oferta” barata. Los países del Tercer Mundo se endeudaron rápidamente. La deuda externa creció de 130,1 mil millones de dólares en 1973 a 780,9 mil millones de dólares en 1982 (Eichengreen/Kenen 1995: 41, gráf. 3). El endeudamiento fue particularmente dinámico en América Latina. En el corto período entre 1978 y 1982, la deuda externa de América Latina aumentó de 153 mil millones de dólares a 328 mil millones de dólares (Ffrench-Davis et al. 1997: 393, cuadro 9.14).

En América Latina había dos variantes básicas del uso de los créditos externos. En la primera, el endeudamiento externo ayudó a postergar la crisis del modelo basado en la sustitución de importaciones. Los crecientes déficit en la balanza comercial fueron financiados a través de créditos externos. En algunos casos se buscó profundizar la industrialización hacia dentro sin cuestionar la desigualdad del modelo. El gobierno militar de Brasil optó por la fuga hacia un

frente más coherente. Este estimuló una industrialización pesada de industrias básicas y productoras de bienes de capital. Este modelo fue refutado por la izquierda a causa de su desigualdad inherente y de su incapacidad de fomentar una acumulación auto sostenida y por sectores de la burguesía a causa de su carácter estatal (cf. Fiori 1995, Tavares 1999: 467 ss.). Una profundización del fordismo periférico había también en México y Colombia. En esos tres países, acontecía por lo menos un parcial uso productivo de los créditos externos, pero la maduración de los proyectos fue muchas veces a largo plazo y el efecto sobre la balanza comercial no fue lo suficientemente positivo. En la segunda variante, ya se había abandonado el modelo de desarrollo hacia adentro –muchas veces después de iniciativas de la izquierda en favor de un modelo de desarrollo hacia adentro más justo y los reaccionantes golpes militares que tuvieron el beneplácito de la burguesía local y de los EEUU. El modelo de desarrollo hacia adentro fue reemplazado por un modelo de acumulación financiera que favoreció a los sectores rentistas. El modelo fue basado en una moneda sobre valorizada con tipo de cambio relativamente fijo y una liberalización radical de los flujos de capital. Por momentos había una caída de la tasa de interés. Con el creciente déficit de la cuenta corriente, se necesitaba aumentar la importación del capital. Luego, se aumentó la tasa de interés para atraer capitales desde el exterior a través de tasas de interés altas. Los rentistas de los respectivos países se endeudaron a tasas de interés bajísimas en el exterior, colocaron los fondos a tasas de interés altas en su país de residencia y posteriormente retransfirieron las ganancias hacia el exterior. La consecuencia fue una proliferación de instituciones financieras y el auge de los precios de títulos y de otros elementos del capital ficticio. En este modelo de (mal) desarrollo no había un uso productivo de los créditos, sino que se perjudicaron las industrias nacionales por la sobre valorización de la moneda. Este tipo de modelo se adoptó por las dictaduras militares del Cono Sur (Chile, Uruguay y Argentina) en la segunda mitad de los años setenta (Eatwell/Taylor 2000: 146 ss., Calloia et al. 1984, Stolovich et al. 1986: cap. I & II).

Los créditos eran baratos solamente en apariencia. Las tasas de interés fueron generalmente flexibles, es decir que se adaptaron regularmente a los cambios de intereses en Londres o Nueva York. Al fin de los años setenta y comienzo de los años ochenta, el banco central de los EEUU, el FED, subió bruscamente las tasas de interés en el país. Esta decisión tenía dos razonamientos principales. Primero, los EEUU buscaron reafirmar su hegemonía monetaria (Tavares 1997). Los intereses altos atrajeron capital monetaria hacia los EEUU. Los otros bancos centrales se veían forzados también a alzar sus tasas de interés. Se ha desarrollado una feroz competencia entre las principales monedas por el estatus de moneda de reserva. Los países con monedas de reserva tienen la ventaja que pueden pagar un considerable parte de sus compromisos externos con su propia moneda. Se puede ver la creación del Euro en la Unión Europea como una

reacción al desafío estadounidense. Alrededor de los centros monetarios (EEUU, UE) se han conformado espacios monetarios macro-regionales. América Latina ha gravitado en el espacio del dólar mientras que Europa del Este fue integrado subalternamente en el espacio del Deutsche Mark y pues del Euro (cf. Bénassy/Deusy-Fournier 1995). Había también la tentativa –no exitosa– de establecer un espacio Yen en Asia del Este. Después de la crisis financiera de Asia del Este (1997/98), Japón propuso la creación de un Fondo Monetario Asiático (FMA) para tratar problemas financieros en Asia del Este de una manera más autónoma y más flexible. Debido a la crisis estructural de Japón y la resistencia de los EEUU, esta iniciativa falló en esa coyuntura (Dieter 1999: 153 f.). Este conflicto fue excepcional solamente por su forma abierta. La competencia monetaria se trasladó en tensiones respecto a la regulación monetaria internacional.

Segundo, el alza de los intereses minó los fundamentos de la política keynesiana y debilitó las políticas de bienestar. El financiamiento de los déficit de presupuesto sufrió un encarecimiento considerable. Esto reforzó la ofensiva contra políticas presupuestarias de corte keynesiana (cf. Plihon 1996). Una parcial excepción del abandono del keynesianismo presupuestario fue los EEUU. El gobierno Reagan prosiguió un keynesianismo armamentista con altísimos gastos militares. En ese modelo el sustento a la acumulación no fue a través de la estabilización del consumo popular sino a través de los aprovisionamientos militares. Una política externa agresiva es funcional a la vez a la estructura productiva de los EEUU y al keynesianismo armamentista.

La política económica de los EEUU resultó en un doble déficit: un déficit presupuestario debido al keynesianismo armamentista y un déficit de la cuenta corriente debido a la sobre valorización del dólar (Johsua 2006: 250, gráf. 14). El sector productivo sufrió de la sobre valorización. Había una reorientación hacia la acumulación financiera que se veía también favorecida por la liberalización de los mercados financieros. Como consecuencia, la parte de los ingresos rentistas en el PIB creció de 22,5% en los años setenta a 38,3% en los años ochenta (Epstein/Power 2002: cuadro 1). No había ningún otro país de la OECD donde la parte de los ingresos rentistas fuera tan alta como en los EEUU. La sobre valorización del dólar y el keynesianismo militar estadounidense crearon condiciones favorables a las exportaciones de Japón y de la UE (principalmente de Alemania) hacia los EEUU y amortiguó la crisis en esos países. Japón se convirtió en el acreedor principal de los EEUU financiando sus déficit.

Porque los efectos de la sobre valorización fueron nocivos para los sectores productivos de los EEUU, Washington insistió en variar los tipos de cambio entre las tres grandes zonas monetarias. En el “acuerdo de Plaza” de setiembre de 1985, el gobierno estadounidense logró imponer una reevaluación al Yen y a las monedas europeas. Así modificaron sustancialmente los flujos de mercancías entre los EEUU, Japón y Europa. Las economías japonesa y alemana enfren-

taron crecientes problemas de exportación debido a la revalorización. Esto afectó el corazón de sus estrategias neo-mercantilistas (Brenner 2003: cap. 3). En Japón, las inversiones se reorientaron hacia la esfera financiera. Dentro de un nuevo cuadro regulatorio de tipo híbrido, los bancos reacomodaron sus actividades desde el sustento de la actividad productiva hacia la especulación financiera (Filho 1997, Nabeshima 2000). Se produjo una burbuja especulativa en la bolsa y en los mercados inmobiliarios. Al comienzo de los años noventa la burbuja reventó. Reveló grandes sobre capacidades productivas y una gran morosidad del sistema financiero. Japón entró en una década de estagnación y de tendencias deflacionistas. La revaluación también afectó negativamente la economía neo-mercantilista de Alemania del Oeste. Acá, la unificación y la liquidación de la industria de la RDA ofrecieron una solución de recambio: la conquista del mercado la ex-RDA. Eso atenuó los efectos negativos creados por la reevaluación del Deutsche Mark. Aunque los bancos alemanes se reorientaron hacia las inversiones financieras, se ha evitado hasta hoy una desenfrenada especulación que sería semejante al caso japonés. La parte de los ingresos rentistas en el PIB fue 7,4% en los años noventa. Esta fue una proporción menor que en los EEUU y en Japón donde los rentistas recibieron 33,5% resp. 11,2% del PIB (Epstein/Power 2002: cuadro 1).

Cuando el gobierno de los EEUU temió que la crisis en Japón podría afectar a las colocaciones japoneses en los EEUU y, así, la estabilidad financiera, se decidió a fomentar la revaluación del dólar. Este "Acuerdo de Plaza al revés" de 1995 (Brenner 2003: 157 ss.) favoreció una vez más las exportaciones japonesas y europeas hacia los EEUU. Semejante al Japón de la segunda mitad de los años ochenta, se produjeron un "boom hueco" (Pollin 2003: cap. 2) y una burbuja especulativa en los EEUU entre 1997 y 2000 alimentado parcialmente por inversiones extranjeras en los EEUU. Las cotizaciones bolsistas perdieron cualquier relación con el desarrollo de las ganancias. La relación precio de una acción/dividendo duplicó entre el comienzo de 1997 y 2000 (Boyer 2002: 89, gráf. 6, Brenner 2003: 167 ss.). El alza de las cotizaciones en las bolsas empujó al consumo del lujo de los rentistas y favoreció las inversiones, principalmente en el sector de telecomunicaciones. La otra cara del boom bolsista y de la sobre valoración fue un alto déficit en la cuenta corriente (alrededor de 4% en 2000) y un creciente endeudamiento externo de los EEUU. En 2000, los valores estadounidenses tenidos por extranjeros se sumaron a 6.700 millones de dólares, es decir 78% del PIB de la época (Brenner 2003: 234 s.). El sustancial déficit en la cuenta corriente y el (sobre) endeudamiento externo son el "talón de Aquiles" económico de los EEUU (Clairmont 2003: 20).

El boom bolsista terminó en el año 2000, pues las cotizaciones han caído fuertemente. Las inversiones en las telecomunicaciones se revelaron como grotescamente sobredimensionadas. Solamente entre 2% y 3% de la capacidad

de las redes de telecomunicación y 13% de la capacidad intercontinental se usan (Brenner 2003: 21). Las empresas de telecomunicaciones y de algunos otros sectores y muchos hogares corren con un endeudamiento muy elevado. Debido al sistema de la capitalización, los jubilados han sufrido significantes reducciones de sus jubilaciones. El gobierno estadounidense optó por la "huida hacia el frente" (Johsua 2006: 247). La Federal Reserve redujo radicalmente las tasas de interés para estimular el consumo privado y atenuar la recesión. La estrategia fue coyunturalmente exitosa, pero se profundizaron los desequilibrios y tensiones estructurales del modelo económico. El consumo está basado en el endeudamiento acelerado de los hogares. La tasa de ahorro de los hogares es cercana a cero (ibid.: 251 ss.). El modelo está dependiendo de enormes flujos de capital (originados esp. de China, Japón, Alemania y, recientemente, del Medio Oriente) –ca.76% del total mundial en el año de 2002 (Zeller 2004: 87, gráf. 2). El déficit de la cuenta corriente de los EEUU se ha profundizado llegando a 6,6% del PIB en el año 2006 (Johsua 2006: 259, gráf. 16, *Le Monde*, Suplemento "Économie", 13/2/2007, p. III). Los Estados Unidos viven situaciones de un "régimen de sobreconsumo" (Johsua 2006: 260). Como consecuencia, se esboza una fragilidad financiera. Los EEUU tienen el privilegio de poder pagar sus compromisos externos con su moneda nacional. Esa es la ventaja de una moneda de reserva internacional. No obstante, una salida importante de capitales afectaría gravemente a la economía de los EEUU que está "dopado" por el crédito externo. Ya en los meses anteriores a la guerra contra Irak había indicaciones de una pérdida de confianza la capacidad estadounidense de sostener su doble déficit en la cuenta corriente y el presupuesto (Clairmont 2003: 21). Analistas como Elmar Altvater (2003) y Mohsen Massarrat (2003: 45) observan una relación entre la invasión contra Irak y la vulnerabilidad financiera de los EEUU. La ocupación exitosa de Irak daría el control estratégico de las reservas de petróleo de este país. Eso permitiría a los EEUU debilitar la OPEP y chantajear a los países árabes, especialmente a Arabia Saudita. Lo cual permitiría influenciar el precio del petróleo en un modo que reduciría el déficit comercial de los EEUU. Asimismo, estos podrían presionar más fuertemente a los países árabes para no reemplazar el dólar por el euro en la facturación petrolífera.

En general, se puede concluir que el sistema financiero internacional ha sido frágil y conflictivo en las últimas dos décadas. Esto dejó rasgos profundos en las economías y sociedades de América Latina.

## **La crisis del endeudamiento externo latinoamericano**

La política del dólar fuerte iniciada al fin de los años setenta golpeó fuertemente a las economías endeudadas latinoamericanas. Las tasas de interés fueron flexibles. Entonces, el alza de ellas en los EEUU se tradujo en un encareci-

miento del servicio de las deudas externas. A la vez que el negocio de exportaciones no andaba bien. La relación pago de intereses / exportación aumentó de 16% en 1978 a 41% en 1982 (Ffrench-Davis et al. 1997: 393, cuadro 9.14). Faltaban las divisas para asegurar el servicio de la deuda. El primer país grande en declarar su incapacidad de pagar fue Polonia en 1981 –esto señaló el fracaso de la estrategia de modernizar el socialismo estatal a través de importaciones de maquinaria y de créditos (Bohle 2001). En 1982 siguió México como primer país latinoamericano. La declaración mexicana es generalmente interpretada como el comienzo de la crisis de la deuda externa. En los países con un uso improductivo de los créditos, como Argentina, Chile y Uruguay, esta crisis fue duplicada por una crisis bancaria. En estos países se socializaron las pérdidas financieras y, a veces, se “estatizaron” temporalmente los bancos en apuros (Rapoport et al. 2000: 823 ss., Escobar S. 1997: 67 ss., Noya et al. 1998: 163 ss.).

La crisis de la deuda externa del Tercer Mundo puso a los bancos en los países del centro en una situación precaria. Los bancos radicados en los EEUU se habían colocado en la situación más difícil. Se habían expuestos altamente en América Latina. “En 1982 el coeficiente préstamo/capital de nueve de los bancos más grandes de los Estados Unidos era el 180 por 100; de esta cifra, los préstamos vigentes en México representaban el 50 por 100, en Brasil el 46 por 100, en Venezuela, el 26 por 100, en Argentina, el 21 por 100, y en Chile, el 12 por 100. Los bancos británicos prestamistas de la región seguían un patrón similar” (Ffrench-Davis et al. 1997: 389 s.). Las reservas de los bancos estadounidenses fueron muy bajas (Valdez 2000: 135 s.). La situación de los bancos alemanes fue algo mejor.

“(L)os intereses, las instituciones y los criterios financieros han sido extremadamente dominantes en el manejo de la crisis de la deuda” (Griffith-Jones 1988b: 16). La preocupación principal de los bancos y de los gobiernos del Oeste capitalista fue asegurar que se reanudara el servicio de la deuda. “Los Bancos insistieron en un enfoque ‘caso por caso’ para desalentar la formación de un cartel de deudores” (Ffrench-Davis et al. 1997: 391). Los intereses ligados a sectores productivos fueron sacrificados para consolidar los bancos y conformar a los rentistas. En el sur sufrieron principalmente la industria orientada hacia el mercado interno y los obreros industriales, en el norte la industria de exportación se veía afectada (Griffith-Jones 1988b: 16).

La renegociación de la deuda fue dependiente de un acuerdo anterior con el FMI. Éste impuso políticas de ajuste recesivas que podrían producir un superávit en la balanza comercial que a su vez permitiría pagar por lo menos los intereses. Una medida central fue la devaluación de la moneda nacional lo que puso un freno a la importación y aumentó las ganancias del sector exportador. Restrictivas políticas fiscales, monetarias y salariales contribuyeron a comprimir la demanda interna y, así, las importaciones. Una excepción a la política fiscal

restrictiva fue garantías ex-post a la deuda privada anteriormente no garantizada lo que fue una demanda de los acreedores y los gobiernos de los países del Norte respaldados por los organismos internacionales. En la segunda mitad de los años ochenta había aún estrategias con elementos heterodoxos y algunos casos de aisladas restricciones al pago de interés (por ejemplo Perú, Brasil; cf. Griffith-Jones 1998a, Tavares 1993, Fiori 1993). No obstante, la resistencia de sectores ligados al modelo de desarrollo hacia adentro se debilitó. Paso a paso, los planes de ajuste condicionados por el FMI y otros organismos internacionales asumieron un carácter cada vez más estructural. La crisis de la deuda aceleró la marcha hacia modelos liberales.

Por otro lado hubo innovaciones en la renegociación de la deuda. En una segunda fase se intentó atenuar el efecto recesivo del ajuste. En el marco del "Plan Baker", iniciado en 1985, se combinó la reestructuración de la deuda con la inyección de nuevos préstamos privados y de organismos internacionales. En 1987, el comienzo de la tercera fase, se lanzó un "Plan Baker B" que "añadió un nuevo ingrediente: una reducción de la deuda en forma de readquisición de la deuda con descuentos respecto del valor facial, de 'bonos de salida' con tipos de interés bajos y de canjes de la deuda por otros motivos" (Ffrench-Davis et al. 1997: 392). El Plan Brady de 1989 iba más allá en la reducción de la deuda a través de llamados mecanismos de mercado. Las metas principales de los planes fueron el restablecimiento de la capacidad de pagar y de la credibilidad en los mercados financieros internacionales. Para unos países poco interesantes para los inversores internacionales, se introdujo la opción de una reducción más sustancial de la deuda externa ligado a un fuerte condicionamiento de la política económica y social. Desde 1989 los inversores consideran a América Latina una vez más como solvente. Una nueva ronda de endeudamiento desenfrenado podía comenzar (Sgard 2002: 230ss).

A esta altura se había logrado una reducción del peso relativo de los intereses. La relación pago de interés / exportación se redujo de 41% en 1982 a 25% en 1990. No obstante, de la continua transferencia neta de fondos hacia el exterior, la deuda externa de América Latina continuó creciendo de 328 mil millones de dólares en 1982 a 440 mil millones de dólares en 1990 (Ffrench-Davis et al. 1997: 393, cuadro 9.14). En términos de crecimiento, la década de los ochenta fue "perdida". En muchos países el ajuste recesivo implicaba una desindustrialización. En la relación salarial se podía observar una marcada tendencia hacia la precarización del empleo. Los conflictos de distribución se agudizaron y se desplazaron hacia la esfera monetaria. El resultado fue una inflación alta, a veces culminando en una hiperinflación. Los sectores pobres fueron los perdedores principales de la inflación. No podían indexar sus ingresos. Así mismo los sindicatos lograron un cierto grado de indexación, eso no compensó plenamente las alzas de precios. Muchas veces fue la indexación de

depósitos o ciertos bonos lo que aseguró el grado más alto de protección en moneda nacional (cf. Salama/Valier 1994: 49 ss.). En Brasil, valores estatales indexados fueron de facto una casi-moneda paralela. Esta sirvió como alternativa a una sustitución de la moneda nacional por una moneda extranjera. La dolarización abierta se evitó en Brasil lo que no fue el caso en muchos otros países latinoamericanos (Frenkel 1994: 10). En países como Argentina, Bolivia o Uruguay por lo menos se toleró una parcial dolarización de los circuitos monetarios. Se cambió hacia el dólar para protegerse contra la depreciación de la moneda nacional. La dolarización parcial implica un paso importante hacia la integración subordinada en el "territorio monetario" (Fiori 1999: 72) del dólar. Este proceso se aceleró en los años noventa.

## De la pseudo-prosperidad al *krach*

A comienzo de los años noventa surgió una nueva onda de flujos de capital hacia América Latina. Fue incentivado por las tasas relativamente bajas en los países industrializados (Cardoso 2001: 182). Se distinguió de los setenta por el rol destacado de bonos. "La deuda latinoamericana en bonos (...) pasó de 18.000 millones de dólares en 1986 a 125.000 millones de dólares a comienzos de los años noventa; los préstamos bancarios, en cambio cayeron de 97.000 millones a 30.000 millones de dólares en el mismo período" (Schvarzer 2003: 36 s.). Los bancos prefirieron facilitar la emisión de valores a comprometer sus propios fondos. Este fenómeno se llama "desintermediación" del financiamiento. Como resultado hay una multiplicación del número de acreedores porque ya no se trata de un limitado número de bancos prestadores sino de muchos inversores individuales. Este camino de endeudamiento externo fue abierto solamente a unos países seleccionados de América Latina, principalmente a países grandes con un ingreso per cápita relativamente alto. En los años del oro de la nueva onda de endeudamiento externo, es decir la primera mitad de los noventa, más de 90% de los bonos latinoamericanos fueron emitidos o por los países del Mercosur o por México (Griffith-Jones/Cailloux 1997: 88, cuadro 2.13). Respecto al crédito bancario hay un rol preponderante de prestadores europeos. En fin de junio de 1995, 49,5% del stock de créditos bancarios hacia América Latina se originaron en la Unión Europea, 7,1% en Japón y 27,0% en los EEUU (Griffith-Jones/Cailloux 1997: 83, cuadro 2.8). Es decir una parte significativa del endeudamiento fue respecto a Europa del Oeste.

En los países seleccionadas por la inversores internacionales, las estrategias de acumulación se reorientaron hacia la esfera financiera o al comienzo de los noventa (México, Argentina, Uruguay) o a la mitad de los noventa (Brasil). La base regulatoria de esta reorientación fue una estrategia antiinflacionista basada en una ancla cambiaria. Es decir, se fijó un tipo de cambio totalmente inflexi-



ble (Argentina) o bastante rígido (México, Uruguay, Brasil) con relación al dólar. Eso resultó en una sobre valorización de la moneda nacional. El doble efecto del comercio exterior liberalizado y de la moneda sobre valorizada puso a los productores internos bajo una enorme presión por la competencia lo que redujo brutalmente la capacidad de aumentar los precios. Las empresas pasaron esta presión a los asalariados, probaron rebajar los costos a través de la política salarial y de precarización de la fuerza de trabajo.

El ciclo de la hiperinflación se quebró. El lado del capital ganó la lucha distributiva. No obstante, hubo un alivio de amplios sectores que habían sufrido de la inflación. Por un momento, la situación distributiva mejoró un poco porque los pobres podían recuperar algo de su poder de compra. La clase media recuperó la capacidad de endeudarse para consumir. Esto estimuló la demanda interna y el crecimiento al comienzo del nuevo ciclo (cf. Baumann/Mussi 1999, Heymann 2000, Elías 1999: cap. 1.2). Entre 1990 y 1997 el PIB creció con una tasa anual de 3,2% lo que fue mejor que los años ochenta (1,3%), pero bastante peor que los años setenta con una tasa de crecimiento de 5,6% (Ffrench-Davis 2005, cuadro 1).

No obstante, se trataba de un éxito aparente. La sobre valorización estimuló las importaciones. Ciertos sectores industriales no pudieron soportar la competencia externa. Se dejó un vacío en la balanza comercial. Se dependía de la importación de capital para llenar el vacío en la balanza comercial. Los gobiernos ofrecieron condiciones ventajosas a inversores externos. Las inversiones directas han sido atraídas a través de amplias privatizaciones de monopolios públicos. Al capital financiero se ofrecieron tasas de interés relativamente altas. Eso resultó también en ingresos altos de rentistas "nacionales". Tanto inversiones directas como inversiones de cartera tuvieron como consecuencias altos flujos de ganancias e intereses hacia el exterior (cf. Cepal 2002: 123, cuadro A-19, 124, cuadro A-20). El peso del pago de interés fue en Argentina y Brasil entre los más altos de América Latina -40,8% respectivamente 31,8% de las exportaciones de bienes y servicios en 1999 (Cepal 2002: 123, cuadro A-19). Estos pagos contribuyeron al deterioro de la cuenta corriente lo que a su vez creó nuevas necesidades de la importación de capital. La situación se agravó por la reevaluación del dólar respecto al Deutsche Mark/Euro y Yen.

Este sistema creó un alto grado de dependencia y vulnerabilidad externa. De tal manera, surgieron dudas respecto a la viabilidad del esquema debido a sus contradicciones internas o a la crisis de semejante modelo en otro país, el flujo de capital se secó. Para vencer las dudas del capital se ofrecieron tasas de interés aún más altas, lo que carga la cuenta corriente aún más con pagos de intereses. Es decir, la acumulación financiera lleva a insostenibles contradicciones (Becker 2002, Salama 1996).

Cuando la situación se volvió cada vez más insostenible y también una fuerte fuga de capitales, los gobiernos reaccionaron de dos maneras diferentes. En

los casos de una dolarización limitada, es decir México (1995) y Brasil (Brasil 1999), se devaluó la moneda nacional para contener el déficit de la cuenta corriente. En el caso mexicano que fue la primera gran crisis de los noventa la devaluación y el ajuste recesivo resultaron en una brusca caída del PIB. El sector bancario salió débil de la crisis. En Brasil, la economía es todavía mucho más diversificada, el peso del comercio exterior es menor que en México. La devaluación estabilizó el sector productivo. La balanza comercial y –en menor medida– la cuenta corriente. En contraste con México, la crisis del endeudamiento externo y la devaluación no implicaron una caída fuerte del PIB. No obstante, el Estado salió fiscalmente muy debilitado de la crisis. Con la devaluación del real, la deuda en términos de la moneda nacional ha crecido fuertemente. Por eso, hay una crisis fiscal crónica y muy pronunciada del Estado brasileño.

En los casos de una fuerte dolarización de la economía, como en Argentina y Uruguay, la situación fue aún mucho más complicada. Muchas empresas y gente de la clase media se habían endeudado en dólares, pero ganaban en pesos. Fue obvio que no podrían pagar sus compromisos en el caso de una maxi-devaluación. Fue previsible que una devaluación afectaría fuertemente las cadenas de crédito y amenazaría la estabilidad del sistema bancario. Se sabía que el Banco Central no podía estabilizar los bancos en el caso de masivos retiros de depósitos motivados por dudas en la solidez del sistema bancario porque gran parte de los depósitos y créditos están denominados en dólares. El Banco Central solamente puede funcionar como prestador de última instancia en términos de la moneda nacional (Frenkel 2000: 152). Si se quería exceptuar la devaluación, quedó como alternativa una política de corte deflacionista que bajaría el nivel de precios internos y la demanda interna. Esta es una política recesiva, la que produjo una recesión sostenida, pero no permitía reducir el déficit de la cuenta corriente lo suficiente. La acumulación financiera se reveló como insostenible. Después de postergar la devaluación por varios años en el 2002 no se pudo esquivar más esta medida. La devaluación fue muy fuerte. A la crisis del endeudamiento le siguió una fuerte crisis bancaria. Hubo corridas sobre los bancos. Se eligieron dos modelos diferentes en Argentina y Uruguay. En Argentina, se establecieron “corralitos” manteniendo congelados los depósitos y así sobrevivieron los bancos (Becker 2002). En Uruguay, el “corralito” fue más chico, pero se liquidaron varios bancos. Argentina y Uruguay se diferenciaron también en el trato de la deuda externa. Argentina pesificó la economía argentina, suspendió el pago de una gran parte de la deuda y, finalmente, negoció una quita considerable sobre la deuda en default. Uruguay ha continuado pagando y buscó un canje de la deuda. Los EEUU y el FMI apreciaron la actitud cooperante del gobierno uruguayo en términos de sus relaciones con los acreedores y de la sumisión a la política externa de los EEUU. No obstante las diferencias en el tratamiento de la crisis, las consecuencias económicas fueron semejantes en

Argentina y Uruguay: una fuerte caída del PIB y de la producción, alza del desempleo, caída de los salarios reales. Las consecuencias de la crisis han sido aún más desastrosa que en los casos de México y Brasil.

No obstante los problemas de la semi-dolarización en Argentina, Paraguay, Uruguay y muchos otros países de América Latina, unos gobiernos iban más adelante en la dolarización: "Ecuador (a partir de enero de 2000), El Salvador (a partir de 1 de enero de 2001) y Guatemala (a partir de mayo de 2001) optaron por la dolarización plena y unilateral. En Panamá, el dólar es moneda corriente desde 1904, cuando Estados Unidos asumió el control del Canal" (Cintra/Castro 2001: 94). No es un azar que la dolarización está más avanzada en América Central. Los lazos financieros con los EEUU son más intensos en esta región. Las remesas de los emigrantes fornecen una parte mayor de las divisas. La dolarización completa expone los sectores productivos a una enorme presión competitiva que no se puede aliviar por una devaluación. Quedan los salarios y otros costos como amortiguador de esta presión. "Cualquier cambio en la política monetaria norteamericana impactará mucho más en una economía dolarizada que antes, sin que puede esperarse alguna consideración para el país dolarizado" (Acosta 2001: 72). El banco central de un país dolarizado no puede hacer frente a una crisis bancaria porque no tiene los recursos necesarios. El Federal Reserve Bank tampoco ayudaría en un caso de crisis bancaria en un país periférico dolarizado (cf. Arès 2001, Acosta 2001b, Acosta 2002). Por tanto, se trata de un modelo económico de altísimo riesgo. En el caso ecuatoriano, una considerable franja de la población cuestiona a este modelo más radical de sumisión al imperio del dólar. Después de la crisis argentina, quedó claro que los EEUU no brindarían un apoyo institucional a la dolarización. Además se percibieron más claramente los costos de una dolarización completa, como una volatilidad más elevada y un crecimiento económico más bajo que las economías no dolarizadas. Por lo tanto se redujo el entusiasmo para una eventual dolarización en América Latina (Jameson 2006: 279 ss.).

Chile siguió un camino algo diferente. Aunque también había una cierta financiarización de la economía, la acumulación se basaba principalmente en la producción, especialmente en actividades ligadas a la exportación. La moneda no fue tan sobre valorizada como en Argentina, Brasil, México o Uruguay. Como consecuencia política de la crisis del endeudamiento de los ochenta, Chile impuso restricciones a la importación de capital de corto plazo. Así, Chile fue menos vulnerable –a los caprichos– de los inversores financieros, a las crisis financieras y a los efectos de contagio en los noventa (Urriola 2000).

Por lo tanto, no hubo un modelo único de endeudamiento externo, sino un modelo dominante. Este modelo fue extremadamente vulnerable a la crisis y contribuyó a un crecimiento de la deuda externa de América Latina de 440 mil millones de dólares en 1990 a 763 mil millones de dólares en 1999 (Ffrench-

Davis 1997: 393, cuadro 9.14, Cepal 2002: 120, cuadro A-16). Los años 1990-2006, se caracterizaron por una inestabilidad muy elevada y “(e)n los quince años entre 1990 y 2004, el crecimiento promedio anual alcanzó la modesta cifra del 2,6% (Ffrench-Davis 2005: 19). La inversión productiva ha sido mucho más baja que en los años setenta (ibid.: 117, gráf. II.3). “(E)n el año 2004, el salario real promedio estaba a un nivel similar al de 1990 y por debajo del de 1980” (ibid.: 19). El número de los pobres latinoamericanos casi se duplicó de 136 millones a 222 millones entre 1980 y 2004, y su parte relativa en población estaba más elevada en 2004 (42,9%) que en 1980 40,5% (aunque menor que en 1990 cuando alcanzó 48,3%; Ffrench-Davies 2005: 20, cuadro 2). En términos económicos y sociales los años desde 1990 eran una era más de fracaso.

La buena coyuntura de los precios de materias primas (y en el caso argentino también el canje de la deuda) recientemente ha permitido una reducción de la deuda externa latinoamericana y caribeña de 761.344 millones de dólares a 632.849 millones de dólares entre 2004 y 2006 (Cepal 2006: A-18), pero sabemos que las buenas coyunturas son pasajeras.

## Bibliografía

- Abreu, Marcelo de Paiva (1984): Argentina and Brazil during the 1930s: The Impact of British and American International Economic Policies. En: Thorp, Rosemary (ed.): Latin America in the 1930s. The Role of the Periphery in World Crisis. Oxford 1984, pp. 144-162.
- Acosta, Alberto (2001a): La increíble y triste historia de América Latina y su perversa deuda externa. En: Jochnik, Chris/Pazmiño Freire, Patricio (eds.): Otras caras de la deuda. Propuesta para la acción. Quito/Caracas, pp. 17-39.
- Acosta, Alberto (2001b): El falso dilema de la dolarización. En: Nueva Sociedad, No. 172, pp. 66-84.
- Acosta, Alberto (2002): Ecuador: ¿un modelo para América Latina? Carta Global Latinoamericana, No. 2.
- Acosta, Alberto (2003): Lecciones del Acuerdo de Londres de 1953. En: La insignia, 3 de marzo ([www.lainsignia.org/2003/marzo/econ\\_003.htm](http://www.lainsignia.org/2003/marzo/econ_003.htm)).
- Aglietta, Michel/Moatti, Sandra (2000): Le FMI. De l'ordre monétaire aux désordres financiers. Paris.
- Aldcroft, Derek H. (1999): El problema de la deuda externa desde una perspectiva histórica. En: Ciclos en la historia, la economía y sociedad, Vol. 9, No. 17, pp. 3-28.
- Altwater, Elmar (2003): Die Währung des schwarzen Goldes. En: Freitag, 14 de febrero, p. 3.
- Altwater, Elmar et al. (1983): Alternative Wirtschaftspolitik jenseits des

- Keynesianismus. Wirtschaftspolitische Optionen der Gewerkschaften in Westeuropa. Opladen.
- Arès, Mathieu (2001): À quand le règne du dollar? Instabilité économique, crise politique e intégration monétaire dans les Amériques. En: *Études internationales*, 32(4), pp. 747-772.
- Bairoch, Paul (1996): Globalization Myths and Realities: One Hundred Years of External Trade and Foreign Investment. In: Boyer, Robert/Drache, Daniel (eds.): *States Against Markets. The Limits of Globalization*. Londres/New York, pp. 173-192.
- Baumann, Renato/Mussi, Carlos (1999): Algunas características de la economía brasileña desde la adopción del Plano Real. Cepal, temas de coyuntura 5, Santiago de Chile.
- Becker, Joachim (2002): Argentina: anatomía de una crisis. *Carta Global Latinoamericana*, No. 3.
- Becker, Joachim (2006): El breve sueño de la democracia perfecta. En: da Cruz, José (ed.): *Democracia en desconfianza. Ensayos en sociedad civil y política en América Latina*. Montevideo, pp. 19-48.
- Bénassy, Agnès y Deusy-Fournier, Pierre (1995): La concurrence pour le status de monnaie internationale depuis 1973. En: Aglietta, Michel (ed.): *Cinquante ans après Bretton Woods*. Paris, pp. 107-144.
- Boyer, Robert (2000): *La croissance, début de siècle. De l'octet au gène*. Paris.
- Brenner, Robert (2003): *Boom & Bubble. Die USA in der Weltwirtschaft*. Hamburg.
- Bulmer-Thomas, Victor (1997): Las economías latinoamericanas, 1929-1939. En: Halperín Donghi, Tulio et al.: *Historia económica de América Latina desde la independencia a nuestros días*. Barcelona, pp. 243-286.
- Cain, P.J. y Hopkins, A.G. (1993): *British Imperialism: Crisis and Deconstruction 1914-1990*. Londres/New Cork.
- Calloia, Fernando et al. (1984): *La deuda externa y la crisis uruguaya*. Montevideo.
- Cardoso, Eliana (2001): Brazil's Macroeconomic Policies and Capital Flows in the 1990s. En: Griffith-Jones, Stephany et al. (eds.): *Short-Term Capital Flows and Economic Crises*. Oxford, pp. 173-198.
- Cepal (2002): *Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe, 2003*. Santiago de Chile
- Cepal (2006): *Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe, 2006*. Santiago de Chile.
- Cintra, Marcos Antonio Macedo/Castro, Elza Moreira Marcelino de (2001): Internacionalización del sector financiero y dolarización de los países latinoamericanos. En: *Nueva Sociedad*, No. 172, pp. 85-103.

- Clairmont, Frédéric F. (2003): *Vivre à crédit ou le credo de la première puissance du monde*. En: *Le Monde Diplomatique*, Abril, pp. 20-21.
- Diaz Alejandro, Carlos F. (1984): *Latin America in the 1930s*. En: Thorp, Rosemary (ed.): *Latin America in the 1930s. The Role of the Periphery in World Crisis*. Oxford, pp. 17-49.
- Dieter, Heribert (1999): *Die Asienkrise. Ursachen, Konsequenzen und die Rolle des Internationalen Währungsfonds*. Marburg.
- Eatwell, John/Taylor, Lance (2000): *Global Finance at Risk. The Case for International Regulation*. New York.
- Eichengreen, Barry (2000): *Vom Goldstandard zum Euro. Die Geschichte des internationalen Währungssystems*. Berlin.
- Eichengreen, Barry/Kenen, Peter B. (1995): *L'organisation de l'économie internationale depuis Bretton Woods: un panorama*. En: Aglietta, Michel (ed.): *Cinquante ans depuis Bretton Woods*. Paris, pp. 11-53.
- Elías, Antonio (1999): *Uruguay 1985-1998. El país de los cambios económicos graduales. Un enfoque neoinstitucionalista*. Montevideo.
- Epstein, Gerald/Power, Dorothy (2002): *The Return of Finance and Finance's Returns: Recent Trends in Rentier Incomes in OECD Countries, 1960-2000*. PERI Research Brief, 2002-2.
- Escobar S. Patricio (1997): *La banca en Chile: Aspectos de la modernización*. Santiago de Chile.
- Faria, Luiz Augusto Estrella (1996): *Fordismo periférico, fordismo tropical y posfordismo: el camino brasileño de acumulación y crisis*. En: *Ciclos en la historia, la economía y la sociedad*, No. 6 (10), pp. 73-101.
- Filho, Ernani Teixeira Torres (1997): *A crise da economia japonesa nos anos 90 e a retomada da hegemonia americana*. En: Tavares, Maria da Conceição/Fiori, José Luís (eds.): *Poder e dinheiro. Uma economia política da globalização*. Petrópolis, pp. 383-411.
- Fiori, José Luís (1993): *Ajuste, transição e governabilidade: o enigma brasileira*. En: Tavares, Maria da Conceição/Fiori, José Luís: *Desajuste global e modernização conservadora*. Rio de Janeiro, pp. 127-193.
- Fiori, José Luís (1995): *Em busca do dissenso perdido. Ensaio crítico sobre a festejada crise do estado*. Rio de Janeiro.
- Fiori, José Luís (1999): *Estados, moedas e desenvolvimento*. En: Fiori, José Luís (ed.): *Estados, moedas e desenvolvimento das nações*. Petrópolis, pp. 49-85.
- Ffrench-Davis, Ricardo (2005): *Reformas para América Latina después del fundamentalismo neoliberal*. Buenos Aires.
- Ffrench-Davis, Ricardo et al. (1997): *Las economías latinoamericanas, 1950-1990*. En: Halperín Donghi, Tulio et al.: *Historia económica de América Latina desde la independencia a nuestros días*. Barcelona, pp. 323-401.

- Frenkel, Roberto (1994): El fortalecimiento del sector financiero en el proceso de ajuste: un análisis de Argentina, Brasil, Colombia y Uruguay. En: Frenkel, Roberto (ed.): El fortalecimiento del sector financiero en el proceso de ajuste: liberalización y regulación. Washington, D.C./Buenos Aires, pp. 1-39.
- Frenkel, Roberto (2000): Los temas de la arquitectura financiera internacional en la Argentina. En: Nueva Sociedad, No. 168, pp. 148-156.
- Friedel-Hütz, Adam (2001): El acuerdo de Londres de 1953. En: Jochnick, Chris/Pazmiño Freire, Patricio (eds.): Otras caras de la deuda. Propuestas para la acción. Quito/Caracas, pp. 87-93.
- Glade, William (1997): América Latina y la economía internacional 1870-1914. En: Halperín Donghi, Tulio et al.: Historia económica de América Latina desde la independencia a nuestros días. Barcelona, pp. 49-97.
- Gombár, Eduard (1999): Moderné dijiny islamských zemí. Praha.
- Griffith-Jones, Stephany (ed, 1998a): Deuda externa, renegociación y ajuste en América Latina. México, D.F.
- Griffith-Jones, Stephany (1988b): Introducción y marco de análisis. Los principales interrogantes. En: Griffith-Jones, Stephany (ed.): Deuda externa, renegociación y ajuste en América Latina. México, D.F, pp. 9-41.
- Griffith-Jones, Stephany/Cailloux, Jacques (1997): Nuevos flujos de capitales europeos hacia América Latina. En: Ciclos en la Historia, la Economía y la Sociedad, 7(13), pp. 67-107.
- Halperín Donghi, Tulio (1997): América Latina independiente: economía y sociedad. En: Halperín Donghi, Tulio et al.: Historia económica de América Latina desde la independencia a nuestros días. Barcelona, pp. 9-47.
- Heymann, Daniel (2000): Políticas de reforma y comportamiento macroeconómico. En: Heymann, Daniel/Kosacoff, Bernardo (eds.): La Argentina de los noventa. Desempeño económico en un contexto de reformas. Tomo I. Buenos Aires, pp. 37-176.
- Jameson, Kenneth P. (2006): Dollarization in Latin America: 2004 and beyond. En: Vernengo, Matías (ed.): Monetary Integration and Dollarization: No Panacea. Cheltenham, pp. 276-286.
- Johsua, Isaac (1999): La crise de 1929 et l'émergence américaine. Paris.
- Johsua, Isaac (2006): Une trajectoire du capital. De la crise de 1929 à celle de la nouvelle économie. Paris.
- Kindleberger, Charles P. (1988): The International Economic Order. Essays on Financial Crisis and International Public Goods. Hempstead.
- Massarrat, Mohsen (2003): Amerikas Weltordnung. Hegemonie und Kriege um Öl. Hamburg.

- Musacchio, Andrés (2002): El endeudamiento externo de Argentina: algunas regularidades históricas. En: *Indicadores Econômicos FEE*, 30(3), pp. 41-72.
- Nabeshima, Naoki (2000): The financial mode of régulation and its demise. In: Boyer, Robert/Yamada Toshio (eds.): *Japanese Capitalism in Crisis. A regulationist interpretation*. Londres/New York, pp. 104-116.
- Noya, Nelson et al. (1998): Uruguay. En: Fanelli, José M./Medhora, Rohitan (eds.): *Financial Reform in Developing Countries*. Ottawa, pp. 156-193.
- Payer, Cheryl (1985): Repudiating the Past. En: *Nacla-Report on the Americas*, 19(2), pp. 14-24.
- Plihon, Dominique (1996): Déséquilibres mondiaux et instabilité financière: la responsabilité des politiques libérales. In: Chesnais, François (ed.): *La mondialisation financière. Genèse, coût et enjeux*. Paris, pp. 97-141.
- Pollin, Robert (2003): *The Contours of Descent. U.S. Economic Fractures and the Landscape of Global Austerity*. Londres/New York.
- Rapoport, Mario et al. (2000): *Historia económica, política y social de la Argentina (1880-2000)*. Buenos Aires.
- Reinhard, W. (1988): *Geschichte der europäischen Expansion*. Bd. 3. *Die alte Welt seit 1818*. Stuttgart.
- Roth, Bernhard (1984): *Weltökonomie oder Nationalökonomie? Tendenzen des Internationalisierungsprozesses seit Mitte des 19. Jahrhunderts*. Marburg.
- Salama, Pierre (1996): La financiarisation excluante: les leçons des économies latino-américaines. In: Chesnais, François (ed.): *La mondialisation financière. Genèse, coût, enjeux*. Paris, pp. 213-249.
- Salama, Pierre/Valier, Jacques (1994): *Pauvretés et inégalités dans le tiers monde*. Paris.
- Schvarzer, Jorge (2003, 1a. reimp.): *Convertibilidad y deuda externa*. Buenos Aires.
- Sgard, Jérôme (2002): *L'économie de la panique. Faire face aux crises financières*. Paris.
- Stolovich, Luis et al. (1986): *Compra de carteras. Crisis del sistema bancario uruguayo. Estudio y documentos*. Montevideo.
- Tavares, Maria da Conceição (1993): As políticas de ajuste no Brasil: os limites da resistência. En: Tavares, Maria da Conceição/Fiori, José Luís: *Desajuste global e modernização conservadora*. Rio de Janeiro, pp. 75-126.
- Tavares, Maria da Conceição (1997): A retomada da hegemonia americana. En: Tavares, Maria da Conceição/Fiori, José Luís (eds.): *Poder e dinheiro. Uma economia política da globalização*. Petrópolis, pp. 27-53.
- Tavares, Maria da Conceição (1999): Império, território e dinheiro. En: Fiori, José Luís (ed.): *Estados e moedas no desenvolvimento das nações*. Petrópolis, pp. 449-489.



- Thorp, Rosemary (1997): América Latina y la economía internacional desde la primera guerra mundial hasta la depresión mundial. En: Halperín Donghi, T. et al.: *Historia económica de América Latina desde la independencia a nuestros días*. Barcelona, pp. 99-121.
- Thorp, Rosemary (1998): *Progress, Poverty and Exclusion. An Economic History of Latin America in the 20<sup>th</sup> Century*. New Cork.
- Urriola, Rafael (2000): Apertura económica y control de flujos de capitales externos en Chile. En: *Nueva Sociedad*, No. 168, pp. 129-137.
- Valdez, Stephen (2000, 3ra. ed.): *An Introduction to Global Financial Markets*. Basingstoke/New York.
- Vidal, Jean-François (1998): Internationalisierung, Regulation und politische Ökonomie. Ein Vergleich der Perioden 1880-1913 und 1970-1995. In: *Kurswechsel*, No. 4, pp. 23-33.
- Vidal, Jean-François (2000): Dépression et retour de la prospérité. Les économies européennes à la fin du XIXe siècle. Paris.
- Zeller, Christian (2004): Ein neuer Kapitalismus und ein neuer Imperialismus? En: Zeller, Christian (ed.): *Die globale Enteignungsökonomie*. Münster, pp. 61-125.

## **Diarios**

Le Monde, Paris



# **Crisis financieras en los noventa y después: los casos de Argentina, Brasil y Uruguay**

**Joachim Becker**

Argentina, Brasil y Uruguay adoptaron un modelo económico semejante en los noventa. Este modelo estaba basado en un ancla cambiaria, y favoreció a la acumulación financiera. Este tipo de modelo era la respuesta a la crisis estructural productiva que afectó a los tres países. No obstante había diferencias claves en la trayectoria desde los años setenta que han influido sobre la génesis y el curso de la crisis financiera de los noventa. El endeudamiento masivo de los setenta sirvió, por lo menos parcialmente, para financiar la profundización de la industrialización por vía de sustitución de importaciones en Brasil. En cambio, el endeudamiento externo alimentó principalmente actividades especulativas en Argentina y en Uruguay. El sistema bancario se volvió más frágil y la sobrevalorización de las monedas nacionales en Argentina y Uruguay contribuyó a una erosión de la industria. El alza de las tasas de interés en los Estados Unidos, que comenzó a fines de los años setenta, resultó en el colapso de las economías de endeudamiento externo.

En el caso de Argentina y Uruguay, la crisis de endeudamiento externo fue agravada por una profunda crisis bancaria. Entonces, Argentina y Uruguay entraron en la fase de ajuste de los ochenta económicamente más debilitados que Brasil. El ajuste contribuyó a fuertes conflictos distributivos que resultaron en altas y altísimas tasas de inflación en los tres países. Los diversos sectores sociales trataron de protegerse contra los efectos de la inflación. Los gobiernos de Argentina y Uruguay permitieron la fuga hacia el dólar, lo que resultó en una semi-dolarización de sus economías. La reacción del gobierno brasileño era

diferente. Expandió la circulación de valores estatales indicados que circularon cuasi como una moneda paralela nacional. Eso sirvió como una alternativa a una sustitución de la moneda nacional por una moneda extranjera. Así, la dolarización abierta se evitó en Brasil (Frenkel 1994: 10). Eso dejó márgenes de maniobra más amplios de la política cambiara para Brasil, porque una revaluación o devaluación no iba a afectar directamente a las cadenas de pago. Además, el Banco Central podía cumplir un rol de prestador de última instancia en un caso de emergencia, lo que fue cada vez menos el caso en Argentina y Uruguay (Vitelli 2002: 91). Es decir, había una fragilidad financiera mucho más avanzada al comienzo de los años noventa en Argentina y Uruguay que en Brasil. La segunda diferencia principal fue la mayor coherencia del sector productivo y el mayor peso político de los intereses ligado a los sectores productivos en Brasil en comparación con Argentina y Uruguay.

## La instauración del modelo financiarizado

En los tres países la moneda nacional fue acoplada al dólar. Eso aconteció ya al comienzo de los noventa en Argentina y Uruguay. “Na virada dos anos 90 o retorno à ortodoxia, acompanhada da ‘onda’ neoliberal chegou de forma ‘retardatária’ ao Brasil” (Soares 2001: 154). Brasil se orientó hacia el ancla cambiaria solamente en 1994. El ancla cambiaria se justificó por el combate a la inflación alta. Se esperaba reducir drásticamente el poder de aumentar precios a través de un refuerzo de la presión competitiva desde el exterior. Se pensaba que esta presión competitiva contendría también a los salarios. El modelo tenía también implicaciones distributivas. Reforzó la posición distributiva y el poder político de los sectores rentistas.

Hubo matices diferentes en la aplicación del modelo. La versión del anclaje de la moneda en el dólar fue la más radical en Argentina. En 1991 se adoptó una Ley de Convertibilidad instaurando una paridad 1:1 entre el peso y el dólar. Se obligó al Banco Central a mantener reservas no inferiores al 80% de la base monetaria (Heymann 2000: 51). Según Guillermo Vitelli (2001: 73), “(l)a lógica de la convertibilidad, al apartar de la política monetaria las necesidades de la producción y comercialización de bienes internos, ha gestado una de las asociaciones más perversas que puede imponer cualquier política económica: vinculó el crecimiento de la actividad económica interna con la expansión del endeudamiento externo. Sólo el ingreso de capitales, dentro de la mecánica operativa del modelo, puede facultar el incremento necesario para el desenvolvimiento pleno de la actividad económica”. En Uruguay y Brasil se optó por una versión del ancla más flexible. En estos países se adoptaron mini bandas cambiarias con intervención sistemática (cf. Sgard 2002, Vitelli 2002: 90). La tasa de cambio no fue tan rígida como en Argentina. No obstante, importaciones de grandes canti-

dades de capital fueron necesarias para financiar el déficit de la cuenta corriente, resultando la sobrevalorización de la moneda nacional. En esta época había, una vez más, un excedente de capital monetario en los países del centro que buscó opciones de inversión en los llamados “mercados emergentes” mejor remunerados que en los mercados financieros del centro (Montiel/Reinhart 2001: 7 ss.). Los diversos modelos de áncora cambiaria combinados con políticas de apertura hacia el exterior y de privatizaciones fueron acogidos muy favorablemente por las instituciones financieras internacionales como el Fondo Monetario Internacional (FMI).

La apreciación de la moneda nacional implicaba el deterioro de la balanza comercial. Entonces, se tuvo que importar capital –de forma monetaria o de forma productiva–. Se ofrecieron tasas de interés relativamente altas para atraer el capital financiero extranjero, especialmente en el caso de Brasil donde el nivel de interés era muy alto (Vitelli 2002: 96, Cardoso 2001: 176, cuadro 8.1., Heymann 2000: 176, cuadro 19). Las altas tasas de interés no solamente favorecieron a los inversionistas extranjeros sino también a los rentistas financieros internos. Una cierta excepción fue el centro financiero de Uruguay donde las tasas de interés para depósitos y créditos en dólares eran un poco más bajos y más estables que en la Argentina. Al contrario, las tasas de interés en pesos eran muy altas (BCU 2002: 47, cuadro 1.10).

Para atraer inversiones extranjeras directas (IED) se privatizaron los monopolios públicos y se adoptaron políticas económicas favorables para el capital extranjero. La política de privatizaciones fue nítidamente ligada al modelo financiarizado. Las privatizaciones se aceleraron significativamente después de la adopción del Ley de la Convertibilidad en la Argentina resp. del Plano Real en Brasil (cf. Heymann 2000: 54 ss., Gonçalves 1999: cap. IV). Solamente Uruguay era una cierta excepción. Ahí, un referéndum contra las privatizaciones impulsado por la izquierda había frenado la venta de empresas públicas. Las privatizaciones iniciaron una nueva fase de “acumulación primitiva”, o más exactamente de “acumulación originaria” (“ursprüngliche Akkumulation”) porque se abrió un nuevo espacio a la acumulación privada que anteriormente se había encontrado en la esfera pública (cf. Harvey 2003). Semejante a otros ejemplos históricos, la nueva onda de la “acumulación originaria” era envuelta en un contexto de corrupción y transacciones dudosas (cf. Biondi 1999, Cecchini y Zicolillo 2002). Las IED se concentraron específicamente en los sectores privatizados (Chudnovsky y López 2001a: 9 s., Vidal 2001: cap. 5 & 6). Generalmente, las IED favorecieron los sectores de servicios, incluyendo los sectores bancarios (cf. Paula 2002, Durán 1999), sobre el sector industrial. “(E)n Brasil, teniendo una participación superior al 70% del stock de IED acumulado en 1989, el sector manufacturero absorbió menos de 20% de la IED ingresada entre 1996 y 1999; en Uruguay, de algo menos del 48% del stock en 1989, la industria pasa a captar un

23% de los flujos ingresados en los años 1990” (Chudnovsky y López 2001a: 9). En Argentina se trata de un poco más del 30% de las IED entre 1992 y 1998 (ibid.). Es decir, el grueso de las inversiones extranjeras entra en actividades donde no se generan divisas. Impulsado por los organismos internacionales, los gobiernos buscaron también ampliar la extensión del sector financiero a través de la privatización de la seguridad social, especialmente del seguro de pensiones. Es un modelo de acumulación financiarizado que se esboza (cf. Salama 1996).

Una consecuencia del nuevo modelo era que la política económica se reorientó cada vez más hacia la satisfacción de las demandas de los inversionistas domésticos y extranjeros y del capital extranjero en general. Eso implicaba adoptar un discurso y una práctica de la política económica correspondiente a los conceptos intelectuales de esos grupos sociales, es decir conceptos que estuvieron *grosso modo* dentro del marco ideológico del llamado Consenso de Washington (cf. Brenta 2002: 80).

No obstante, los gobiernos liberales en el Cono Sur también tuvieron que enfrentar el desafío de legitimar el modelo financiarizado y la correspondiente política económica hacia adentro. La materia más importante de legitimación fue el combate exitoso a la hiperinflación. Una cierta recuperación del crecimiento económico –bastante fuerte al principio en Argentina (Heymann 2000: 42 s.), bastante volátil desde el comienzo del Plano Real en Brasil (cf. Baumann/Mussi 1999: 14 ss.)– ayudó a atenuar los conflictos sociales. Se aumentó particularmente el consumo de las capas cómodas, quienes tuvieron un mejor acceso al crédito de consumo especialmente en Argentina y Uruguay. Al principio de la adopción del modelo, los sectores pobres, que son muy vulnerables a la inflación, recuperaron algo de su poder de compra. La –efímera– recuperación de la demanda interna reactivó la producción de algunas ramas industriales. No obstante, la industria se veía fuertemente presionada por la competencia debido al doble efecto de la apreciación de la moneda nacional –aún reforzada por la revaluación de la moneda de ancla, el dólar, desde 1995– y la apertura hacia el exterior (cf. Heymann 2000, Cardoso 2001, Elías 1999: 26 ss.).

Lo mismo pasó en Brasil. Ahí hubo una reducción de la profundidad de las cadenas de producción porque se externalizó la obtención de una parte de los insumos (Fritz 2000: 278). Los efectos desestructuradores fueron aún más fuertes en Argentina y Uruguay. La reacción del capital industrial a la competencia reforzada consistía en una racionalización de la producción, una precarización del empleo y una política salarial restrictiva. Los perdedores principales del modelo fueron los asalariados. En Argentina, el gobierno peronista de Menem supo mantener a los sindicatos peronistas bajo control. En Brasil, el gobierno de Fernando Henrique Cardoso desarrolló una política anti-sindicalista, infligiendo una derrota estratégica al sindicato de los trabajadores petroleros. Al princi-

pio hubo, en general, una aceptación bastante amplia del modelo, porque se rompió el círculo inflacionario.

Además, se construyeron fuertes obstáculos informales a la salida del modelo, por lo menos en Argentina y en Uruguay. Este obstáculo consistió en el alto grado de dolarización. En Argentina, en 1988 el 11,5% de los depósitos fueron en moneda extranjera. Esta parte creció a 37,1% en 1991, 48,3% en 1998 y 61,0% en 2000 (Heymann 2000: 174, cuadro 17, Cintra/Castro 2001: 95, cuadro 4). El caso uruguayo es aún más extremo. En 2000, 86,8% de los depósitos eran en dólares. La situación era semejante respecto a los créditos. En 2000 el 67,2% de los créditos eran en dólares en Argentina y 83,8% en Uruguay (Cintra/Castro 2001: 95, cuadro 4). Las obligaciones eran en dólares, pero los ingresos en pesos argentinos o uruguayos. Una devaluación de la moneda nacional implicaba revaluaciones de las deudas dolarizadas. La clase media estaba altamente endeudada. “De hecho, podría afirmarse –según Daniel Heymann y Bernardo Kosacoff (2000: 17)– que los muy altos ‘costos de salida’ del esquema de cambio fijo, que se percibieron con claridad a lo largo de la década (y se proyectaban hacia adelante), resultaron no tanto de la existencia de restricciones institucionales (como el rango de ley del régimen de convertibilidad), ni tampoco de una actitud de privilegiar la estabilidad nominal de los precios referente a otros objetivos, sino que esos costos resultaron principalmente de la dolarización de la deudas”. Una barrera tan alta de salida no existía en el caso brasileño. Además, los sectores productivos mantuvieron más poder político en Brasil que en Argentina y en Uruguay (cf. Becker 2002a: 24 s.).

## **Las contradicciones del modelo**

Debido a la sobrevalorización de la moneda nacional se deterioró la balanza comercial. Eso contribuyó a que la cuenta corriente se tornará negativa en los tres países. En Argentina, el balance en la cuenta corriente se cambió de un superávit de 4.552 millones de dólares en 1990 a un déficit de 10.949 millones de dólares en 1994, y después de una efímera mejora a un déficit de 14.698 millones de dólares en 1998 (Cepal 2001b: 446 s., cuadro 260). En Brasil, el desarrollo de las cuentas externas era semejante. Desde un superávit de 6.089 millones de dólares en 1992, la cuenta corriente se tornó pasiva a la altura de un déficit de 23.255 millones de dólares en 1996 y 34.000 millones de dólares en 1998 (ibid.: 454 s., cuadro 264). En Uruguay, la cuenta corriente se deterioró de un superávit de 186 millones de dólares en 1990 a un déficit de 483 millones de dólares en 1994, y después de una ligera recuperación llegó a déficits de 476 millones de dólares en 1998 y 605 millones de dólares en 1999 (ibid.: 494 s., cuadro 284).

Para cubrir el déficit de la cuenta corriente se precisaba importar capital de forma productiva y monetaria. La importación de capital produjo a su vez egresos

en la cuenta corriente. Se puede observar una tendencia más proclive a la importación de las empresas transnacionales (ET) que de las empresas nacionales (EN) –en el caso de Argentina la proporción de importaciones/ventas fue 23,7% en el caso de las ET en comparación con 12,3% de las EN del grupo de las 500 más grandes empresas en 1997 (Chudnovsky/López 2001b: 99), en Uruguay respecto al grupo de las 300 empresas más grandes fueron el 17,9% y 13,5% respectivamente en 1998 (Bittencourt/Domingo 2001: 319, cuadro 15). En Brasil también hubo una fuerte tendencia de las ET hacia la importación, aunque la balanza comercial de esas empresas fue ligeramente positiva en 1995 (Gonçalves 1999: 182, cuadro 1). Otra faceta son las remesas de dividendos y utilidades. Respecto a Argentina, Daniel Chudnovsky y Daniel López (2001a: 38) constataban que “mientras que en los años 1980 la proporción remitida sobre las utilidades totales llegaba al 26,1%, en la década de 1990 dicha proporción llegó a representar cerca de un 61% del total de utilidades obtenidas por filiales de ET”. Tales comportamientos y el creciente stock de inversiones extranjeras tuvieron un impacto visible sobre la cuenta corriente. En relación a las exportaciones de bienes y servicios había egresos significantes de remesas de utilidades hacia el exterior –con la excepción de Uruguay donde las inversiones directas han sido relativamente más bajas (Cepal 2002: 124, cuadro A-20). Debido al elevado grado de la desnacionalización y la crisis económica profunda, los flujos del IED se redujeron en tendencia alrededor del fin de siglo (cf. Cepal 2002: 118, cuadro A-13).

La otra forma de la importación de capital era el capital monetario. Eso se transformó en un aumento considerable de la deuda externa. La deuda de Argentina creció en un 123,7% entre 1991 y 2000 (cálculo propio basado en Heymann 2000: 170, cuadro 13, Cepal 2002, cuadro A-16) y, según José María Fanelli (2002: 38), “(e)n términos netos, el aumento de la deuda externa se utilizó para financiar la acumulación de activos financieros y no la inversión real”. El crecimiento de la deuda de Uruguay fue más gradual y duró más tiempo hasta 2001 (después se modificó su cálculo y los datos posteriores no son comparables). Entre 1991 y 2001 el crecimiento de la deuda externa uruguaya era 122,2% (cálculo propio basado en BCU 2002: 94, cuadro II.24). El crecimiento de la deuda brasileña fue más corto y brusco. Llegó a 95% entre 1991 y a la cima en 1998. El grueso del crecimiento fue entre 1994 y 1998 (62,9%) –en el año de la crisis aguda con su paquete de crédito del FML, la deuda externa creció en un 20,8% (cálculo propio basado en Cepal 2002: 120, cuadro A-16). Es decir, el modelo financiarizado implicaba un fuerte crecimiento de la deuda externa.

El endeudamiento externo resultó en altos pagos de interés a los acreedores en el exterior. La suma total de endeudamiento, el nivel internacional de tasas de interés y el “riesgo país” influyen sobre el total de intereses que se tienen que pagar. Si la percepción del país por parte de la agencias privadas de “rating” y



los acreedores se deteriora, la tasa de interés se aumenta (Vitelli 2002: 108). Por eso se agudizan en tendencia los problemas en la cuenta corriente. En los casos de Brasil y Argentina, la relación entre pagos de intereses de un lado y las exportaciones de bienes y servicios se deterioraron rápidamente hasta el fin de los noventa. En el caso de Argentina, esta relación osciló alrededor del 40% entre 1999 y 2001. En Brasil, esa proporción alcanzó hasta el 31,6% en 1999. En el caso uruguayo el deterioro de esta relación fue más gradual, acelerándose rápidamente entre 2000 y 2002 cuando ascendió hasta el 27,2% (Cepal 2002: 123, cuadro A-19). Tales niveles de pagos de interés no eran sustentables. Las altas tasas de interés implicaban también una pesada carga para los presupuestos públicos (Vitelli 2002: 103 s.). Especialmente perverso fue el caso argentino donde el Estado se endeudó para asegurar un suficiente flujo de capital para la estabilidad del modelo (Salama 2002: 3).

Se puede resumir que el modelo implicaba una espiral de desnacionalización del sector productivo y de los servicios públicos y un fuerte endeudamiento externo. Esta espiral era alimentada por la alta disposición a importar y por los pagos de utilidades y de interés que resultaron de la importación de capital. Además, las altas tasas de interés eran una causa principal de la crisis fiscal. Se trataba de un modelo no sustentable a largo plazo.

El crecimiento económico dependía considerablemente de las transferencias netas de recursos externos que, a su vez, fueron altamente dependientes de la percepción de las agencias de *rating* y de los inversionistas internacionales (y locales). Estas percepciones no fueron siempre uniformes, no obstante la semejanza entre los regímenes de acumulación de los tres países. La primera gran crisis del modelo financierizado de los noventa en México 1994/95 afectó a Argentina en la manera más grave. La novedad del Plano Real y la consecuente exuberancia del capital extranjero resultaron en altas inversiones extranjeras en Brasil. Su crecimiento no era tan afectado como en Uruguay y Argentina donde la actividad económica se contrajo. En los tres países, las contradicciones se agudizaron y los gobiernos liberales tuvieron que enfrentar la crisis del modelo económico.

## **Estrategias de la política económica frente a la crisis**

En 1998 las crisis financieras comenzaron a esbozarse más claramente en el horizonte. Brasil era el primero en la fila. El gobierno brasileño no consiguió contener el déficit de la cuenta corriente de una manera consistente. Según Medeiros y Serrano (2006: 235), la cuenta corriente se encontraba en un “camino insostenible” –inclusive en condiciones de un crecimiento muy bajo. En las filas de los inversionistas financieros surgieron dudas respecto al mantenimiento de la sobrevalorizada tasa de cambio. Estos impulsieron una fuerte ola de especula-

ción contra el Real. El gobierno declaró que no intentaba devaluar. El Banco Central respaldó la tasa de cambio a través de intervenciones en el mercado de divisas y alzas de las tasas de interés. El gobierno de FH Cardoso quiso estabilizar la tasa de cambio y el Plano Real en los tiempos de la campaña electoral. Para mantener la tasa de cambio, el Banco Central colocó una gran parte de sus reservas de divisas. Estas se redujeron de 65,5 miles de millones de dólares a 35,2 miles de millones de dólares entre agosto de 1998 a enero de 1999 (Fritz 2000: 273, Singer 1999: 95). La operación electoral fue exitosa. “O eleitorado deu, em sua maioria, um voto de confiança a Fernando Henrique, que se mantém se fiel à postura neoliberal e começa a negociar com o Fundo Monetário Internacional comprometendo-se a não mudar a política cambial e não restaurar controles de câmbio” (Singer 1999: 95). En noviembre de 1998, se firmó un acuerdo sobre un crédito multilateral de *stand-by* de 41,5 miles de millones de dólares auspiciado por el FMI. Una primera parte del crédito se emitió en diciembre de 1998. La operación del FMI prolongó la vida de la sobrevalorización del Real lo que permitió al capital extranjero remitir una parte de sus colocaciones en Brasil sin sufrir pérdidas debido a una devaluación. No obstante, “com a redução do afluxo de capital motivada pela insegurança da banca internacional com relação a solvência do governo diante de sua política de juros elevados e câmbio sobrevalorizado, o tapete foi retirado debaixo da política monetária do Governo Cardoso” (Novy/Fernandes 2003: 103).

Al comienzo de 1999 Brasil dejó flotar el Real, lo que se tradujo en una devaluación de alrededor de 50%. Eso era un gran alivio para los sectores productivos. Gradualmente, la balanza comercial se recuperó, aunque el primer año de superávit fue 2001. Debido a la remesa de utilidades y los altos pagos de intereses, la cuenta corriente continuó en déficit. En 2001 su déficit llegó todavía a 4,55% del PIB. Solamente debido a una segunda ola de devaluaciones y debido al resultante aumento del superávit de la balanza comercial, el déficit de la cuenta corriente se redujo al 1,7% del PIB en 2002 (Banco Central do Brasil 2003: cuadro V.1). Es decir que la devaluación consiguió un mejoramiento considerable en la balanza comercial. No obstante, el superávit no ha sido suficiente para cubrir plenamente los déficits en los otros rubros de la balanza de pagos, especialmente los pagos de intereses. La estabilización y relajación de las cuentas externas permitieron por lo menos un modesto crecimiento económico. El desempleo abierto y la precariedad del empleo aumentaron.

La devaluación era posible sin grandes protestas internas porque no hubo un endeudamiento masivo en divisas de la clase media o de las empresas pequeñas y medianas. Aunque el endeudamiento externo privado había crecido considerablemente, los compromisos de privados en moneda extranjera de 95 mil millones de dólares eran contrabalanceados por cobros de *hedging* de 71 mil millones de dólares (Fritz 2000: 274). Es decir, los deudores privados se habían

protegido bien contra una eventual devaluación. Una gran parte de los cobros de *hedging* eran en forma de títulos públicos indizados. En los años siguientes, el endeudamiento externo privado se volvió más problemático. El presupuesto estatal sufrió fuertemente del doble efecto de la devaluación y de las altísimas tasas de interés. Entre diciembre de 1998 y febrero de 1999, la deuda pública creció 95 mil millones de Reales lo que hace aumentar la relación entre deuda pública y PIB de 42% a 53% (Fritz 2000: 274, Cintra 1999: 211). En enero de 2003, la deuda pública líquida total alcanzó 55,9% del PIB (Banco Central do Brasil 2003: cuadro IV.14), debido a las altas tasas de interés el sector público tuvo que pagar intereses sumando al 8,52% del PIB en 2002 (Banco Central do Brasil 2003: cuadro IV.16). Por lo menos hasta 2002 el déficit de la cuenta corriente necesitaba continuos ingresos de flujos de capital atraídos por privatizaciones y las altas tasas de interés. Brasil continuaba siendo un paraíso para los rentistas. La contracara del paraíso rentista era una crisis fiscal permanente (Weisbrot/Baker 2002).

En 2002 la economía financiarizada de Argentina se derrumbó. Al horizonte, se perfiló el rechazo electoral del modelo financiarizado en Brasil. Comenzó una nueva onda de fuga de capital. El “riesgo país” y las tasas de interés se alzaron. Para tranquilizar a los inversionistas, el gobierno Cardoso negoció un acuerdo con el FMI sobre un crédito de 30 mil millones de dólares y buscó el consentimiento de los candidatos en las elecciones presidenciales, incluso del candidato del PT, Luiz Inácio Lula da Silva. Ellos se comprometieron a cumplir una meta de 3,75% de superávit presupuestario primario en relación al PIB, a pagar el servicio de la deuda pública y a buscar la estabilidad monetaria (Zero Hora, 20.8.2002). Entonces, la izquierda veía sus manos fiscales ligadas.

Esta vez, las fuerzas liberales no consiguieron la elección de su candidato. Votando por Lula, la mayoría del electorado votó en contra el modelo financiarizado. Sectores industriales se mostraron mucho más abiertos a un gobierno encabezado por el PT que en el pasado porque esperaron una política económica más favorable a la producción. No obstante, la posición del capital era ambigua, como señala Chico de Oliveira (2003). Había metamorfosis del capital productivo hacia capital ficticio. Lula prometió un pacto productivo y un combate contra el hambre como ejes centrales de su gobierno. Esos dos ejes no están orgánicamente ligados. El mejoramiento de la situación social no es ligado al establecimiento de un nuevo modelo económico, sino a modificaciones del modelo existente y principalmente a la política social. Como una de sus prioridades iniciales, Lula buscó tranquilizar los intereses financieros nombrando a un ex-ejecutivo del Banco Boston a la cúpula del Banco Central. “Entretanto a cautela adotou a forma de continuismo, inclusive no recrutamento da equipe econômica. A política monetária ortodoxa foi radicalizada com a elevação da taxa de juros até 26,5%, e as metas de aperto fiscal, endurecidas (superávit

primário de 4,25% do PIB)” (Faria 2003: 7). La continuidad fue más nítida en la política monetaria y en la política fiscal. La tasa de interés nominal Selic, que ya era alta, inclusive fue aumentada más, logrando 19,75% entre setiembre de 2004 y mayo de 2005. Solamente después fue lentamente reducida (Araújo 2006: 85). La explicación oficial para la política monetaria restrictiva fue el temor de inflación que en términos reales fue bastante baja. De facto, los intereses altos son una medida central contra la fuga de capitales y una dolarización informal cuando no se adoptan controles de capital que afectan a las salidas de capital.

Los intereses altos frenan el consumo y la inversión y son una carga muy pesada para el presupuesto público. El gobierno Lula por los menos adoptó medidas para reducir las altísimas tasas de interés de los créditos al consumidor, introduciendo y extendiendo el “crédito consignado” al conjunto de los trabajadores del sector formal y de los beneficiarios de pensiones. El crédito consignado tiene una mayor garantía y, por lo tanto, su tasa de interés es la mitad de la tasa normal de créditos personales (ca. 40% en lugar de ca. 75%). La participación de los créditos consignados en los créditos personales creció del 20% a más de 50% (Mercadante 2006: 180). Se fortalecieron también programas de crédito a la inversión. Esas medidas suavizaron el impacto de las tasas muy elevadas de crédito.

No obstante la carga de tasas de interés muy altas ha continuado siendo una carga considerable para los presupuestos, reduciendo las posibilidades para políticas fiscales más expansivas y para la política social. Aunque hubo una política mucho más sistematizada y amplia de transferencias de ingresos para las capas más pobres de la población (Weissheimer 2006). Por un lado, la política social introdujo elementos de una ciudadanía social, por otro lado apoyó – junto con los aumentos del salario mínimo (que tiene una influencia sobre otros tipos de ingreso)– a la demanda interna. Entre 2003 y 2005 el gobierno brasileño gastó 2,58% del PIB en transferencias para la población más pobre (Mercadante 2006: 122 s.) – los pagos de intereses devoraron 7,7% del PIB en la misma época (Araújo 2006: 104).

El crecimiento del PIB disfrutó de los precios elevados para las materias primas aunque la apreciación del real no fue favorable para la exportación. Por lo tanto, el gobierno Lula logró un crecimiento modesto, pero relativamente estable (Cepal 2006: A-3, Quenan 2006: 91 s.). El gobierno Lula aprovechó la buena coyuntura internacional y el superávit en la cuenta corriente para reducir las deudas externas de 214.930 millones de dólares en 2003 a 156.661 millones de dólares en 2006 (Cepal 2006a: A-18, Araújo 2006: 59 ss., Quenan 2006: 96ss.). Por lo tanto, se redujo la vulnerabilidad externa.

*Grosso modo*, la política macro-económica no fue contraria a la receta del FMI. Se podría constatar que sus recetas se “internalizaron” hasta un cierto punto (Benjamin 2004: 135). No obstante, el gobierno Lula se liberó de

la tutela formal del FMI cancelando su deuda con el Fondo en el año 2005 (Visca 2005). El condicionamiento de la política económica por el servicio de la deuda ha continuado.

El gobierno Lula no rompió con el modelo financiarizado, sino introdujo unos elementos modificadores al modelo enfatizando al comienzo de su segundo mandato unos temas desarrollistas. Disfrutando de la favorable coyuntura internacional, el gobierno Lula logró reducir la vulnerabilidad externa, introducir elementos de una ciudadanía social y suavizar ligeramente la desigualdad social. Sin mayores controles sobre los flujos de capital, una ruptura con el modelo financiarizado parece fuera del alcance (cf. Sicsú 2003: 101 ss., Carvalho 2003).

La crisis en Brasil y la siguiente devaluación del real agudizó las contradicciones del modelo financiarizado en Argentina y en Uruguay. Ambos tuvieron que enfrentar una actitud más escéptica de los prestadores respecto a la viabilidad del modelo económico vigente y una presión competitiva bastante mayor en el comercio con Brasil, su socio comercial mayor. Las exportaciones a Brasil habían sido la válvula de escape entre 1994 y 1998. La devaluación del real implicó la pérdida de esta válvula de escape. Argentina y Uruguay no podían seguir fácilmente el ejemplo brasileño. "Es que en un sistema sin convertibilidad (y dolarización, J.B.), si no hay dólares, se devalúa: mientras que en uno con convertibilidad (y dolarización, J.B.) y apertura irrestricta de los mercados la única forma de controlar el déficit externo y el consiguiente déficit fiscal, es aplicando políticas recesivas en la espera de un milagroso flujo de capitales que compense la situación" (Rapoport et al. 2000: 1010). Una devaluación hubiera sido un desastre para los deudores en dólares que recibieron sus ingresos en pesos argentinos o uruguayos. Tanto el gobierno radical en Argentina, que sustituyó a los peronistas en 1999, como el gobierno colorado en Uruguay, adoptaron políticas económicas de corte anti-inflacionista o mismo deflacionista. Se contrajo la demanda interna para reducir el déficit de la cuenta corriente. La recesión en Argentina ya comenzó en agosto de 1998 (es decir antes de la devaluación del real, cf. Boris 2002: 8 ss.). La economía uruguaya siguió en el tercer trimestre de 1999 y continuaba contrayéndose hasta el primer trimestre de 2003 con la excepción del primer trimestre de 2000 (Cepal 2002: 70, Banco Central del Uruguay 2003: 15, cuadro 4.3). Hubo una profunda desindustrialización. Los salarios reales cayeron. El desempleo y la pobreza aumentaron.

El FMI apoyó a la continuidad del modelo y a la resultante política económica. En diciembre de 2000 organizó un blindaje de 40.000 millones de dólares para el modelo argentino. No obstante, la situación empeoró en el 2001. La crisis financiera y social se agudizó. Argentina entró también en una crisis política. Los Ministros de Economía se cambiaron. Finalmente, Domingo Cavallo, alto funcionario del Banco Central durante la dictadura militar y arquitecto de la Convertibilidad, volvió como Ministro de Economía. Respaldado por el FMI,

adhirió a la convertibilidad y radicalizó la política fiscal deflacionaria. Anunció la meta del “déficit cero”. Se recortaron los salarios públicos. “Estos recortes significaron una rebaja del gasto público pero a su vez implicaron una aceleración de la recesión y una caída de la recaudación” (Becker 2002b: 5, cf. también Brenta 2002: 74). Se inauguró el uso de bonos provinciales como medio de pago de una parte de los salarios públicos. El sistema monetario se fragmentó aún más. Resultaba cada vez más previsible una devaluación y una grave crisis financiera a nivel nacional. Para reestabilizar la situación financiera el gobierno forzó al FMI a otorgar un crédito en agosto de 2001. El FMI asintió para evitar una quiebra de su ejemplo de modelo de muchos años. A la Argentina el FMI le prestó un alto porcentaje de su cartera, “ya que sumó casi el 20% durante 2001” (Vitelli 2002: 110). No obstante, parece que en la cúpula del FMI ya hubo dudas sobre la sustentabilidad del peso sobrevalorizado. El director alemán del Fondo, Horst Köhler, expresó públicamente tales dudas mientras que los Estados Unidos trabajaron entre bastidores en favor del pedido argentino (cf. Folha de São Paulo, 11/8/2001: B6). El apoyo del FMI bastaba para prolongar la vida del modelo por unos meses más lo que permitió a inversionistas extranjeros y argentinos transferir su capital a lugares más seguros. En diciembre de 2001 la época de la convertibilidad llegó a su fin.

El Ministro de Economía, Domingo Cavallo, tuvo la posibilidad de deshacer lo que él mismo había iniciado –el modelo de la convertibilidad. Al comienzo de diciembre de 2001, el gobierno de de la Rúa decretó la congelación de los depósitos e impuso fuertes restricciones a los retiros en efectivo. Se instauró un “corralito”. Además se introdujeron fuertes restricciones a los flujos de divisas. Sabiendo que el Banco Central careció estructuralmente de la posibilidad de actuar como prestador de último recurso, los bancos respaldaron el “corralito” (Cecchini/Zicolillo 2002: 201). Fue el único camino de evitar la quiebra. Al otro lado, estas medidas agudizaron el descontento social. A los desempleados pidiendo una mejora de su situación social ahora se juntó la clase media reclamando el levantamiento de estas medidas. El peronismo explotó la situación para imponer un nuevo gobierno. Las protestas sociales culminaron el 19 y 20 de diciembre de 2001. Frente a esos enfrentamientos, el presidente Fernando de la Rúa (UCR) renunció. Su primer sustituto peronista, Adolfo Rodríguez Saá, gobernó solamente unos días lo que fue suficiente para declarar una moratoria (parcial) de la deuda externa pública y permitió una transitoria reducción del pago de intereses. Como síntoma de la fragmentación del peronismo, Rodríguez Saá también tuvo que renunciar para ser sustituido por Eduardo Duhalde, otro representante del peronismo. Duhalde complementó las medidas ya tomadas por una devaluación. Así, se estableció formalmente el fin de la convertibilidad. Hicieron prevalecer los partidarios de una devaluación, una importante fracción de los grupos económicos con actividades de exportación, su punto de

vista contra los partidarios de una dolarización completa que fue defendida especialmente por empresas extranjeras con inversiones en los sectores de servicios (Castellani/Schorr 2004). Por lo tanto, se reconfiguró el bloque de poder. Al comienzo, se introdujo un mercado dual de cambio. "Unas semanas más tarde, se unificó el mercado cambiario bajo un régimen de flotación sujeta a intervenciones del Banco Central" (Cepal 2002: 50). Hasta julio de 2002 la devaluación del peso argentino alcanzó 72% (Vitelli 2002: 99, nota 30).

"Los previsible efectos patrimoniales tuvieron un costo elevado: se puso en cuestión al sistema de contratos en su conjunto" (Cepal 2002: 50). Los acreedores insistían en recibir los dólares estipulados en los contratos. Los deudores se veían incapaces de pagar en un moneda "cuyo precio había subido dramáticamente. Los autoridades dispusieron una 'pesificación asimétrica' de activos y pasivos del sistema financiero. La mayor parte de los préstamos se convirtieron a una tasa de 1 peso por dólar, y los depósitos a 1,40, el gobierno asumiría la diferencia a través de la emisión de títulos" (Cepal 2002: 50). La forma y las condiciones de la pesificación han sido objeto de innumerables conflictos políticos y jurídicos, aún hoy no plenamente resueltos. Resalta la prioridad implícita a la salvaguardia del sistema bancario.

Otra preocupación central inmediata de Duhalde era desactivar la presión social. El gobierno usó con habilidad el aparato político peronista y los disminuidos gastos sociales para reprimir y cooptar. Alcanzó contener la ebullición social. Las fuerzas contestatarias han sido fragmentadas socialmente y políticamente. Estimulando auto-ayuda, consiguieron en unos casos atenuar los efectos de la crisis. No construyeron una fuerza alternativa en el ámbito de la política partidaria.

El FMI se mostró poco encantado de las medidas de emergencia tomadas por los gobiernos argentinos. La declaración de la moratoria parcial estaba en contra de las políticas del Fondo. Además, Argentina no era esencial para el sistema financiero internacional, particularmente los acreedores estadounidenses. Fue una buena ocasión para el FMI de mostrarse firme contra un país deudor. Por eso había interminables negociaciones entre el FMI y el gobierno argentino aunque este último se mostró muy ansioso a firmar un acuerdo con el Fondo por mucho tiempo (cf. Ciblis et al. 2002: 13 ss.). A fines de enero de 2003 hubo un acuerdo "interim" con el FMI que implicó la reprogramación de vencimientos por 6.780 millones de dólares. Un elemento clave del acuerdo fue una restrictiva política fiscal (La Nación, 25/1/2003, Pagina/12, 25/1 & 28/1/2003). El FMI exigía una política aún más favorable a los bancos privados (extranjeros). El equipo del nuevo presidente argentino, Néstor Kirchner, se mostró un poco más firme en las negociaciones con el FMI que desembocaron en un acuerdo en setiembre de 2003. El gobierno buscó mayores espacios fiscales que permitieron contener el descontento social. En el centro de las negociaciones con el FMI

estuvo el superávit primario del presupuesto, la renegociación de la deuda y el alza de las tarifas de los entes privatizados. El gobierno argentino acordó una meta de 12.500 millones de pesos (alrededor de 3% del PIB) para el superávit del presupuesto lo que es relativamente menor que en el caso brasileño (Página/12, suplemento Cash, 11/1/2004: 3). No obstante, se puede observar que las presiones del FMI y de los acreedores han aumentado proporcionalmente con la consolidación relativa de la situación política en la Argentina. Al comienzo de junio de 2004 el gobierno argentino anunció su oferta de reestructuración de la deuda en default. Esta oferta es más generosa que la oferta inicial. Inter alia, reconoce el pago de intereses vencidos después del default. Se logró que 76,15% de la deuda entrara en canje. La quita nominal fue 43%. Se puede constatar que “la quita es descomunal y la aceptación es altísima” (Lo Vuolo 2005: 4). Del 2004 al 2005, la deuda externa bruta se redujo de 171.115 millones de dólares a 113.518 millones de dólares (Cepal 2006: cuadro A-18). No obstante, la carga del servicio sigue siendo pesada. Se prevé un superávit primario de 2,7% hasta 2010 y encima de 2% en los años posteriores (Página/12, 12/6/2004, Clarín, 2/6/2004). Siguiendo el ejemplo brasileño, el gobierno argentino canceló por completo sus deudas con el FMI en enero de 2006 y, por este camino, se liberó de la tutela del Fondo (Gudynas 2006a, Boris y Tittor 2006: 56). Tanto en las relaciones con el FMI como en las negociaciones con los acreedores, el gobierno negoció en una manera firme dentro del cuadro existente y ha preservado una cierta libertad de movimiento para apoyar a la recuperación económica y enfrentar la aguda crisis social y la pérdida de legitimidad.

La crisis financiera y la política económica resultaron en una abrupta caída del PIB estimada al 10,9% por la Cepal (2006: cuadro A-2). El desempleo creció, los salarios reales cayeron en un 30% en el primer semestre del 2002. El resultado era un aumento terrible de la pobreza. Al fin del segundo semestre de 2002 la pobreza alcanzó al 53% de la población en comparación con 27% en 1998 (Salama 2002: 4). El “corralito” asfixió la economía monetariamente. Por eso la fuerte devaluación no causó una fuerte onda de inflación. Hubo una escasez dramática de liquidez. A las monedas paralelas provinciales se sumaron redes de trueque con cuasi monedas privadas (cf. IMA 2002: cap. 2). Es decir, hubo una multiplicidad de monedas con una circulación limitada y con débiles o inexistentes garantías públicas. Eso fue un síntoma del desorden monetario avanzado. No obstante, había una repesificación de la economía. El peso reemplazó al dólar como moneda de crédito y depósito (IMA 2002: 62 ss.). Al fin del mandato de Duhalde se inició la eliminación de las monedas provinciales paralelas. Las redes de trueque se alimentaron en gran parte de las posesiones de la ex-clase media. En el curso del tiempo, esos recursos se agotaban. Además, las monedas privadas de trueque sufrieron a veces de falsificaciones y de la falta de confianza. Entonces había una cierta estabilización del sistema monetario. Con



la normalización gradual de los mecanismos de pago se reactivaba la actividad económica. El PIB creció 8,8% en 2003 (Cepal 2006: cuadro A-2), especialmente en el sector agro y en unas ramas industriales (Cepal 2003: 75). Los industriales gozaron de una mayor protección contra la competencia externa debido a la devaluación. Había una limitada sustitución de importaciones por producción nacional. Por un lado, el gobierno tomó varias medidas para impedir una apreciación del peso argentino (incluyendo una forma suave de controles sobre flujos de capital), por otro lado, tomó unas medidas cautas para estimular la demanda interna. Estimulado por la buena coyuntura en los mercados agrícolas internacionales y esta combinación de medidas de política macro-económica, un crecimiento elevado se ha mantenido hasta hoy mostrando tasas de variación anual entre 8,5% y 9,2% entre 2004 y 2006 (Cepal 2006: A-2) .

Debido a la devaluación, la balanza comercial mejoró sustancialmente en el año 2002. "La contracción de las importaciones dio lugar a un excedente comercial de 15.600 millones de dólares (equivalente a más de 50% de las exportaciones). El superávit en la cuenta corriente llegó al 8,6% del PIB. El sector público no efectuó servicios de sus deudas en concepto de bonos, y existieron numerosas instancias de mora o renegociación de deudas externas privadas. No obstante, disminuyeron las reservas internacionales. Esto reflejó la intensidad de la salida de capitales del sector privado, sobre todo en la primera parte del año, y la presión que ejercieron los pagos netos de capital e intereses con organismos multilaterales por un valor cercano a 4% del PIB", resume la Cepal (2002: 49) la situación respecto a las cuentas externas. Es decir, la mejora de las cuentas externas estaba de un lado dependiente de la devaluación y de la fuerte recesión y del otro lado de la moratoria parcial y de los controles de capital. Las transferencias netas de recursos fueron muy altas en 2002 (20.723 millones de dólares) y 2003 (12.457 millones de dólares) lo que muestra lo limitado que está el efecto de la moratoria parcial de la deuda y de las otras restricciones. Después de caer a 3.139 millones de dólares en el año de 2005, las transferencias netas de recursos nuevamente llegaron al total de 11.206 millones de dólares en 2006 (Cepal 2006: A-12). Por lo tanto, las transferencias netas de recursos continúan siendo un problema no resuelto. La combinación de precios elevados de las materias primas y de la subvalorización del peso ha impedido que, por el momento, las cuentas externas hayan vuelto a constituir una restricción fuerte.

Aunque se trata de un crecimiento basado en lo productivo, se lo puede todavía caracterizar como un "crecimiento excluyente" (Salama 2007). El crecimiento económico permitió la reducción del desempleo, pero el proceso de disminución de la pobreza ha sido más lento. Mucha gente trabaja a cuenta propia en condiciones muy precarias. Según López (2005: 34), 40,2% de la población del Gran Buenos Aires todavía vivió en condiciones de pobreza en diciembre de 2004. El gobierno alivió la pobreza con programas sociales que reafirmaron las

redes clientelistas del peronismo. El gobierno Kirchner logró cooptar a un sector muy importante de los movimientos sociales y marginalizó los sectores más radicales (Svampa 2005: 255 ss., Svampa 2006: 32 ss.). Con la “normalización” de la vida social, la recuperación económica y la política social, los gobiernos de Duhalde y Kirchner consiguieron una restauración de la legitimidad de las instituciones políticas (Mirza 2006: 175) aunque el modelo económico es bastante excluyente.

En Uruguay las contradicciones del modelo financierizado fueron rápidamente actualizadas por las crisis en Brasil y Argentina, sus socios en el Mercosur. En 1998, el 55,3% de las exportaciones uruguayas se destinaron al Mercosur (Kumar-Saha 2000: 83, cuadro 16). La devaluación brasileña y la política deflacionaria de Argentina resultaron en una fuerte caída de las exportaciones uruguayas hacia sus socios ya en el año 1999 y se contrajeron también en los años siguientes (Cepal 2001a: 64, BCU 2002: 81, cuadro II.11). El gobierno uruguayo reaccionó de una manera semejante a Argentina, aunque de una manera algo más flexible. Las metas fiscales no fueron tan restrictivas como en Argentina. Debido a las altas tasas de interés, los pagos de interés sobre la deuda pública se duplicaron de 3,1 miles de millones de pesos a 6,1 miles de millones de pesos entre 1998 y 2001 (BCU 2002: 101, cuadro III.2), lo que representó el 2,47% del PIB que fue bastante menor que en Brasil. La política cambiaria no fue tan rígida. En Uruguay se comenzó a acelerar levemente la depreciación del peso uruguayo en 1999, pero se trató de evitar una gran devaluación. Se pudo resistir a tales presiones hasta la devaluación en Argentina. Cuando Argentina entró en la fase más aguda de su crisis financiera, Uruguay tuvo que enfrentar una crisis financiera de muchas facetas. No se pudo mantener el tipo de cambio sobrevalorizado por más tiempo. Al comienzo de 2002 se flexibilizó el tipo de cambio. En junio se dejó flotar el peso libremente. A eso se agregaron restrictivas políticas fiscales y monetarias. El resultado era una fuerte recesión. En 2002 el PIB cayó en un 11,0% (Cepal 2006: A-2). El sector agropecuario creció, mientras que la desindustrialización se profundizaba. El desempleo continuaba creciendo, los salarios reales cayeron. Aunque los pagos de intereses continuaban estando altos, hubo un pequeño superávit de 189 millones de dólares (es decir 1,5% del PIB) en la cuenta corriente en 2002 –el primero desde 1991– debido a la mejora de la balanza comercial (El País, 1/4/2003). Debido a la crisis y la devaluación del peso uruguayo, la relación deuda pública/PIB aumentó de 54,3% en 2001 a 92,1% en 2002 (El País, 8/4/2003). Los pagos de interés en términos de pesos uruguayos continuaban creciendo rápidamente debido a la devaluación del 58,8% en los tres primeros trimestres de 2002 (BCU 2002: 101, cuadro III.2). En esos elementos de la política económica y sus consecuencias residieron las semejanzas con Argentina. La recuperación económica comenzaba más tarde y fue más débil que en Argentina. En el año 2003 el PIB uruguayo creció 2,5%,

principalmente en el sector agropecuario (14,4%) y las industrias manufactureras (4,6%; Banco Central del Uruguay 2003: cuadro 4.14). El crecimiento de los dos sectores productivos se debía a la devaluación. Respecto a la industria, las apariencias pueden engañar. El PIB del sector en el año 2003 fue, en términos reales, más o menos igual al del año 1983 (¡también un año de crisis!). En varias ramas, como textiles o producción de metal, máquinas y equipos, el nivel de 2003 alcanzó ca. la mitad de la actividad de 1983 (El País, suplemento Economía & Mercado, 15/1/2004: 9). Es decir, hay una cierta vuelta hacia el modelo agroexportador.

Como en Argentina, una crisis bancaria fue un elemento clave de la crisis financiera en el Uruguay. En 2001, la plaza financiera de Montevideo todavía pareció sacar provecho de la desconfianza de los argentinos respecto a su sistema financiero como ya fue el caso en el pasado. “Los depósitos de no residentes, en su casi totalidad argentinos, que a fines de 2000 alcanzaban 4.600 millones y que se habían incrementados a 1.600 millones en 2001, se contrajeron pro más de 3.000 millones en los primeros seis meses del 2002. Este comportamiento fue acompañado por los depósitos de residentes, que retiraron 1.450 millones de dólares en igual periodo” (Cepal 2002: 70). Aunque el Banco Central hizo grandes esfuerzos para estabilizar los bancos, se veía obligado a tomar medidas drásticas. “Cuando las reservas internacionales se encontraban en un nivel equivalente a un quinto del registrado al término del año anterior, las autoridades decretaron –a fines de julio– un feriado bancario que duró una semana, además del cierre temporal de actividades de cuatro bancos nacionales (pero con participación de capitales extranjeros, JB) y, mediante una ley, a la reprogramación de los depósitos a plazo fijo de los bancos oficiales” (Cepal 2002: 70). A los cuatro bancos intervenidos –Banco Comercial, Banco de Crédito, Banco Montevideo y Caja Obrera– se tiene que sumar el Banco Galicia Uruguay SA que estaba en propiedad argentina y que fue puesto bajo control del Banco Central ya en febrero de 2002. El Banco Comercial había sido vaciado sistemáticamente por un grupo de sus propietarios causando un perjuicio al Estado y al sistema uruguayo de 600 millones de dólares (El País, 20/5/2003). Se liquidaron los Bancos Comercial, Montevideo, la Caja Obrera y el Banco de Crédito. Los restos del Comercial, del Montevideo y de la Caja Obrera se transfirieron a un nuevo instituto, el Nuevo Banco Comercial (Instituto de Economía 2003: 133 ss., El País, 25/2/2003, Brecha 7/3/2003). Es decir, el gobierno uruguayo privilegió la reestructuración del sector bancario, los inversionistas financieros no sufrían restricciones tan profundas como en Argentina. Además, no había incentivos para una repesificación. La preservación de la plaza financiera de Montevideo fue la prioridad de la política económica. Debido a la especialización uruguayaya de largo plazo en la esfera financiera, se resaltaban prioridades y políticas diferentes de Argentina en la política bancaria. La reacción a la

crisis fue muy semejante a la crisis bancaria anterior –al comienzo de los años ochenta (cf. Stolovich et al. 1986). El costo de las medidas de rescate fue enorme. “De acuerdo con las fuentes oficiales, el Estado asistió a las instituciones afectadas por la corrida de depósitos por un monto total de 2.049 millones de dólares (...) Para estimar el costo fiscal de la crisis bancaria, a las cifras de asistencia mencionadas habría que sumar la capitalización del BHU por parte del gobierno (808 millones) y las pérdidas patrimoniales del BROU y deducir la eventual recuperación de la asistencial estatal a los bancos comerciales” (Instituto de Economía 2003: 56 s.).

El gobierno uruguayo continuaba asegurando el servicio de la deuda externa. El gobierno Batlle negoció un canje de la deuda pública para aliviar temporalmente el servicio de la deuda (Viera 2004: 180 ss.). El mantenimiento de la dolarización excluyó una renegociación conflictiva de la deuda. Por lo tanto, la diferencia clave en el tratamiento de sustitución de monedas –repesificación vs. mantenimiento de la dolarización informal– implicó una diferencia en el tratamiento de la deuda relativo a Argentina.

Consecuente en esta línea, el gobierno Batlle buscó el apoyo de los Estados Unidos en las negociaciones con el FMI. El gobierno Batlle ofreció concesiones en la política externa – acercamiento al ALCA, rompimiento con Cuba (Brecha, No. 857/2002, Steinitz 2002) – y una adhesión a las recetas neoliberales. En cambio, recibió el apoyo reiterado del FMI, especialmente en la difícil coyuntura de agosto de 2002 (Brecha 8/8/2002).

Los partidos tradicionales uruguayos salieron muy debilitados de la crisis financiera. El gobierno Batlle no fue a la altura de los acontecimientos. Las protestas sociales no fueron tan fuertes como en la Argentina. Por un lado, hubo negociaciones amplias sobre la solución de ciertos aspectos de la crisis, como el cierre de varios bancos y sus consecuencias, que involucraron el sindicato de los empleados bancarios como un actor clave, por otro lado, se esperaba el cambio del gobierno en las próximas elecciones. Esas fueron las consecuencias de una cultura política centrada en la negociación y en los partidos políticos como actores claves.

En las elecciones de fines de 2004, las fuerzas progresistas ganaron las elecciones parlamentarias y presidenciales por primera vez. El Frente Amplio ganó sectores vacilantes de la clase media. La posición de la base electoral hacia la política económica ha sido ambigua. Unos sectores rechazaron el modelo vigente, otros sectores quisieron limitar los efectos más abiertamente negativos del modelo vigente, como su inestabilidad o el desempleo elevado, sin cuestionarlo fundamentalmente. El gobierno progresista ha buscado mejorar el perfil de la deuda externa. Aunque el gobierno uruguayo liquidó la deuda con el FMI y se liberó de su tutela formal, la deuda externa ha continuado condicionando la política macro-económica (cf. Cepal 2006: 175 s.). El gobier-

no de Tabaré Vazquez no ha definido una nueva estrategia productiva sino que ha explotado la coyuntura favorable de los precios agrícolas internacionales. Los agronegocios han sido claves para la definición de la política comercial internacional y para el acercamiento comercial a los EEUU a donde se han encaminado cada vez más las exportaciones uruguayas (Instituto de Economía 2006: 143, cuadro VI.AII.8). La contracara ha sido una posición más distanciada hacia el Mercosur que la que había defendido el Frente Amplio cuando era todavía una coalición de la oposición (Becker 2006). Contrastando con Argentina y Brasil, las cuentas externas de Uruguay han sido precarias en la situación pos crisis. Solamente en 2002, el año de la crisis más profunda, la cuenta corriente mostró un claro superávit. En los tres años siguientes, la cuenta corriente fue más o menos equilibrada. En el año 2006, la cuenta corriente mostró de nuevo un déficit significativo (2,1% del PIB; Cepal 2006: cuadro A-7). Eso es una señal de la inserción internacional muy problemática de Uruguay. La inversión extremadamente baja –oscilando entre 8,1% del PIB en 2003 y 12,2% del PIB en 2006 (Cepal 2006: A-4)– es un síntoma de la estagnación del modelo productivo.

Aunque el gobierno progresista ha sistemáticamente fortalecido la posición de los sindicatos, la recuperación de los salarios ha sido lenta. Como en los años noventa, el crecimiento de los años 2003-2006 no ha solucionado el desempleo abierto elevado (Instituto de Economía 2006: 154 s.). Siguiendo el modelo del gobierno Lula, el gobierno uruguayo ha iniciado una política social más sistemática garantizando un “ingreso ciudadano” equivalente a unos 55 dólares a más de 75.000 hogares necesitados (Cepal 2006: 177). La situación social ha mejorado relativamente la situación del *krach*, pero es estructuralmente mucho peor que en el pasado más distante.

La crisis financiera ha afectado el Mercosur como proyecto de integración regional. Como una consecuencia muy visible, el comercio intrarregional cayó fuertemente. Mientras que la parte de las exportaciones intra bloque alcanzó 25,0% en el año 1998, su participación en las exportaciones cayó al 11,6% en el año 2002 (Kébabdjian 2006: 194, cuadro A2). Su recuperación posterior ha sido muy lenta. Además, las ventajas comerciales dentro del Mercosur han cambiado en desfavor de Argentina y de Uruguay (BID-Intal 2006: 30 ff., Instituto de Economía 2006: 237, cuadro 40). Esos cambios en las ventajas comerciales y el neomercantilismo de los socios han producido un sinnúmero de conflictos comerciales. Mientras que Brasilia y Buenos Aires firmaron un acuerdo bilateral sobre el tratamiento de las asimetrías, Montevideo y Asunción se veían como marginados (Gudynas 2006b: 12). Por lo tanto, la cohesión interna del Mercosur se ha fragilizado. Su posición en las negociaciones comerciales muestra fisuras. El síntoma más claro de este malestar son las tendencias uruguayas de negociar bilateralmente con los Estados Unidos (Becker 2006).

## Conclusiones comparativas

Argentina, Brasil y Uruguay siguieron un modelo semejante durante los noventa. Se trataba de una acumulación financiarizada que favoreció a los sectores rentistas (Salama 1996, Becker 2002c: cap. 2.2.3 & 5.4.2.3). En su versión original, el modelo tuvo dos elementos claves – un ancla monetaria en la forma del dólar y altas tasas de interés. El ancla monetaria implicó una sobrevalorización de la moneda nacional. La sobrevalorización fue concebida como un instrumento para reducir las altas o altísimas tasas de inflación. Respecto al combate a la inflación, la política fue exitosa. No obstante, había una contracara. La sobrevalorización produjo un debilitamiento del sector industrial y un deterioro de la balanza comercial. Para cubrir el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos se necesitaban influjos de capital. Para atraer capital del exterior se le ofrecieron condiciones de operación muy ventajosas. Los gobiernos privatizaron a gran escala (aunque con frenos impuestos por un referéndum anti-privatizador en el caso uruguayo) para atraer inversiones externas directas. Se ofrecieron tasas de interés sustancialmente más altas que en los países del centro para atraer capital monetario. El crecimiento económico fue altamente dependiente de influjos de capital. Al comienzo de los noventa había un excedente considerable de capital monetario en muchos países del centro debido a la crisis de sobreacumulación en la cual se buscaron zonas atractivas para invertir. Se encontraron en los “emerging markets”, entre ellos Argentina, Brasil y Uruguay. Los organismos internacionales como el FMI elogiaron las políticas económicas del tipo de Convertibilidad y Plano Real. No obstante, el capital financiero comenzó a percibir la fragilidad del modelo financiarizado en los países del Tercer Mundo y encontró una atractiva opción de inversión financiera en el boom bursátil de los EEUU en la segunda mitad de los noventa. A mediados de 1998 se restringió el flujo de fondos externos a Brasil y Argentina (Vitelli 2002: 102). Eso hizo visible las contradicciones inherentes del modelo. La sobrevalorización produjo un déficit en la balanza comercial. Las inversiones extranjeras implicaron en tendencia crecientes pagos de interés y remesas de ganancias al exterior. Todo eso produjo una espiral de deterioro de la cuenta corriente y una creciente dependencia de influjos de capital. Eso no estaba sustentable a mediano plazo. Las altas tasas de interés profundizaron la tendencia hacia déficits del presupuesto estatal contribuyendo fundamentalmente a una crisis fiscal estructural.

Al fin de los noventa, el modelo financiarizado entró en una crisis abierta. Las respuestas a la crisis financiera no estaban uniformes. Hay varios factores que pueden explicar las diferencias de la reacción a la crisis. Un elemento clave era si se conservó el espacio monetario nacional o se toleró una dolarización parcial. En el primer caso había una libertad de movimiento bastante mayor,

especialmente respecto a la política cambiaria. Un segundo elemento clave era el peso político de los sectores productivos. Un mayor peso político de estos sectores facilitaba un despliegue del modelo rentista. Un tercer elemento era la reacción de fuerzas contestadores a la crisis y la capacidad política del bloque dominante de enfrentar la crisis y la contestación.

En todos los casos, una devaluación se reveló como inevitable, lo que era muy semejante a la crisis del comienzo de los ochenta. El gobierno brasileño devaluó ya al comienzo del año 1999. Eso redujo las presiones competitivas sobre la industria brasileña. La balanza comercial se mejoraba gradualmente. Los pagos de interés y las remesas de ganancias continuaban siendo una carga pesada sobre la cuenta corriente. La devaluación implicaba una revaluación de la deuda pública en términos reales. Aunque el PT criticó severamente la política económica del gobierno Cardoso, el gobierno encabezado por el petista Lula ha continuado las políticas de altas tasas de interés lo que cimienta la crisis fiscal y obstaculiza una sostenida recuperación económica y un cambio fundamental de las políticas económicas y sociales. Esas hesitaciones se explican por el temor que el capital monetario ejerza la opción de salida.

Los gobiernos de Argentina y Uruguay no pudieron devaluar fácilmente. Una gran parte de los créditos y depósitos era en dólares, había un orden bimonetario. Una devaluación amenazó a las cadenas de pago. Era previsible que muchos deudores no fueran a estar en condiciones de cumplir sus compromisos en el caso de una devaluación. Por eso, se optó por políticas deflacionistas que produjeron una prolongada recesión, pero mejoraron la balanza de pagos. Los gobiernos de Argentina y Uruguay se veían obligados a devaluar en el año 2002. La devaluación fue más fuerte que en el caso brasileño. La devaluación afectaba todo el sistema monetario. La fragilidad del sistema bancario se profundizó. Debido a la dolarización avanzada, los bancos centrales de Argentina y Uruguay no fueron capaces de cumplir un rol de prestador de última instancia. Por eso tuvieron que recurrir a medidas drásticas. El gobierno argentino optó por una salvación de los bancos y una reperfilación. Impuso fuertes restricciones sobre el retiro de dinero, el llamado "corralito". El gobierno uruguayo privilegió la preservación de Montevideo como plaza financiera. Pensaba que una restructuración del sistema bancario y restricciones más suaves sobre el retiro de dinero limitado a los bancos públicos (y por eso mayoritariamente a inversionistas locales) eran mejores. En la misma línea, el gobierno Batlle en Uruguay continuaba con el pago de la deuda, pero buscaba un canje de la deuda pública para aliviar temporalmente el fisco y la balanza de pagos. Buscaba el compromiso con el FMI. Se aseguraba el apoyo clave del gobierno de los EEUU en las negociaciones con el FMI ofreciendo un alineamiento incondicional con los EEUU. Todo eso apuntaba a conservar o recuperar la confianza de inversionistas financieros lo que era en perfecta armonía con la práctica de las

últimas décadas. Había movilizaciones contra esa política, pero hay incluso sectores de izquierda que comparten unos elementos claves del rumbo de la política económica.

Al comienzo, la gestión peronista de la crisis argentina fue bastante más caótica y fragmentada. Las medidas de emergencia iban contra la recta del FMI. Eso implicaba relaciones muy tensas con el FMI que parecía querer hacer un ejemplo. Por el otro lado, las restricciones respecto al servicio de la deuda daban al gobierno argentino más espacio financiero para combatir focos de descontento social y favorecieron una incipiente recuperación económica. Para Argentina, una cuestión clave fue la renegociación de la deuda externa. Eso es también un punto clave en las negociaciones de Argentina con el FMI. En su oferta de reestructuración de la deuda en default de junio de 2004, el gobierno argentino cedió en unos puntos a las demandas del FMI y de los acreedores, pero logró una quita substancial sobre la deuda pública. En el caso de Brasil, el FMI busca un alto superávit primario fiscal para asegurar la continuación del servicio de la deuda. Las políticas económicas de Brasil y de Uruguay siguieron un poco más cerca la línea del FMI que el gobierno Kirchner, que quiso evitar que haya una vez más una explosión de descontento social. No hay una estrategia común de los tres países del Mercosur frente a la deuda externa ni hubo, por mucho tiempo, una estrategia común frente al FMI pero, por lo menos, los gobiernos Lula y Kirchner concordaron en la Declaración de Copacabana del marzo 2003 que conducirían las negociaciones con organismos multilaterales en una manera que el superávit primario no comprometa el crecimiento (Gudynas 2004). Finalmente, los tres países anticiparon el pago de sus deudas con el FMI en 2005/2006 lo que los liberó de la tutela formal del FMI sobre la política económica. No obstante, eso no puso fin al condicionamiento de la política macro-económica por la deuda externa.

Aunque la última década se había caracterizada por una considerable inestabilidad en los tres países, el desarrollo macro-económico y el crecimiento han sido mucho más volátiles (Saludjian 2005) y la crisis financiera estuvo aún más violenta en los países semi-dólarizados. Argentina y Uruguay sufrían de una recesión más prolongada y profunda lo que se tradujo en un retroceso social fortísimo. En los tres países, el modelo financiarizado se puso en cuestión. Mientras que en Argentina los movimientos sociales carecieron de una correa de transmisión hacia la arena parlamentaria, tienen aliados en el Partido dos Trabalhadores (PT) en Brasil y el Frente Amplio en Uruguay. El gobierno encabezado por el petista Lula como el gobierno del Frente Amplio en Uruguay demuestran la dimensión de problemas, dilemas y presiones que un gobierno con pretensiones de cambio tiene que enfrentar.

El cambio de rumbo ha sido más marcado en el caso de Argentina. En este país se reconfiguró el bloque de poder en la crisis. Los grupos económicos hicie-



ron prevalecer sus intereses de fomentar la producción sobre los intereses radicados en los sectores de servicios. Eso produjo una cierta ruptura con el modelo financiarizado. El crecimiento económico y los programas sociales permitieron a los gobiernos peronistas desactivar la explosiva situación social y restablecer su primacía política. En Brasil, los sectores rentistas sabían preservar sus intereses también con el gobierno Lula lo que se expresó en la continuidad de tasas de interés elevadas (aunque recientemente fueron lentamente reducidos) y en la política fiscal de un superávit primario considerable. No obstante, el gobierno Lula tomó medidas cautelosas que favorecieron la producción y sistematizó y amplió la política social introduciendo elementos de una ciudadanía social. La orientación de la política económica entre un enfoque ortodoxo y un enfoque más desarrollista continúa siendo un objeto controversial entre diversas fracciones de capital y diversas fracciones políticas dentro del PT. En el caso de Uruguay, la continuidad de la política económica parece ser la mayor de los tres países. Por un lado, la dolarización tan fuertemente arraigada limita fuertemente el campo de las opciones de la política económica, por otro lado, el gobierno progresista carece de una política coherente hacia los sectores productivos. Los avances en las relaciones laborales y en la política social tienen una base muy frágil.

Aunque los gobiernos progresistas muestran unos rastros comunes en la política económica y social, sus relaciones han sido complicadas. La competencia desenfadada para colocar las exportaciones ha envenenado las relaciones dentro del Mercosur. Eso obstaculiza la definición de un proyecto (alternativo) regional.

La crisis ha producido cambios, pero no ha producido un cambio fundamental.

### **Bibliografía**

- Araújo, José Prata (2006): *Um retrato de Brasil. Balanço do governo Lula*. São Paulo.
- Banco Central del Uruguay (2002): *Boletín Estadístico*. No. 258, Agosto-Setiembre 2002. Montevideo.
- Banco Central del Uruguay (2003): *Informe trimestral de cuentas nacionales*. Enero-diciembre 2003. Montevideo.
- Banco Central do Brasil (2003): *Boletim do Banco Central do Brasil*. Março.
- Banco Central do Brasil (2004): *Boletim do Banco Central do Brasil*. Abril.
- Baumann, Renato/Mussi, Carlos (1999): *Algunas características de la economía brasileña desde la adopción del Plan Real*. Cepal, Temas de coyuntura No. 5, Santiago de Chile.

- Becker, Joachim (2002a): Integración y regulación: la Unión Europea y el Mercosur comparados. En: Gudynas, Eduardo (ed.): *Sustentabilidad y regionalismo en el Cono Sur*. Montevideo, pp. 9-35.
- Becker, Joachim (2002b): Argentina: anatomía de una crisis. En: *Carta Global Latinomericana*, No. 3.
- Becker, Joachim (2002c): *Akkumulation, Regulation, Territorium. Zur kritischen Rekonstruktion der französischen Regulationstheorie*. Marburg.
- Becker, Joachim (2006): Schert Uruguay aus dem Mercosur aus? En: *ila*, No. 299, pp. 43-44.
- Benjamin, César (2004): Política econômica. En: Soares, Laura Tavares et al.: *Governo Lula: decifrando o enigma*. São Paulo, pp. 119-190.
- BID-Intal (2006): *Mercosur Report No. 10*. Buenos Aires.
- Biondi, Aloysio (1999): *O Brasil privatizado. Um balanço do desmonte do Estado*. São Paulo.
- Bittencourt, Gustavo/Domingo, Rosario (2001): El caso uruguayo. En: Chudnovsky, Daniel/López, Andrés (eds.): *El boom de la inversión extranjera en el Mercosur*. Buenos Aires, pp. 255-338.
- Boris, Dieter (2002): Die argentinische Tragödie. En: *Supplement der Zeitschrift "Sozialismus"*, 12/2002.
- Boris, Dieter/Tittor, Anne (2006): *Der Fall Argentinien. Krise, soziale Bewegungen und Alternativen*. Hamburg.
- Brenta, Noemí (2002): La convertibilidad argentina y el Plan Real de Brasil: concepción, implementación y resultados en los años 90. En: *Ciclos en la historia, la economía y la sociedad*, 12(23), pp. 39-86.
- Cardoso, Eliana (2001): Brazil's Macroeconomic Policies and Capital Flows in the 1990s. En: Griffith-Jones, Stephany et al. (eds.): *Short-Term Capital Flows and Economic Crises*. Oxford, pp. 173-198.
- Carvalho, Fernando J. Cardim de (2003): Controles de capitais e recuperação da iniciativa em política econômica. En: Paula, João Antonio de (ed.): *A economia política da mudança. Os desafios e os equívocos do governo Lula*. Belo Horizonte, pp. 235-244.
- Cecchini, Daniel/Zicolillo, Jorge (2002): Los nuevos conquistadores. El papel del gobierno y las empresas españolas en expolio de Argentina. Madrid.
- Castellani, Ana/Schorr, Martín (2004): Argentina: convertibilidad, crisis de acumulación y disputas en el interior del bloque de poder económico. En: *Cuadernos del Cendes*, 21(57), tercera época, pp. 55-81.
- Cepal (2001a): *Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe, 2001*. Santiago de Chile.

- Cepal (2001b): Anuario estadístico de América Latina y el Caribe 2000. Santiago de Chile.
- Cepal (2002): Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe, 2002. Santiago de Chile.
- Cepal (2003): Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe, 2003. Santiago de Chile.
- Cepal (2006): Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe, 2006. Santiago de Chile.
- Chudnovsky, Daniel/López, Andrés (2001a): La inversión extranjera directa en el Mercosur: un análisis comparativo. En: Chudnovsky, Daniel (ed.): El boom de la inversión extranjera en el Mercosur. Buenos Aires, pp. 1-50.
- Chudnovsky, Daniel/López, Andrés (2001b): El caso argentino. En: Chudnovsky, Daniel/López, Andrés (eds.): El boom de la inversión extranjera en el Mercosur. Buenos Aires, pp. 51-122.
- Ciblis, Alan B. et al. (2002): Argentina Since Default: The IMF and the Depression. CEPR Working Paper, September 3, 2002.
- Cintra, Marcos Antonio Macedo (1999): Dependência sem desenvolvimento: o programa de estabilização com âncora cambial. En: Indicadores Econômicos FEE, 27(2), pp. 198-217.
- Cintra, Marcos Antonio Macedo/Castro, Elza Moreira Marcelino de (2001): Internacionalización del sector financiero y dolarización de los países latinoamericanos. En: Nueva Sociedad, No. 172, pp. 85-103.
- Durán, Juan José (1999): Multinationales españolas en Iberoamérica. Valor estratégico. Madrid.
- Elías, Antonio (1999): Uruguay 1985-1998. El país de los cambios económicos graduales. Un enfoque neoinstitucionalista. Montevideo.
- Fanelli, José María (2002): Crecimiento, inestabilidad y crisis de la convertibilidad en Argentina. En: Revista de la Cepal, No. 77, pp. 25-45.
- Faria, Luiz Augusto E. (2003): Entre confiança e mudança. En: Carta de Conjuntura FEE, 12(6), pp. 7-8.
- Filgueiras, Luiz (2003, 2da ed. ampliada): História do Plano Real. São Paulo.
- Frenkel, Roberto (1994): El fortalecimiento del sector financiero en el proceso de ajuste: un análisis de Argentina, Brasil, Colombia y Uruguay. En: Frenkel, Roberto (ed.): El fortalecimiento del sector financiero en el proceso de ajuste: liberalización y regulación. Washington, D.C./Buenos Aires, pp. 1-39.
- Fritz, Barbara (2000): Stabilisierung und De-Stabilisierung. Währungskrisen als Kehrseite des Modells wechsellkursbasierter Entwicklung – der Fall Brasilien. In: Boris, Dieter et al. (eds.): Finanzkrisen im Übergang zum 21. Jahrhundert. Probleme der Peripherie oder globale Gefahr. Marburg, pp. 253-287.

- Gonçalves, Reinaldo (1999): Globalização e desnacionalização. São Paulo.
- Gudynas, Eduardo (2004): La declaración de Copacabana. En: *La insignia*, 22 de marzo ([www.lainsignia.org](http://www.lainsignia.org)).
- Gudynas, Eduardo (2006a): Un intento de “desendeudamiento” que genera el desafío de una nueva política económica. [www.economiasur.com/analisis/GudynasArgentinaCancelaDeuda.html](http://www.economiasur.com/analisis/GudynasArgentinaCancelaDeuda.html)
- Gudynas, Eduardo (2006b): Los fantasmas de la integración regional. En: *Revista del Sur*, No. 166, pp. 3-25.
- Harvey, David (2003): Der „neue“ Imperialismus: Akkumulation durch Enteignung. En: *Supplement der Zeitschrift „Sozialismus“*, 5/2003.
- Heymann, Daniel (2000): Políticas de reforma y comportamiento macroeconómico. En: Heymann, Daniel/Kosacoff, Bernardo (eds.): *La Argentina de los noventa. Desempeño económico en un contexto de reformas. Tomo I. Buenos Aires*, pp. 37-176.
- Heymann, Daniel/Kosacoff, Bernardo (2000): Introducción: comentarios generales sobre el comportamiento de la economía y temas abiertos al finalizar los noventa. En: Heymann, Daniel/Kosacoff, Bernardo (eds.): *La Argentina de los noventa. Desempeño económico en un contexto de reformas. Tomo I. Buenos Aires*, pp. 9-36.
- Indicadores DIESP (2000), No. 76.
- Instituto de Economía (2003): Informe de coyuntura. Uruguay 2002-2003. Montevideo.
- Instituto de Economía (2006): Informe de coyuntura. Uruguay 2005-2006. Montevideo.
- Instituto para el Modelo Argentino (2002): Informe económico No. 14 (Noviembre-Diciembre).
- Kébabdjian, Gérard (2006): *Europe et globalisation*. Paris.
- Kumar-Saha, Suranjit (2000): Mercosul, competitividade e globalização. En: Lima, Marcos Costa/Medeiros, Marcelo de Almeida (eds.): *O Mercosul no limiar do século XXI. São Paulo/Buenos Aires*, pp. 55-91.
- Lo Vuolo, Rubén (2005): Canje de deuda y salida del default en Argentina. Los problemas de la estrategia financiera elegida. *Ciepp, Serie Análisis de Coyuntura*, No. 7.
- López, Artemio (2005): La devaluación. Efectos sociales persistentes tras la salida de la convertibilidad. Buenos Aires.
- Medeiros, Carlos/Serrano, Franklin (2006): Capital Flows to Emerging Markets under a Flexible Dollar Standard: a Critical View Based on the Brazilian Experience. En: Vernengo, Matías (ed.): *Monetary Integration and Dollarization: No Panacea*. Cheltenham, pp. 218-242.

- Mercadante, Aloizio (2006): *Brasil: primeiro tempo. Análise comparativa do governo Lula*. São Paulo.
- Mirza, Christian Abel (2006): *Movimientos sociales y sistemas políticos en América Latina. La construcción de nuevas democracias*. Buenos Aires.
- Montiel, Peter/Reinhart, Carmen M. (2001): *The Dynamics of Capital Movements to Emerging Economies During the 1990s*. En: Griffith-Jones, Stephany et al. (eds.): *Short-Term Capital Flows and Economic Crises*. Oxford, pp. 3-28.
- Novy, Andreas/Fernandes, Ana Cristina (2003): *Crise ou normalidade? Globalização ou continuidade? Pequenas e grandes alterações político-econômicas no desenvolvimento brasileiro*. En: Valença, Mário Moraes et al. (eds.): *Globalização e desigualdade*. Lagoa Nova Natal, pp. 76-121.
- Oliveira, Francisco de (2003): *O enigma de Lula: ruptura ou continuidade?* En: *Folha de São Paulo*, 18.5.
- Paula, Luiz Fernando de (2002): *Banking Internationalisation and the Expansion Strategies of European Banks to Brazil during the 1990s*. SUERF Studies No. 18. Viena.
- Quenan, Carlos (2006): *L'économie brésilienne à la veille des élections*. En: Van Eeuwen, Daniel (ed.): *Le nouveau Brésil de Lula*. La Tour d'Aigues, pp. 85-102.
- Rapoport, Mario et al. (2000): *Historia económica, política y social de Argentina (1880-2000)*. Buenos Aires.
- Salama, Pierre (1996): *La financiarisation excluante: les leçons des économies latino-américaines*. En: Chesnais, François (ed.): *La mondialisation financière. Genèse, coût et enjeux*. Paris, pp. 213-249.
- Salama, Pierre (2002): *Argentine: „chronique d'une crise annoncée"*. En: *Lettre de la régulation*, No. 42, pp. 1-4.
- Salama, Pierre (2007): *Crecimiento excluyente (II)*. En: *La insignia*, 12 de febrero ([www.lainsignia.org](http://www.lainsignia.org)).
- Saludjian, Alexis (2005): *Hacia otra integración sudamericana: Críticas al Mercosur neoliberal*. Buenos Aires.
- Sgard, Jérôme (2002): *Hyperinflation and the integration of monetary functions: Argentina and Brazil, 1990-2002*. [www.upmf-grenoble.fr/irepd/regulation](http://www.upmf-grenoble.fr/irepd/regulation)
- Sicsú, João (2003): *Rumos e definições da política econômica brasileira: do Plano A de FHC para o Plano A+ de Lula*. En: Paula, João Antonio de (ed.): *A economia política da mudança. Os desafios e os equívocos do início do governo Lula*. Belo Horizonte, pp. 87-107.
- Singer, Paul (1999): *O Brasil na crise. Perigos e oportunidades*. São Paulo.
- Soares, Laura Tavares Ribeiro (2001): *Ajuste neoliberal e desajuste social na América Latina*. Petrópolis.

- Steinitz, Matti (2002): Eine amerikanische Dreiecksbeziehung. En: *Lateinamerika-Nachrichten*, No. 336, pp. 19-21.
- Stolovich, Luis et al. (1986): *Compra de carteras. Crisis del sistema bancario uruguayo. Estudio y documentos*. Montevideo.
- Svampa, Maristella (2005): *La sociedad excluyente. La Argentina bajo el signo del neoliberalismo*. Buenos Aires.
- Svampa, Maristella (2006): *Argentine: la méthode Kirchner ou la force d'inertie du péronisme*. En: *alternatives sud*, 13(4), pp. 31-37.
- Vidal, Gregorio (2001): *Privatizaciones, fusiones y adquisiciones. Las grandes empresas en América Latina*. Barcelona/México, D.F.
- Viera, Carlos (2004): *Hacia una nueva inserción financiera internacional*. En: Astori, Danilo et al.: *Uruguay 2005: Propuestas de política económica*. Montevideo, pp. 169-196.
- Visca, Paola (2005): *Un gobierno de izquierda saliendo por derecha*. [www.economiasur.com/analisis/ViscaBrasilCancelaDeudaFMI.html](http://www.economiasur.com/analisis/ViscaBrasilCancelaDeudaFMI.html)
- Vitelli, Guillermo (2001): *La raíz de los males está en la política económica: una explicación de los resultados de la convertibilidad*. En: *Realidad económica*, No. 181, pp. 64-74.
- Vitelli, Guillermo (2002): *Las rupturas de la convertibilidad y del Plan Real: la reiteración de una misma historia*. En: *Ciclos en la historia, la economía y la sociedad*, 12(23), pp. 87-116.
- Weisbrot, Mark/Baker, Dean (2002): *Paying the Bills in Brazil: Does the IMF's Math Add Up?* CEPR Briefing Paper, September 25, 2002.
- Weissheimer, Marco Aurélio (2006): *Bolsa família. Avanços, limites e possibilidades do programa que está transformando a vida de milhões de famílias no Brasil*. São Paulo.

#### Diarios & semanarios

Brecha, Montevideo ([www.brecha.com.uy](http://www.brecha.com.uy))

Clarín, Buenos Aires ([www.clarin.com.ar](http://www.clarin.com.ar))

El País, Montevideo ([www.elpais.com.uy](http://www.elpais.com.uy))

Folha de São Paulo

La Nación, Buenos Aires ([www.lanacion.com.ar](http://www.lanacion.com.ar))

Página/12, Buenos Aires ([www.pagina12.com.ar](http://www.pagina12.com.ar))

Zero Hora, Porto Alegre ([www.zh.clicrbs.com.br](http://www.zh.clicrbs.com.br))

# **La deuda externa al umbral del siglo XXI: Argentina, Brasil y Uruguay**

**Carolina Villalba y Paola Visca**

## **Introducción**

Los países latinoamericanos tienen una larga historia de grandes deudas externas y crisis financieras en su haber. Específicamente en Brasil, Argentina y Uruguay comenzaron a tomar forma graves crisis financieras desde 1998, consecuencia de las políticas financieras similares de las tres economías, que impulsando planes de estabilización ataron su moneda al dólar. Estas crisis provocaron que estos tres países iniciaran el siglo XXI con 381.000 millones de dólares de deuda externa bruta.

La deuda externa total de un país puede subdividirse en cuatro tipos, a saber, la deuda pública o garantizada públicamente que comprende las obligaciones a largo plazo de los deudores públicos y las obligaciones externas de los deudores privados, garantizadas por una entidad pública; deuda privada no garantizada públicamente que comprende las obligaciones a largo plazo de los deudores privados que no están garantizadas por un fiador público; el crédito del Fondo Monetario Internacional (FMI) y la deuda a corto plazo que se adquiere para pagarla en menos de un año, que puede ser pública o privada.

La deuda creció mucho en la década de 1990, caracterizada por un modelo “financiarizado” que estaba basado en una moneda sobre-valorizada, tasas de interés muy elevadas y abultadas importaciones de capital. Este modelo terminó en crisis financieras al umbral del siglo XXI. El sexenio comprendido entre los años 1998-2003 se caracterizó en América Latina por un crecimiento del pro-

ducto de tan sólo 1,2%, lo que representó una caída del 0,4% del PIB por habitante según datos de CEPAL. Durante ese tiempo decayó el optimismo de quienes propugnaban las reformas del Consenso de Washington alegando que las mismas habían sido débiles o insuficientes.

En el año 2000, la deuda pública latinoamericana representaba el 52% del total de la deuda externa. En los tres países que nos ocupan, ese porcentaje era de 68% para Uruguay, 39% para Brasil y 59% para Argentina. En los diez años comprendidos entre 1990 y 2000 se observa que América Latina tuvo un fuerte incremento de la deuda a largo plazo que se debió casi exclusivamente a la deuda privada. No obstante, en estos tres países en cuestión, lo destacado fue el incremento de la deuda pública en dicho período que en algunos casos incluso se duplicó. El caso más ejemplarizante es el de Argentina cuya deuda pública pasó de 46.000 millones de dólares (en 1990) a 86.000 millones de dólares (en 2000).

En términos de deuda por habitante, mientras que el promedio en el año 2000 para América Latina era de 1.457 dólares, el de Argentina era de 3.952 dólares, en Uruguay representaba 1.646 dólares y en Brasil 1.984.

A comienzos de 2006, tres de las economías del Mercosur tomaron la decisión de modificar parte de sus deudas con el exterior. Brasil, Argentina y Uruguay, cada uno con sus razones y sus criterios económico y político, realizaron operaciones de deuda de distinta importancia y de distinta naturaleza.

## Argentina

En abril de 1991, Argentina aplicó un fuerte plan estabilizador basado en el tipo de cambio, con la “ley de convertibilidad” que creó una caja de conversión monetaria “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. Este programa fue respaldado por el FMI hasta el año 1993, cuando comenzaron a existir diferencias con el organismo, sobre todo con la política fiscal y la lentitud –a entender del FMI– de las reformas estructurales. Para el año 1994 parecía poco probable que el país renovara su acuerdo ampliado con el organismo.

Sin embargo, en 1995 con los efectos de la crisis mexicana Argentina necesitó agregar un año más al acuerdo ampliado. Este momento marcó el comienzo de una relación más prolongada de Argentina con el FMI que tendría características muy especiales.

Hacia 1999, casi diez años después de implementada la convertibilidad, la fuerte desaceleración del índice de precios desembocó en una deflación que retrajo todos los componentes de la demanda, caída del PIB e incremento del déficit presupuestario. A partir de ese momento el consenso político a favor de la



política fiscal y la reforma estructural se debilitó considerablemente y las autoridades no pudieron cumplir con los compromisos asumidos en el marco del programa del FMI.

El establecimiento de un tipo de cambio fijo, el diferencial de los tipos de interés, la apertura financiera y la ola privatizadora menemista de empresas públicas generaron una fuerte entrada de capital extranjero que tuvo principalmente dos efectos en el país. Se produjo una apreciación real de la moneda y se registró una acumulación de la deuda externa ya que las entradas de capital consistieron no sólo en inversión directa sino, sobre todo, en inversión en cartera y en préstamos bancarios.

En 1998 la deuda externa total correspondía fundamentalmente al sector público debido a la emisión de bonos y títulos. En relación a la deuda privada externa, la mayoría correspondía a títulos y bonos privados no financieros, deuda bancaria y a créditos al sector financiero. La deuda externa se contrajo fundamentalmente a corto plazo, de manera que el cociente entre deuda externa a corto plazo y las reservas en divisas pasó de 1,6 en diciembre de 1998 a 2 en junio de 2001. Además el grueso de la deuda se destinó a financiar compras de bienes de consumo o producción destinada al mercado interno, o sea actividades que no generaron divisas.

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 (falta de cobertura ante una eventual devaluación) y de liquidez (inversiones a largo plazo). Por otro lado, el propio funcionamiento del régimen cambiario condujo a una creciente vulnerabilidad financiera debido a la liquidez de los depósitos en dólares, la concentración de créditos bancarios en sectores de bienes no transables y por no existir un prestamista de última instancia.

A principios del año 2000, el nuevo gobierno de De la Rúa negoció un acuerdo *stand-by* a tres años para poder sustituir el acuerdo ampliado que había desviado sus metas. En ese nuevo acuerdo el organismo se comprometía a desembolsar unos 5.400 millones de DEG (unos 7.200 millones de dólares).

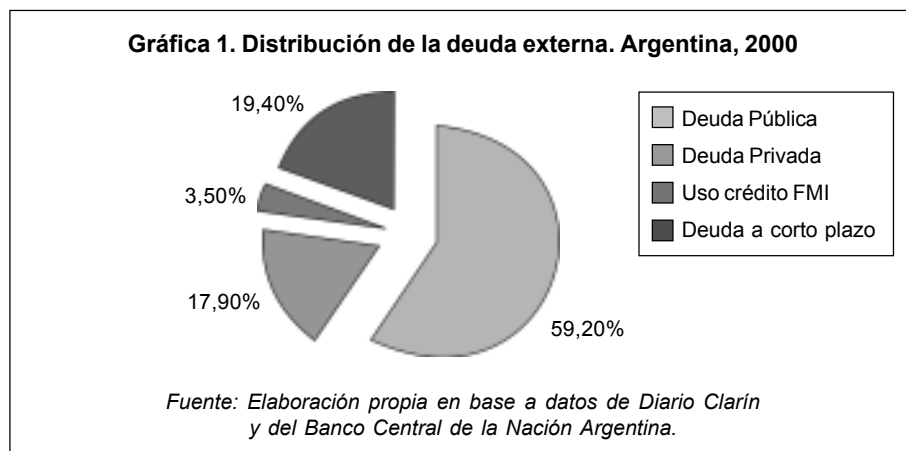
A partir de ese momento las catástrofes comenzaron a sucederse, la renuncia del Vicepresidente de la República y las condiciones económicas adversas generaron un escenario de inestabilidad que provocó la pérdida del acceso a los mercados internacionales de capital y que las autoridades solicitaran apoyo excepcional al FMI. A fines de 2000, la mayor parte de la deuda estaba denominada en dólares, lo que implicaba que si se devaluaba el peso para reflejar su verdadero nivel de equilibrio, el valor de la deuda se dispararía a niveles que comprometerían su sustentabilidad.

Desde el 2000 hasta diciembre de 2001, cuando el FMI dejó de prestar asistencia, se sucedieron programas de ayuda financiera que la condicionaron a la

reducción sustancial del déficit presupuestario; este recorte del gasto público acentuó la recesión generando menos ingresos fiscales, crecientes gastos públicos y, por supuesto, mayor déficit presupuestario.

A todo lo anterior debe sumársele la desconfianza entre los depositantes y los inversores provocada por el aumento del déficit corriente y la situación insostenible de la deuda externa. El aumento del riesgo de suspensión de pagos y de devaluación de la moneda aceleraron, desde mediados de 2001 los ataques especulativos, provocando una fuerte fuga de capitales. Como era de esperarse, para fines de ese año era obvio que ya no podría evitarse una devaluación del peso.

La relación deuda externa pública/PIB que era del 29% a fines del 2000; en el año 2002 llegaba al 93%<sup>1</sup>, mientras que en relación con las exportaciones representaba el 450%. En cuanto a distribución entre los diversos componentes de la deuda externa total, la deuda pública o públicamente garantizada bajó de 75,3% en 1990 a 59,2% en 2000, como se aprecia en la gráfica 1.



Luego de la renuncia de De la Rúa en diciembre de 2001, comenzaba un período de gran inestabilidad política que se le sumaba a la ya existente inestabilidad económica, y cinco presidentes se sucederían en el poder por pocos días sin poder aportar una solución.

En ese momento era inminente la necesidad de ayuda financiera para que Argentina pudiera salir del caos, el FMI condicionó su apoyo al diagnóstico que este organismo hiciera de la situación argentina. Se decidió entonces explicar la pérdida de acceso a los mercados que sufrió el país mediante el enfoque de la

1. Datos de Informe Socialwatch 2006.

crisis de liquidez, por lo que el organismo liberó el doble de los recursos acordados en el marco del acuerdo *stand by*, lo que representó unos 10.600 millones en DEG (unos 13.700 millones de dólares).

Veinte días después de instalado el corralito para los depósitos bancarios y tres días después a la caída de De la Rúa, Rodríguez Saá (tercer presidente en 4 días) declaró el default. La deuda pública ya ascendía a 144.453 millones de dólares. En ese momento los mercados ya suponían que el país dejaría de pagar por lo que el riesgo país alcanzaba los 4.722 puntos básicos (pbs).

El default se materializó cuando los entes financieros, los bancos y los fondos de inversión, que eran los tenedores de la deuda argentina, comunicaron que el país no podía pagar esos compromisos y, a su vez, el país decidió unilateralmente no pagar los vencimientos pactados. La reacción de los habitantes en estos casos suele ser de una corrida al dólar y a extraer los depósitos bancarios; sin embargo esto no fue posible debido a la existencia del corralito bancario<sup>2</sup> lo que provocó momentos de violencia y mayor inestabilidad.

Días después vendría el gobierno de Eduardo Duhalde con políticas de devaluación, pesificación y bonos compensatorios a ahorristas y bancos, lo que llevó a la deuda pública a seguir creciendo hasta ubicarse en los 191.296 millones de dólares.

### *El canje de deuda*

En setiembre de 2003, ya en la presidencia de Kirchner, el entonces ministro de Economía, Roberto Lavagna, anunció la propuesta de pago de la deuda. Antes del canje, miles de bonistas vendieron sus tenencias a bajo precio a los fondos de inversión que aceptaron y a fondos buitres<sup>3</sup> que apuestan a litigar y conseguir así su recompensa.

A principios de 2005, el gobierno argentino reestructuró el 76% de los bonos, pero sin planes de negociar el restante 24%, que ya superaba los 25.000 millones de dólares. En cambio, hizo un acuerdo por la deuda con España, que alcanza los 1.000 millones, y está intercambiando propuestas de pago por el pasivo de 6.500 millones con el Club de París, que agrupa 19 países acreedores.

---

2. En Argentina se denominó corralito a una restricción a la extracción de dinero en efectivo de plazos fijos, cuentas corrientes y cajas de ahorro impuesta por el gobierno De la Rúa en el mes de diciembre de 2001. se perseguía con estas restricciones era evitar la salida de dinero del sistema bancario, intentando evitar así una corrida bancaria y el colapso del sistema.

3. Los llamados "fondos buitres" son especuladores financieros que compran bonos sin valor, de países que han caído o están al caer en mora, a muy bajos precios y luego exigen el pago del total nominal y amenazan con entablar embargos.

En las negociaciones el gobierno se tomó su tiempo: “Argentina no tiene apuro por negociar”, manifestaba el Ministro de Economía de la época R. Lavagna<sup>4</sup>. El proceso formal de canje se abrió el 14 de enero y se cerró formalmente el 25 de febrero. El gobierno presentó tres tipos de bonos: Par, CuasiPar y Descuento, todos con componentes ligados al crecimiento del PIB. En el canje, los nuevos bonos se apreciaron y de este modo la quita fue de alrededor del 40%. Dicha apreciación se concretó en el marco de una ola positiva de los mercados mundiales, y en especial los emergentes. El fenómeno derivó en una baja de las tasas de rendimiento, ya que algunos más arriesgados buscaban oportunidades más rentables.

La propuesta de canje recibió una aceptación del orden del 90% en Argentina, mientras que fue menor entre los acreedores del exterior, donde las mayores resistencias tuvieron lugar en Italia y Japón. La aceptación final fue de 76,07%.

A fines de 2004, la deuda argentina superaba los 190 mil millones de dólares (una cifra mayor a la manejada poco tiempo antes); el volumen de deuda en default era de 81.800 millones de dólares, de los cuales 62.2 mil millones de dólares aceptaron la propuesta de canje. Bajo ese mecanismo se entregaron como parte del canje nuevos bonos de deuda por valor de 35.200 millones de dólares.

La deuda total después del canje bajó a los 125.215 millones de dólares, lo que corresponde a una reducción de 67 mil millones de dólares. La impaga con países, 5.434 millones dólares, más las multas. Si se suman los bonos impagos, la deuda resulta mayor que en 2001. A pesar del canje el peso de la nueva deuda seguía siendo enorme, representando el 72% del PIB (84% si se incluye el monto que no ingresó al canje) imponiendo fuertes restricciones sobre el desarrollo futuro.

### *La cancelación de la deuda con el FMI*

En diciembre de 2005 Argentina anunció que cancelaría toda su deuda con el FMI. La noticia, tan sólo unas horas después de que lo hiciera Brasil, era tal vez menos esperada por el mundo financiero que la anterior debido a la pobre imagen de ese país en los mercados internacionales y a las continuas críticas del gobierno de Kirchner sobre las recetas y mandatos del Fondo.

Precisamente este fue el argumento que utilizó el presidente al justificar la decisión de cancelar su deuda de más de 9 mil millones de dólares con el organismo: se obtendría más autonomía para el rumbo económico del país, sin los controles del Fondo sobre la política económica.

Esta decisión produjo opiniones encontradas; hubo quienes festejaron la supuesta independencia que implicaría la cancelación del pago, como aquellos

---

4. Diario Clarín, 16-11-2003

que sostuvieron, al igual que en Brasil, que el fenomenal volumen de reservas que se estaba desembolsando podría ser usado para otros fines, y que la actitud del gobierno convierte al FMI en un organismo privilegiado.

Si bien el resultado fue el mismo que en el caso brasileño, la cancelación de la deuda con el FMI, los motivos y medios fueron otros. En el caso de Brasil se había recorrido una senda que le permitía concluir con sus compromisos con el Fondo, sin grandes sorpresas. En cambio, Argentina tuvo que realizar un esfuerzo mayor para obtener las reservas necesarias, en su mayoría de su Banco Central, pero también de otros acreedores como Venezuela y España. Los recursos involucrados en la operación fueron llamados como "reservas de libre disponibilidad" lo que convirtió al Banco Central en el principal acreedor del gobierno, ya que se le adeudan en total 14 mil millones de dólares, lo que representa un 11% de la deuda pública. Con la decisión de pagarle al FMI las reservas del Central descendieron en más de un tercio, pasando de 28.045 millones de dólares a unos 18.475 millones de dólares.

El objetivo argentino era más bien político: aprovechar el antecedente brasileño para ponerle fin a una relación tumultuosa deudor-acreedor, constantemente criticada por el presidente Kirchner. Sin embargo, a pesar de estas notorias divergencias entre los mandatarios, la política interna de ambos gobiernos, especialmente la social y ambiental, es más cercana que sus respectivos discursos.

La actitud del presidente argentino de no dar demasiada importancia al actual proceso inflacionario (todavía incipiente) podría interpretarse en el sentido de tratar de no desacelerar la economía y lograr mejores condiciones de vida en la población. La generación de empleo es una forma muy eficaz de apuntar a la mejora en las condiciones de vida de la sociedad.

Si bien la deuda global no se redujo con el pago al FMI, importa observar el cambio en la legislación ya que la deuda pasaría de ley extranjera a local y esto es un cambio cualitativo importante que va en el sentido de "libertad" al que se refirieron los defensores del pago. El cambio de composición trae como consecuencia que los organismos multilaterales pasen de ser acreedores de más de un 20% de la deuda a un 13,5%.

Desde el gobierno se ha insistido en resaltar el efecto político de una decisión como esta, que le otorga mayor autonomía para implementar futuras medidas de política económica.

### *Propuesta de pago en 2007*

Para el año 2007, las propuestas del gobierno parecen ser las de "desendeudamiento y sustentabilidad", es decir, reducir la deuda como porcentaje del PIB y simultáneamente pagar sin necesidad de acudir a financiamiento fuera del presupuesto.

La deuda pública poscanje pasó de representar el 73% del PIB en 2005 al 70% en 2006 y el gobierno espera poder bajarla al 66% en 2007. Sin embargo, es un hecho que la deuda nominal ha subido, pero desde filas oficialistas se reconoce que no es lo mismo deberle al FMI que al Banco Central.

El esquema del gobierno tiene el eje en el superávit fiscal y esa solvencia es lo que permitiría transitar los nuevos pagos de la deuda. No obstante, está latente la preocupación por el creciente deterioro relativo de las cuentas públicas. Por otro lado también ha surgido la reciente preocupación por la transparencia de los datos que otorga el gobierno. Un ejemplo de ello ha sido la información sobre la inflación de enero de 2007, que según datos oficiales fue de 1,1%. Sin embargo, luego de idas y venidas y protestas de la oposición, el gobierno debió reconocer que no era el dato verdadero.

La manipulación de los datos de inflación por parte del gobierno tiene directa consecuencia en la deuda pública y por tanto en los acreedores: el anuncio efectuado por el gobierno provocó que estos bonos bajaran su cotización: Boden 2014 bajó 0,43%; Discount 0,16%; Par 0,48%; Bogar 2018 0,58%. Toda esta maniobra pone de manifiesto una vez más las características populistas y los tintes de todopoderoso del primer mandatario argentino. Esta situación provocó que aumentara la incertidumbre en el mercado, debido a que los agentes poseedores de bonos argentinos desconocen el beneficio real que obtendrán por aquellos papeles "atados" al nivel de inflación.

Mas allá de que haya pasado el peor momento ya que el país ha crecido a tasas de casi 8% en 2006 y se espera que crezca al 7% en 2007, le restan aún muchos

**Tabla 1. Pagos de deuda Argentina en 2007 y 2008  
(capital e intereses en millones de dólares).**

	<b>Año 2007</b>	<b>Año 2008</b>
Organismos	3.216	2.462
Banco Mundial	1.339	1.177
BID	1.877	1.285
Deuda Doméstica	7.005	6.569
Deuda Reestructurada	641	607
Letra BCRA	362	362
Total de obligaciones sin refinanciar	11.224	10.000
Total de obligaciones refinanciadas	161	341
Total de obligaciones	11.385	10.341

*Fuente: MVA Macroeconomía en base a datos de Secretaría de Finanzas y diario Clarín.*

años de grandes desembolsos para hacer frente a los compromisos contraídos. En este sentido, en el 2007 y 2008 se deberán afrontar pagos por casi 22.000 millones de dólares, el total desglosado se presenta en la Tabla 1, mientras que en la Tabla 2 se presentan los pagos que se deberán afrontar en 2007 en términos de PIB.

**Tabla 2. Pagos de deuda Argentina en 2007 como porcentaje del PIB.**

<b>Superávit primario</b>	<b>3.7</b>
Intereses	1.9
BID y Banco Mundial	0.3
Préstamos garantizados	0.2
Títulos públicos	0.8
Otros <sup>5</sup>	0.6
<b>Superávit financiero</b>	<b>1.8</b>
Amortizaciones	3.8
BID y Banco Mundial	1.1
Préstamos Garantizados	0.5
Títulos públicos	1.5
Otros <sup>6</sup>	0.7
<b>Necesidades de financiamiento</b>	<b>2.1</b>
Refinanciamiento BID/Banco Mundial	0.5
Adelanto financ. 2006	0.2
Necesidad de ir al mercado	1.4

*Fuente: Banco Central de la Nación Argentina.*

## Brasil

El Plan Real fue adoptado en un período de falta de liquidez internacional para las economías emergentes. Los flujos de capitales internacionales resultaron en una falta de apreciación de la tasa de cambio del Real y permitieron que el gobierno adoptara un ancla cambiaria para los precios. Sin embargo este ciclo se revirtió con la crisis asiática de 1997, aún durante el primer mandato de Fernando H. Cardozo, y desembocó en la crisis cambiaria de 1999.

5. Incluye pago del cupón atado al PIB.

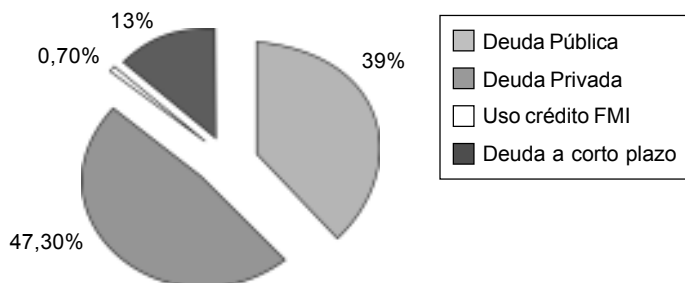
6. Incluye intereses atrasados del Club de París.

Desde la adopción del régimen de tipo de cambio flotante en 1999, la autoridad monetaria brasilera comienza a pautar su actuación por “metas de inflación”. Sin embargo la estructura de formación de precios en Brasil transmite, acentuadamente, el impacto del tipo de cambio a los precios de un amplio conjunto de bienes, con efectos directos sobre la inflación. Todo ello repercutió en una inflación superior a las metas establecidas. Desde la adopción de dicho régimen, en enero de 1999, las alternancias de los ciclos de liquidez internacional para países emergentes repercutirían en el país bajo la forma de una sucesión de ataques especulativos que llevaron a que el Real se desvalorizara y que los precios de los activos brasileños se desplomaran; seguido por fases de optimismo en que la moneda se apreció y los precios de los activos subieron. La existencia y el impacto de esos ciclos junto con la libertad de los capitales internacionales de entrar y salir del país hicieron que las políticas cambiaria, monetaria y fiscal se subordinaran a los dictámenes de los mercados financieros globalizados. La volatilidad verificada en los mercados brasileros, desde el cambio de régimen cambiario en enero de 1999 se puede clasificar de excesiva.

Entre 1998 y 2002, la deuda externa brasileña como porcentaje del PIB osciló entre 30,9% en 1998 y 27% en 2002. En relación con las exportaciones, la deuda fluctuó en torno a 335%, excepto en 1998 y 1999 cuando superó el 400 por ciento. Los intereses se ubicaron entre 9.071 millones de dólares en 1994 mientras que en el año 2002 dicho monto fue de 15.664 millones de dólares.

Hacia el año 2002, Brasil se encontraba en una fase de declive económico acompañado de la depreciación de su moneda, el real, y de una deuda pública elevada. Todo ello unido a la cercanía de las elecciones de octubre, gene-

**Gráfica 2. Distribución de la deuda externa. Brasil, 2000**



Fuente: Elaboración propia en base a datos de UTAL



raba un clima de alta incertidumbre. Tras el crecimiento del año 2000, la economía comenzó a desacelerarse en el 2001 y en el año 2002 las tasas comenzaron a ser negativas.

Algunos de los factores que propiciaron este cambio de tendencia fueron la crisis que estaba sufriendo Argentina, país al cual Brasil le vendía en dicho momento el 10% de sus exportaciones totales; el estancamiento de los países desarrollados hacia fines de 2001 y, por último, el aumento de las tasas de interés para compensar la tensión a la caída del tipo de cambio real y evitar el aceleramiento de la inflación.

Desde 1999, el valor del real experimentaba caídas sucesivas y abruptas, alcanzando en junio de 2002 un pico de 2,8 reales por dólar desde su creación en 1994. El gran monto de deuda pública y los hasta ese momento “posibles” efectos que la crisis de Argentina podía arrojar sobre la región, actuaron como desincentivo a la adquisición de activos denominados en reales ejerciendo presiones a la baja del tipo de cambio por lo que las autoridades brasileñas incrementaron los tipos de interés de emisión de títulos. Las reservas internacionales netas también se vieron reducidas pues el país tuvo que hacer uso del crédito con el FMI.

La pérdida de valor del real incrementó el peso de la deuda pública ya que elevó los tipos de interés y aumentó el costo efectivo de la deuda de acuerdo con la evolución del tipo de cambio real/dólar. En cuanto al perfil temporal de la deuda en dicho período, el 26% de los títulos tenía un vencimiento anterior a abril de 2003, lo que obligó al gobierno a recomprar y canjear esos títulos buscando retrasar el pago.

Todo ello, sumado al clima electoral del momento, incrementó el riesgo país brasileño de 698 pbs en 2001 a 1.700 pbs en 2002, transformándolo en el segundo país más inestable detrás de Argentina y delante de Nigeria. En ese momento, muchos autores señalaban que el no pago de la deuda era inminente, pues Brasil presentaba las mismas condiciones económicas que llevaron a Argentina al default. Sin embargo las deudas de ambos países presentaban diferencias considerables: mientras que la brasileña se encontraba mayoritariamente denominada en reales y en poder de residentes, la argentina había sido emitida en dólares y pertenecía a no residentes, lo que provocaba que el costo de financiación y su volatilidad fuesen mucho mayores. Un aspecto que vuelve crucial esta diferencia es la completa dolarización del sistema monetario argentino, lo que ocasionó un impacto a escala global en la economía cuando se produjo la devaluación, consecuencias que no se registraron en la economía brasileña, ya que esta no se encontraba dolarizada.

Por otro lado, el destino geográfico de las exportaciones brasileñas en el período en cuestión se encontraba bastante más diversificado que Argentina lo que reducía la posibilidad de “contagio” de la crisis de este país. Finalmente, el

gobierno tomó medidas de política económica, como el mantenimiento de la tasa Selic en el 18,6% y el aumento del coeficiente de reservas de los bancos comerciales por depósitos a plazo del 15 al 20%, lo que limitó la posibilidad de adquirir dólares. Un efecto colateral de este esquema de política monetaria fue el aumento del pago de intereses de la deuda.

En relación a la política fiscal, se vincularon los títulos de deuda interna a la evolución del tipo de interés y del tipo de cambio buscando promover su adquisición. En cuanto a la deuda con vencimiento 2003, una parte se recompró y otra se canjeó por títulos con vencimiento anterior a octubre de 2002.

En definitiva en Brasil, a la mala coyuntura macroeconómica de la región, se sumó el proceso electoral que se vivía en 2002 y la fuerte posibilidad de contagio de la crisis argentina. Luego de electo Lula da Silva, se garantizó el cumplimiento de las obligaciones de pago de la deuda aduciendo que Brasil tenía suficientes recursos para satisfacer el pago a corto plazo. Sin embargo, la sostenibilidad a largo plazo dependía del esquema de política económica que se aplicara y de la confianza que éste ofreciera a los inversores internacionales.

Hacia el año 2004 Brasil se encontraba en segundo lugar en emisiones de deuda entre los países emergentes, según un ranking elaborado por la consultora Dealogic<sup>7</sup>. En ese momento los brasileños contaban con siete operaciones por un valor total de 5.700 millones de dólares.

El presidente Lula da Silva había conseguido que los inversores siguieran confiando en el país y que olvidaran las incertidumbres que generó el hecho de que un ex sindicalista accediera a la presidencia del mayor país de América del Sur. En ese momento el riesgo país brasileño estaba en los 382 pbs, lo que representaba un logro para el gobierno luego de haber asumido el mando con 2.436 pbs.

Estas emisiones permitirían al Estado y a las empresas conseguir financiación en los mercados en 2005 a menores costos. Por otro lado, el gobierno emite en diciembre de 2004 un bono soberano en reales, ya que los inversores estaban abandonando el dólar debido al gran déficit de cuenta corriente estadounidense.

A mediados de diciembre de 2005 la noticia de Brasil de cancelar su deuda con el FMI sacudió al mercado financiero. Esta iniciativa hizo que el país desembolsara la elevada cifra de 15.500 millones de dólares, gracias a una buena coyuntura internacional que permitió un elevado superávit de la balanza comercial y gracias a una política de austeridad fiscal y sucesivos superávits primarios obtenidos por el gobierno de Lula durante los últimos años. Es por esto que en ese momento la noticia fue tomada muy positivamente por los analistas internacionales, como señal de fortaleza financiera (y comercial) del más grande de América del Sur. Brasil ya no necesitaba los préstamos del organismo, ya que

---

7. [www.dealogic.com](http://www.dealogic.com)

con 67.000 millones de dólares en reservas pudo saldar la mencionada deuda y ahorrarse unos cuantos millones por concepto de intereses.

Así, Brasil lograba un importante objetivo ya que, gracias al impulso exportador de productos agropecuarios, especialmente carne y soja, el gobierno se fue haciendo de excedentes de reservas que posibilitaron años más tarde terminar con su condición de deudor del FMI.

Sin embargo, esto que fue tan bienvenido por los expertos de las finanzas no lo fue para la población ya que el camino para terminar con el fondo incluyó severas restricciones, especialmente en los gastos sociales y ambientales. El crecimiento del mercado interno se desaceleró, al tiempo que las tasas de interés se mantuvieron siempre elevadas, alcanzando casi un 20%. Esto ocasionó que la inversión se redujera y que el superávit comercial se convirtiera aparentemente en la única preocupación del gobierno. Pero, debido al gran control del gasto público, los frutos del auge exportador no se volcaron instantánea ni automáticamente a la sociedad.

En términos ambientales, tampoco éstos fueron prioridad para el gobierno. Basta observar lo que ocurre en la Amazonia, miles y miles de hectáreas de bosque tropical desforestándose día a día para utilizarlas en la ganadería o el cultivo de soja con la misma consigna: aumentar las exportaciones.

En efecto, todo lo anterior ilustra la actitud que hubiera sido esperable de un gobierno conservador; es irónico cómo un gobierno que se autodefine de izquierda se haya despachado con una actuación digna de los mejores pupilos de la escuela neoclásica, no sólo en cuanto al resultado obtenido, sino también al procedimiento.

La otra cara del pago por adelantado de Argentina y Brasil al FMI es que esto no sería tan positivo para el organismo desde el punto de vista de sus propias finanzas. Por irónico que parezca, el propio presidente de la institución, Rodrigo Rato, ha reconocido que el panorama no es demasiado auspicioso después de los desembolsos de dos de los más grandes deudores del Fondo. Al cancelar sus deudas millonarias, Argentina y Brasil dejaron de deberle al FMI unos 1.740 millones de dólares por concepto de intereses, dinero con el cual el organismo contaba al proyectar su economía.

## **Uruguay**

### *La deuda uruguaya no es reciente*

Uruguay tiene una larga historia de deuda externa; desde el siglo XIX, el país había comenzado, por distintos motivos, a endeudarse. El tema es casi tan antiguo como su propia historia, un país que desde sus orígenes como economía productora de bienes pecuarios, había gozado de buenas condiciones de vida de

la mayoría de sus habitantes, en especial si se compara con otros pueblos de la región. Podría decirse incluso que la vida por estos lugares de praderas extensas y clima templado era cómoda. El país, de reducida población, gozaba de buenos indicadores económicos y sociales y de las condiciones naturales de sus campos, que hacían reproducirse casi espontáneamente al ganado y luego se vendían en el comercio internacional a buenos precios con apenas un pequeño previo eslabón artesanal, que agregaba un mínimo valor. Paradójicamente, el país comenzó a endeudarse tempranamente en los incipientes mercados internacionales de capitales, que en aquellos días tenían su centro en la capital londinense.

Según Bertino y Bertoni (2005), la deuda pública uruguaya se multiplicó cincuenta veces entre 1870 e inicios del siglo XXI en términos reales. Esta ilustrativa cifra no sólo refleja el importante aumento de la deuda del país en términos reales sino también el hecho de que ya desde sus orígenes Uruguay mostró una tendencia al endeudamiento que podría ser catalogado como irresponsable y exagerado, en circunstancias en que no se midieron las consecuencias de los compromisos que el país adquiriría. El endeudamiento público fue el gran protagonista de la deuda del país hasta el último cuarto del siglo XX, cuando luego de la liberalización financiera, empezó a adquirir mayor relevancia relativa la deuda privada.

Gobernantes de turno, por diversas razones, durante todo el siglo XIX, fueron tomando empréstitos principalmente de la plaza de Gran Bretaña, centro financiero mundial por esos días. Aquellos mandatarios no calcularon el alcance y significado de sus actos en aquel momento, pero esas acciones fueron determinando el perfil de un país caracterizado por tener montos de deuda cada vez más elevados, lo que marcaría en parte su destino y tendría consecuencias hasta nuestros días. La Guerra Grande, un episodio que sacudió por una década a las economías de la región, fue el disparador principal de la "necesidad" del país de endeudarse. Luego, la lucha entre los partidos tradicionales materializada en sucesivas guerras civiles, y también las necesidades de infraestructura fueron algunas de las causas que llevaron a los gobiernos a seguir endeudando al país a lo largo del siglo XIX.

El hecho de que en 1875, el presidente Pedro Varela decretara el primer "default" de la historia del país, da una idea del elevado endeudamiento ya en aquel momento, aunque este episodio se da en medio de una importante crisis no sólo económica sino también política por la que atravesaba el país. La situación con los acreedores se normalizaba en 1878, pero pocos años después, en 1891, otro episodio de default acuciaba a la economía: la quiebra de un banco arrastró al Tesoro Nacional y el gobierno tuvo que "refugiarse" en la cesación de pagos. En 1932, se produce un tercer caso de cese de pagos, esta vez sólo de la parte correspondiente a la amortización de la deuda, no a los intereses, situación que culmina tres años después con la reestructuración de toda la deuda

externa pública, con la obvia consecuencia de un incremento en el costo de la deuda a cambio de una ampliación en los plazos de los respectivos pagos y una disminución en los montos que debían pagarse anualmente.

El resto del siglo XX se caracterizó por una tendencia al alza de la deuda, si bien hubo períodos en los cuales el valor del coeficiente Deuda/PIB disminuyó. Pero fue recién después del quiebre de “la tablita”<sup>8</sup> en 1982, cuando el ratio subió de manera permanente y alcanzó tales dimensiones que aun luego de una década de crecimiento, como fue la de 1990, no se redujo en forma significativa. Las malas maniobras de los gobiernos militares de la época (1973-1985) tienen gran responsabilidad en esta situación, ya que liberalizaron el mercado financiero sin un manejo adecuado de la regulación y supervisión del sistema bancario y financiero de la plaza uruguaya. Influenciados por las políticas neoliberales que estaban siendo adoptadas en la región, los militares optaron por seguir la tendencia sin (una vez más, como cien años antes) reparar en los daños o consecuencias que estas decisiones podrían acarrear al país en el futuro.

Entre fines de 1998 y mediados de 2003, la deuda aumentó en la extraordinaria suma de 4.100 millones de dólares, equivaliendo a un alto porcentaje del reducido PIB de 2003. Esto muestra una vez más que al momento del inicio de la renegociación de la deuda, la misma era literalmente impagable por el gobierno uruguayo.

### *Un pequeño entre dos grandes*

Desde sus orígenes, la economía uruguaya estuvo muy atada y condicionada por los sucesos acontecidos en las economías vecinas, tanto la argentina como la brasileña. Los vaivenes de estos dos gigantes afectaron desde siempre a la actividad del pequeño país, que se encuentra rodeado por ellos. Es así como a comienzos de 1999, cuando Brasil devaluó su moneda, la economía uruguaya, fuerte exportadora de productos primarios a ese país, empezó a transitar por una senda de estancamiento que se convertiría posteriormente y con el correr de los años en la crisis económica y financiera más profunda que haya vivido el país. La dependencia de la economía respecto al mercado brasileño había quedado una vez más de manifiesto. Sin embargo, las autoridades no se alarmaron en un primer momento, pensando que el efecto de la devaluación brasileña sería pasajero, y el país podría recuperar en el corto plazo las ventajas que gozaba en el pasado para exportar a aquel país.

La situación se agravó en 2000, cuando Uruguay recibió otra mala noticia. El país, productor pecuario por excelencia, había sido durante años “libre de aftosa

---

8. El valor del peso se encontraba atado al del dólar; la cotización futura era publicada por el gobierno en una tabla que se conocía como “la tablita”. En 1982 el gobierno decide devaluar, y ese episodio se conoce como el quiebre de la tablita.

sin vacunación”, lo que le permitía el acceso a mercados muy exigentes en materia de calidad de la carne. En ese año aparecen focos de aftosa en el territorio nacional, en la frontera con Argentina. Esta noticia causó otro duro golpe a la economía uruguaya, que ahora perdería parte importante de sus mercados de exportación, parte de su rodeo y debería retomar la vacunación obligatoria de los vacunos. Este hecho no hacía más que acentuar la recesión iniciada el año anterior.

En el mismo sentido, los efectos de los sucesos ocurridos en Argentina a fines de 2001 no se hicieron esperar en Uruguay. El país ubicado al este del río Uruguay siempre había recibido las consecuencias de los *shocks* provenientes del país vecino, en especial los del tipo financiero. En ocasiones anteriores, como entre los años 1988 y 1991, los argentinos habían recurrido a depositar sus capitales en Uruguay ante la inseguridad financiera que acuciaba a su país. Uruguay ofrecía condiciones más seguras como plaza financiera y un buen desahogo inmediato para las preocupaciones de los depositantes. Lo mismo ocurrió luego del “efecto tequila” hacia 1995, cuando los depósitos de no residentes experimentaron un nuevo auge.

Una vez más, en 2001, muchos argentinos recurrieron al sistema financiero uruguayo para confiar sus riquezas monetarias. Ante el inminente “corralito” en aquel país, y el temor de la ruptura de la paridad cambiaria imperante desde inicios de los noventa, los depósitos de no residentes en Uruguay (encabezados obviamente por dinero proveniente de Argentina) se elevaron notoriamente. Tanto fue el aumento de tales flujos, que sólo entre julio y noviembre de 2001 los depósitos de no residentes en Uruguay se incrementaron más de 1.100 millones de dólares, equivalente a un 22%. El 2 de diciembre de ese mismo año el temor del corralito argentino se materializó, limitando el uso de depósitos a un máximo de \$A 250 por semana.

### *La crisis de 2002*

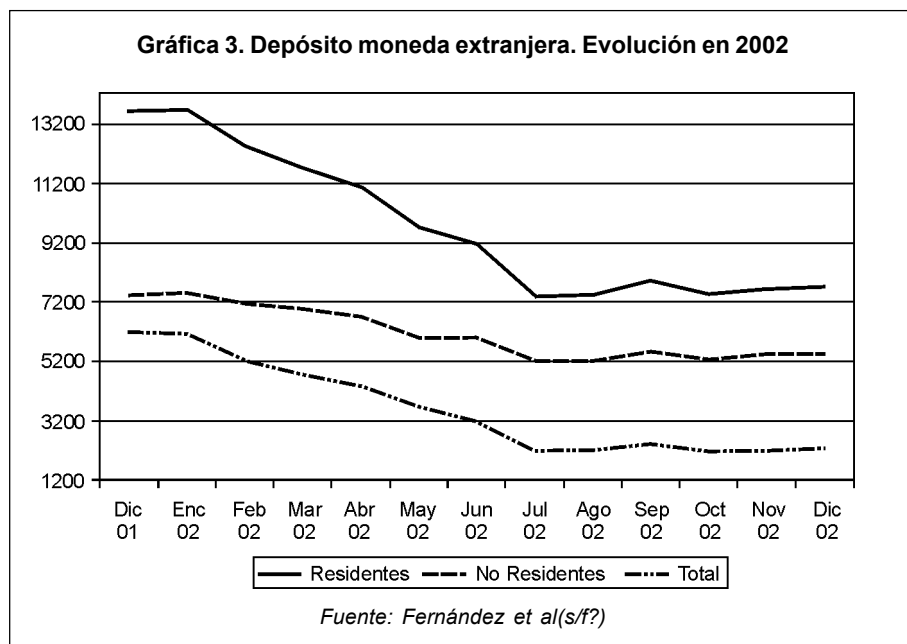
Antes de finalizar 2001, un año verdaderamente turbulento para Argentina, el comportamiento de los depositantes argentinos se revirtió, cuando dos de los mayores bancos del Uruguay (Galicia y Comercial) que eran propiedad total o parcial de instituciones argentinas, comenzaron a sufrir la salida de depósitos. Pero esto no constituyó un problema inmediato, ya que los depósitos que los no residentes extraían de los bancos mencionados, eran depositados a su vez en otros bancos de plaza, manteniéndose más o menos estable el agregado de los depósitos. Sin embargo, en enero empezó a observarse que los depósitos de no residentes retirados ya no eran llevados a otras instituciones, y la corrida comenzó a generalizarse incluyendo también a los agentes residentes.

Los primeros meses de 2002 se caracterizaron por la salida permanente de depósitos del sistema bancario: a finales de enero había 13.663 millones de

dólares en depósitos en moneda extranjera, mientras que en agosto la suma de dichos depósitos ascendía apenas a menos de 7.400 millones.

Intentado detener la corrida, el 29 de julio el gobierno se vio obligado a decretar un feriado bancario. Para salir de la situación de crisis el Estado recibió la ayuda del FMI y del propio Departamento del Tesoro de Estados Unidos. Con estos fondos se constituyó el Fondo de Estabilidad del Sistema Bancario, con lo que se garantizaron los depósitos en dólares de los bancos públicos. Las cifras de pérdida para el país, consecuencia de la crisis financiera, fueron elevadísimas: ascendió a unos 1.540 millones de dólares.

Paralelamente, y como consecuencia de la corrida bancaria, se producía un empeoramiento cada vez más pronunciado de la situación de la deuda uruguaya. El país se vio acorralado en un círculo vicioso que se reflejaba en la disminución sucesiva del grado otorgado por las calificadoras, al tiempo que se observaba un fuerte aumento del riesgo país. La corrida ocasionaba la asistencia a bancos por parte del Banco Central, y esto a su vez desembocaba en la disminución de reservas. La situación cada vez más vulnerable del Estado uruguayo hacía que, en un contexto de seguimiento permanente de los títulos de deuda por los acreedores, los bonos emitidos por el Estado fueran perdiendo valor rápidamente. El círculo se cerraba cuando el país era incapaz de colocar nueva deuda para hacer frente a las obligaciones.



El país obtuvo el grado de inversión en 1997, el cual es la mejor calificación que puede tener la deuda de un país. Pero desde inicios de 2002 comienza el descenso de la calificación para Uruguay. La primera en manifestarse es Standard & Poor's, que en enero, aunque mantiene el grado de inversión, cambia la calificación de estable a negativa. Al mes siguiente, viendo que la situación financiera y fiscal se agravaba, quita a Uruguay el grado inversor. Este golpe significó un cambio importante para la situación de la deuda del país, que automáticamente empeora las condiciones de acceso a los mercados financieros internacionales. Como consecuencia, los bonos uruguayos perdieron valor inmediatamente y el riesgo país siguió en aumento. En los meses sucesivos otras calificadoras seguirán el ejemplo de S&P en la baja del grado de inversión para Uruguay.

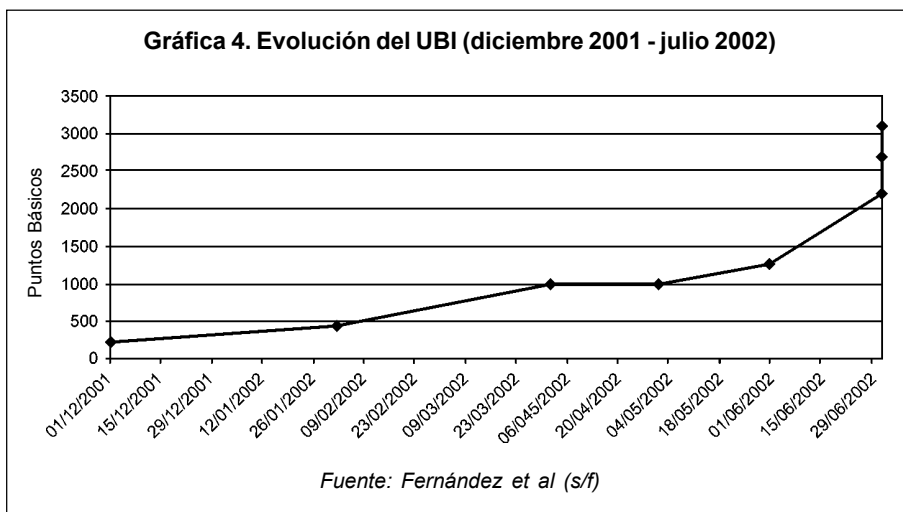
En mayo, S&P una vez más disminuye la calificación, anunciando un BB-. El gobierno ve cómo se extinguen las posibilidades de obtener préstamos en los mercados internacionales, quedándole como única alternativa recurrir nuevamente a los organismos multilaterales de crédito. Ese mismo mes el FMI y el BID anuncian un préstamo de 3.000 millones de dólares; las autoridades pensaron que esta importante suma ayudaría a empezar a revertir la situación en los bancos, dando más estabilidad al sistema y a la situación financiera del gobierno. Sin embargo, las mejoras no se concretaron y la situación siguió agravándose, lo que causó un nuevo descenso de la calificación de los títulos uruguayos: en julio, S&P los califica con B.

Si bien a partir de octubre el riesgo país comienza un camino descendente y los depósitos dejan de caer, comenzando a observarse un leve y lento incremento de la cartera de los bancos, en noviembre S&P disminuye una vez más el grado a los títulos uruguayos y les coloca B-, siendo una de las peores calificaciones de toda América Latina.

Los diversos préstamos que recibió el país por parte del FMI, BID y el Tesoro de los Estados Unidos, hicieron que la deuda externa pública creciera a lo largo de 2002. El ratio Deuda/PIB pasó de 54% en 2001 a 93% en 2002, aumento que responde en buena medida a la devaluación del peso uruguayo frente al dólar en 2002. Este fenómeno hizo disminuir el producto medido en la moneda estadounidense y por tanto aumentar el cociente en forma escandalosa, si bien la deuda en millones de dólares también se incrementaba, aunque en forma moderada. La deuda externa uruguaya era de 11.500 millones de dólares en 2002, frente a unos 9.800 millones en 2001. Esto muestra que el incremento del cociente estuvo afectado fuertemente por la devaluación de la moneda.

El nivel más alto de riesgo país a lo largo de 2002 se ubicó en unos 3.100 pbs y se registró a fines de julio, cuando el gobierno decretó el feriado bancario. Desde agosto y hasta final de 2002 el riesgo país (UBI: Uruguay Bond Index) disminuyó lentamente hasta ubicarse en alrededor de los 1.800 pbs en diciembre de ese año.





Luego de la reanudación de la actividad bancaria y la relativa y lenta normalización de la actividad económica del país, Uruguay se enfrentaba a la enorme carga de la deuda en la que había incurrido. La urgencia de salvar la cadena de pagos y evitar un colapso total de la economía dio paso a la preocupación por las cuentas fiscales y la elevadísima deuda pública que acuciaba el país. Uruguay tenía que hacer frente a una deuda tan grande como toda la riqueza que generaba.

La deuda creció respecto al producto no sólo porque ésta aumentó en términos absolutos (a la vez que caía el producto como consecuencia de una recesión que ya transitaba por el cuarto año) sino que dicha relación se incrementó por el efecto del aumento del tipo de cambio. El 19 de junio de 2002 la tasa de cambio había dejado de moverse dentro de las bandas de flotación fijadas por el Banco Central para pasar a ser de flotación libre. Esto significó que el valor del producto, medido en dólares, bajó de un momento a otro a prácticamente el 50% de su valor. Este factor sumado a los fondos recibidos de los organismos multilaterales y de la FED, hicieron que el cociente creciera enormemente.

### *La salida de la crisis*

A inicios de 2003 la situación económica de Uruguay todavía era crítica; si bien había pasado lo peor de la crisis financiera, los “coletazos” se hacían sentir en todos los sectores y en la sociedad en general, lo que se reflejaba por ejemplo en las altas tasas de desempleo. Era necesario seguir recurriendo a los desembolsos de los organismos multilaterales (en particular el FMI) para hacer frente a los

compromisos del gobierno. Solamente en ese año, los vencimientos de la deuda pública ascendían a 2.025 millones de dólares, monto que el país no estaba en condiciones de afrontar a menos que se recibiera más ayuda financiera.

Luego de momentos de desacuerdo entre autoridades del gobierno y del organismo de crédito, en donde peligró la continuación de los préstamos a causa de diferencias en las metas y objetivos macroeconómicos del país para 2003, finalmente ambas partes llegaron a un acuerdo y el fondo liberó unos 300 millones de dólares en marzo. Si bien por un lado el gobierno obtuvo esta financiación, por otro tenía que enfrentar los vencimientos mencionados anteriormente. Es por esto que apenas encontró una oportunidad propuso un canje de deuda a los acreedores que resultó más exitoso en términos de adhesión de lo que las propias autoridades esperaban. Fue anunciado en mayo de 2003 y en poco tiempo se había adherido más del 90% de los acreedores. La reprogramación consistía en cambiar títulos de deuda pública que alcanzaban los 5.300 millones de dólares (equivalentes a casi la mitad de la deuda total) y que vencían como máximo en 2008, por otros que vencieran entre 2012 y 2020. Este procedimiento le daría al Estado uruguayo un margen de maniobra más amplio y cierta tranquilidad momentánea a los gobernantes; de acuerdo a las recetas del propio fondo, estos mecanismos volvían menos vulnerable al país y le permitían continuar con las políticas tendientes a obtener los objetivos que ellos mismos habían planteado. Cabe recordar que la operación de renegociación había sido sugerida por el FMI y avalada por el organismo, apuntando a colocar el país en la dirección “correcta” que lo llevaría a evitar la situación de cesación de pagos.

La suma definitiva del canje ascendió a 4.981 millones de dólares, 92% del total. Participaron 1.599 millones en bonos locales y 3.383 millones de emisión internacional. Del canje surgieron bonos locales por poco más de 1.578 millones de dólares y el total de bonos internacionales ascendió a 3.354 millones de dólares.

Tras el canje, si bien el país había comprado “aire”, tenía ahora que manejarse con tal disciplina fiscal que la relativa comodidad que había ganado por un lado se desvanecía por el otro. Ahora tenía la presión y la obligación de “apretarse el cinturón” al máximo, para que los mercados evaluaran con buenos ojos la actuación del país y este ganara credibilidad. A pesar del éxito del canje, Uruguay debía preocuparse por mejorar su imagen y hacerles ver a los acreedores que estaba haciendo lo posible por lograr abultados superávits fiscales, que le permitieran en los años siguientes afrontar sus compromisos de deuda e ir disminuyendo, en consecuencia, el ratio Deuda/ PIB.

Durante 2003 Uruguay tenía que afrontar intereses de deuda que alcanzaban el 6% del PIB, pero los cálculos más optimistas de superávit primario auguraban apenas al 3% del producto. Esto implicaba que el país debía seguir endeudándose para poder asumir sus compromisos, ya que a consecuencia de la profunda recesión que había sufrido, éste no lograba recuperarse aún como para

afrontar sus compromisos de deuda. El gobierno seguía profundizando el ajuste fiscal como medida para obtener el mayor superávit primario posible, pero con esto impedía a la vez que el mercado interno se reactivara, haciendo difícil salir del círculo vicioso del endeudamiento apabullante que asfixiaba a la economía. El ajuste consistía principalmente en incrementar las tarifas de las empresas públicas proveedoras de servicios públicos, reducir salarios públicos y pasividades, y disminuir la inversión a niveles insostenibles en el mediano plazo. El superávit fiscal se basaría principalmente en la recaudación a través del aumento de tarifas públicas.

Según datos del Banco Central del Uruguay, la deuda pública alcanzaba a mediados de 2004 los 12.784 millones de dólares, lo que significaba un nuevo aumento de la deuda del país, aún luego de la reactivación que experimentaba la economía. El producto había crecido en 2003 un modesto 2,5%, y en 2004 registraría un aumento mucho más importante, equivalente al 11,8 %. Sin embargo, esa mejora en el producto no se reflejaba en una disminución de la deuda. Uno de los motivos puede relacionarse con la reducción, de dimensiones catastróficas, que había sufrido el PIB del país durante los cuatro años anteriores, que llevaba a que, si bien desde fines de 2003 la economía mostraba una leve mejora, esta no alcanzara a recuperar el dinamismo necesario para hacer frente a la deuda. La caída había sido tan estrepitosa que por más que se comenzaba a palpar la recuperación, paralelamente, el país seguía endeudándose. Más concretamente, solo en los primeros tres meses de 2004 la deuda se incrementó en 665 millones de dólares. Uno de los problemas que se planteaban en el momento era que casi la mitad de la deuda vencía dentro de los siguientes cinco años, por lo que le esperaba un grave problema al gobierno que asumiría en marzo de 2005.

De acuerdo a datos oficiales, del total de lo adeudado por el sector público, 5.772 millones de dólares (45%) correspondían a préstamos de organismos multilaterales, como el FMI o el BID. El 50%, equivalente a poco más de 6.300 millones, estaba en poder de inversores privados, y el resto consistía en deudas con otros acreedores.

En setiembre de ese mismo año el directorio del FMI aprobó la quinta revisión del programa económico con Uruguay, y esto habilitó la entrega de 204 millones de dólares adicionales al país. Ese acuerdo expiraba en marzo de 2005, justo en momentos en que asumiría el nuevo gobierno.

### *El nuevo gobierno y el FMI*

En las elecciones de octubre de 2004 venció la coalición de izquierda por primera vez en la historia del país. El partido llamado Frente Amplio accedió a la presidencia en la persona de Tabaré Vázquez. Muchas eran las expectativas

respecto a la política económica del nuevo gobierno, y en especial respecto al tratamiento de la deuda externa, ya que era probable que le imprimiera otra dirección por ser de orientación ideológica diferente al gobierno anterior.

Más allá de las especulaciones, el nuevo gobierno siguió a rajatabla la política fiscal austera y de consecuente superávit fiscal que le permitió ir cumpliendo con los compromisos pactados. Según los indicadores económicos la crisis había quedado atrás. El producto se recuperaba al tiempo que las exportaciones aumentaban tanto en volumen como en valor, aunque los efectos sociales de tales mejoras no se manifestaban en las condiciones de vida de la población. Los indicadores sociales habían empeorado muchísimo durante la recesión, y se necesitaría más que un par de años de crecimiento económico para recomponer y mejorar el tejido social desmembrado por los duros años de crisis que soportó el país. La clase media se vio fuertemente disminuida, en un país que se había caracterizado por tener ese grupo socioeconómico fuerte y numeroso, en especial en relación a otros países de América Latina. La diferencia entre ricos y pobres aumentó a consecuencia de un empeoramiento de la distribución del ingreso, aumentó el número de pobres y el desempleo. Entre otros indicadores, el salario real se redujo un 23% de 1998 a 2004, los ocupados con problemas de empleo pasaron del 20,3% al 44,6%; el crecimiento del PIB en 2003 y 2004 no se reflejó en el salario real, que se redujo un 12,4% y un 0,4%, respectivamente; el 40% de la población económicamente activa no tenía cobertura de seguridad social.

Aunque se puso en marcha el Plan de Emergencia Social que daba un ingreso mínimo a miles de familias en situación de pobreza (a cambio de la asistencia de los niños a la escuela y controles de salud en salud pública) el gobierno se dispuso a cumplir con los elevados compromisos de deuda haciendo un significativo esfuerzo y limitando los gastos.

Se podría decir que las expectativas de los organismos multilaterales y otros acreedores fueron colmadas. La política fiscal de Uruguay fue aplaudida por los analistas financieros internacionales y la imagen del país comenzó a recuperarse. Ya en marzo de 2005, la disciplina fiscal permitió al gobierno bajar la deuda en 224 millones de dólares, momento en el cual los pasivos uruguayos alcanzaban 5.684 millones de dólares por préstamos de organismos internacionales, además de poco más de 7.000 millones de dólares en títulos de deuda.

La deuda pública en el primer trimestre de 2005 llegaba a más de 13.000 millones de dólares, lo que representaba un 92,6% del producto generado en la economía, frente a una relación de casi 102% al final de 2004. En lo que restaba del año Uruguay debía hacer frente a compromisos por 1.916 millones de dólares entre amortizaciones e intereses de deuda (1.378 millones de dólares y 538 millones de dólares respectivamente).

Durante ese año las autoridades cumplieron sus obligaciones e intentaron obtener el mayor superávit fiscal posible para lograr las metas pactadas con el

fondo en las cuentas del gobierno (el superávit primario era de 3,9% del PIB en agosto de 2005). Tal es así que a inicios 2006, luego de que Brasil y Argentina cancelaran sus respectivas deudas con el Fondo, Uruguay aprovechó el momento para realizar una importante operación de deuda: colocó el mayor monto de bonos de su historia hasta el momento. El país consiguió colocar 500 millones de dólares en títulos, de los cuales 97% tuvo como destino el exterior. El hecho de que la oferta inicial fuera por 300 millones de dólares y una demanda superior hiciera que se ampliara el monto a 500 millones de dólares, cifra que finalmente cerró la colocación, muestra la relativa vuelta de la confianza de los mercados internacionales respecto a las emisiones uruguayas.

En principio, la colocación de deuda uruguaya es una opción diferente al camino seguido por Argentina y Brasil. Sin embargo, desde ese momento el gobierno ya tenía en mente la cancelación de débitos con el FMI. En ese momento no era viable dada la abultada cifra que se adeudaba al organismo, pero estaba la intención de adelantar pagos y llegar a la independencia del Fondo lo antes posible. Esta búsqueda de independencia del organismo va acompañada de otros mecanismos alternativos de endeudamiento, como el hecho de endeudarse con otro tipo de acreedores, o incluso emitir en los mercados internacionales en moneda nacional, modalidad que Uruguay adoptó en los últimos años. El hecho de emitir este tipo de deuda le permite al país cubrirse del riesgo de tipo de cambio, una contingencia a la que están expuestos con las modalidades tradicionales.

Uruguay ensayó la modalidad de emitir en moneda nacional para los mercados externos en 2003 y 2004: en 2003, en el marco de la reestructuración de la deuda, había emitido el equivalente a 290 millones de dólares, bonos indexados a la inflación, cuyos intereses y el capital se liquidan en dólares de EEUU. En una segunda instancia, en agosto de 2004, Uruguay emitió el equivalente a 250 millones de dólares de deuda, esta vez no indexada pero con un cupón del 17%, lo que resultó bastante costoso para un bono con vencimiento de solamente dos años.

Las operaciones que el país fue realizando en estos años respecto a su deuda, así como la estricta conducta fiscal del gobierno, le han permitido, como se reflejó en los mercados internacionales, recuperar gran parte de la confianza de los inversores. Esta recuperación paulatina, en la que el país ha podido colocar deuda sin mayores dificultades, acompañada de una mejora general de la "calidad financiera" de los países de la región, ha llevado a que el índice de riesgo país fuera disminuyendo en forma prácticamente constante. Desde aquellos niveles de más de 3.000 pbs a los que había llegado Uruguay en 2002, en agosto de 2006 el riesgo país había caído a "apenas" 220 puntos básicos.

Uruguay presenta tasas de crecimiento positivas por cuarto año consecutivo, y se espera que en 2007 el país siga recorriendo la senda del dinamismo. Con

una política de superávit y disciplina fiscal, y la idea de ir consiguiendo el mayor “desendeudamiento” posible, en noviembre de 2006 Uruguay anunció que dejaría atrás su relación de deudor del FMI. Al igual que hicieran sus vecinos un año antes, a fines de 2006 le tocó el turno a Uruguay de independizarse del Fondo, y le pagó el total de lo que le adeudaba que alcanzaba a 1.080 millones de dólares. Así el país puso fin al mismo tiempo al programa vigente con el organismo, que se extendía desde 2005 y hubiera continuado hasta 2008. Los recursos que permitieron pagar el total de la deuda al Fondo provinieron principalmente de las operaciones de canje, permuta y recompra de deuda de mediados de octubre, que posibilitó la obtención de 800 millones de dólares, además de la utilización de reservas internacionales. Tras la cancelación, el país tiene una deuda total que alcanza los 13.000 millones, equivalente aproximadamente a dos tercios del PIB uruguayo.

La situación financiera de la región parece estar en calma y con buenas perspectivas, lo que ocasiona que esa estabilidad se refleje en las condiciones financieras del Uruguay. El riesgo país se ubica en marzo de 2007 en unos 200 pbs, lo que muestra la “confianza” en los papeles uruguayos. Dada la situación de bonanza que atraviesa en estos años la región, muchos analistas son optimistas y confían en la buena y estricta performance fiscal de los países del Cono Sur. Pero, tratándose de mercados emergentes, las miradas internacionales siempre están atentas, y la vulnerabilidad de los países pobres, y más aún si son pequeños como Uruguay, es evidente. Más allá del crecimiento económico de los últimos años y del “buen” desempeño del gobierno, la dependencia respecto a los mercados financieros internacionales y a los centros de poder sigue siendo un obstáculo muy fuerte para el desarrollo de los países. A través del pago de deuda, se esfuman millones de dólares generados en el país, que se pierden para realizar mejoras sociales que apunten a la mejora en el bienestar de la población. Mientras acreedores y deudores, ricos y pobres sigan manteniendo las posiciones y las relaciones que hoy tienen en el sistema mundial, el crecimiento que alcancen estos últimos no les alcanzará para dejar de ser la periferia subdesarrollada en la actual globalización.

### **Bibliografía**

- Antía, F. (2002): Uruguay 2002: Contagio, Crisis Bancaria y Perspectivas, en: *Revista Iconos* N° 15.
- Basualdo, E. (2006): Estudios de Historia Económica Argentina: Desde mediados del siglo XX a la actualidad. Buenos Aires.
- Bertino, M.; Bertoni, R. (2005): Más de un siglo de Deuda Pública Uruguaya: una historia de ida y vuelta. Montevideo

- Carneiro, R. et al. (2006): A supremacia dos mercados e a política econômica do governo Lula. Editora Unesp (FEU), São Paulo.
- CEPAL (2005): Deuda Pública Internacional Denominada en Moneda Local: desarrollo reciente en América Latina, Informe Trimestral del BPI.
- CEPAL (2006): Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe. Santiago de Chile
- Cinquetti, C. (2005): The Debt Crisis: a re-appraisal. *Brazilian Journal of Political Economy*, vol. 25, n° 3 (99), July-September/2005.
- De Holanda, F. (2006): The contagion effect of public debt on monetary policy: the brazilian experience. *Brazilian Journal of Political Economy*, vol. 26, n°2 (102).
- Diario El País (2003): Anuario 2003. Disponible en <http://www.elpais.com.uy/anuarios/03/12/31/>
- Elías, A. (2005): La Doble Deuda Uruguay. *Le Monde Diplomatique*, edición del Cono Sur, 09/2005. Disponible en <http://www.pvp.org.uy/elias3.htm>
- Fernández, A.; Garda, P.; Perelmutter, N. (s/f): Calificaciones, crisis de deuda y crisis bancaria: la experiencia uruguaya en el 2002. Montevideo
- FMI (2004): Informe sobre la evaluación del papel del FMI en Argentina, 1991-2001. [www.imf.org](http://www.imf.org)
- Ffrench-Davis, R. (2005): Reformas para América Latina: después del fundamentalismo liberal. Buenos Aires.
- ICE (2002): Brasil: una cuestión de confianza. En Boletín económico del ICE N° 2733.
- Instituto de Economía de la Facultad de Ciencias Económicas y de Administración. (2006): Informe de Coyuntura Uruguay 2005-2006. Montevideo.
- Le Monde Diplomatique (2006): El Atlas II. *Le Monde Diplomatique*, edición del Cono Sur. Buenos Aires
- Polgar, J. (2004): Crisis Bancarias y Regulación. Algunas claves para el nuevo marco regulatorio de la intermediación financiera, en G. Licandro y A. Licandro (editores): Una agenda de reformas para el sistema financiero uruguayo, Montevideo.
- Paolillo, C. (2004): Con los días contados. Montevideo, Editorial Fin de Siglo.
- Rosselli, P. (2003): Perspectivas de la Deuda Pública Uruguay tras el Canje. Montevideo
- Suárez, J., editor (2006a): Social Watch. Informe 2005. Montevideo.
- Suárez, J., editor (2006b): Social Watch. Informe 2006. Montevideo.
- UTAL (2001): Análisis estadístico de la deuda externa. Años 1980 a 2002. Caracas.

Visca, P. (2006). MERCOSUR: cambia el patrón de endeudamiento. Tercer Mundo Económico N° 202.

**Diarios consultados:**

Clarín (Buenos Aires)

El País (Montevideo)

El Observador (Montevideo)

La Nación (Buenos Aires)



# **Crisis financiera, estabilización y estancamiento en Brasil**

**Luiz Augusto E. Faria**

*“Dócil gente, no recela  
Las iras de Portugal:  
Porque nunca hubo memoria  
De haberle hecho algún mal (...)  
Y, de Castilla tampoco  
Esperaba tal furor (...)  
Ya le diera oro y sangre,  
Y primacía y honor!...”*

Simões Lopes Neto, *El Lunar de Sepé*

Los años de la década de los ochenta marcaron la ruptura del patrón monetario brasileño inaugurado cuarenta años antes, sin que hubiese un sucedáneo capaz de dar estabilidad institucional al crecimiento. El acento usualmente negativo atribuido a esa década, en contraste con la de los años noventa, queda refutado porque por un lado, el desempeño económico fue semejante y por otro, porque la diferencia de las tasas de inflación no significó una reducción de la inestabilidad. El acuerdo monetario generado por el Plan Real, a semejanza de otras experiencias en América Latina y debido a su acentuada vulnerabilidad internacional, no fue capaz de cumplir las funciones necesarias para desarrollar el sistema productivo nacional e insertarlo mejor en la economía mundial. Para superar esa situación es necesario separar el cambio de moneda de la condición de ser un ancla del sistema de precios.

La literatura económica, en su descripción de las vicisitudes del reciente desarrollo latinoamericano, consolidó los rótulos de “década perdida” para los años ochenta y de “reestructuración” para los noventa. Esa clasificación, en el sentido en que fue utilizada por la corriente neoclásica, buscaba, en una generalización apresurada muy a su gusto, contraponer los padrones de política económica vigentes en esas décadas, avalados por sus resultados para el control de la inflación. El primero sería un caso de fracaso y el segundo de éxito. Puesto que las trayectorias son nacionales, no obstante correspondan *grosso modo* a las de las décadas referidas, el principio y el final de esos períodos es diferente para cada país considerado aisladamente. Si la diferencia entre los dos períodos es real, sus resultados, excepto la estabilidad de precios<sup>1</sup>, son idénticamente desastrosos. Las tasas de crecimiento anual de la renta per cápita próximas a cero, el desequilibrio de la balanza de pagos y la inestabilidad cambiaria subsiguiente, el atraso y desestructuración de muchas ramas del sistema productivo, el agravamiento de los problemas sociales y de la inseguridad política e institucional, y la poca eficacia de los instrumentos de política económica, fueron los mismos.

La verdadera marca para distinguir los dos períodos corresponde al grado de soberanía en la conducción de las decisiones de política económica adoptadas. No por casualidad rotuladas de populismo económico (Dornbusch y Edwards, 1991), las diversas iniciativas de estabilización y reconquista del desarrollo en la década de los ochenta buscaban preservar la recuperación de la autonomía en la conducción de los rumbos de la política económica, que fuera una de las características del período del desarrollismo nacional entre las décadas de los años treinta a setenta del siglo pasado y que se estrechara significativamente en razón de las restricciones del endeudamiento externo y de la crisis de las finanzas públicas. El fiasco de aquellas tentativas y el fracaso de las coaliciones políticas que las sustentaron, de lo cual son símbolos los gobiernos Sarney en el Brasil y Alfonsín en la Argentina, abrieron paso a la capitulación que los siguió y que inauguró un nuevo prototipo para la década siguiente.

La adhesión a las tesis del Consenso de Washington definió un sendero de ruptura con el proceso de crecimiento por sustitución de importaciones, y una tentativa de establecer un nuevo paradigma de inserción internacional para los países del continente. En el plano intelectual, la novedad de esa alternativa fue

---

1. En una perspectiva sociológica, la inflexión de los objetivos de la política económica para las metas de inflación corresponde al ascenso del capital financiero al liderazgo del bloque en el poder, dislocando las fracciones burguesas representativas del agronegocio y de la industria, hegemónicas a lo largo de las décadas del desarrollo. La estabilidad de precios y la convertibilidad internacional de la moneda tienen por objetivo preservar el valor de la riqueza en la forma como es apropiada por los capitalistas de esa nueva fracción dominante, el dinero.

escasa, no pasando de la repetición de las tesis neoclásicas que justificaban sus recomendaciones, como las propuestas de que la política industrial desarrollista generara un estímulo al comportamiento *rent seeking* por parte de las empresas nacionales (Krueger, 1997); o de recalentar ideas de liberales como Eugenio Gudín quien, en la primera mitad del siglo XX, esgrimía argumentos sobre la “artificialidad” de la industria en América del Sur (Franco, 1998), todo debidamente protegido por un arsenal estigmatizante de rótulos que clasificaba de populista, retrógrada o ingenua cualquier formulación alternativa<sup>2</sup>.

Este texto va a tratar de un aspecto de los cambios ocurridos en el período, la ruptura del patrón monetario construido en etapas sucesivas a partir de la crisis de 1929, que avanzó durante las décadas siguientes y se completó en la reforma financiera de 1969. Provocado por la fragilidad externa inaugurada en los años ochenta y por la crisis inflacionaria asociada con ella, el fin de aquel dispositivo institucional no fue seguido por ningún sucedáneo estable. Al contrario, el debilitamiento de las fronteras monetario-financieras nacionales resultante de la internacionalización del sistema bancario y de la apertura del mercado financiero a los inversores no residentes, dio lugar a una inestabilidad que no encuentra paralelo en las recurrentes crisis cambiarias de la imitación de patrón oro que diseñara la política monetaria en la República Vieja. El marco teórico de este análisis buscará esclarecer los límites de esa opción internacionalizante. Del mismo modo, las implicancias de los cambios ocurridos van a definir condiciones bastante adversas para cualquier tentativa en dirección al necesario reacomodo de la forma institucional de la moneda en la economía brasileña, con implicancias también para la modalidad de su inserción internacional.

## 1. Moneda y confianza

El surgimiento de la relación mercantil y la transformación del orden económico vigente –el sometimiento de las formas de producción y aprovisionamiento de los medios de subsistencia a las reglas del mercado– introdujo en la vida de los individuos una situación de inseguridad radical. Un siervo de la Europa medieval podía confiar en que la espada de su señor estaría lista para protegerlo de eventuales enemigos, así como solía tener su supervivencia garantizada, de acuerdo a la tradición, por la distribución de los frutos de la cosecha entre todos los miembros de la comunidad. De la misma forma, un maku del alto Río Negro, en la Amazonía brasileña, tiene la certeza de que su subsistencia estará asegurada por la obediencia a las costumbres y prácticas ancestrales de todos los miem-

---

2. La arrogante falta de elegancia de los asesores económicos del gobierno brasileño en la segunda mitad de los años noventa creó el epíteto de “neotontos” para sus críticos.

bros de la tribu. El estatuto de la ciudadanía bajo el capitalismo no puede ofrecer una garantía equivalente. En la sociedad gobernada por las leyes de la mercadería, la única fuente de seguridad relacionada con la subsistencia material es la posesión de riqueza que, vuelta escasa por la misma instauración de su apropiación privada, asume su forma absoluta en el dinero. “Privés de la protection des solidarités traditionnelles, soumis aux diktats de la rareté, les gens cherchent désespérément a la stabiliser les bases de leur existence, c’est-à-dire a la conjurer provisoirement la menace de l’exclusion”<sup>3</sup> (Aglietta y Orléan 2002, p.63). Es necesario comprar la supervivencia.

En su obra sin igual, Karl Polanyi (1944) mostró cómo la evolución del mercado necesitó ir desmontando poco a poco las instituciones responsables de la protección social de la Inglaterra precapitalista, proceso que culminó con la abolición de la *Speenhamland Law* en 1834. La supresión del “derecho de vivir” completó un largo ciclo de cambios que transformó el trabajo en mercancía y que siguió a la mercantilización de la tierra y la consolidación de la moneda como forma ideal del valor. La socialización capitalista, entonces puesta plenamente a la luz, trajo consigo un nuevo nivel de conflicto –además de la oposición de clases sociales presente en la historia de las civilizaciones–, la contradicción nacida de la naturaleza antagónica intrínseca a su propia organización social, ya que el orden mercantil tiene la competencia como su principio instaurador. Lo que Marx caracterizó como oposición entre producción social y apropiación privada, es identificado por Polanyi como “dos caminos opuestos; a través de la armonía y de la autorregulación de un lado, y de la competencia y del conflicto del otro” (Polanyi, 1944, p. 108).

El paradójal poder disruptivo del orden capitalista, el “molino satánico” de que habló Polanyi, tuvo que ser frenado por la acción del propio Estado, cuya intervención había sido decisiva para la transformación de la tierra, del trabajo y de la moneda en mercancías. Poco más tarde comenzó la construcción de un nuevo sistema de protección social bajo la forma de las redes institucionales de seguridad que caracterizarían, en la segunda mitad del siglo XX, al Estado de bienestar –su versión primermundista–, o las políticas sociales instauradas por el populismo<sup>4</sup> –su versión latinoamericana. La incertidumbre radical manifiesta en el riesgo del desempleo o de la desvalorización de la riqueza acumulada,

---

3. “Privados de la protección de la solidaridad tradicional, sometidos a los dictámenes de la escasez, las personas buscan desesperadamente estabilizar las bases de su existencia, quiere decir, a conjurar provisionalmente la amenaza de la exclusión”.

4. Aquí el término tiene el significado de su versión original, refiriéndose a los regímenes políticos latinoamericanos que, entre otras características, tomaron iniciativas de inclusión de las masas populares en la división de los resultados económicos del desarrollo con la creación de sistemas de previsión social, educación pública, leyes laborales, etc.

mientras tanto, no puede ser superada. El futuro no es conocido pues la sociedad no puede crearlo como resultado de una acción racional ni a través de la forma superior de esa racionalidad, el Estado; el futuro resultará siempre del azar de los negocios.

Para mitigar la inseguridad intrínseca del capitalismo, el Estado se vio obligado a asumir el papel de árbitro del valor en la relación mercantil, a través de la gestión de la moneda. Cada modalidad concreta de restricción monetaria adoptada históricamente ocupa una posición intermediaria entre un sistema fraccionado y un sistema homogéneo, conforme a la distinción hecha por Aglietta y Orléan (2002). En el primer caso, un régimen en el que el flujo monetario proviene exclusivamente de la evolución del crédito privado basada en una mercancía dinero (patrón oro "puro"), y en el segundo, un régimen en que el flujo monetario está inmediatamente sancionado por el banco central (patrón de inconvertibilidad absoluta). La dirección seguida en el transcurso de la historia de la institución monetaria es la de separarse cada vez más del sistema fraccionado acercándose al sistema homogéneo, en una reacción esperada a las crisis del capitalismo, recurrentes y cada vez de mayor intensidad.

La tentativa de reforzar el carácter inmediatamente social de la riqueza mediante la restricción a la convertibilidad, mientras tanto, se la reduce en sus efectos y su profundidad, apenas cambia la forma de manifestación de la crisis<sup>5</sup>. En lo que interesa aquí, la búsqueda de protección a través de preferir la liquidez no se manifiesta más en la demanda por moneda, sino como fuga de ésta y búsqueda de otros activos que tengan igual liquidez pero preserven el valor, en general una moneda extranjera<sup>6</sup>. Por eso Aglietta y Orléan (2002) definen una característica ambigua de la restricción monetaria: su contenido es, por un lado, violencia fundada en la separación de la relación mercantil y en el arbitraje del Estado sobre la misma, y por otro confianza, en la medida en que su función de representante general de la riqueza proviene únicamente de su aceptación social. A partir de ese marco general se puede avanzar en la interpretación de la verdadera trampa de dependencia externa en que quedó atrapada la economía brasileña como resultado de la tentativa, fallida, de instituir un nuevo patrón monetario con la reforma de 1994.

La moneda brasileña, desde la creación del *cruceiro* en 1942, se aproximó claramente al sistema homogéneo propuesto por Aglietta y Orléan. Un sistema

---

5. Es el caso de la diferencia entre las crisis de 1929 y la de 1973, en las cuales los índices de desempleo, caída del crecimiento o deflación divergen bastante en magnitud. Eso, sin embargo, fue compensado por la duración mucho mayor de la última.

6. O como fue el caso del Brasil entre los años setenta y ochenta, una segunda moneda también emitida por el Estado (títulos del Tesoro Nacional), pero con valor variable acompañando la inflación.

de ese tipo tiene su eficacia fundada en la confianza en relación al poder liberador de la moneda, que garantiza la efectividad de sus funciones de patrón de precios, medio de circulación y reserva de valor. A su vez, el sistema fraccionado depende de la confianza en la capacidad de reembolso de los créditos privados. Si en este último caso la responsabilidad final por la solvencia corre por cuenta de la riqueza privada, garante de los créditos, en el primero es el Estado quien debe preservar la liquidez del sistema y el valor de los activos monetizados. Cuando la confianza falta, la fuga de la moneda es inevitable.

La reforma de 1994, al adoptar un régimen de paridad cambiaria fija a todos los efectos, y de convertibilidad casi irrestricta por la internacionalización del mercado financiero, buscó instituir un nuevo patrón con nítida aproximación al sistema fraccionado, asumiendo la incapacidad del Estado brasileño de emitir autónomamente una moneda confiable. Como veremos enseguida, eso apenas cambió la forma de la crisis. Antes de emprender ese análisis será necesario recordar brevemente algunos aspectos de la ruptura del antiguo patrón por la superinflación de la década anterior.

## **2. La ruptura de los años ochenta**

La última fase del período de expansión de la economía brasileña en los años setenta fue financiada, en gran medida, por el endeudamiento externo. El núcleo central de las inversiones de esa etapa fue el sector productivo estatal, sometido a restricciones en sus mismas fuentes de financiación, sea por el límite entonces existente para la carga tributaria, sea por la práctica de precios comprimidos. Esa política, que trataba de preservar la rentabilidad del sector privado reduciendo la presión del Estado sobre el excedente, dejó como alternativa de financiamiento recurrir al crédito externo –entonces de fácil acceso por la enorme liquidez sobrevenida de los petrodólares y eurodólares que engordaban el pasivo de los grandes bancos privados con casas matrices en Europa o en los EEUU–, en fase de acelerada internacionalización.

El comienzo de la década de los ochenta cambió drásticamente el escenario, en razón del salto en la política monetaria de los EEUU que elevó brutalmente la tasa de interés. La restricción externa que sobrevino se sumó al agotamiento de las oportunidades de sustitución de importaciones en el frente interno, estancando el crecimiento a partir de 1981. La reacción del gobierno fue reclamar la responsabilidad de absorber el choque y buscar al máximo preservar el sector privado de sus consecuencias, proceso que se desdobló en dos movimientos: por un lado, dirigir la capacidad fiscal restante al fomento de las exportaciones y así generar un saldo comercial que posibilitase no sólo hacer frente a los costos de la deuda externa sino también abrir nuevas oportunidades a las empresas nacionales ante un mercado interno en retracción; por otro lado, sustentar el exceden-

te global del sistema a través de un aumento del déficit público que compensase la reducción del gasto capitalista. La aceleración de la desvalorización cambiaria y el aumento de la tasa de interés interna provocarían el fenómeno más emblemático del período, la superinflación.

Teniendo como punto de partida la formulación original de Kalecki, Belluzzo y Almeida (2002) presentan una interesante descripción del proceso de ajuste de los años ochenta, donde se ve con claridad el papel del Estado en la preservación del capital privado ante los peores efectos de la crisis. Resumiendo su interpretación, comencemos con la definición del excedente o lucro macroeconómico, como llaman los autores, a través de la ecuación siguiente:

$$\Pi = I_p + D_{sp} + X_c - S_j - S_x \quad (1)$$

En (1),  $\Pi$  es el lucro,  $I_p$  es la inversión privada –la parte más relevante del gasto capitalista–,  $D_{sp}$  es el déficit del sector público,  $X_c$  el saldo comercial externo de bienes y servicios,  $S_j$  el ahorro de los rentistas y  $S_x$  el ahorro enviado al exterior<sup>7</sup>. En la eventualidad de que no hubiere déficit primario –lo que se aplicó a casi todo el período hasta que la inflación acarreó la erosión de la carga tributaria a partir de 1987–, el déficit operacional será igual al pago de los intereses de las deudas interna  $J_i$  y externa  $J_e$ , conforme a la ecuación siguiente (2).

$$D_{sp} = J_i + J_e \quad (2)$$

En la medida en que el saldo comercial sea utilizado por completo para hacer frente a los servicios de la deuda externa, y que las tasas pagadas internamente por el sector público sean iguales al ahorro de los rentistas, tendremos las siguientes igualdades:

$$X_c = S_x \quad (3)$$

$$S_j = J_i \quad (4)$$

En consecuencia, la nueva determinación del lucro macroeconómico pasa a ser dada por esta ecuación:

$$\Pi = I_p + J_e \quad (5)$$

El pago de las tasas de la deuda pública externa sustenta el nivel de lucro en la economía, compensando la reducción del gasto capitalista como consecuencia de la caída de las inversiones privadas. Así, el elevado monto de pagos de intereses fue decisivo para la rentabilidad del capital en la circunstancia de bajo

crecimiento vigente a lo largo de la década. En el plano macroeconómico, ese movimiento de preservación del lucro se materializó en las necesidades del gobierno, que no exporta, de adquirir en el sector privado las divisas necesarias para honrar sus compromisos externos. Para ello emitió en cambio papeles con poder liberatorio tanto sobre el valor agregado, presente o futuro, como sobre las existencias de patrimonio, actuales o a ser generadas. Ese fue el aparente “milagro” de la multiplicación de los lucros, realizado por el capital ficticio emitido por el Estado, pieza central del ajuste del sector privado en el período.

La absorción del desequilibrio por el sector público vino a tener un resultado negativo importante, que fue la aceleración de la inflación. Eso sucedió porque el ambiente de persistentemente altas tasas de interés y continuada desvalorización cambiaria provocó el surgimiento del fenómeno que Belluzzo y Almeida (2002) llaman “financierización de los precios”.

Desde el final de la década de los sesenta, la economía brasileña convivió con activos indexados emitidos por el sector público para responder por la función reserva de valor de la moneda, que la inflación crónica volvía problemática. Para evitar la fuga hacia otros activos fuera del control de la autoridad monetaria, el Estado asumió una especie de “esquizofrenia de la moneda” (Faria, 1991), mediante la emisión de títulos con liquidez diaria que pasaron, en la práctica, a denominar los saldos de los depósitos a la vista.

La tasa de interés se transformó en el índice de conversión entre las dos monedas, accionada siempre que un agente económico necesitase hacer uso de una u otra de sus funciones. Como las funciones medio de circulación y medida de valor continuaron siendo desempeñadas por la moneda tradicional, el mecanismo de formación de precios pasó a tener como variable determinante la tasa de interés, pues la preservación del valor real de los ingresos provenientes de la venta de la producción era calculada por la operación de conversión entre las dos monedas. Es fácil comprender que, en la vigencia de esa circunstancia, la deuda pública deja de ser generada por el financiamiento del gasto del Estado, y pasa a ser emitida en función de las necesidades de la gestión de la política monetaria, más allá de los ya mencionados gastos con la liquidación de los compromisos externos.

La ecuación (6), ligeramente modificada de una formulación original de Lipietz (1991), representa el proceso de inflación inducida por la tasa de interés, en la cual  $P_t$  es el precio en el momento  $t$ ,  $P_{t-1}$  el precio en el período anterior,  $i$  la tasa de interés de la deuda pública y  $z$  la variación de la productividad.

$$P_t = (1 + i)^t P_{t-1} - z \quad (6)$$

En ausencia de ganancias de productividad –la situación más común en los años ochenta– los precios corrientes resultan de la aplicación de la tasa de interés sobre los precios del período anterior.



Diversas tentativas de controlar el proceso inflacionario que de este modo se alimentaba, tuvieron como instrumentos –repetidos sin mucha variación– una combinación de represión al aumento de los precios y de intervención en el mercado financiero con vistas a la reducción de la deuda pública y, en consecuencia, de las tasas nominales de interés. Fuera de las presiones provenientes del cambio de posiciones patrimoniales y del valor real de los flujos de interés corrientes –por sí solas ya disruptivas para el nuevo orden que se pretendía imponer– en ninguna de esas tentativas fue posible restablecer la función reserva de valor, que siempre llevaba al retorno de la emisión de algún activo indexado y con liquidez suficiente como para funcionar como segunda moneda. El regreso de la inflación se volvía entonces inevitable. El aprendizaje de ese período, sumado a las presiones externas por la adopción del Consenso de Washington, llevó a optar por otro patrón de política económica que combinaba el uso de la tasa de cambio como garantía de la función reserva de valor con la internacionalización del sistema de precios.

### **3. Cambio e inflación**

La inspiración en el Consenso de Washington no representó solamente la opción por otro ítem del menú, sino una ruptura radical con el pensamiento económico estructuralista y heterodoxo que inspirara por mucho tiempo la política económica en América Latina. El valor atribuido a la política comercial, la idea de una dinámica económica endógena produciendo un crecimiento autosustentado, la visión de que el nivel de inversión depende exclusivamente de la posibilidad dada por su esquema de financiación, todo eso fue dejado de lado. Viejas concepciones vigentes entre el final del siglo XIX y los años veinte del siglo pasado fueron rescatadas del baúl de los recuerdos antiguos y volvieron a inspirar a los formuladores de la política económica. Conceptos como el “hiato de ahorro” o las “ventajas comparativas”, así como la creencia en las virtudes del librecambismo, son estructurantes de la orientación política adoptada entonces.

Esa opción ideológica por otro paradigma teórico fue favorecida por la propia circunstancia de la crisis inflacionaria y de la reacción de los empresarios a las tentativas emprendidas para dominarla –todas de alguna forma representando una violación de lo que es percibido como “reglas del mercado” – como el congelamiento de precios, la retención de haberes financieros, los cambios de normas contractuales y demás; esto es, interfiriendo en lo que es valorizado como un espacio sagrado, el lugar del ejercicio de su poder privado. La conversión de la casi totalidad del empresariado nacional al neoliberalismo fue parte de esa reacción.

El ingenioso Plan Real fue concebido como una variante suavizada de la convertibilidad argentina que le anteciedera, ya que algún margen de fluctuación cambiaria fue mantenido. Su efecto de reducción de la inflación provino del rescate de la función reserva de valor de la moneda, iniciado en el período de transición, cuando la unidad real de valor (URV) –en la cual pasaron a ser denominados todos los contratos– mantuvo paridad con el dólar. La nueva moneda, introducida al final de los seis meses de transición en lugar de la URV, mantuvo una banda estrecha de fluctuación garantida por dos medidas adicionales importantes. Primero, las tasas de interés fueron significativamente elevadas para atraer el ingreso de capitales necesarios para garantizar, con la ancla de las reservas internacionales, la estabilidad cambiaria. Segundo, la profundización de la apertura comercial, con una reducción radical y generalizada de los niveles de protección, creó una presión suficientemente fuerte sobre las empresas nacionales a punto de desarmar su mecanismo de formación de precios heredado del régimen anterior, llevando inclusive a una reducción significativa de sus márgenes, mayormente en los sectores de bienes sujetos a competencia externa.

La nueva situación removió algunos de los pilares del ajuste del sector privado en el período anterior, además de ampliar las presiones sobre el Estado, las que no se volvieron insoportables muy precozmente gracias a la elevación de la carga tributaria emprendida<sup>7</sup>. Tres efectos desestabilizadores resultaron de esa política económica, cuyas consecuencias fueron causa de su insustentabilidad a largo plazo: primero, el crecimiento explosivo de la deuda pública de 28% del PIB en 1994 a 62% del PIB en 2002; segundo, el crecimiento del pasivo externo líquido de 160.000 millones de dólares en 1994 a 422.000 millones de dólares en 2000; y tercero, la reversión del saldo externo de las transacciones reales de bienes y servicios de 11.600 millones de dólares en 1992 a 17.100 millones de dólares negativos en 1997, lo que después mejoró un poco, pero todavía con 8.100 millones de dólares negativos en 2000.

Aun con la recuperación de los saldos comerciales positivos, principalmente a partir de la expresiva marca de 13.000 millones de dólares en 2002, los déficit en servicios no personales –transporte, seguros, etcétera– y, principalmente el crecimiento ya ocurrido y aún más el esperado para el futuro, de la remuneración del pasivo externo líquido, cambiaron las señales de las principales variables macroeconómicas del país. Con eso, la relación (3) mencionada más arriba, se transformó en la desigualdad (7), con el agravante de que  $X_c$ , el saldo externo de bienes y servicios, pasó a tener valores negativos por una gran parte del período.

---

7. La participación de la recaudación tributaria en el PIB subió de 24,4% en 1991 a 33,4% en 2001.

$$X_c < S_x \quad (7)$$

En consecuencia, la ecuación (5) debe ser rescrita de este modo:

$$\Pi = I_p + J_e + X_c - S_x \quad (8)$$

El ambiente de euforia en el mercado financiero internacional en los años noventa, con abundancia de flujos de inversiones y optimismo en relación a los llamados “mercados emergentes” creó la condición permisiva para sustentar la continuidad de los déficit en transacciones corrientes, que fueran financiados por los superávit en la cuenta de capital. Esa circunstancia está expresada en (9), donde  $K_x$  representa el ingreso líquido de capitales y  $R_x$  la variación de las reservas internacionales.

$$X_c - S_x = K_x - R_x \quad (9)$$

En esa circunstancia, donde el déficit comercial de bienes y servicios y la transferencia de ahorro para el exterior pasan a ser financiados por el ingreso de capitales –ya sea inversión directa, ya sea empréstitos bancarios o de las agencias multilaterales (FMI, BID)–, el excedente o lucro macroeconómico puede ser expresado por:

$$\Pi = I_p + J_e + K_x - R_x \quad (10)$$

La ecuación (10) explica la continuidad del bajo crecimiento a lo largo de la década. El excedente interno de la economía pasó a ser reducido por el cambio de las relaciones externas derivadas de la nueva estrategia adoptada de apertura comercial y financiera y atracción de inversiones extranjeras<sup>8</sup>. Como el gasto capitalista no se elevó<sup>9</sup> –la tasa de inversiones se mantuvo reducida y apenas en 1994 igualó el mejor año que fuera 1990, 20,7% del PIB, pero volvió a caer hasta poco más de 19% del PIB en los años siguientes–, el resultado fue el bajo crecimiento en el período, en una repetición del mal desempeño de los años ochenta.

---

8. El aumento de la carga tributaria referido no ejerció una presión aún más negativa sobre la ganancia porque creció el gasto por intereses de la deuda.

9. La inversión extranjera, abundante en los años noventa, no contribuyó significativamente al aumento del gasto capitalista, pues fue dirigido ya fuere a aplicaciones de portafolio, ya fuere a la compra de activos productivos existentes (empresas privadas o desestatizadas). Peor aún, el aumento del pasivo externo consecuente provocó un crecimiento del flujo de servicios al exterior sin generar capacidad de financiarlo, ya que apenas una pequeña parcela de esos activos tiene capacidad de producir para la exportación (Carneiro, 2002).

Al final de 1998, la presión sobre el cambio resultante del comienzo de la fase descendente del ciclo especulativo internacional –con la reducción de los flujos dirigidos a los mercados periféricos y el sucederse de las crisis rusa, turca y del este asiático, llegando entonces a la América del Sur–, forzó al abandono de los sistemas de bandas de flotación estrechas y se inició una nueva fase de recurrentes turbulencias en la cotización de la moneda, ahora sometida a un régimen de libre flotación. La insustentabilidad del modelo acortó su horizonte de eventos, no sólo en función de su efecto sobre la variable clave del crecimiento, el lucro, sino por cuenta del crecimiento explosivo de dos necesidades de financiamiento extremadamente sensibles: el pasivo externo y la deuda pública.

El agotamiento de los flujos financieros internacionales –consecuencia de las crisis de los mercados periféricos internacionalizados y principalmente de la crisis de la economía norteamericana–, hizo aún más volátil la situación de un mercado ya propicio a la especulación exacerbada, el mercado de cambio<sup>10</sup>. La identificación de una probabilidad cada vez mayor de *default*, aun ante un margen de acción del Estado superior al de Argentina, por ejemplo, provocó repetidos movimientos de corrida contra el real.

La inestabilidad se agravó después de 1999, cuando el gobierno reconoció su incapacidad de sustentar la cotización ante una masiva fuga del real que causó un peligroso vaciamiento de las reservas internacionales del país. Al mismo tiempo, el arsenal de medidas disponibles para que las autoridades monetarias intentaran contener los ánimos de los inversores y convencerlos de mantener sus aplicaciones denominadas en real tuvo y tiene poco alcance, pues echó mano a la elevación de la tasa de interés y de la venta de títulos de la deuda denominados en dólares, causando una desenfrenada elevación de la deuda pública, lo que indica un riesgo creciente. La percepción de que la economía seguía una trayectoria insostenible llevó a la instauración de una turbulencia permanente en el comportamiento de la variable clave para el precario equilibrio del sistema de precios, el cambio.

La internacionalización del sistema de precios cambió el mecanismo de fijación del valor monetario de las mercancías por tres factores: primero, en los mercados sometidos a la competencia de importaciones, ocurrió una convergencia en dirección a la cotización de los productos mediada por el cambio; segundo, los productos que circulan tanto en el mercado interno como en el externo, como ejemplos la soja o el acero, pasaron a ser evaluados por sus precios internacionales; tercero, finalmente, los precios administrados como energía, tarifas de telecomunicaciones o de transportes, comenzaron a ser regidos por cláusulas

---

10. El arbitraje en los mercados de cambio se transformaron en uno de los principales negocios de los fondos de inversión internacionalizados en los años noventa (Chesnais, 1997).

de corrección cambiaria, una recomendación del FMI en vistas a proteger la rentabilidad de esos negocios recién privatizados.

Esas nuevas circunstancias hacen desaparecer la indexación por la tasa de interés, variable central de la formación de los precios en el período anterior, con el que la ecuación (6) va a dar lugar a un mecanismo más complejo, mostrado a continuación.

$$P_t = P(c, \pi, z^{-1}, X_{t-1}, L_{t-1}) \quad (11)$$

En (11),  $c$  es el tipo de cambio,  $\pi$  es el margen de ganancia,  $z$  la productividad,  $X$  son los costos de los insumos y  $L$  el costo laboral. A lo largo del período, la apertura comercial y la llamada reestructuración productiva causaron reducción de los márgenes de ganancia y del costo laboral, así como incremento de la productividad, lo que tuvo efecto negativo sobre la formación de precios y compenso, en parte, los efectos de la variación cambiaria.

Si la ruptura del patrón monetario anterior desarmó el mecanismo de indexación según la tasa de interés, el nuevo patrón referenciado en el cambio indujo fuertemente su utilización como referencia para la variación de los precios denominados en reales. La introducción de la libre flotación vino inevitablemente acompañada del crecimiento de la inflación.

#### **4. La fragilidad externa como herencia del Plan Real**

A diferencia de la Argentina que, incapaz de encaminarse a abandonar el sistema monetario fraccionado instituido por la convertibilidad del peso, fue llevada a sufrir todos los síntomas de las crisis en ese tipo de arreglo monetario –deflación, elevación dramática del desempleo, caída profunda del PIB, destrucción de capital–, el Brasil consiguió aproximarse nuevamente a un patrón homogéneo y con eso evitar que su crisis tuviese mayores efectos sociales. Mantuvo mientras tanto una característica del sistema fraccionado adoptado antes, que dificulta al extremo el funcionamiento de la política monetaria.

Para dar al dólar una posición equivalente a la de la mercancía dinero históricamente instituyente de ese tipo de patrón monetario, el oro, era necesario establecer un mecanismo de libre convertibilidad del real en moneda extranjera. En este sentido fueron establecidos un grado elevado de internacionalización del sistema financiero y la libre movilidad de capitales. En una economía cuya moneda no circula internacionalmente, esa circunstancia crea una restricción al poder de arbitraje sobre la norma monetaria por parte del Estado, un prerrequisito para la mejor operación de un sistema homogéneo. La confianza en una moneda no convertible resulta de la percepción del alcance material del poder del Estado

que la emite. No es por otra razón que la tasa del riesgo país atribuye a los títulos del Estado norteamericano el valor cero.

Una moneda inconvertible expresa únicamente un derecho sobre una fracción del ingreso correspondiente a la expresión nominal de su valor<sup>11</sup> (Lipietz 1991). El ejercicio de ese poder de compra se deriva de su aceptación por la sociedad como representante de la riqueza abstracta, de la certidumbre de su cambio por cualquier modalidad de riqueza tangible, sea en flujo como bienes o servicios, sea en existencias como patrimonio. De allí la importancia de la confianza, como argumentaron Aglietta y Orléan (2002).

Fue la búsqueda de la recuperación de la confianza en la moneda y de unificar sus tres funciones, lo que motivó el tipo de plan de estabilización emprendido en los años noventa con la adopción de la ancla cambiaria y, aún más, de la posibilidad de su ejercicio real por la libre compra de la moneda extranjera. Entretanto, el funcionamiento del mercado de cambio libre produjo el crecimiento del pasivo externo y el de su contrapartida interna, la deuda pública. La presión sobre el balance de pagos proveniente del déficit comercial de bienes y servicios y de la remesa de ahorro para el exterior, restringe la política económica a mantener la atracción del mercado financiero local para el inversor externo, en un ambiente en que el crecimiento del pasivo externo cobra un premio de riesgo muy elevado. La tasa de interés interna no puede ser reducida, haciendo crecer la deuda pública. La autoridad monetaria pierde autoridad, actuando apenas de forma reactiva ante los movimientos de los inversores no residentes, o de residentes que operan cuentas en el exterior.

Como si eso no bastase se agregó una dificultad adicional: el efecto de la desvalorización cambiaria sobre el nivel de precios interno. En los tres segmentos en que se divide el sistema de formación de precios, la tasa de cambio ejerce influencia decisiva. El régimen de metas de inflación, que preside la política monetaria y tiene por base un modelo ortodoxo<sup>12</sup>, lleva al gobierno a responder al aumento de la inflación elevando la tasa de interés.

La continuación de esas tendencias es insostenible. Como calcularon Belluzzo y Almeida (2002) si la plataforma inicial era bastante reducida en función de la confiscación del gobierno Collor y el gigantesco programa de privatizaciones

---

11. El que corresponde precisamente al concepto de trabajo comandado de Adam Smith.

12. En el modelo macroeconómico usado por el Banco Central, autodenominado keynesiano, la tasa de intereses SELIC, el mercado diario de títulos públicos, es la variable de mayor efecto sobre la inflación, más que el cambio o los precios administrados. Ese resultado no sorprende a quien haya visto las hipótesis que fundamentan la estimativa de inflación a partir de una curva de Phillips. En esa variante teórica, la inflación solo puede existir por efecto de un exceso de demanda, sea por la reducción del desempleo más allá de su "porcentaje natural", sea por la reducción del "hiato del producto", que fue la variable escogida en el caso (Muinhos y Alves, 2003).

puesto en marcha, la trayectoria explosiva de la deuda pública no se sustentaría por más de tres años. De la misma forma, en que pese a las reiteradas medidas para mejorar la rentabilidad de la inversión extranjera, y el gran flujo de capitales en la década, el Brasil necesitó recurrir tres veces al auxilio de liquidez del FMI desde 1994, en un crecimiento de desembolsos disponibilizado que alcanzó a sobrepasar los 80.000 millones de dólares, más de tres veces el valor del Plan Marshall.

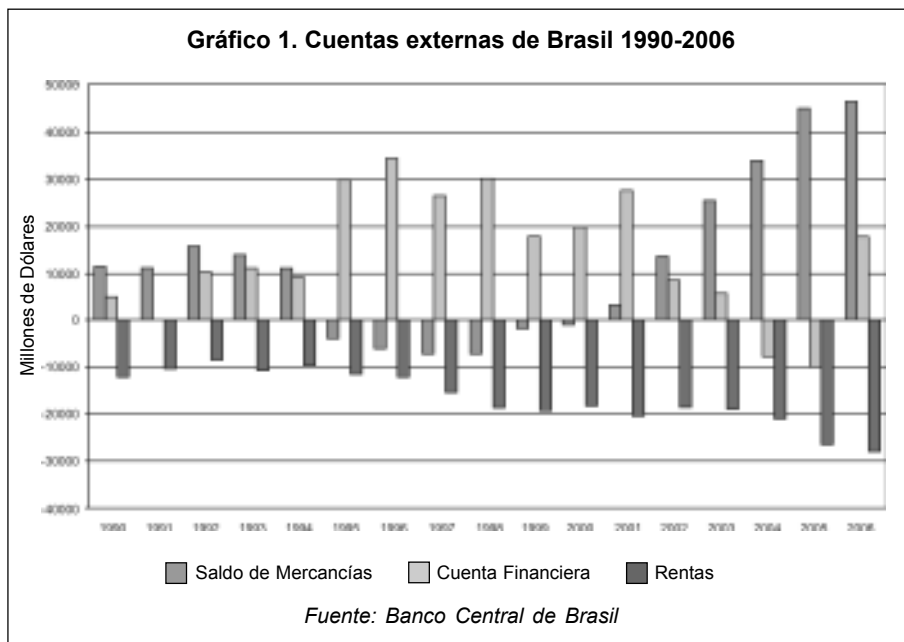
Las dos variables que han contribuido a aminorar la inestabilidad, el superávit primario de las cuentas públicas y el saldo comercial, tuvieron efecto inhibitorio sobre el crecimiento. En el primer caso por la contracción del gasto público y en el segundo, por depender más de la reducción de las importaciones que de un aumento significativo de las exportaciones. Pese a que la situación de la balanza de pagos haya cambiado profundamente en los últimos años, la política económica, que permaneció siendo la misma, metió al desarrollo en una trampa y creó un *impasse* en el cual la economía brasileña no muestra señales de conseguir escapar del dilema de un crecimiento siempre aplazado y una estabilidad apenas simulada.

## 5. La recuperación de las cuentas externas

Desde el año 2002, la situación externa de Brasil ha cambiado significativamente. La mayor razón de eso fue un importante incremento de las exportaciones empujadas por la retomada del crecimiento mundial en ese comienzo de siglo. De eso resultó una sustancial reducción de la vulnerabilidad de la balanza de pagos del país, a punto que algunos expertos considerasen tal situación como indicativa del fin de la fragilidad externa (Tavares, 2005).

El Gráfico 1 muestra la evolución de los principales rubros del balance de pagos brasileño: el saldo de la balanza de mercancías –diferencia entre importaciones y exportaciones–; la cuenta financiera –entrada y salida de capitales– y la cuenta de rentas –beneficios, derechos de propiedad, sueldos y otros tipos de pagos de ingresos. Hay claramente tres periodos distintos. El primero empezó en 1990 y fue hasta 1994, cuando la inflación era elevada y el tipo de cambio acompañaba los costos de los exportadores, lo que aseguró la competitividad necesaria a la creación de un saldo de mercancías positivo que, sumado al ingreso de capitales, permitió el pago de rentas al exterior y las amortizaciones arregladas en el proceso de renegociación de la deuda externa.

El segundo periodo es marcado por los efectos de la ancla cambiaria que valorizó el tipo de cambio, clave del Plan Real, comprometiendo la balanza de mercancías. Apenas el gran volumen de entrada de capitales en la cuenta financiera logró equilibrar el balance de pagos y sostener la política cambiaria entre 1995 y 1998. La crisis de comienzos de 1999 derrumbó la ancla cambiaria y



permitió una mejora en la situación del comercio exterior en el periodo subsiguiente. En ese tercer periodo el deterioro de la balanza de mercancías después del Plan Real fue revertido a partir del año 2001, produciéndose, desde entonces, sucesivos y crecientes saldos hacia 46 mil millones de dólares en el año 2006, que marca posiblemente un techo a ese fenómeno, pues las importaciones pasaron a crecer más que las exportaciones desde aquel año. Si el proceso tuvo en su comienzo el empuje de la caída del tipo de cambio en razón de la crisis provocada por la primera elección de Lula en 2002, a la continuidad fue el crecimiento de los precios de las *commodities*, en larga medida provocado por las importaciones chinas, que produjeron estos saldos tan expresivos.

La cambiante realidad de las exportaciones coincidió con el comienzo del primer mandato del nuevo presidente. A pesar de ese cambio positivo en la situación de las cuentas externas del país, luego de las elecciones, Lula hacía frente a una corrida contra el real, la amenaza de un *default* externo y la vuelta de la inflación. En respuesta a la crisis de 2002 y al temor de ingobernabilidad, decidió por la continuación de la política monetaria ortodoxa, siguiendo rígidamente un régimen de metas de inflación muy estrechas para el que el Banco Central subió las tasas de interés a niveles elevadísimos. El alta de los intereses produjo, a la vez, una caída del riesgo país, mayor entrada de capitales y, en consecuencia, una gran evaluación del real. Como lo indica la ecuación 11, el



tipo de cambio produjo resultados expresivos sobre la inflación, que se redujo en los años siguientes hasta quedarse abajo de la meta en 2006.

Sin embargo, la estabilidad alcanzada fue acompañada de la continuidad del bajo crecimiento, mantenido en un promedio de 2,6% entre 2003 y 2006. El bajo crecimiento resulta de la particular virulencia con que la dirección del Banco Central se apegó a su mencionado modelo macroeconómico, en el cual el PIB potencial está estimado en 3,5% al año. Por esta razón, cuando, en el tercer trimestre del año 2004, la tasa de crecimiento alcanzó 3,9%, las tasas de interés que estaban cayendo después de superada la crisis externa, volvieron a ser aumentadas por la autoridad monetaria, provocando una sustancial reducción de la tasa de variación del PIB para poco más del 2% en los años siguientes. La política monetaria mantuvo un ambiente macroeconómico anticrecimiento.

El saldo comercial combinado con los altos intereses provocaron un enorme incremento de las reservas internacionales de Brasil, las cuales alcanzaron 100 mil millones de dólares en comienzos del 2007. El cambio del perfil de las cuentas externas del país permitió que fueron anticipados los pagos y liquidada la deuda con el FMI, propiciando a una reducción significativa de la deuda externa brasileña, de 235 mil millones en 2003 hasta 192 mil millones de dólares en 2006. Sin embargo, una mejora tal no redujo la fragilidad externa de la economía en la medida en que el proceso de apertura financiera se siguió profundizando por decisiones del Banco Central que permitieron a operadores extranjeros ampliar su posibilidad de hacer inversiones financieras, incluso en derivados, y con inmunidad tributaria. Con eso se recuperó la cuenta financiera a la par que crecía el saldo comercial. Como consecuencia, se intensificó el proceso de evaluación del tipo de cambio, lo que añadió un elemento más al ambiente anticrecimiento.

Desde entonces, algunos analistas empezaron a hablar de una “enfermedad holandesa” que estaría acometiendo la economía brasileña y en la cual el gran saldo de mercancías valorizaría el tipo de cambio reduciendo la competitividad de la industria nacional, lo que conllevaría a un retroceso en la diversidad de la estructura productiva. De verdad, no es tanto la entrada de dólares por el comercio lo que hace la valorización de la moneda nacional, dañina al crecimiento económico, sino la financierización de esos flujos monetarios autorizada por las reglas liberales del Banco Central que permiten incluso que los exportadores se comporten como especuladores, haciendo inversiones de riesgo en los mercados financieros y obteniendo ganancias por medio del arbitraje entre distintas monedas en el mercado cambiario.

La situación es paradójica. Después de casi veinte años de fragilidad externa provocada por un proceso de endeudamiento temerario, por su vuelta resultado de una dificultad estructural de obtener reservas internacionales por la poca elasticidad de las exportaciones y las crecientes necesidades de importar a su

vez provocadas por los requerimientos del desarrollo, las abundantes entradas de moneda extranjera se convirtieron, después de solución, en un problema. La valoración del tipo de cambio provocada por la abundancia de dólares, en un ambiente de baja protección de la industria nacional, bloquea a las inversiones y compromete el desarrollo de las empresas brasileñas, causa del bajo crecimiento de los últimos diez años.

Como referido, el patrón de política monetaria que tiene como eje las metas de inflación y como herramienta la tasa de interés, alcanza su objetivo de estabilidad de los precios imposibilitando cualquier crecimiento más vigoroso. La visión ortodoxa impone que la autoridad monetaria tenga como deber contentar las expectativas de los agentes del mercado financiero, quienes crean convenciones sobre el tamaño idealizado del hiato del producto o de la relación entre la deuda pública y el PIB. El arreglo institucional de la política monetaria brasileña hace que, en lugar de sus agentes activos, el Banco Central y el Tesoro Nacional sean actores pasivos, subordinados a escuchar a los mercados y tomar las actitudes que los agentes financieros esperan que la autoridad monetaria cumpla.

Escaparse de esa situación requiere la recuperación de la autoridad en la gestión de la política económica, para quitar al Banco Central de la condición de fragilidad a la que fue reducido, obligado a corresponder a los deseos y expectativas de los agentes del mercado financiero. Una nueva agenda debería comenzar por la restricción a las operaciones en el mercado de cambios, permitiendo despegar la tasa de interés interna de las presiones sobre la cotización del real y dando mayor énfasis al control del crédito como herramienta de política monetaria. Al mismo tiempo, la ampliación del saldo comercial de bienes y servicios necesita ser combinada con una reducción de la transferencia de ahorro para el exterior, a través, por ejemplo, de la tributación. Al contrario de lo que predicán los preconceptos en vigor entre los operadores financieros e, infelizmente, repetidos por muchos economistas, la soberanía no es un premio de riesgo, sino el fundamento del sistema monetario en el capitalismo.

### **Bibliografía**

- Aglietta, M. y Orléan, A. (2002). *La monnaie: entre violence e confiance*. Paris: Odile Jacob.
- Belluzzo, L.G. y Almeida, J. G. (2002). *Depois da queda: a economia brasileira da crise da dívida aos impasses do real*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira.
- Carneiro, R. (2002). *Desenvolvimento em crise: a economia brasileira no último quarto do século XX*. São Paulo: Editora UNESP e IE Unicamp.

- Chesnais, F. (1997). *La mundialization du capital*. Paris: Syros.
- Dornbusch, R. y Edwards, S. (1991). *The macroeconomics of populism in Latin America*. Chicago: University of Chicago Press.
- Faria, L. A. E. (1991). Quem corre mais: notas sobre moeda e formação de preços no Brasil. *Ensaio FEE*. Porto Alegre, v. 12, n. 2.
- Franco, G. (1998). A inserção externa e o desenvolvimento. *Revista de Economia Política*. São Paulo, v. 14, n. 4.
- Krueger, A. (1997). Trade policy and economic development: how we learn. *The American Economic Review*, v. 87, n. 1, March.
- Lipietz, A. (1991). Dívida, senhoriagem e inflação em economias do tipo brasileiro. *Revista de Economia Política*. São Paulo, v. 11, n. 1.
- Muinhos, M. K. e Alves, S. A. L. (2003). Medium-size macroeconomic model for the Brazilian economy. Brasília: Banco Central do Brasil. Working Papers Series, n. 64, fevereiro.
- Polanyi, K. (1944). *A grande transformação: as origens da nossa época*. - 2. ed. - Rio de Janeiro: Campus, 2000.
- Tavares, M. C (2005). Sem o garrote do FMI. *Carta Capital*. Ano XII, n. 374 (entrevista a Mauricio Dias).



# **La crisis argentina: ¿Sólo un problema cambiarío?**

**Andrés Musacchio y Joachim Becker**

## **Introducción**

Durante buena parte de la década del noventa el modelo económico implementado por Argentina fue considerado como el más acabado y exitoso programa de los inspirados por el Consenso de Washington. La estabilización de la economía luego de una hiperinflación, la apertura plena al comercio exterior y a los flujos de capitales, y el amplio programa de privatizaciones respondían a lo que entonces se interpretó como la mejor práctica de política económica. Incluso se juzgó favorable que, en lugar de enfrentar las tensiones que comenzaron a surgir a partir de 1994, Argentina no abandonara las pautas principales del programa –tal como lo hizo, por ejemplo, México–, sino que radicalizara su propuesta.

Para “premiar” tal comportamiento, tanto los organismos multilaterales como la comunidad financiera privada demostraron su conformidad con una abundante transferencia de capitales, que daba cuenta de la confianza en la evolución de la economía argentina. En rigor de verdad, el premio era recíproco, porque a cambio el país ofrecía tasas de ganancia en el mercado financiero y en algunos nichos productivos –especialmente en los servicios públicos privatizados– que muy contadas plazas podían ofrecer.

Sin embargo, la prédica neoliberal contrastó con los resultados a largo plazo, pues los éxitos iniciales no pudieron ocultar profundos y crecientes desequilibrios que tornaron al modelo totalmente insustentable. Los riesgos y los problemas

quedaron para el análisis de economistas heterodoxos, que señalaron con mayor o menor grado de profundidad los problemas que comenzaban a gestarse, pero los neoliberales, obnubilados por su peculiar recorte del mundo, no lograron advertir los riesgos. Por eso, al final de la década se mostraban desconcertados ante el fracaso del mismo. El conocido economista estadounidense Rudiger Dornbusch, por ejemplo, admitió en el año 2000 que no veía una salida a la crisis (Boris/Malcher 2001: 57). Sin embargo, esa crisis es menos misteriosa de lo que los economistas liberales piensan, y no se encuentra en deslices técnicos u operativos. Incluso la discusión planteada por el nuevo staff del FMI, que apunta al sostenimiento a rajatabla del tipo de cambio fijo como el principal problema, resulta una explicación poco convincente. Si bien es cierto que la política cambiaría fue un experimento poco feliz, no es suficiente para explicar el fracaso del “modelo argentino”.

Esta última afirmación es clave para entender la lentitud de la recuperación una vez que se abandonó la política de tipo de cambio fijo. Aunque la paridad 1 a 1 con el dólar encorsetaba toda la actividad económica, la devaluación sin plan de 2002 mostró que no se trataba sólo de eso. Sin un proyecto productivo diferente, la salida de la convertibilidad tuvo características explosivas, a las que contribuyó, otra vez, el FMI y su errado diagnóstico (Sgard 2003, Stiglitz 2003).

En el presente trabajo intentaremos realizar una descripción crítica de la evolución económica de Argentina desde la instauración de la Convertibilidad en 1991 hasta el presente, enfatizando algunos aspectos conflictivos que se manifestaron de inmediato. El objetivo no es analizar estas cuestiones en profundidad, sino plantear algunas hipótesis sobre las causas de la crisis que puedan servir como punto de referencia en el actual debate sobre el nuevo rumbo que debería tomar América latina.

## La instauración de la convertibilidad

Hacia 1991 las políticas de ajuste implementadas sucesivamente por los Ministros de Economía de Carlos Menem, Nestor Rappanelli y Erman González, no habían logrado derrotar los altos niveles de inflación, ni revertir el estancamiento económico, aunque sí habían permitido reducir los desequilibrios en el sector externo y en las cuentas fiscales, logrando también una reducción drástica de la cantidad de moneda en circulación con el llamado “plan Bonex” (Rapoport et al. 2000: 969-974). En ese contexto, un *affaire* de corrupción motivó el reemplazo de González por Domingo Cavallo, quién impulsó a partir de 1991 un plan de ajuste utilizando el dólar como ancla del sistema de precios. Se fijó por ley un tipo de cambio fijo y convertible de 10.000 australes (que, luego de una reforma monetaria, se convirtieron en 1 peso) por dólar, con la obligación de

cubrir todo el circulante con reservas en divisas del Banco Central. Se pretendía así eliminar de cuajo una de las causas de la inflación, atribuida a la emisión monetaria sin respaldo, sacando de las manos del Estado la política monetaria. La otra causa a la que se le endilgaba el alza de precios –el comportamiento de los agentes económicos–, sería combatido por la apertura económica, que obligaría a los empresarios a disciplinarse o soportar la competencia de la importación. La presión competitiva se trasladaba, además, a los sindicatos, que debían moderar sus reclamos salariales, so pena de acrecentar la desocupación. El rumbo en esta materia era avanzar en la reducción de costos laborales por medio de la compresión de los salarios y, sobre todo, con una creciente flexibilización laboral.

El esquema incluía también el establecimiento de atractivos para las inversiones externas, provistos por la liberalización absoluta del flujo de capitales y la privatización de las empresas públicas, incluyendo un régimen de capitalización de los títulos de la deuda externa. La renegociación de los pasivos con el “Plan Brady” volvía a colocar al país en los mercados financieros internacionales y aliviaba transitoriamente las cuentas públicas, que se consolidarían, según las autoridades, con la reforma del Estado en marcha.

También se replanteaba el rol del Estado, cuya capacidad de intervención se vio sumamente restringida. La convertibilidad implicaba abandonar la política monetaria, mientras las privatizaciones imponían la resignación de políticas sectoriales específicas que tradicionalmente se habían concretado a través de las empresas públicas. La política fiscal también quedó sumamente afectada, ya que los ajustes iniciales se concretaron por medio de un fuerte recorte en el financiamiento a políticas activas. Por este medio también se avanzaba en un retiro del Estado en funciones cualitativas, ya que, por ejemplo, se eliminaron los regímenes de promoción industrial o el apoyo a las exportaciones.

La población, cansada de la inflación, recibió las medidas con alivio. Los sindicatos peronistas, atrapados entre la disciplina partidaria y las reclamaciones sectoriales, aceptaron la política liberal casi sin protestas. Esto condujo a una redistribución regresiva del ingreso, que acentuó marcadamente la polarización social y la tendencia a la concentración que se iniciaron a partir de 1976.

Los organismos internacionales como el FMI, el Banco Mundial y el BID apoyaron explícitamente el plan de convertibilidad. El modelo ofreció al capital financiero del Primer Mundo una atractiva opción para colocar capital excedente, con lo que la cuestión del servicio de la deuda se relegó ante la posibilidad de encarar nuevos negocios rentables. Por eso, los organismos multilaterales, que hasta entonces privilegiaban un dólar alto (que facilitara un superávit del balance de pagos utilizado para el pago de la deuda), no objetaron la revalorización de la moneda local.

En rigor de verdad, el modelo no era nuevo para Argentina, ya que, en su esencia, era similar al utilizado en la segunda mitad de los setenta por Martínez de Hoz, aunque mucho más radicalizado. La experiencia de aquel entonces parecía ahora olvidada, haciendo caso omiso a los resultados más que negativos obtenidos por la dictadura. Entonces, la inversión se había reorientado principalmente hacia las actividades financieras, que, dado su alto grado de liquidez, se adaptan mejor a situaciones de gran incertidumbre y crisis (Arrighi 1994). La política económica del gobierno militar había favorecido especialmente la especulación financiera, ya que combinaba un tipo de cambio sobrevaluado, apertura comercial y liberalización financiera. Dado que el déficit en cuenta corriente obligaba a atraer capital extranjero, se precisaba altas tasas de interés, potenciadas en términos reales por una inflación muy superior a la tasa de devaluación. Los operadores financieros argentinos se endeudaron en dólares, los colocaron en el mercado financiero local y re-transfirieron capital y ganancias al exterior. El resultado inmediato fue un rápido aumento de la deuda externa. La fiesta terminó en una fuerte recesión, una brusca devaluación no pautada de la moneda, un *crash* financiero que incluyó el cierre de varios bancos y una estatización de la deuda externa privada. En esta última cuestión participó un por entonces joven Director del Banco Central llamado Domingo Cavallo (ver, p. e., Schvarzer 1998, Rapoport et al. 2000).

Hubo una diferencia de matiz importante entre el modelo de la dictadura y el del plan de convertibilidad de los noventa. En el último caso, la dolarización fue mucho más profunda. Dada la desconfianza en la propia moneda, muchos contratos y dos tercios de los depósitos y de los créditos se habían pactado en dólares. Gran parte de la clase media contrajo deudas en esa moneda, mientras sus ingresos eran en pesos. En tal situación, una devaluación significaba la quiebra de muchos deudores. Por eso, Heymann y Kosacoff (2000:17) señalan que “De hecho, podría afirmarse que los muy altos costos de salida del esquema de tipo de cambio fijo, que se percibieron con claridad a lo largo de la década (y se proyectan hacia adelante), resultaron no tanto de la existencia de restricciones institucionales (como el rango de ley de convertibilidad) ni tampoco de una actitud de privilegiar incondicionalmente la estabilidad de los precios frente a otros objetivos, sino que esos costos percibidos resultaron principalmente de la dolarización de las deudas”.

Aún así, como sostiene Vitelli (2002: 94-95), la mayor perdurabilidad en el tiempo del plan de convertibilidad con respecto a la experiencia de Martínez de Hoz no tuvo tanto que ver con los costos de salida del programa, sino con la posibilidad real de sostenerlo. En este sentido, jugó un papel fundamental la morfología de los mercados financieros externos. La mayor liquidez permitió financiar los déficits en la cuenta corriente y conformar volúmenes elevados de



reservas líquidas que permitían elevar la monetización interna. La experiencia anterior, cuyo diseño acabado comenzó a ponerse en práctica con la “tablita cambiaria” de 1978, comenzó a derrumbarse ya hacia 1980, cuando la política económica de los EEUU tuvo un drástico giro con la asunción del Presidente Ronald Reagan. El súbito incremento de las tasas de interés y la reorientación consecuente de los flujos de capital dejaron sin oxígeno rápidamente al programa de la dictadura. En los noventa, en cambio, las condiciones externas y los propios programas de salvataje de los organismos de crédito internacionales permitieron posponer la crisis por más tiempo, aunque con costos igualmente incrementados.

## **La fallida inserción comercial**

Uno de los puntos clave del plan de convertibilidad, al menos en el esquema teórico, se situó en el comercio exterior, donde se volvió a una versión radical de la teoría de la especialización en base a las ventajas comparativas. Al igual que en la segunda mitad de los setenta, se desmanteló la protección aduanera, con la reducción y simplificación de los aranceles y la eliminación de buena parte de las restricciones no arancelarias. También se trató de reformular la inserción internacional a partir de la creación de una unión aduanera, denominada Mercosur, con Brasil, Uruguay y Paraguay, a la que luego se incorporaron Chile y Bolivia como países asociados. A diferencia de las propuestas de tipo cepalino, el eje apunta especialmente al carácter ofensivo de la integración; el objetivo no era proteger a una economía en pleno proceso de despliegue y diversificación, sino utilizar el mercado regional para potenciar las ventajas comparativas, convirtiéndolo en una plataforma para la inserción en la economía mundial. Por eso, en el Mercosur se privilegió la reducción de las barreras internas por sobre el establecimiento de restricciones a las importaciones extrazona. Más aún, ese desarme arancelario complementó una reducción unilateral de tarifas frente al resto del mundo.

Aunque en el discurso tuvo un lugar de importancia, en los hechos el comercio exterior también se vio afectado por la convertibilidad. La revaluación disminuyó la competitividad y las exportaciones tampoco fueron promovidas por una agresiva política económica; por el contrario, se eliminaron varios incentivos y la inserción pasó a depender de la propia performance de las firmas. Por otra parte, el corrimiento del eje económico hacia la valorización financiera afectó a la exportación desde dos puntos de vista: por un lado, la dejó con pocas posibilidades de obtener créditos a tasas adecuadas y, por otra parte, la alta rentabilidad de las inversiones financieras limitaron notablemente la cantidad de sectores viables, es decir, aquellos con tasas de rentabilidad comparables o superiores.

Por eso, la actividad productiva se concentró sectorialmente, reduciendo el grado de diversificación y el país marchó hacia una especialización orientada por una versión extrema y fundamentalista de las ventajas comparativas estáticas, concentradas en torno a un puñado de actividades con base en recursos naturales, tanto renovables como no renovables. Se trata de *commodities*, cuyas características dejan poco margen para un proceso de desarrollo económico y social sostenido. En muchos casos, son bienes con una baja demanda de mano de obra, con demanda internacional poco dinámica, sujeta en varios casos a fuertes restricciones a la entrada y con importantes fluctuaciones de precios. Aunque Argentina es tomadora de precios, en algunos rubros, como en el caso de varios productos agrícolas, las cantidades ofrecidas por el país tienen una influencia inversa sobre el precio, de modo que un incremento del volumen de exportación no siempre garantiza un aumento en el valor (ver Kosacoff, 1995; Conesa 1996; Musacchio 2003).

En esas condiciones, no se produjo el esperado despegue exportador que diera lugar a un círculo virtuoso de crecimiento del producto y del empleo, así como de una redistribución progresiva del ingreso. Por el contrario, las características de las ventajas comparativas de Argentina componen uno de los principales factores explicativos del bajo coeficiente exportaciones/PBI que registra el país y, dada la caída del poder de compra interno de los últimos años, también tiene una cuota de responsabilidad en el proceso recesivo.

Aún así, las exportaciones tuvieron cierto impulso hasta 1997, lo que tuvo mucha relación con la construcción del Mercosur. La eliminación de las barreras y el avance en los acuerdos regionales, así como la reestructuración de algunas firmas transnacionales que adoptaron una estrategia de carácter regional y complementaron sus líneas de producción, permitieron un fuerte aumento del comercio argentino-brasileño. Por eso, las exportaciones argentinas hacia el Mercosur se elevaron un 432% entre 1990 y 1997. De la misma manera, el agotamiento del impulso en el Mercosur, la recesión en la región y los efectos de la devaluación brasileña de 1999 provocaron el estancamiento y la posterior declinación en el comercio intrarregional. Mientras tanto, el comercio con la Unión Europea siguió un sendero de oscilaciones cíclicas en una banda de entre los 4.000 millones y los 6.000 millones de dólares, y el comercio con el NAFTA observó una suave tendencia ascendente, que al cabo de doce años totalizó un crecimiento del 76% (Musacchio 2003).

Debe destacarse, además, que la apertura unilateral que practicó la Argentina no se correspondió con una mayor flexibilidad en las restricciones al ingreso de productos por parte de dos de sus socios principales, la Unión Europea y los EEUU. Por el contrario, las restricciones se hicieron cada vez más intensas, en una tendencia que no parece estar próxima a revertirse. (Cf. IMA 2002b; Musacchio 2001; Rapoport 2002).

## Claroscuros del éxito inicial

No obstante el fracaso anterior de un modelo semejante, una atmósfera eufórica reinó al comienzo de los noventa. El PBI, por ejemplo, creció un 36% entre 1991 y 1994 (FIDE). Luego de varios años de recesión y estancamiento, por primera vez se observaban tasas de tal magnitud, aunque no se alcanzara el nivel del PBI per cápita de 1980, lo que refuerza la idea de que, más que un proceso de crecimiento, se trataba de una recuperación, luego de la profunda depresión que acompañó a los episodios hiperinflacionarios de 1989 y 1990. Además, el retraso cambiario inicial provocó una distorsión de precios relativos, que contribuyó a inflar un tanto el valor del producto.

Hubo, sin dudas, una expansión inicial de la demanda, relacionada con dos elementos. Por un lado, los sectores medio y bajo de la población recuperaron algo de su poder de compra con la estabilidad de precios. Por otro lado, el renovado acceso al crédito estimuló el consumo de las clases medias y altas. Por su parte, varios sectores no afectados por la competencia externa, especialmente el comercio, la construcción y los servicios, incrementaron sus inversiones. Las actividades ligadas al consumo de los sectores de ingresos altos y medios, como el sector automotriz y los electrodomésticos, crecieron fuertemente, mientras que los sectores industriales ligados al consumo básico o sujetos a una feroz competencia externa se estancaron o fueron desplazados del mercado, como en el caso de la industria textil, o la industria de bienes de capital (Heymann/Kosacoff 2000: 22-24, Rapoport et al. 2000: 1024-1029). Así, se acentuó la reprimarización de la economía y la dependencia respecto de las importaciones. Junto a la reestructuración industrial, el desempleo comenzó a crecer, mientras se profundizaba la desigualdad social. Según las estadísticas del INDEC, la desocupación trepó del 6,9% en 1991 al 18,4% en mayo de 1995, mientras el subempleo pasó del 8,6% al 11,3% en el mismo lapso.

Las nuevas condiciones internas empalmaron con un contexto internacional favorable, de modo que a la liberalización en el mercado de capitales los operadores respondieron con un fuerte flujo de inversiones. Sin embargo, aunque el ingreso de capitales consolidó el esquema cambiario, no fue suficiente para “normalizar” el mercado financiero, que continuó mostrando importantes distorsiones, tales como altas tasas de interés o fuertes *spreads*, a la vez que originó una concentración financiera y fusión del mercado bursátil con el bancario. Síntoma inequívoco de la precariedad del sistema fue el alto grado de dolarización de la economía en su conjunto y, particularmente, de los depósitos en el sistema bancario (García, 1995 y 2002; Valle/Marcó del Pont, 1995).

Sin embargo, uno de los lastres más pesados que arrastraba el programa fue la apreciación del peso, problema que se agravó en los meses siguientes a su lanzamiento. Aunque las autoridades especulaban con una deflación inicial,

entre ese momento y fines de 1992, el costo de vida creció un 35%, mientras los precios en los EEUU sólo aumentaron un 0,5% (Vitelli 1999: 679-680). El retraso cambiario sumado a la apertura comercial permitía abaratar rápidamente las importaciones y provocar un aumento temporario de la demanda, pero al costo de someter a los sectores internos productores de bienes transables a una competencia insoportable y a generar un déficit estructural en la balanza comercial. Lo que servía para consolidar el impulso inicial del programa le restaba chances para su sustentabilidad de largo plazo.

## **Las contradicciones del modelo**

Para un país con una fuerte deuda externa pública, la condición formal de equilibrio era lograr superávit en las cuentas fiscales y en la balanza comercial, que, sin embargo, no se alcanzó en ninguno de los dos casos (Musacchio 2006). En materia comercial, como señalamos, las importaciones crecieron más rápidamente que las exportaciones. La balanza comercial se deterioró y la cuenta corriente agravó su signo negativo, que obligó a buscar fuentes de financiamiento por medio de inversiones externas, tanto directas como financieras. El gobierno de Menem estimuló ambos modos de importación de capital. Se privatizó gran parte del sector público, muchas veces en condiciones escandalosas. Los compradores fueron firmas transnacionales (especialmente españoles) o algunos conglomerados nacionales, en varios casos consolidados como grupos dominantes en la época de la dictadura militar (cf. Rapoport et al. 2000: 987-993). Además, se incentivó la colocación de fondos a través de una política de tasas de interés altas, aunque inestables (Heymann 2000: 92 et seq., 176, cuadro 19). Una consecuencia de esta política fue el aumento de las transferencias de ganancias e intereses al exterior. Después de un efímero declive del pago de rentas al exterior al comienzo de los noventa, esas remisiones crecieron de 4.747 millones de dólares en 1992 a 7.032 millones de dólares en 1994 (Cepal 2001b: 446, cuadro 260).

En materia fiscal, las cuentas tampoco cerraron por completo. Aunque se logró un superávit primario a lo largo de todo el período, éste fue insuficiente para cubrir el servicio de la deuda pública. Aquí, jugó un papel muy importante la política económica, pero en un sentido diferente del planteado por la interpretación neoliberal, que enfatiza la falta de un ajuste efectivo en los gastos. El problema no fue ese, sino el desfinanciamiento provocado por varios factores, destacándose los siguientes: a) una política tributaria regresiva, en el marco de una fuerte polarización de los ingresos; b) desgravaciones diversas para estimular el ingreso de capitales, como reducciones de los aportes patronales o eliminación del impuesto a las ganancias financieras individuales y, especialmente c) la privatización del sistema de previsión social. Además, en ciertas coyuntu-

ras económicas (especialmente en 1995/96), se precisó que el Estado, por medio del endeudamiento externo, captara las divisas necesarias para sustentar el modelo. Es decir, el déficit fiscal fue condicionado por la necesidad de obtener capital financiero en el exterior (Salama 2003: 52 s.).

Las interpretaciones no ortodoxas enfatizan la idea de que la crisis no se generó como consecuencia de un incontrolable déficit fiscal provocado por el excesivo gasto público y la desidia del Estado para recortar privilegios y subsidios improductivos (Damil et al. 2004; Gaggero 2004). De hecho, las cuentas fiscales arrojaron un superávit primario, aunque éste fue insuficiente para cubrir el servicio de la deuda externa, lo que obligó a recurrir a nuevos préstamos. Ahora bien, al no lograrse superávits ni en la balanza comercial ni en el resultado fiscal global, el modelo se hizo desde el comienzo dependiente de la entrada del capital externo y fue muy vulnerable a los ciclos en sus flujos (Musacchio 2006).

## **Crónica de una crisis anunciada**

El primer indicio de tal vulnerabilidad lo dio la crisis mexicana que se produjo entre fines de 1994 y comienzo de 1995. La crisis de México afectó a Argentina en un doble sentido. En primer lugar, los modelos económicos de ambos países tenían grandes similitudes, de manera que el colapso de uno ponía en dudas la sustentabilidad del otro. En segundo término, las nuevas condiciones provocaron una drástica contracción en los flujos de capitales hacia los llamados “países emergentes”, entre los que se encontraba Argentina. El gobierno argentino se enfrentó entonces al dilema de si debía devaluar su moneda o no. Allí, se optó por una radicalización del programa; argumentando la existencia de un elevado grado de dolarización de la economía y la necesidad de fortalecer la confianza en el esquema de política económica, la decisión fue no devaluar y reforzar el camino hacia la dolarización (Brenta 2002), dejando como única opción una política de corte deflacionaria.

El ajuste a partir de un torniquete sobre la demanda interna contrajo las importaciones, de modo que transitoriamente se logró un superávit comercial y una reducción en el déficit de la cuenta corriente. Sin embargo, la recesión amplió los problemas fiscales, dado que la recaudación se movía en el mismo sentido del PBI.

Un aspecto interesante de esa primera crisis –y que sería anticipatorio de lo que ocurriría a partir de 1998– fue el funcionamiento del mercado monetario. La política monetaria pasiva adoptada con el plan de convertibilidad era claramente procíclica. De esa manera, en la etapa de auge, el ingreso de capitales desde el exterior había provocado una rápida expansión monetaria que apuntaló y amplificó la expansión. En la crisis, por el contrario, la fuga de capitales

implicó una reducción de la masa monetaria y un aumento de la tasa de interés, que reforzó aún más la tendencia recesiva. Tal movimiento agravaba las tensiones de la crisis y complicaba seriamente la posibilidad de su reversión sin un *shock* externo positivo como un programa de asistencia o un nuevo ingreso autónomo de capitales.

La confianza del capital financiero tardó en recomponerse, lo que motivó una primera corrida contra los bancos. Sin embargo, el trance fue dejado atrás con la ayuda del FMI, que intentaba proteger un modelo que le servía como ejemplo de buena práctica de política económica. El gobierno firmó en marzo de 1995 un acuerdo con este organismo, que incluyó un paquete de ayuda financiera que “resultó de una importancia crucial en un momento en que la corrida contra los bancos amenazaba convertirse en un proceso acumulativo” (Heymann 2000: 127). Por esa vía se logró una relativa estabilización, aunque a un precio económico y social alto. El PBI cayó en 1995 un 2,8% (FIDE), mientras la tasa de desempleo llegó a un máximo histórico.

El apoyo de los organismos multilaterales le dio algo de oxígeno al programa, que todavía logró un impulso de crecimiento; el PBI se incrementó entre 1996 y 1998 un 9,5% (FIDE). Por un momento, la restricción externa volvió a relajarse. El Mercosur sirvió como una válvula de seguridad. Con el Plan Real, Brasil también había adoptado una política basada en una sobrevalorización de la moneda nacional, aunque sin una concomitante dolarización (Vitelli 2002), lo que permitió un rápido crecimiento de las exportaciones argentinas a ese país. No obstante, la mayor dinámica de exportaciones no modificó fundamentalmente las contradicciones del modelo, ya que las importaciones retomaron su curva ascendente y el déficit de balanza comercial reapareció de inmediato, arrastrando hacia arriba –junto con el servicio de la deuda y las transferencias de utilidades al exterior– el déficit en cuenta corriente. El endeudamiento externo continuó creciendo, alcanzando los 140.500 millones de dólares en 1998. Eso significó un crecimiento de 123,7% desde 1992, el crecimiento porcentual más alto en América Latina en esa época (Cepal 2001a: cuadro A-16).

La devaluación brasileña de enero de 1999 constituyó un nuevo hito para el deshilachado programa argentino. Su incidencia fue de tal magnitud que algunos autores la percibieron lisa y llanamente como el comienzo del fin del modelo de la convertibilidad (por ejemplo Eichengreen 2001: 4). Esa interpretación tiende a externalizar las causas de la declinación del modelo. Sin embargo, sus contradicciones ya estaban presentes desde muchos años antes e, incluso, puede sostenerse que la recesión argentina precedió a la devaluación brasileña (Boris 2001: 475). Al igual que en el caso argentino, en Brasil el plan Real agudizó los problemas estructurales. La devaluación no fue introducida por una cuestión de gusto o voluntad, sino que fue la respuesta a una situación insostenible en materia de cuentas fiscal y externa. Con el incremento del precio de las divi-

sas, Brasil pudo limitar el ingreso de productos importados, acontecimiento que significó para Argentina un impacto sobre sus exportaciones, agudizando la recesión y contrayendo la inversión.

En el caso argentino, las condiciones externas jugaban un papel de gran importancia y en ese plano, las tensiones eran evidentes. No sólo la crisis brasileña ejercía su influjo negativo, sino la propia crisis internacional que venía arrastrándose en Asia y Europa. A eso se le sumaba la retracción de los capitales financieros especulativos, el cuestionamiento de la “new economy” norteamericana con la quiebra de empresas de gran importancia como Enron y el viraje en las políticas de los organismos de crédito internacionales, sobre todo a partir del reemplazo de Michel Camdessus por Horst Köhler al frente del FMI. Pero ese complejo panorama internacional puede considerarse sólo como un complemento de las propias tensiones internas. Las crisis externa y fiscal eran, en el fondo, el resultado de una política que había desmantelado buena parte del aparato productivo, montando la fantasía de una acumulación financiera sin bases reales. A esa altura, la distribución recesiva del ingreso y una desocupación que se encaminaba en la búsqueda del 20% de la población activa dejaban poco margen para equilibrar las cuentas macroeconómicas.

Sin el oxígeno externo, la burbuja especulativa se pinchó y dio lugar a una corrida bancaria y financiera. Pero simultáneamente, se agravaron los conflictos sociales que permanecían larvados casi desde el comienzo mismo del modelo. Y a eso se le agregó un cuestionamiento integral del sistema político, que marcó la profunda fractura entre la sociedad política y la sociedad civil. Aun cuando las interpretaciones de la crisis intentan acentuar alguno de todos estos factores como eje explicativo (Rapoport y otros, 2005), la crisis fue el resultado de la conjunción de todos estos elementos, de manera que no fue económica, política o social, sino integral. Allí radica el lugar singular que ocupa en la historia del país.

Sin comprender esa multiplicidad de dimensiones, las autoridades argentinas intentaron proceder de manera similar que en tiempos de la crisis mexicana. Buscaron entonces absorber los desequilibrios sin modificar lo que consideraban la piedra angular del programa, es decir, la paridad peso-dólar. Ahora bien, si se renunciaba a devaluar, el único camino que quedaba era ajustar hacia abajo los precios y, especialmente, los salarios, por lo que se trató de apuntalar la deflación. Sin embargo, esta política encontraba fuertes límites; es que con la privatización de los servicios públicos se había pautado el sostenimiento de las tarifas en dólares. Por eso, la deflación concentrada exclusivamente en el sector transables deformaba aún más la estructura de precios relativos y agudizaba las tensiones internas. La puja en torno a la flexibilización salarial introducía además tensiones sociales que profundizaban los problemas existentes en ese frente derivados de la desocupación y la polarización del ingreso. La deflación fue,

pues, mucho más modesta de lo necesario, pero agravó el efecto de la política económica, agravando la recesión y dando paso a una verdadera depresión, con un drástico aumento del desempleo y de la pobreza. Dado que la recaudación impositiva tiene una fuerte dependencia del nivel de ingreso, la recesión también profundizó el desequilibrio fiscal.

La necesidad de cubrir los baches que se agigantaban en las cuentas públicas y en la cuenta corriente con ingresos de capital externo se materializó en un aumento creciente de las tasas de interés, que a su vez incrementaba los servicios de la deuda y contraía aún más la producción, mientras que el aumento del riesgo aceleró la fuga de capitales (Musacchio 2002). Aun así, en 2000 las importaciones de capital ya no fueron suficientes para cubrir el decreciente déficit de la cuenta corriente, de modo que tanto el FMI como otros organismos financieros apoyaron la vacilante balanza de pagos con un “blindaje financiero” de 40.000 millones de dólares otorgado en diciembre.

Aunque el modelo económico ya mostraba una visible crisis, el cambio de gobierno en 1999 –la Alianza entre el radicalismo y el Frepaso sustituyó a los peronistas– no se plasmó en un cambio de rumbo en la política económica. En el año 2001 el gobierno de la Alianza enfrentó un doble desafío: una agudización de la crisis y un auge de protestas sociales. El 19 de febrero estalló, una vez más, una crisis financiera, ahora en Turquía, que una vez más, mostraba varias similitudes con lo que ocurría en Argentina (cf. Eichengreen 2001, Yeldan 2001, Önis 2003). Y una vez más, Argentina fue “contagiada” por esa crisis. La “sintonía fina” de las autoridades económicas intentó fortalecer por medio de un ajuste impositivo la coyuntura fiscal ante la restricción creciente para conseguir préstamos externos y servir la deuda pública, pero el resultado fue el aborto de una tímida reactivación, que disparó un círculo vicioso de recesión y crisis fiscal.

En marzo de 2001 se produjo un primer cambio del Ministro de Economía, que evidenciaba la intensificación de los problemas. El nuevo titular, Ricardo López Murphy, partía de la hipótesis de que la inconsistencia del modelo se originaba en el descontrol del gasto público y que éste, a su vez, devenía de la indisciplina del Estado. Ocultaba prolijamente que, a esa altura, el servicio de la deuda ya trepaba al 15% del gasto y a casi el 5% del PBI. Consecuente con el diagnóstico, propuso un fuerte ajuste fiscal, que recortaba las erogaciones corrientes sin cuestionar el pago de la deuda. La superposición de sucesivos ajustes, la paulatina pérdida de poder adquisitivo de la población, la inequidad de los recortes y una creciente debilidad política del gobierno (que poco antes había atravesado una fuerte crisis política por un *affaire* de corrupción en el tratamiento de la ley de flexibilidad laboral, crisis que alejaría al entonces vicepresidente Carlos Álvarez de la función pública), confluyeron para movilizar el descontento masivo de la población, que repudió la medida y forzó al ministro a renunciar.



Su sustituto fue Domingo Cavallo, el arquitecto de la convertibilidad, a quien el Congreso le otorgó “superpoderes” para reencauzar la situación económica. Cavallo propuso una diversificación de la convertibilidad en dirección del Euro, pero no cuestionó su principio, dirección que fue respaldada por una declaración del FMI emitida en abril de 2001 (Cronología de la crisis argentina). Con esta decisión fundamental, solamente le quedó la opción de radicalizar la política deflacionaria. Anunció la meta del “déficit cero”. Se recortó en un 13% los salarios públicos y las pensiones de más de 500 pesos. Estos recortes significaron una rebaja del gasto, pero también una aceleración de la recesión y una caída de la recaudación. Por eso, se profundizó la espiral de ajuste perpetuo, sin que los desequilibrios cedieran un ápice.

Los efectos fueron especialmente dramáticos en las provincias. Algunas de ellas emitieron bonos como medio de pago de una parte de los salarios públicos, a medida que la Nación le recortaba los fondos y las propias recaudaciones tributarias se derrumbaban. Esos bonos, llamados “cuasimonedas”, funcionaban como dinero provincial y comenzaron a sustituir a la moneda nacional, cuya masa se reducía con la fuga de capitales. Así por ejemplo, en el caso de la Provincia de Buenos Aires se creó una nueva moneda, el patacón. Con los patacones, se podía pagar impuestos y ciertos bienes y servicios. Por otro lado, el pago de impuestos a través de patacones implicó una caída en la recaudación de pesos. El comportamiento de las cuasimonedas fue muy dispar. Aunque todas fueron inconvertibles, algunas lograron mantener su cotización en pesos al 100%, como el patacón, mientras otras se deterioraban considerablemente, siendo el caso más agudo el de Corrientes, cuyos “cecacor” cotizaron por debajo del 40%. Aún así, estos bonos permitieron compensar parcialmente la caída de la demanda y moderaron un tanto la depresión (IMA 2002c, cf. también Schwarzer/Finkelstein 2003).

La marcha de los acontecimientos tornaba cada vez más previsible una devaluación y una grave crisis financiera a nivel nacional. Para reestabilizar la situación financiera el gobierno negoció con el FMI el otorgamiento de un crédito en agosto 2001. El FMI asintió para evitar una quiebra en Argentina (Eichengreen 2001: 20-23, Mussa 2002: 72 ss.), pero su staff mostraba, a esa altura, serias dudas sobre la sustentabilidad del peso sobrevalorizado. La Folha de São Paulo del 11 de agosto de 2001 (pág. B6) mencionó que los EEUU estaban dispuestos a prestar una vez más mientras que Horst Koehler, el director del Fondo, pensaba “que el régimen cambiario de Argentina difícilmente soportaría las presiones de mercado, incluso con una nueva ayuda internacional”. Para Bonelli (2004: 194), el FMI abandonó definitivamente su apoyo a la convertibilidad en noviembre de 2001. Él enfatiza el rol clave de la nueva vicepresidenta, Anne Krueger, en esta vuelta. En esta época, las relaciones entre el FMI y el gobierno argentino se caracterizaron por desconfianza y tensiones

(Bonelli 2004: 194, Bensión 2004: 66). El derrumbe lento de la Argentina “puso en tela de juicio la capacidad técnica y objetividad de los funcionarios que integraron y supervisaron todas las misiones del FMI que hasta entonces habían trabajado en Argentina” (Bensión 2004: 66). Progresivamente, se sustituyeron por ese motivo las principales jerarquías del llamado Hemisferio Occidental del FMI, aunque no siempre con la pericia deseable. Ejemplo de ello fue el envío, a principios de 2002, de un funcionario que debía auditar las cuentas argentinas pero que, como ex ministro peruano tenía pedido de captura en su país por delitos económicos.

El efecto del préstamo del FMI fue efímero, dada la fuerte fuga de capitales. Argentina fue evaluada como el país más riesgoso para prestar; las tasas de interés explotaron. Aun con una reestructuración de la deuda interna del Estado, la crisis fiscal se agravó, mientras los sucesivos ajustes descargaban el peso de los recortes sobre el conjunto de la población, que sumió al sistema político en un total descrédito. La Alianza gobernante se quebró y perdió las elecciones parlamentarias de octubre de 2001, lo que, a la postre, terminó siendo su acta de defunción anticipada.

El desarrollo de la crisis volvía a repetir episodios anteriores, como el del final de la política de Martínez de Hoz, con fuga de capitales, creciente endeudamiento del Estado para cubrir el faltante de divisas, aumento incontenible de las tasas de interés y fuga de depósitos de los bancos (Rapoport et al. 2000: 823-827). Ese último aspecto era clave, ya que ahora apuntaba al centro mismo de la convertibilidad. El peso era plenamente canjeable por dólares mientras se tratara de billetes y monedas. Pero el multiplicador del dinero bancario y la capitalización de intereses sobre los depósitos impedían que las reservas cubrieran también los depósitos. Una salida masiva de depósitos que se cambiaran por dólares era un fenómeno que el esquema no podía soportar. Pero eso fue, precisamente, lo que ocurrió durante 2001, cuando las colocaciones totales en el sistema financiero se redujeron en 25.000 millones de dólares, o un 28% sobre el total. Mientras eso ocurría, las reservas del BCRA caían en picada. Si en enero de 2001 superaban los 38.500 millones de dólares, un año después se habían reducido a algo más de 19.700 millones, mostrando una contracción de casi un 50% (IMA).

Frente a la corrida bancaria, a comienzos de diciembre de 2001 el gobierno decidió establecer un “corralito”, imponiendo un límite semanal a los retiros bancarios de 250 pesos/dólares. Además, se restringió el envío de divisas al exterior. Pocos días después el FMI anunció como reacción a estas medidas no-liberales de emergencia económica que “no liberaría un desembolso pactado con Argentina de 1.264 millones de dólares. La decisión dejó el país al borde de la cesación de pagos” (Cronología).

A la crisis financiera se sumaba la abierta crisis política. La intensidad de las protestas sociales, que se debían en parte al claro descontento popular, pero

también a la propia actividad de la oposición peronista, se incrementó. En los días previos al 20 de diciembre, a los cortes de ruta como señal de protesta y a las manifestaciones de la clase media afectada por el corralito se le añadieron saqueos a supermercados, estimulados por la oposición, pero que se montaban sobre la catastrófica situación social. La gran desocupación había sido paliada por quienes la sufrían con la prestación informal de servicios personales, comúnmente denominadas “changas”, a los sectores de clase media y media-alta. Con el corralito, estos sectores dejaron de contar con pesos en efectivo y, dado que los contratados carecen de cuentas bancarias, debieron prescindir de sus servicios, lo cual dejó virtualmente sin sustento a una importante cantidad de gente. El corralito agravó la situación social hasta el extremo y contribuyó a movilizar al conjunto de la población contra el gobierno. La falta de reflejos políticos de los funcionarios, especialmente del Presidente, los colocó ante la inminencia de la renuncia, luego de una jornada de protesta cuya represión causó más de 20 muertos a lo ancho del país.

El Partido Justicialista se mostró también fragmentado. El presidente peronista que sustituyó a Fernando de la Rúa, Adolfo Rodríguez Saá, renunció a su cargo después de pocos días, acusando a los gobernadores provinciales de su misma extracción política de no darle el apoyo requerido. Sin embargo, en su corto interinato logró declarar una moratoria de la deuda externa a los acreedores privados no extensiva a los “acreedores institucionales” como el FMI o el Banco Mundial.

## **La explosiva salida de la convertibilidad**

Como nuevo presidente, la Asamblea Legislativa nombró a Eduardo Duhalde, quien poco tiempo antes había sido derrotado en la contienda presidencial a manos de de la Rúa. Duhalde inició un discurso productivista e incluyó al presidente de la Unión Industrial Argentina en su gabinete. Trató de fortalecer su posición interna e internacional aproximándose a Brasil, su socio del Mercosur. Estratégicamente, buscó el respaldo de los grandes intereses financieros y de los Estados Unidos.

El modelo de la convertibilidad había colapsado por completo y así lo entendió el Presidente, quien derogó la ley que lo había instaurado y avanzó hacia una devaluación. En principio, mantuvo la idea de un tipo de cambio fijo y estableció el nuevo valor del peso en 1,40 por dólar. Sin embargo, la presión del FMI lo indujo a liberar el mercado cambiario, lo que derivó en un rasante aumento del precio del dólar. En junio de 2002, su valor llegó a tocar los 4 pesos en las casas de cambio, mientras los precios subían sin cesar. No obstante, y a pesar de las previsiones del FMI y algunos analistas liberales que auguraban una hiperinflación, la inflación se mantuvo en niveles moderados en relación a las

pautas cambiarias. Es que los precios de los servicios no fueron liberados y se mantuvieron en sus niveles nominales previos, mientras los salarios sólo tuvieron incrementos muy suaves varios meses después de la devaluación. Por lo tanto, la restringida capacidad de consumo actuó como un torniquete sobre la demanda que impidió un alto “*pass through*” del tipo de cambio a los precios.

En rigor de verdad, Duhalde no tuvo un programa económico, sino que se limitó a actuar por reacción frente a los problemas que se presentaban. Por eso, la devaluación no se conjugó con un nuevo modelo, con una política integral. En el fondo, se esperaba que una transformación en la estructura de precios relativos motorizara el potencial exportador, a costa de la caída de los costos salariales y de los servicios. Tal transformación se produjo efectivamente, pero estuvo lejos de cristalizar en un *boom* exportador. La balanza comercial se tornó superavitaria porque la drástica depresión redujo las importaciones hasta el piso mínimo. Pero las exportaciones no crecieron en sintonía con su mejor posición competitiva, mostrando su baja elasticidad-precio y la mala especialización del país (Musacchio y Robert, 2006).

En ese marco, pronto se introdujeron retenciones a las exportaciones, que estaban destinadas a cumplir diversas funciones. Por una parte, proveer recursos al fisco originados en el sector que mejor se posicionó luego de la devaluación, haciendo recaer una parte de la tributación sobre las ganancias generadas con la devaluación. Simultáneamente, actuaron como un freno al incremento de precios en el sector productor de bienes transables. Su impacto tuvo, pues, efectos fiscales, redistributivos y actuó indirectamente sobre los mercados cambiario y monetario (IMA 2002a).

Paralelamente, se avanzó hacia la desdolarización, un ejercicio que ha sido muy complejo y conflictivo. El conflicto sobre el sistema monetario y la política cambiaria ya comenzó antes del ocaso definitivo de la Convertibilidad. “(L)os sectores dominantes de la Argentina impulsaron dos alternativas para la salida de la crisis: la devaluacionista y la dolarizada” (Castellani/Schorr 2004: 69). La dolarización favoreció a los sectores de los servicios con una fuerte presencia de capital extranjero. Esos sectores no fueron expuestos a la competencia externa. En el caso de los monopolios de servicios privatizados, las tarifas habían sido dolarizadas. Los bancos tenían una importante cartera en dólares. Los inversionistas extranjeros quisieron “asegurar el mantenimiento del valor en dólares de sus importantes activos fijos” (ibid. 71). Además, esta alternativa les permitiría girar a sus respectivas casas matrices utilidades y dividendos medidos en dólares. La dolarización fue propulsada por destacados representantes del Banco Central, sectores del peronismo, *think tanks* ortodoxos locales y organismos internacionales (Castellani/Schorr 2004: 69 ss., Rapoport et al. 2005: 926 s.). “La devaluación como mecanismo de superación de la crisis generada en el agotamiento de la Convertibilidad recién fue impulsada abiertamente du-

rante el año 2001 por los grupos económicos locales de mayor importancia" (Castellani/Schorr 2004: 73). Esos grupos tuvieron una marcada inserción exportadora y poseían un elevado volumen en activos líquidos, muchas veces colocado en el exterior en inversiones financieras. La opción devaluacionista encontró un eco favorable en sectores sindicales. Esta línea también defendió Duhalde cuando fue todavía senador nacional por el Partido Justicialista (Castellani/Schorr 2004: 73 ss., Rapoport et al. 2005: 927 ss.). Finalmente prevaleció el grupo devaluacionista.

A comienzos de febrero de 2002, el gobierno flexibilizó ligeramente el corralito y decidió algunos rasgos centrales de la pesificación de la economía, en un proceso muy conflictivo y con muchas improvisaciones. Para alivio de los grandes conglomerados y pequeñas empresas endeudados en dólares, se adoptó un tipo de cambio 1:1 para la pesificación de las deudas. Los depósitos fueron pesificados a un tipo de cambio 1:1,4 y se instrumentó una opción de bonos en dólares por depósitos de menos de 30.000 dólares, introduciendo además una pauta de indexación para los depósitos y créditos pesificados. Los bancos serían compensados por las pautas diferentes en la pesificación de débitos y créditos, de modo que se socializarían las pérdidas. En abril de 2003 se decretó el reordenamiento del sistema financiero y comenzaron a devolverse los depósitos reprogramados, con un cronograma que incluía paulatinamente montos cada vez más altos (Rapoport et al. 2005: 944 ss.).

A partir de la (re-)pesificación, se estableció una batalla judicial por parte de quienes vieron sus depósitos en dólares compulsivamente trocados a pesos, inmovilizados en el sistema bancario y afectados por la inflación galopante. Esta batalla fue aprovechada por la Corte Suprema de Justicia para extorsionar al Poder Ejecutivo, quien propugnaba inicialmente el juicio político a sus miembros argumentando el efectivo descrédito de sus integrantes, para evitar jugadas en su contra. Mientras tanto, el corralito se fue desactivando por etapas, a un paso más lento que el demandado por el FMI, pero sin provocar turbulencias mayores. Aunque buena parte de los depósitos congelados se mantuvieron colocados en los bancos aún después de levantadas las restricciones, el sistema bancario muestra hoy todavía grandes debilidades. Es que aún no ha logrado hilvanar una política de crédito a las actividades productivas, de modo que su intermediación en los ciclos del capital continúa manteniendo su raíz especulativa y, como tal, es proclive a nuevas crisis.

Un relevante número de monopolios privatizados llevó las batallas judiciales al nivel internacional, recurriendo a instancias como el Centro Internacional de Arreglo de Diferencias Relativas a Inversiones (CIADI) del Banco Mundial. Los reclamos se refieren a la política tarifaria del gobierno argentino. A inicios de 2002, las tarifas de los servicios públicos privatizados se convirtieron a pesos argentinos sobre la base de paridad "uno a uno" y luego se

congelaron para suavizar el impacto social de la crisis. Por consiguiente, la devaluación redujo notablemente los ingresos de las empresas extranjeras. Frente a los pleitos, el gobierno readaptó su estrategia y exigió el retiro de las demandas ante el CIADI como condición para renegociar los contratos. En varios casos, esta estrategia fue exitosa aunque en otros, las empresas han mantenido el pleito. Algunas de ellas incluso se retiraron del país, como la firma francesa que controlaba Aguas Argentinas, que volvió entonces a manos del Estado.

La persistencia de las turbulencias políticas y económicas, debidas en parte a la impericia de algunos funcionarios, impulsó hacia mediados de 2002 un cambio de gabinete. Para el nuevo equipo, encabezado por Roberto Lavagna, parecía claro que buena parte de los problemas coyunturales se debían a las transferencias que se realizaban a los organismos internacionales, con los que no se había entrado en cesación de pagos. Inició entonces una negociación para postergar los compromisos inmediatos, que no encontró eco real entre aquellos. Luego de muchas dilaciones, hacia octubre se declaró el default también con el FMI y el Banco Mundial, lo que, paradójicamente, terminó llevando las negociaciones a buen puerto, posponiendo todos los vencimientos hasta agosto de 2003. Bajo este paraguas, se pudo consolidar la estabilización de los precios y el dólar, alentando una modesta y precaria recuperación de la actividad productiva, eufemísticamente denominada “*veranito*”. Más que una inflexión, se trató, como en algún momento indicó el propio ministro, de una “*estabilización en el cuarto subsuelo*”, lograda a costa de posponer la discusión de los problemas de fondo.

Desde ese momento, comenzó a verse una situación curiosa. A pesar de los síntomas de la crisis, los precios se estabilizaron, el dólar comenzó a perder valor y la recaudación fiscal logró niveles significativos de superávit, que sorprendieron aún a los técnicos del FMI y que permitieron sobrecumplir las metas cuantitativas acordadas en la negociación. Los resultados no son tan sorprendentes si se realiza un análisis más fino. La postergación de los compromisos externos descomprimió el problema fiscal –apoyado por las retenciones a las exportaciones y el aumento del IVA generado por la inflación– y la cuenta corriente, mientras el fuerte superávit comercial comenzaba a generar un exceso de oferta en el mercado de divisas. La “*sintonía fina*” pasó a centrarse en la búsqueda de mecanismos para evitar la revaluación del peso. Sin embargo, el gobierno quedó atrapado entre varias limitantes. En primer lugar, el FMI presionaba para mantener un mercado cambiario libre de influencias del gobierno. El BCRA, mientras tanto, endurecía sus metas inflacionarias, limitando la expansión monetaria. El propio gobierno mantuvo cierta expectativa de que una intervención masiva en el mercado de divisas podría alimentar la inflación. Por eso, aunque se trató de absorber parte del exceso de dólares, su precio descendió hasta un entorno de entre 2,60 y 2,80 pesos.

La presunción del efecto inflacionario de una política cambiaria activa es cuestionable. En una economía con fuerte desempleo, tanto de mano de obra como de capital, existe un margen grande de ajuste por cantidades ante una mayor demanda. En buena medida, la baja inflación estuvo relacionada con la compresión de la oferta monetaria desde el inicio del ajuste y, hasta bastante tiempo después de la devaluación el problema principal no fue la inflación, sino la tendencia deflacionista. Luego de cambios en la cúpula de Banco Central, donde se reemplazó al presidente y a algunos directores que no compartían la política de sostenimiento del tipo de cambio y mantenían posiciones extremadamente ortodoxas, empezó a perfilarse una nueva política cambiaria: ya en tiempos del nuevo presidente Néstor Kirchner, es posible advertir una suerte de *crawling peg* encubierto, con un régimen de tipo de cambio libre pero que, por la intervención del BCRA sostiene el tipo de cambio real por medio de compras en el mercado abierto.

Aún durante el gobierno de Duhalde, la huida de capitales se revirtió y las tasas de interés –que inicialmente se estabilizaron por encima del 20%– estimularon el nuevo ingreso de capitales golondrina que agudizó la presión bajista del dólar. En este caso, en lugar de actuar directamente sobre el mercado, el gobierno prefirió introducir restricciones a los flujos de capitales inspiradas en el modelo chileno, obligando a los inversores a permanecer por lo menos seis meses antes de retirar sus fondos.

Mientras los malabares económicos iban controlando la crisis, las protestas sociales no lograban ser encausadas. Las continuas manifestaciones y los cortes de rutas y caminos (los famosos “piquetes”) mostraban el sostenimiento de la ruptura entre el sistema político y buena parte de la sociedad civil. De la misma forma, continuaba latente la posibilidad de nuevos estallidos sociales, como quedó demostrado cuando la policía reprimió un piquete y produjo dos muertos. La reacción social obligó a Duhalde a establecer un cronograma electoral que llevó a la normalización institucional con la asunción de Néstor Kirchner a la presidencia.

## **La renegociación de la deuda**

En el marco de una progresiva estabilización, el gobierno de Kirchner comenzó a enfrentar la espinosa cuestión de la deuda en sus dos frentes, la deuda en default y la deuda con organismos internacionales como el FMI.

Después de haber ventilado propuestas para un canje, el 1º de junio de 2004 el gobierno argentino anunció su oferta de reestructuración de la deuda en default. El entonces Ministro de Economía, Roberto Lavagna, declaró que la oferta fue diseñada de modo que no comprometa el crecimiento económico del país. Desde la perspectiva del gobierno, una buena marcha de la economía tranquilizaría la situación social, tema que constituía una de sus prioridades.

El gobierno ofreció un complejo canje por nuevos bonos. Respecto al principal se apuntó a una quita de 75% a 20.300 millones de dólares. Debido a presiones externas e internas el gobierno aceptó la capitalización de los intereses de la deuda en default ofreciendo una suma algo más elevado en caso que la adhesión al canje supere 70% (Becker 2004, Rapoport y Musacchio 2005).

El proceso del canje fue muy complejo debido a la heterogeneidad de los acreedores que abarcaba desde inversores institucionales hasta pequeños inversionistas individuales. Buena parte de la deuda a reestructurar se encontraba en el país (38,4%), seguido por Italia (15,6%), Suiza (10,3%), EE.UU. (9,1%) y Alemania (5,1%) (Rapoport et al. 2005: 950). Las mayores dificultades se presentaban en Europa, donde se radicaba el grueso de los acreedores externos. La presión de mejorar la oferta para los acreedores aumentó después que el español Rodrigo Rato asumiera la presidencia del FMI (Boris y Tittor 2006: 54). En el proceso, el gobierno de los EE.UU. no estuvo del lado de los halcones; políticamente, el gobierno Bush deseaba que la situación en la Argentina se estabilizara y no surgiera un foco más de tensión que distrajera la atención de sus prioridades de política exterior. Además, el número de los acreedores estadounidenses era relativamente reducido. El gobierno argentino tomó en cuenta los intereses estadounidenses y gestionó el canje según las reglamentaciones de los EE.UU. y con la aprobación de la Securities and Exchange Commission (Becker 2004). Finalmente, sobre un total 81.836 millones de dólares determinados como "elegibles" para la deuda, ingresaron al canje 62.318 millones de dólares, equivalentes a 76,15%. Por el total se emitió una nueva deuda equivalente a 35.261 millones dólares lo que implica una quita nominal de 43%. La composición de la deuda por monedas se modificó significativamente aumentando la participación del peso de 3% a 37% mientras que la deuda en dólares se redujo del 66% a 37%. La participación del euro quedó más o menos igual (Lo Vuolo 2005: 3, Rapoport et al. 2005: 951).

Por un lado se puede constatar que "la quita es descomunal y la aceptación es altísima" (Lo Vuolo 2005: 4). Eso muestra que el gobierno supo explotar la situación con una actitud a la vez firme y flexible hacia los acreedores privados. Por otro lado, la solución no fue equitativa. Los organismos internacionales, con un rol determinante en el desarrollo de la crisis, no fueron afectados ni por el default ni por la quita, y se les reconoció la legitimidad de la deuda (Lo Vuolo 2005: 6 ss.). Es decir que el gobierno argentino explotó hábilmente las posibilidades dentro de marco institucional existente, pero no procuró modificar las reglas.

A pesar de la quita considerable, la deuda externa todavía fue elevada después de la operación: 113.558 millones de dólares en 2005 comparado con 171.115 millones de dólares en 2004 (Cepal 2006: cuadro A-18), de lo que resulta que el servicio de la deuda pública no será bajo en la década posterior a la renegociación. El pago de intereses no solamente pesa sobre el presupuesto sino también condi-



ciona otras áreas de la política económica, pues se precisa un superávit en la balanza comercial. Estos condicionamientos continúan existiendo más allá de los planteos que realizan las instituciones financieras internacionales, y constituyen un punto de atención central para la consistencia de la economía argentina en el largo plazo (Musacchio, 2006).

Entre 2002 y 2005, la relación de los gobiernos argentinos con el FMI fue conflictivo, pero se evitó una ruptura (cf. Bonelli 2004, Rapoport et al. 2005: 941 ss., 958 ss.). Finalmente, y de manera coordinada con Brasil, el gobierno Kirchner se liberó de la tutela del FMI precancelando por completo las deudas (9.810 millones de dólares) con el organismo internacional en enero de 2006 (Gudynas 2006). Esta operatoria fue posible gracias a la acumulación de reservas entre 2003 y 2005, aunque se recurrió también de manera parcial a operaciones financieras que incluyeron a Venezuela que apoyó por este camino la decisión argentina (Boris y Tittor 2006: 56). Sin romper las reglas impuestas por el FMI, la medida amplió los márgenes de maniobra de la política económica argentina, al no tener que aceptar los programas del Fondo al renegociar los pasivos. La “medida argentina fue recibida con beneplácito desde la sede del FMI en Washington, tal como sucedió con Brasil” (Gudynas 2006).

## **El camino neo-mercantilista y la recuperación del mercado interno**

Los gobiernos posteriores a la crisis buscaron un elevado crecimiento económico para restablecer la legitimidad del orden establecido. En ese marco se percibieron las exportaciones como un elemento primordial dinamizador del crecimiento. Esta orientación cuadró bien con la orientación de los grupos económicos y con la buena coyuntura internacional para los precios agrícolas. Para sostener la dinámica de un desarrollo hacia afuera, el gobierno ha intervenido manteniendo el peso argentino tendencialmente subvaluado, con diversas medidas de política económica. Por un lado mantuvo los controles sobre los flujos de capital con encajes obligatorios aplicables a ciertos flujos y, por otra parte, se interviene de manera sistemática en el mercado cambiario con compra de divisas por parte del Banco Central y del Banco Nación.

Dado que esta política puede tener un impacto sobre la tasa de inflación, se acentuó el esfuerzo por contener el alza de precios en ciertos sectores (carnes y lácteos en particular) a través de varios instrumentos, entre ellos los derechos de exportación, pero fundamentalmente con acuerdos de precios con distintos sectores de las cadenas de producción y distribución de los principales bienes de consumo.

Las exportaciones han continuado creciendo con un fuerte sesgo hacia los productos primarios y sus derivados. Un estudio reciente (Musacchio y Robert 2006) muestra que la estructura de las exportaciones no ha variado y que los

doce primeros productos del ranking de exportaciones aumentaron incluso su participación en relación a lo que ocurría un lustro atrás. Tal especialización es muy problemática porque implica una fuerte dependencia de los altibajos de los precios agrícolas internacionales, agravada por el carácter relativamente poco dinámico de los mercados en tales sectores. Si bien el saldo comercial es fuertemente positivo, una caída de los precios internacionales en dichos productos podría complicar severamente la marcha ascendente de la economía argentina.

Sin embargo, la política cambiaria brindó también cierta protección a las industrias manufactureras, lo que favoreció una cierta sustitución de importaciones. La política cambiaria parece ser un sustituto a políticas industriales y sectoriales más específicas. El Estado carece de una capacidad de intervención refinada debido a la destrucción sistemática de los mecanismos relacionados con el Estado desarrollista, fenómeno que se inició con la dictadura militar de los setenta y terminó de concretarse con las privatizaciones de los noventa. Sin embargo, las autoridades económicas no han esbozado tampoco un perfil de estructura económica deseable al que se trate de arribar con la política económica, más allá de una mayor participación global de la industria y el crecimiento del sector energético. Por el contrario, la política parece apuntar más a generar las condiciones macroeconómicas para el crecimiento, dejando en manos del mercado la elección de los sectores que se desplegarán a partir de allí.

Tales condiciones han sido suficientes para un fuerte crecimiento, luego de la balbuceante reactivación del 2003. El PBI creció en términos reales 8,8% en 2003, 9,0% en 2004, 9,2% en 2005 y 8,5% en 2006 (Cepal 2006: cuadro A-2). Aun cuando se destacan las exportaciones como las encargadas de dinamizar el crecimiento, la influencia principal provino de la reactivación del mercado interno y de la demanda de inversiones. Desde esta perspectiva pueden verse algunas luces y sombras de la recuperación. En sus comienzos, es indudable que una de las principales variables de ajuste fue el salario. La devaluación sin aumentos compensatorios de remuneraciones provocó un *shock* redistributivo regresivo, que acentuó la ya gran masa de habitantes que se encontraban por debajo de la línea de pobreza. Como consecuencia de la continua parálisis de la producción y del efecto inflacionario, 53% de la población se encontraba debajo de la línea de pobreza al fin del primer semestre de 2002 mientras que esta cifra alcanzaba a "sólo" el 27% en 1998 (Salama 2003: 56). A partir de entonces, los salarios se colocaron en un sendero suavemente ascendente, por encima de los niveles de inflación, pero sin alterar significativamente la distribución funcional del ingreso. Tomando como base 100 el año 1991, el salario real bajó de 127 en 2001 a 76 en 2002. Entre ese momento y el año 2004 creció hasta 85 lo cual era bastante más bajo que una década atrás (Broder 2005: 137, 266, cuadro 18). Queda claro entonces que el impacto de las políticas de los noventa y la propia crisis tuvieron un impacto negativo muy grande y persistente en la distribución

del ingreso, que afectó tanto a los sectores más bajos de la población como a la clase media. Tal proceso se inscribe en una continuidad tendencial que se inauguró con el *shock* del plan Martínez de Hoz en 1976 y que aún no ha sido revertido (Vitelli 1999).

El empleo también tuvo una evolución particular. El desempleo abierto tocó a 23,6% de la PEA en octubre de 2002, para comenzar a reducirse a partir de entonces de manera sostenida. Con algunas argucias técnicas –como considerar empleados a quienes perciben planes de asistencia– parece posible en el futuro inmediato una tasa de desempleo de sólo un dígito que pueda sostenerse en el tiempo. Y es precisamente ese crecimiento del empleo, y consiguientemente de la masa salarial, uno de los factores fundamentales que impulsaron la demanda interna sobre la que reposó el sostenido crecimiento del producto. Tal fenómeno se proyectó también sobre las estructuras del mercado laboral. La crisis había profundizado la informalización laboral cuyo peso aumentó en los momentos anteriores e inmediatamente posteriores a la crisis, para reducirse paulatinamente de allí en adelante. Como señala Neffa (2006: 139), entre los nuevos empleos creados disminuyó el porcentaje de los trabajadores no registrados, aunque sin que el problema de la informalidad haya sido resuelto globalmente.

A pesar de la relativa estabilización también es posible observar una militancia sindical más intensa, que al momento de escribirse este artículo se plasma en una discusión entre dirigentes sindicales, empresarios y el propio gobierno sobre los topes de los incrementos salariales que deberán tomarse en cuenta para la firma de las convenciones colectivas de trabajo durante 2007. La dirigencia sindical aspira a incrementos que superan en 5 puntos los deseados por el gobierno en sintonía con sus metas antiinflacionarios. De la misma forma, se advierte una confrontación con los sectores empresariales por el alcance de tales aumentos, pues para estos últimos debería haber una mayor diferenciación sectorial, en conformidad con los incrementos relativos de precio y la evolución de las productividades.

Con la “normalización” de la vida económica el gobierno de Kirchner aligeró también la situación de parte de la clase media. Frente a los sectores piqueteros, el gobierno reaccionó con una estrategia de dos vertientes. Por un lado, ofreció planes sociales a los desempleados aliviando la situación social y cooptando parte del movimiento piquetero. Por otro lado, estigmatizó, reprimió por medidas judiciales y marginalizó sectores más militantes (Svampa 2006: 32 ss.). De todas maneras, a medida que la recuperación fue elevando los niveles de empleo, las protestas piqueteros fueron perdiendo fuerza y sustancia en relación inversa a la recuperación de espacios de los sectores sindicales tradicionales, que mantienen el tradicional estrecho vínculo con el Partido Justicialista en el gobierno.

Los gobiernos de Duhalde y Kirchner han buscado establecer un nuevo modelo económico basado en la dinámica exportadora, mientras trataban de revertir una compleja coyuntura externa e interna. Mientras la política de coyuntura ha resultado sumamente exitosa, los puntos de apoyo del nuevo modelo productivo muestran algunas debilidades y algunos contrastes interesantes. Es que por un lado la estrategia exportadora resulta sumamente dependiente de factores de gran volatilidad, como los precios de las materias primas o la demanda externa de productos primarios. Sin embargo, también fue posible la recuperación de un proceso de crecimiento impulsado por el mercado interno a partir del crecimiento del empleo y la mayor protección del sector industrial nacional. Tal proceso, no obstante, no fue acompañado de una decidida transformación en los parámetros de la distribución del ingreso, ni por políticas de desarrollo activas que consoliden en el largo plazo la expansión interna. Por otra parte, aunque el superávit fiscal y de comercio exterior permiten en el mediano plazo un equilibrio macroeconómico notorio, los compromisos emergentes de la reestructuración de la deuda no permiten predecir que las tormentas en estos frentes hayan sido superadas por completo. Por lo pronto, las limitaciones evidentes del nuevo modelo no son suficientes como para opacar el hecho de que su sustentabilidad es marcadamente mayor que la del modelo de acumulación financiera de los noventa. Tanto desde el punto de vista macroeconómico, donde no parece estar gestándose ninguna burbuja explosiva en el mediano plazo, como en materia social, donde la mejora en los niveles salariales y sobre todo laborales son manifiestas, la situación es hoy mucho menos conflictiva que en tiempos de la convertibilidad. A pesar del carácter excluyente y desigual del nuevo modelo económico, los sectores dominantes lograron un cierto grado de aceptación para el orden actualmente vigente dentro de la población. Resta, sin embargo, el diseño de una verdadera política de desarrollo económico y social que convierta a la recuperación en un fenómeno duradero.

### **Bibliografía**

- Arrighi, G. (1994): *The Long Twentieth Century. Money, Power, and the Origins of Our Times*. London/New Cork.
- Becker, J. (2004): *Canje de la deuda de Argentina bajo reglementaciones de EE.UU.* [www.economiasur.com/analisis/BeckerCanjeDeudaArgentina1.htm](http://www.economiasur.com/analisis/BeckerCanjeDeudaArgentina1.htm)
- Bensión, A. (2004): *La crisis del 2002. Mi gestión frente al cataclismo bancario*. Montevideo.
- Bonelli, M. (2004): *Un país en deuda. La Argentina y su imposible relación con el FMI*. Buenos Aires.
- Boris, D. (2001): *Argentinien 2001: Von der langandauernden Rezession zur Währungs- und Finanzkrise*. En: *Prokla*, 30 (124), pp. 469-484.

- Boris, D. y Malcher, I. (2001): Argentinien am Ende der neoliberalen Sackgasse. En: Z - Zeitschrift fuer marxistische Erneuerung, 12 (48), pp. 47-59.
- Boris, D. y Tittor, A. (2006): Der Fall Argentinien. Krise, soziale Bewegungen und Alternativen. Hamburg.
- Boyer, R. y Neffa, J. (coords.) (2004), *La economía argentina y su crisis (1976-2001)*, Buenos Aires.
- Brenta, N. (2002): La convertibilidad argentina y el Plan Real de Brasil: concepción, implementación y resultados en los años '90. En: Ciclos en la historia, la economía y la sociedad, No. 23, pp. 39-86.
- Broder, P. (2005): Dos años en la era K. Luces y sombras de la postconvertibilidad. Buenos Aires.
- Castellani, A. y Schorr, M. (2004): Argentina: convertibilidad, crisis de acumulación y disputas en el interior del bloque de poder económico. En: Cuadernos del Cendes, 21(57), tercera época, pp. 55-81.
- Cepal (2001a): Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe 2001. Santiago de Chile.
- Cepal (2001b): Anuario estadístico de América Latina y el Caribe 2000. Santiago de Chile.
- Cepal (2006): Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe 2006. Santiago de Chile.
- Conesa, Eduardo (1996): Desempleo, precios relativos y crecimiento económico. Buenos Aires.
- Cronología de la crisis argentina. [www.globalización.org](http://www.globalización.org)
- Damil, M., Frenkel, R. y Juvenal, L. (2004), "Las cuentas públicas y la crisis de la convertibilidad en Argentina", en Boyer y Neffa (2004).
- Eichengreen, B. (2001): Crisis Prevention and Management: Any New Lessons from Argentina and Turkey? (ms).
- FIDE: Coyuntura y desarrollo, Buenos Aires, varios números.
- Gaggero, J. (2004) "La cuestión fiscal, huella de la historia política y económica", en Boyer y Neffa (2004).
- García, A. (1995): El programa de liberalización financiera en Argentina. En: N. Minsburg y H. Valle (coord.), *Argentina hoy: crisis del modelo*. Buenos Aires, pp. 85-106.
- García, A. (2002): Estructura y liquidez del sistema financiero bimonetaria argentino. En: Gambina, J. (comp.), *La globalización económico-financiera. Su impacto en América Latina*. Buenos Aires, pp. 247-257.
- Gudynas, E. (2006): Un intento de "desendeudamiento" que genera el desafío de una nueva política económica. [www.economiasur.com/analisis/GudynasArgentinaCancelaDeuda.html](http://www.economiasur.com/analisis/GudynasArgentinaCancelaDeuda.html)

- Heymann, D. (2000): Políticas de reforma y comportamiento macroeconómico. En: Heymann, D. y Kosacoff, B. (eds.): *La Argentina de los Noventa. Desempeño económico en un contexto de reformas. Tomo I.* Buenos Aires, pp. 37-176.
- Heymann, D. y Kosacoff, B. (2000): Introducción: comentarios generales sobre el comportamiento de la economía y temas abiertos al finalizar los noventa. En: Heymann, D. y Kosacoff, B. (eds.): *La Argentina de los Noventa. Desempeño económico en un contexto de reformas. Tomo I.* Buenos Aires, pp. 9-36.
- Instituto para el Modelo Argentina (IMA), Informe económico, Buenos Aires, varios números.
- IMA (2002a): Poner orden luego de la devaluación. ¿Para qué sirven las retenciones a las exportaciones? En: Informe económico, N° V, Buenos Aires, febrero, pp. 15 a 24.
- IMA, (2002b): Los nuevos subsidios agrícolas de los Estados Unidos: The Farm Security Act and Rural Investment Act 2002. En: Informe Económico, No. IX, Junio de 2002.
- IMA (2002c): Estudio sobre los efectos de la incorporación de una tercera moneda en la Argentina. En: Informe económico N° XIII, Buenos Aires, octubre-noviembre, pp. 17 a 27.
- Kosacoff, B. (ed.) (1995): *Hacia una nueva estrategia exportadora: la experiencia argentina, el marco regional y las reglas multilaterales.* Buenos Aires.
- Lo Vuolo, R. (2005): Canje de deuda y salida del default en Argentina. Los problemas de la estrategia financiera elegida. Ciepp, Serie Análisis de Coyuntura No. 7.
- Musacchio, A. (2002): La estrategia exportadora en Argentina: ¿necesidad, objetivo o utopía? En: Gambina, J. (comp.), *La globalización económico-financiera. Su impacto en América Latina,* Buenos Aires, pp. 277-297.
- Musacchio, A. (2001): La Argentina ante el ALCA: ¿Solución a los dilemas del crecimiento o agravamiento de los problemas estructurales?. En: *Realidad económica,* N° 182, Buenos Aires.
- Musacchio, A. (2003): “Comercio exterior, inserción internacional y estrategias de desarrollo. En: Informe Económico del Instituto para el Modelo Argentina, N°15-16, Buenos Aires, febrero-mayo.
- Musacchio, A. (2006): Los “deslices técnicos” de la convertibilidad, la crisis y las condiciones de la recuperación, Trabajo presentado en las XIX Jornadas de Historia Económica, Mar del Plata.
- Musacchio, A. y Robert, V. (2006), “Opciones de inserción internacional y desarrollo económico y social en la Argentina del siglo XXI: Rupturas y continuidades después de la devaluación” en Julio C. Neffa y Hector Cordone (comp.), *Escenarios de salida de la crisis y estrategias alternativas de desarrollo para la Argentina,* Buenos Aires.

- Mussa, M. (2002): Argentina y el FMI. Del triunfo a la tragedia. Buenos Aires.
- Neffa, J. (2006): "El trabajo y el empleo vistos en perspectiva durante la transición". En: Neffa, J. y Cordone H. (comp.), Escenarios de salida de la crisis y estrategias alternativas de desarrollo para la Argentina, Buenos Aires.
- Önis, Z. (2003): Neoliberal kürellesmenin sinirlari: Türkiye açisindan arjantin krizi ve IMF'ye karsilastirmali bir bakis. En: Köse, A.H. et al. (eds.): Iktisat üzerine yazilar II. Iktisat, kalkinma, kriz ve istikrar. Istanbul, pp. 505-532.
- Rapoport, M. (2002): La Argentina entre el Mercosur y el Alca. La cuestión comercial y el proteccionismo norteamericano. En: Realidad económica, N°191, Buenos Aires.
- Rapoport, M. et al. (2000): Historia económica, política y social de Argentina (1880-2000). Buenos Aires
- Rapoport, M. et al. (2005): Historia económica, política y social de la Argentina (1880-2003). Buenos Aires.
- Rapoport, M. y Musacchio, A. (2005): "La deuda externa argentina en el largo plazo", en El correo de económicas N° 2, Buenos Aires.
- Salama, P. (2003): Chronique d'une crise annoncée. En: Rolland, D./Chassin, J. (eds.): Pour comprendre la crise argentine. Paris, pp. 48-56
- Schvarzer, J. (1998): Implantación de un modelo económico. La experiencia argentina entre 1975 y el 2000, Buenos Aires.
- Schvarzer, J. y Finkelstein, H. (2003): Bonos, cuasi monedas y política económica. En: Realidad Económica, No. 193, pp. 79-95
- Sgard, J. (2003): Le FMI et le désastre argentin. En: Rolland, D./Chassin, J. (eds.): Pour comprendre la crise argentine. Paris, pp. 65-73.
- Stiglitz, J. (2003): Argentina, Shortchanged. Why the Nation That Followed the Rules Fell to Pieces. En: Rolland, D./Chassin, J. (eds.): Pour comprendre la crise argentine. Paris, pp. 60-64.
- Svampa, M. (2006): Argentine: la méthode Kirchner ou la force d'inertie du péronisme. En: alternatives sud, 13 (4), pp. 31-37
- Valle, H. y Marcó del Pont, M. (1995): Dolarización, convertibilidad y soberanía económica. En: N. Minsburg y H. Valle (coord.), Argentina hoy: crisis del modelo, Buenos Aires, pp. 59-84.
- Vitelli, G. (1999): Los dos siglos de la Argentina. Historia económica comparada, Buenos Aires.
- Vitelli, G. (2002): Devaluación en Brasil y Argentina: 1990-2002. La reiteración de una misma historia. En: Ciclos en la historia, la economía y la sociedad N° 23, Buenos Aires, 1er. Semestre de 2002, pp. 87-116.
- Yeldan, E. (2001): On the IMF-Directed Disinflation Program in Turkey: A Program for Stabilization and Austerity or a Recipe for Impoverishment and Financial Chaos? Ankara, [www.bagimsizsosyalbilimciler.org](http://www.bagimsizsosyalbilimciler.org)





# **Sistema financiero, regulación y crisis: La experiencia chilena**

**Juan Andrés Correa y Johannes Jäger**

## **1. Introducción**

En la última crisis, la economía chilena resultó relativamente menos afectada que la economía de otros países, como por ejemplo la economía argentina. Parcialmente eso se debe a la política financiera, la política monetaria y la política cambiaria, y la regulación de las entradas y salidas de capitales. En el presente artículo se analiza cómo y por qué en Chile –que muchas veces se considera como ejemplo paradigmático de un país neoliberal– se puede observar un desarrollo relativamente mejor. Una explicación se encuentra en respuesta a la experiencia negativa con ciertas formas de políticas liberales de la primera década de la dictadura militar, particularmente referentes al sector financiero. Parece que en Chile –al contrario de otros países– se ha aprendido de las experiencias de la crisis de inicios de los años 1980 que se analizará más abajo en detalle. Aparte de eso, otro factor importante puede servir para explicar ese comportamiento relativamente: La estructura política económica específica que podemos encontrar en Chile desde mediados de los ochenta con el auge de grandes conglomerados económicos. Estos tienen un importante peso no solamente en la economía sino también en el campo político. Como estos conglomerados económicos tienen sus raíces no solamente en el sector financiero sino también en el sector productivo de la economía,

---

El presente artículo se realizó dentro de un proyecto sobre "Transformation of Global Financial Governance" apoyado por el Fondo de Ciencias del Banco Central de Austria (OeNB).

las políticas económicas menos rentistas son de un interés predominante para ellos. En lo siguiente se describe el desarrollo histórico, el auge de las políticas neoliberales, su caída parcial, y las políticas actuales.

Analizando el sistema financiero, su regulación y crisis, distinguimos a un nivel muy general dos períodos distintos. La primera fase se limita desde el golpe militar de 1973 hasta la crisis de inicios de los años ochenta. Económicamente se caracteriza en primer lugar por la liberalización en el sector financiero, la apertura del país para capitales extranjeros y una política cambiaria que contribuye al flujo de capitales especulativos en su gran parte. El segundo período, a partir de 1982, está caracterizado por procesos de re-regulación en el sector financiero. También se establecen controles a los flujos de capitales y se aplica una política monetaria más orientada hacia el crecimiento real de la economía. No obstante, en los noventa, y acentuados simultáneamente por la crisis asiática, se observan de nuevo procesos de desregulación considerables, pero con una política cambiaria diferente a la que se aplicó antes de la crisis de 1982.

## 2. Liberalización financiera y crisis (1973-1982)

En lo siguiente se analizarán las políticas monetaria, financiera y cambiaria dentro de su contexto histórico específico para entenderlas en su dimensión política-económica.

La liberalización del sistema financiero ocurrió durante la dictadura militar. Es importante recordar que el golpe militar de 1973 se efectuó en un contexto en el que había fuertes controversias sociales. Mientras el gobierno de Salvador Allende intentaba hacer el “camino pacífico hacia el socialismo”, eso era rechazado fuertemente por las clases dominantes que, con el uso del ejército (y el aporte de la CIA), lograron decidir esta lucha a su manera. De todas formas al inicio no era claro que se iba instalar en Chile un modelo neoliberal. Importante era solamente la reconstitución del poder tradicional. No obstante, debido a una constelación político-económica específica en Chile, se introdujo el modelo neoliberal en la economía como en la sociedad en una manera mucho más fuerte que en los otros países de la región, que en esa época también sufrían golpes militares por razones similares.

Moulián (1997) llama al proceso en Chile como una “contra-revolución neoliberal”. La situación política-económica en 1973 estaba caracterizada por un amplio consenso del *establishment* en asegurar su poder y su posición en la sociedad en un largo plazo. Además, la junta militar, que estaba organizada en forma mucho más centralista que en los otros países del Cono Sur, tenía vínculos estrechos con representantes de los conglomerados financieros que habían surgido ya desde los sesenta y también con el grupo de prensa más importante, El Mercurio (Calderón 1981). En esa condición, estas fracciones tenían un acceso privilegiado

hacia los centros de la decisión política. Solamente con eso no habría sido –probablemente– suficiente para una “contra-revolución neoliberal”. Además se necesitaban intelectuales y tecnócratas que fueran capaces de desarrollar este proyecto (Valdés 1995). Estas personas estaban en Chile; eran los llamados “Chicago Boys” que habían participado en un programa de intercambio universitario entre la Universidad Católica de Chile y la Universidad de Chicago.

Con esto, a partir de 1975, ideologías neoliberales y políticas monetaristas fueron aplicadas. La introducción autoritaria de estas políticas encontró apoyo en los economistas neoliberales Milton Friedman, Arnold Harberger y Friedrich A. Hayek. Todos ellos eran –igual que el filósofo Karl Popper– miembros de la famosa Sociedad Mont Pèlerin que fue fundada en Suiza en 1947. Esta tenía la meta de oponerse al estado de bienestar y desarrollar un concepto liberal de la sociedad e introducirlo en el largo plazo (Plehwe/Walpen 2001). Aprovechándose de la dictadura militar, Chile resultó ser el pionero de un proyecto neoliberal. Por lo tanto, en el campo de las políticas económicas, las puertas para un experimento estaban abiertas. Elemento clave de estas políticas fue la liberalización del sector financiero, una política cambiaria que tenía como meta principal la reducción de la inflación, y la atracción de inversiones extranjeras. La liberalización del mercado financiero implicó como consecuencia un aumento significativo de la deuda externa y culminó en la crisis financiera y económica de 1981/82.

## ***2.1 Políticas monetaria y financiera***

El régimen militar siguió una política económica favorable al capital financiero que surgió ya en los años de la Unidad Popular, cuando grupos industriales transfirieron sus fondos de la producción hacia inversiones financieras (Calderón 1981). Además se buscó atraer capital extranjero, lo que fue una necesidad tomando en cuenta la tendencia persistente hacia una balanza negativa de la cuenta corriente. Un proceso de una liberalización financiera muy radical – la más radical en América Latina junto con las dictaduras militares de Argentina y Uruguay (Ffrench-Davis et al. 1997: 387)– y una política de tasas de interés altas favorecieron a ambos grupos de interés.

Sólo en 1980 se produjo una baja evidente de los costos financieros que alcanzó a durar solo tres trimestres de ese año. Ffrench-Davis al respecto agrega que esta situación estuvo asociada a dos motivos; uno, a la congelación del tipo de cambio durante todo el año (a \$39 un dólar) y a una tasa media de inflación interna aun superior a 30% anual. A consecuencia de ello el costo real del crédito externo resultó negativo (-8%) para los deudores nacionales. En esa época el volumen del financiamiento externo se acrecentó de tal manera que llegó a representar el 40% del total del financiamiento interno y externo (Ffrench-Davis 1999).

Lo que se pretendió con esta reforma era igualar las tasas de interés interna y externa, como respuesta a la liberalización del sistema. Sin embargo, durante el periodo de siete años de esta reforma, la brecha persistió y las diferencias en las tasas de interés internas fueron altas, y a partir de 1979 las tasas internas continuaron superando a las tasas internacionales, lo cual conllevó a un gran flujo de capitales atraídos por las altas tasas de interés doméstico, mayores que la tasa internacional, aumentando la rentabilidad de esos flujos de capital extranjero más de lo que podían obtener en otros mercados financieros. En 1979, por ejemplo, la tasa interna fue de 16,9% anual expresada en pesos chilenos, y la tasa internacional fue ese mismo año de -0,9%; en 1981 fue de 38,8% la interna y de 12,4 % la internacional. Los ejemplos demuestran que el costo real del crédito en Chile superaba largamente los costos internacionales en este periodo. Las altas tasas de interés estrangulaban a la pequeña y mediana empresa mientras que las grandes empresas, vinculadas a los bancos, gozaron del acceso a los créditos externos con bajas tasas de interés (Moguillansky 1999).

La situación tomó otro carácter a partir del año 1982, donde la tasa externa superó a la tasa interna (Ffrench-Davis 1999). En otras palabras esto significó, en primer lugar, una disminución de los flujos financieros hacia el país, y en segundo lugar, un encarecimiento extraordinario del dinero extranjero. Lo que articuló una recesión, generando con ello una difícil situación a la banca nacional, endeu-

**Tabla 1: Índices macroeconómicos 1965-2005**

	1965-1970	1971-1973	1974-1982	1983-1989	1990-1997	1998-2002	2003-2005*
Producto Interno Bruto (Crecimiento anual real en %)	4	1,2	2,1	5,2	8,3	2,1	5,4
Desempleo (en % de la fuerza laboral)	5,9	4,7	14,5	13,3	6,5	9,1	9,6
Balance Fiscal (en % del PIB)	-2,5	-11,5	-0,6	1,7	2,1	-0,8	2,2
Formación Bruta de Capital Fijo (en % del PIB)	19,3	15,9	15,6	17,4	23,5	24,0	21,0

Fuentes: Ffrench-Davis 1999 y Le Fort 2000, Banco Central 2001, Banco Central 2006, Ministerio de Hacienda 2006, cálculos propios

\* 2005 a base de datos provisionales

dada por un lado con los capitales foráneos y por el otro, como prestamista nacional, sin poder recuperar parte de la cartera vencida de créditos y por último, la desvalorización de la moneda nacional. Con todo este cuadro crítico las variables macroeconómicas de ese año cayeron en picada, sólo para observar la grave situación de ese periodo observemos algunos promedios de variación del PIB y otras variables macroeconómicas de ciertos periodos, tales como antes de las reformas y después de entrar en práctica ellas (véase tabla 1).

## 2.2 *Política cambiaria*

La reforma del sistema económico presentado en el Plan de la Oficina de Desarrollo Nacional (ODEPLAN) después del golpe militar planteó conjuntamente con la libertad absoluta de precios una política cambiaria realista, buscó establecer un tipo de cambio que permitiera reflejar los precios internacionales y los precios internos, y de esta manera que incentivara las exportaciones, lo cual movilizara los recursos productivos a las actividades de exportación.

Se distinguieron en estas últimas décadas las siguientes etapas en la política cambiaria y que cronológicamente se pueden clasificar así:

- desde fines de 1973 hasta mediados de 1979 se aplicó una *política de cambio reptante*, también llamada del tipo de cambio programado o de mini devaluaciones con respecto al dólar norteamericano
- a partir de junio de 1979 se estableció una *política de cambio fijo* con respecto a la moneda norteamericana
- desde el 14 de junio de 1982 se instituyó una *política de fijación del valor del peso a un conjunto de la canasta de las principales monedas*
- en agosto de 1982 se aplicó un tipo de *cambio flotante*.

Entre los periodos más críticos de la economía chilena debido a sus regímenes cambiarios encontramos, entre otros, la época del modelo de *cambio fijo*, que se instauró el 30 de junio de 1979 mediante una tabla pre-establecida de acuerdo al tipo de cambio reptante, mini devaluaciones nominales del peso chileno, le correspondió la paridad de \$ 39 un dólar, esto significó una devaluación de un 5,7% de la moneda nacional.

En esa fecha se decidió fijar a ese valor la paridad peso-dólar. Declaraciones de las autoridades monetarias explicaban que el progreso conseguido en el primer semestre de 1979 aconsejó fijar el precio del dólar en \$ 39 para los siguientes ocho meses (Banco Central de Chile 1982). Esta medida fue confirmada oficialmente con el anuncio de que se mantendría fijo indefinidamente. Las razones que se dieron en ese momento fueron, entre otras, en primer lugar la estabilidad que en aquél tiempo presentaba esa moneda –en el sentido de la estabilidad de

precios en Estados Unidos-, en segundo lugar un porcentaje importante del comercio exterior se realiza en esa moneda y de esta manera se reducen los costos de transacción en el intercambio comercial y financiero. La viabilidad de esa estrategia monetaria de fijar el precio del dólar en un nivel sobrevaluado dependía de un influjo de capitales y por eso del alto grado de liquidez internacional que había en ese período.

Esta política monetaria presentó un evidente contraste con la que se había aplicado desde fines de 1973, que en un comienzo implicó devaluaciones periódicas y luego la fijación de una tabla con valores diarios del dólar que consideraba una reajustabilidad de acuerdo a la inflación doméstica. Esta estrategia tenía una cierta racionalidad, si se consideran las altas tasas de inflación y los cuantiosos déficit fiscales de esa época.

La fijación del tipo de cambio sólo se llevó a cabo cuando la evolución fiscal se revirtió, la inflación se redujo drásticamente y la posición de pagos llegó a hacerse relativamente fuerte. Bajo este punto de vista, la congelación del tipo de cambio era importante para estabilizar las expectativas inflacionarias y mejorar un marco global más seguro tanto para los exportadores como para los importadores. La contracara fueron crecientes déficits de la cuenta corriente previsible y una onda de endeudamiento externo. Es decir, esta política económica fue sustentable a lo mejor a (muy) corto plazo, pero no a mediano y largo plazo.

Por lo tanto, a partir del cuarto trimestre de 1981 la economía entró en un proceso contractivo que se agravó en los meses siguientes. La producción, el empleo y las inversiones cayeron bruscamente, entre tanto la tasa de inflación disminuía. Simultáneamente, la balanza de pagos entró en déficit, lo que ocasionó una reducción sustancial de las reservas internacionales. Entre 1981 y 1982 se dejó caer la crisis económica y financiera, que hasta ese entonces había sido sobrellevada por los flujos del crédito externo hacia la economía nacional, a partir de ese momento se fueron acrecentando las dificultades para obtener nuevos recursos, es decir, se dispuso de menos cantidades y a tasas más altas de interés.

A mediados de 1982, en junio, se reemplazó el sistema de cambio fijo por el de *fijar el valor del peso a una canasta de monedas*, un conjunto de las principales monedas y con una devaluación diaria por el equivalente a 0,8 % mensual, con el objeto de mantener el tipo de cambio real (TCR) y evitar que fluctuaciones en las cotizaciones internacionales de las monedas se tradujeran en desequilibrios internos (Banco Central de Chile 1982). Un mes después de haber fijado el valor del peso a un conjunto de monedas, y como respuesta a fenómenos producidos por la medida anterior, se adopta un sistema de cambio libre en el mes de agosto de 1982. Aun así los medios de pago continuaron disminuyendo como consecuencia de la intervención del Banco Central en el mercado cambiario, lo que se tradujo en mayores pérdidas de reservas internacionales, por otra parte, el tipo

de cambio real exhibió fluctuaciones que no eran otra cosa que el reflejo de la incertidumbre imperante en el sistema.

En consideración a lo anterior, el Banco Central de Chile estableció en septiembre de ese mismo año una *banda cambiaria* dentro de la cual el Banco realizaría sus operaciones de cambio. También la autoridad bancaria hubo de introducir controles de cambio. Este cambio brusco experimentado por el Banco Central consiste básicamente en pasar de una expansión exagerada del crédito, creado por el instituto emisor, a un virtual estancamiento del mismo que posteriormente se transformará en un crecimiento moderado (Correa 1984, 2000).

### **2.3 Crisis financiera como resultado de liberalización ortodoxa**

Al finalizar el año 1982 el monto de la deuda externa acumulado alcanzaba a 17.263 millones de dólares, con un servicio equivalente a más de un 110% de las exportaciones, y también las reservas internacionales habían mostrado una reducción del 30,3% con respecto a 1981. Es decir, de un total de 3.778 millones de dólares cayeron a 2.633,7 millones de dólares en 1982 (Correa 1984, Ffrench-Davis 1999).

Las explicaciones que se dan por parte de economistas del *mainstream* para fundamentar este proceso recesivo de la economía chilena no son convincentes para todos, pero se puede advertir desde el punto de vista de que la “apertura comercial y financiera” hizo y hace aun vulnerable a la economía chilena. Cualquier factor distorsionador, tanto externo como interno, trae consecuencias serias al país. Sobre todo las fluctuaciones de los precios en el mercado internacional, las tasas de interés internacionales y la inflación internacional. Así mismo el mercado financiero interno es muy alterable a cualquier cambio de las políticas monetaria y cambiaria, como también a otros elementos extra económicos.

El proceso de ajuste que el Banco Central de Chile implementó como consecuencia de la adopción del modelo de cambio fijo ocasionó una contracción en la base monetaria, lo que redundó en la reducción de los saldos monetarios. Con ello, más el desequilibrio externo, impuso una presión adicional al gasto para que llegara a ajustarse a los menores niveles de ingreso. El exceso de gasto sobre el ingreso llegó a su punto culmine durante el tercer trimestre de 1981. Debido al déficit en cuenta corriente, que era bastante significativo, el ajuste fue muy severo.

Los efectos del ajuste riguroso trajeron como resultados internos que a fines del año 1981 el PIB empezó a decaer, llegando el año 1982 a un -13,4%. El desempleo llegó a un 26,4% en ese mismo año, esta tasa incluye los programas especiales como el Programa de Empleo Mínimo (PEM). Esta contracción acreó también como efecto la insolvencia de instituciones financieras. La crítica situación de las finanzas en empresas, bancos y financieras, provocó descon-

fianza en el mercado financiero exterior, lo cual significó recibir menos créditos externos con lo que se agravó más la situación.

Hay que señalar que el masivo endeudamiento fue originado por el aumento de fondos ocasionado por el exceso de la oferta internacional, también por la liberación de los movimientos de capitales en Chile y por la relajación de las autoridades en el control de la supervisión bancaria, que posibilitó el endeudamiento externo en demasía y que luego generó la crisis bancaria de 1983 (Ffrench-Davis 1999). En cambio, el endeudamiento público en la primera década del gobierno militar se mantuvo bajo, pero a partir de la crisis financiera de 1982, empieza a aumentar constantemente. El Estado, para solucionar el problema financiero de la empresa privada por sobre todo los bancos, se vio en la obligación de *estatizar* las empresas con problemas en un intento por *salvar el sistema financiero chileno*, cosa que el gobierno logró mediante *la compra de la deuda* de los bancos y de las financieras, por lo que el Estado hizo suya gran parte de la deuda privada (Correa 2000).

La deuda chilena había aumentado en forma constante a partir de 1973, algunas cifras comparativas pueden darnos el significado de la crisis financiera de esa época. El diario "La Tercera" del 13 de junio de 1983, utilizando antecedentes entregados por el hasta entonces ministro de Hacienda Carlos Cáceres, informaba que posiblemente la deuda externa del país alcanzaría los 20.435 millones de dólares al finalizar el año 1983, es decir que en diez años de dictadura se incrementó el endeudamiento del país en aproximadamente 16.500 millones de dólares, nada menos que 400% con respecto al año 1973 (Correa 1984). En 1973 la deuda bruta externa del sector público y privado fue de US\$ 3.276 millones y la privada de US\$ 786 millones. En 1975 la deuda pública fue de US\$ 4.426 millones y la privada de US\$ 1.027 millones. En 1982, la primera llegó a US\$ 5.892 millones y el sector privado aumentó a US\$ 11.371 millones. A fines de ese mismo año el Estado prácticamente *estatizó* la deuda privada completamente. Lo que creó un nuevo sector de la economía, *la estatizada*, que se contradijo totalmente con el modelo neoliberal; los economistas oficialistas le llamaron a este conjunto, sector de *la economía rara* del país (Ffrench-Davis 1999).

La crisis de 1982 redujo extremadamente el acceso al crédito externo, que se combinó con un alza de las tasas externas de interés real, mas la considerable caída del precio del cobre en el mercado de metales hizo a la economía muy susceptible, pues ya no contaba con elementos de regulación para frenar los efectos internos de una inestabilidad externa. Sin embargo, los efectos no se dejaron esperar, en 1982, como ya hemos visto, el PIB y el sector fabril cayeron a tasas nunca antes vistas en la economía nacional.

El primero de ellos afectó a los flujos de capital externos, que se restringieron fuertemente. Otro segundo shock externo fue el aumento de las remesas de intereses hacia el exterior, relacionado este con el progresivo endeudamiento, así



como por el aumento espectacular de las tasas de interés real, ya comentado en el párrafo anterior. El último shock de ese año se refirió a la caída de los términos de intercambio. Como consecuencias directas, se perdió parte de las reservas internacionales, una política de *ajuste automático*, puesta en acción debido a la baja de oferta de divisas, trajo una abrupta caída de la liquidez interna y de la demanda agregada, lo que situó a la economía chilena por debajo de su capacidad productiva (Ffrench-Davis 1999).

Claro está que el sobreendeudamiento estuvo por sobre la balanza de pagos y por sobre la cuenta corriente, provocando una dramática crisis de pagos y además el mencionado proceso de ajuste contractivo. Resumiendo, este exceso atenuó el área productiva y la solvencia de los pagos, resultando lo contrario de lo que las autoridades esperaban en ese periodo.

### **3. Regulación financiera y última crisis**

Después de la crisis de 1982 las políticas monetaristas dogmáticas se tuvieron que dejar de lado. Se optó más bien por un “neoliberalismo pragmático” (Imbusch, 1995). Particularmente en el sector financiero fueron introducidas regulaciones rígidas. En el campo del manejo macroeconómico las políticas y medidas tomadas se hicieron con mucho más cuidado comparado con el período anterior. No obstante, en otras áreas políticas (desregulación laboral, políticas sociales, privatizaciones, constitución anti-democrática de la dictadura) no se mostró ningún cambio significativo, tampoco durante el régimen democrático desde 1990 (Jäger 2002).

#### **3.1 Políticas monetaria y financiera**

El desarrollo de los años setenta y ochenta había llevado a un proceso considerable de concentración de capitales. En eso las privatizaciones de empresas estatales tenían un rol importante. Como resultado surgieron grandes y muy importantes conglomerados económicos –los llamados grupos económicos– que tienen una influencia crucial en el campo político y con eso también el manejo de la política económica (Mönckeberg 2001). Estos grupos económicos se caracterizaron por tener integrados diferentes sectores de la economía (por ejemplo: sector financiero, sector exportador, producción para el mercado interno, etc.) dentro de un mismo grupo. Además, en muchos casos también tenían posiciones oligopolistas en los mercados (Fazio 2000). Con eso surgió una nueva forma de la burguesía. Como todos los grupos económicos importantes también tenían sus actividades en el sector productivo, se puede suponer que tenían un fuerte interés en un crecimiento económico alto y con eso en el desarrollo del sector productivo. Entre estos sectores productivos se destacaron por ejemplo el sector

de exportación (por ej. exportaciones forestales) como también el sector de la construcción (Fazio 2000). En este contexto político-económico la introducción de una política macroeconómica, particularmente en el campo de las políticas financieras, monetarias y cambiarias, que llevara a un crecimiento económico alto, resultó. Además los técnicos del Banco Central habían aprendido de algunas fallas del proceso de la liberalización financiera y estaban más alerta de los peligros del mercado (Valdés-Prieto 1996). Como consecuencia todas las variables macroeconómicas muestran una gran coherencia para este período, al menos hasta el 1997. Las políticas monetaria y financiera estaban caracterizadas por políticas bastante regulativas. A pesar de la privatización del sistema de pensiones en 1981 no hubo “burbujas” financieras considerables. Particularmente el flujo de capitales especulativos desde y hacia el extranjero estaba regulado fuertemente (Gallego/Loayza 2000).

La abundancia de capitales en el mercado financiero internacional a comienzos de la década de los noventa permitió a Chile regresar hacia los mercados de capitales abiertos, lo que cambia la situación restrictiva predominante hasta esa fecha. Vuelve a ser un país atractivo a los inversionistas extranjeros, ya que la tasa de interés doméstica volvió a subir debido a la política de restricción monetaria del momento, aumentando así la diferencial de tasas de interés nacional e internacional. Por lo que se pasa de un tiempo de carencia de divisas a uno de proliferación de ellas. En este contexto los controles tradicionales a la fuga de capitales fueron liberalizados constantemente hasta 1998. Pero la situación internacional relativamente más favorable desde fines de los años ochenta hizo optar a las autoridades chilenas por una forma nueva de control de capitales que era muy efectiva en ese contexto. En 1991 este nuevo instrumento de regulación fue introducido: era la obligación de dejar una parte definida de los flujos de capitales que entraron al país como reserva no remunerada en el Banco Central (URR, Unremunerated Reserve Requirement). Mientras que de los capitales que entraron al país en 1991 alrededor de un tercio de ellos estuvo bajo estas reglas, en 1998 ya era casi el 90% de todas las entradas de capitales. Como demuestran estudios empíricos esta política era bastante exitosa (Gallego et al. 2002: 397).

### **3.2 Política cambiaria**

Desde 1990 el Banco Central pasó a ser autónomo del Gobierno Central. Bajo este nuevo escenario el propósito primordial pasa a ser lentamente la lucha anti inflacionaria como objetivo de la política macroeconómica. Un instrumento clave para obtener una inflación baja era el tipo de cambio.

Como la situación mejoró con la llegada de la democracia, y al mismo tiempo con la llegada al país de grandes flujos de capital, esto trajo como consecuencia

una presión sobre la moneda nacional, presión para revalorizar el peso chileno. Las nuevas autoridades pensaban que una apreciación de la moneda sería vista con desconfianza desde el exterior y podría desembocar de nuevo en una restricción externa. En la primera mitad de los noventa el gobierno chileno buscó evitar que con la sobre-abundancia de capitales internacionales se repitiera el escenario de los años 1978-1982: sobre valorización y después crisis cambiaria. Por lo tanto las autoridades económicas adoptaron varias medidas para mantener un tipo de cambio compatible con la contención del déficit de la cuenta corriente. Entre ellas se pueden mencionar no solamente una política cambiaria activa, sino que también la ya mencionada política de control de la entrada y la salida de capitales. Hasta 1995 esta política fue exitosa. Se mantuvo el déficit de la cuenta corriente a niveles sostenibles (2,5% del PIB) y el país se mostró fuerte frente al contagio de la crisis mexicana en 1995 (Ffrench-Davis 2002: 328 ss.).

La fortaleza mostrada frente al contagio mexicano tuvo un doble efecto: "El desempeño de Chile lo transformó en uno de los destinos preferidos para los inversionistas extranjeros, en un marco de notable abundancia de financiamiento para las economías emergentes en 1996-97" (Ffrench-Davis 2002: 330). A la vez "dio un errado sentimiento de inmunidad" al gobierno chileno (ibid.). Este se mostró pasivo frente a la avalancha de capitales extranjeros. A esta actitud contribuyeron dos factores: un mayor peso de los intereses financieros y una aceptación creciente del credo fondomonetarista en pro de la apertura financiera indiscriminada. El resultado no se hizo esperar: una entrada neta de fondos equivalente al 9,2% del PIB en 1997, una apreciación real del 16% entre 1995 y octubre 1997 y un déficit de la cuenta corriente del 5,7% del PIB en 1997 (Ffrench-Davis/Tapia 2001: 85, cuadro 2.6, Ffrench-Davis 2002: 330). A la crisis cambiaria resultante, el gobierno chileno reaccionó aplicando un ajuste recesivo. La inversión extranjera directa (IED) cayó drásticamente en el 2000 (CEPAL 2005: Cuadro A-16).

### ***3.3 Desarrollo desde mediados de los 90: crisis y recuperación***

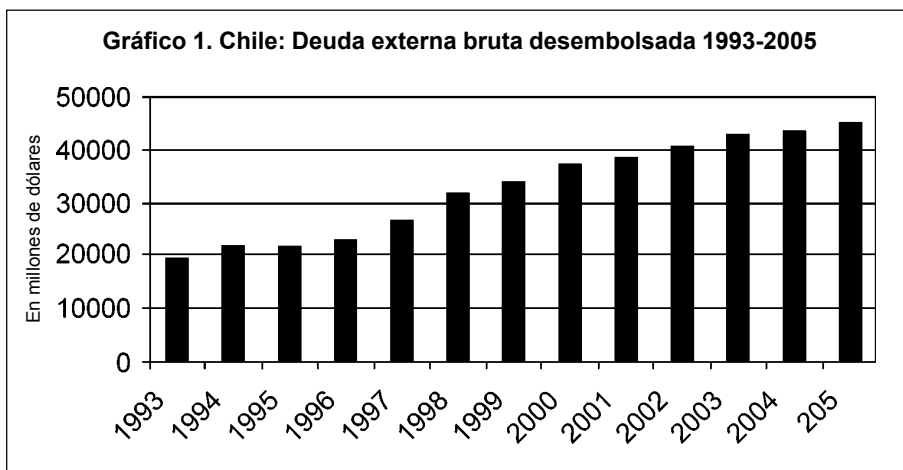
Mientras que la economía chilena frente a la crítica situación de sus vecinos salió relativamente bien del miedo al contagio del "tequilazo" en 1995, eso cambiaba en 1997 con la crisis asiática. A los pocos meses del tequilazo, Chile y América latina enfrentaron de nuevo un florecimiento de capitales externos, pero las autoridades resistieron pasivamente, manteniendo inalterables las políticas de control moderado de capitales a pesar de la mayor cantidad de flujos del exterior. No obstante, a fines de 1997 se empezaron a sentir los efectos de la crisis asiática. La economía sufrió intensas ofensivas especulativas.

Como resultado de los ajustes, la economía sufrió una desaceleración en 1998 y una caída del PIB del 1% en 1999 (Ffrench-Davis/Tapia 2001). Con la

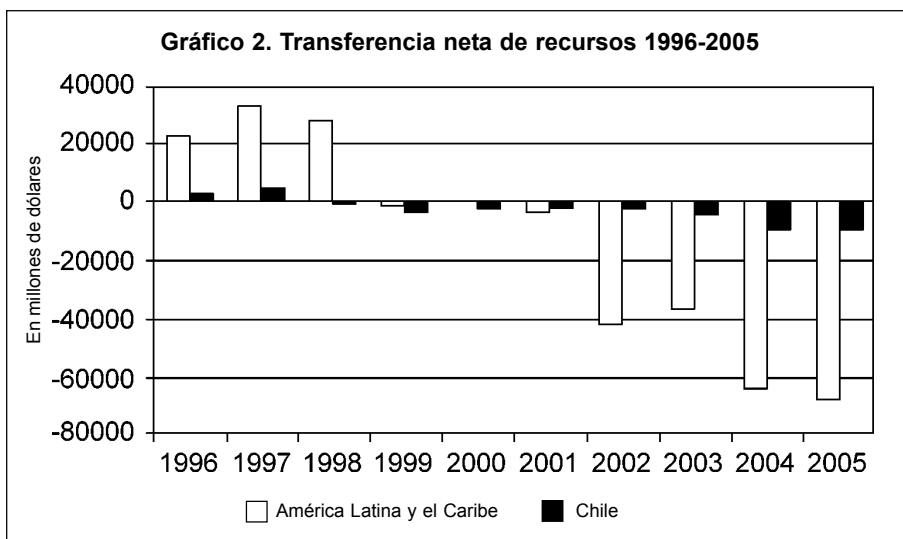
crisis asiática se redujeron las exportaciones en forma considerable y ocurrieron serios problemas en la balanza de pagos (Banco Central de Chile 2003). Para prevenir una devaluación descontrolada la única posibilidad para el Banco Central en este contexto era el aumento radical de la tasa de interés con la meta de producir una desaceleración y con eso disminuir las importaciones para equilibrar de nuevo la balanza de pagos. Aunque la política tenía altos costos sociales y económicos, era relativamente exitosa referente a su meta. La situación para la economía chilena fue agravada debido a los desarrollos negativos en los países de la región como Argentina y Brasil. Las exportaciones hacia Argentina hacia la mitad del 2002 cayeron en un 60 % y las visitas de turistas argentinos en un 50%. La incidencia directa de estas dos consecuencias se encuentra alrededor de 0,3% del PIB (Ovalle 2002).

En este contexto, se liberalizó el cambio de la moneda y se derogaron las restricciones sobre la entrada y salida de capitales. Mientras que el instrumento de las reservas no remuneradas ya se había derogado en octubre de 1998, a fines de abril de 2001 se sacaron las últimas restricciones a los flujos y salidas de capitales (Gallego et al. 2002: 367). La introducción de un régimen de cambio flexible de todas maneras era mucho mejor que una dolarización de la economía, también en los ojos del Banco Central (Morandé/Schmidt-Hebel 2000). Aunque un cambio flexible permita combatir shocks externos con cambios monetarios en vez de cambios reales, también pueden surgir considerables riesgos de este sistema de cambio flexible. Además, el tratado bilateral de libre comercio con Estados Unidos fija esta política financiera liberal: "En otras palabras, el acuerdo bilateral impide al gobierno chileno la utilización de controles a los capitales especulativos previo una situación de emergencia o de crisis" (Lara Cortés 2005: 154)

Bajo el nuevo régimen cambiario hubo de nuevo un aumento substancial de las tasas de crecimiento después de la crisis (véase tabla 1). No obstante, muchos indicadores señalan que se trata de una crisis estructural y que el régimen de acumulación extensiva ya está topando sus fronteras (Fazio 1998). También Moguillansky (1999) concluye que el ciclo de expansión de la producción ya ha llegado a un fin. Las inversiones cayeron ya desde 1995 pero se recuperaron dramáticamente a partir del 2003. Eso indica un mayor grado de volatilidad y se debe principalmente al auge de los precios del cobre y un aumento de la IED en este sector que sigue siendo lejos el más importante componente de las exportaciones chilenas (Banco Central de Chile 2006). El modelo basado en la exportación de materias primarias (parcialmente procesadas) a mediano plazo puede tapan a sus fronteras ecológicas y económicas. Otra hipoteca sobre el futuro es la deuda externa alta: medida en dólares corrientes ésta prácticamente se duplicó en los años noventa (véase Gráfico 1, en base a datos de CEPAL 2002 y Banco Central de Chile 2006).



No obstante también debido al alto crecimiento económico la relación entre intereses totales y exportaciones sigue siendo relativamente estable y baja, comparada con otros países latinoamericanos (CEPAL 2002: 120 y sig.). A pesar de una recuperación muy significativa de la IED entre el 2003 y el 2005, la transferencia neta de recursos se ha puesto negativa desde 1998, llegando a más de 9 mil millones de dólares en 2005. Esa suma representa alrededor de una cuarta parte del valor de las exportaciones de bienes. La transferencia neta de recursos negativa muestra las consecuencias del endeudamiento externo y los efectos



negativos de la IED por la repatriación de ganancias sobre la balanza de pagos a largo plazo. Mientras que la IED representaba 6.6000 dólares la renta procedente de IED llegaba a 11.000 dólares en 2005. (CEPAL 2005: 182; tabla A-12, Bano Central de Chile 2006). La conversión del saldo positivo de transferencia neta de recursos en un saldo negativo no es un fenómeno singular sino de una tendencia que se observa en toda América Latina (véase Gráfico 2, en base a datos de CEPAL 2005).

#### **4. Conclusiones**

Recapitulando, la situación de la economía chilena a inicios de los ochenta nos muestra el colapso de una economía abierta. Las autoridades posteriores aprendieron de esta dura lección y por esa razón no volvieron a caer en el mismo error del pasado, como les ocurrió a otras economías latinoamericanas. Además los nuevos e importantes grupos económicos con una fuerte base económica en el sector productivo deben haber facilitado la aplicación de políticas económicas orientadas hacia un crecimiento alto de la economía real. Tomando en cuenta el aprendizaje de las experiencias pasadas, las autoridades chilenas para mantener los equilibrios macroeconómicos emplearon una política activa y para ello utilizaron medidas como una regulación moderada a la cuenta de capitales y a la política cambiaria, induciendo mini ajustes, encarecieron los flujos de capital financiero y aumentos de la tasa de interés, con lo que evitaron desequilibrios significativos y maxiajustes (Ffrench-Davis/Tapia 2001). Las medidas anteriores tuvieron como objetivos primordiales sustentar el modelo de crecimiento asentado en la expansión y diversificación de las exportaciones, por lo que la cuenta de capitales fue abierta selectivamente, más una política cambiaria regulada en la primera mitad de los años noventa, estos lograron los efectos esperados, una estabilidad real sostenible. También la supervisión y la regulación rígida del sector financiero son mantenidas hasta fines de la década. No obstante, resultó un fuerte aumento del flujo de la IED y aumentó también la deuda externa en los años noventa. A fines de 1990, en el contexto de la crisis asiática, se flexibilizó el cambio de la moneda. La intención era prevenir una crisis como a inicios de 1980. Además se derogaron todos los controles al flujo y a la salida de capitales. Esa desregulación en el futuro puede ser la causa de nuevas distorsiones económicas. El fuerte aumento de la IED en el contexto de un auge de los precios del cobre muestra cómo aumenta la vulnerabilidad externa y se acentúa la volatilidad económica. La explosión de la transferencia neta de recursos al extranjero desde 1998 demuestra ya ahora las restricciones a mediano y largo plazo de un modelo basado en un sector financiero liberalizado y en un desarrollo dependiente de la exportación de productos primarios muy poco procesados. Eso debilita al modelo nacional de acumulación ya que impli-

ca una salida de recursos que en Chile en el 2005 llegó a cerca del 10% del PIB. Más y más empresas se encuentran en Chile en manos de capital extranjero (Fazio 2000), eso implica que una parte de los anteriores empresarios nacionales se convierte en rentistas. Desde un punto de vista político-económico podemos concluir que el peso de intereses extranjeros está aumentando en cierto aspecto. El aumento del peso de intereses financieros y especulativos debilita las fuerzas económicas interesadas en una acumulación nacional expansiva y estable basada en el sector productivo.

### **Bibliografía**

- Banco Central de Chile (1982): Informe económico de Chile 1982. Santiago de Chile.
- Banco Central de Chile (2001): Comunicado del 26 de julio de 2001.
- Banco Central de Chile (2001): Indicadores Económicos y Sociales 1960-2000. Santiago de Chile.
- Banco Central de Chile (2006): Indicadores Económicos. [www.bcentral.cl](http://www.bcentral.cl)
- Calderón, Hugo (1981): Veränderung in der Klassenstruktur der chilenischen Bourgeoisie 1970-1980. In: Calderón, Hugo et al.: Der Monetarismus an der Macht. Hamburg, 13-58.
- CEPAL (2002): Balance preliminar de la economías de América Latina y el Caribe. Santiago de Chile.
- CEPAL (2005): Balance preliminar de la economías de América Latina y el Caribe. Santiago de Chile.
- Correa, Juan (2000): Deuda Externa, crecimiento y desigualdad social en Chile. Disertación, Wirtschaftsuniversitaet Wien, Viena.
- Correa, Juan (1984): Wirtschaftslenkung der Militärjunta. Diplomarbeit Universität Wien, Viena.
- Fazio, Hugo (1998): El "Tigre" Chileno y la Crisis de los "Dragones" Asiáticos. LOM. Santiago de Chile.
- Fazio, Hugo (2000): La transnacionalización de la economía chilena. Mapa de la Extrema Riqueza al año 2000. LOM. Santiago de Chile.
- Ffrench-Davis, Ricardo (1999): Entre el Neoliberalismo y el crecimiento con Equidad. Ed. Dolmen, 2ª ed , Santiago de Chile.
- Ffrench-Davis, Ricardo (2002): Entre el Neoliberalismo y el crecimiento con Equidad. En: Bouzas, Roberto (ed.): Realidades nacionales comparadas. Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Paraguay, Uruguay. Buenos Aires, 309-345.
- Ffrench-Davis, Ricardo, Tapia, Heriberto (2001): Políticas económicas y la cuenta de capitales. En: Ffrench-Davis, Ricardo/Stallings, Bárbara (eds.): Reformas, crecimiento y políticas sociales en Chile desde 1973. Ed. LOM, Santiago de Chile.

- Gallego, Francisco et al. (2002): Capital Controls in Chile. Where they effective? En: Hernández, Eduardo et al.: Banking, Financial Integration and International Crisis. Central Bank of Chile. Santiago de Chile.
- Gallego, Francisco/Loayza, Norman (2000): Financial Structure in Chile. Macroeconomic Developments and Microeconomic Effects. Working Paper No. 75. Central Bank of Chile. Santiago de Chile.
- Imbusch, Peter (1995): Unternehmer und Politik in Chile. Vervuert. Frankfurt/M.
- Jäger, Johannes (2002): Economía política de las políticas sociales: Chile y Uruguay en el contexto Latinoamericano. En: Indicadores Económicos FEE, Vol. 30 (3), 2002, 113-139.
- Lara Cortés, Claudio (2005): El tratado de libre comercio entre Chile y Estados Unidos: un modelo a evitar. In: Acosta, Alberto/Falconí, Fander eds.): TLC - Más que un tratado de libre comercio. Quito: Flacso Ecuador, ILDIS-FES, 133-163.
- Le Fort V, Guillermo (2000): Los resultados macroeconómicos del gobierno de Eduardo Frei RT: Una evaluación comparativa, Banco Central de Chile, Working Paper N° 81.
- Ministerio de Hacienda (2006): Estadísticas de Finanzas Públicas. [http://www.dipres.cl/fr\\_estadisticas.html](http://www.dipres.cl/fr_estadisticas.html)
- Moguillansky, Graciela (1999): La Inversión en Chile. ¿El fin de un ciclo de expansión? CEPAL/Fondo de Cultura Económica, Santiago de Chile.
- Mönckeberg, María Olivia (2001): El Saqueo de los Grupos Económicos al Estado chileno. Ediciones B. Santiago de Chile.
- Morandé, Felipe, Schmidt-Hebbel, Klaus (2000): Chile's Peso. Better than (just) Living with the Dollar. Working Paper No. 68. Central Bank of Chile. Santiago de Chile.
- Moulian, Tomás (1997): Chile Actual. Anatomía de un Mito. Lom Ediciones. Santiago.
- Ovalle, Maria Elena, (2002): Economía Chilena: Coyuntura y Perspectivas, Conferencia Regional en Iquique, Chile, 17 de julio de 2002.
- Plehwe, Dieter, Walpen, Bernhard (2001): Berichte über Chile. Die Mont Pèlerin Society und die Diktatur Pinochet. En: Zeitschrift für Sozialgeschichte des 20. und 21 Jahrhunderts, (16) 2, 42-70.
- Valdés, Juan Gabriel (1995): Pinochet's Economists: the Chicago School in Chile. Cambridge: University Press.
- Valdés-Prieto, Salvador (1996): Financial liberalization and the capital account: Chile, 1974-84. In: Caprio, Gerard (ed.): Financial Reform. Theory and Experience. Cambridge: University Press, 357-411.



# **Uruguay: Una historia de estancamiento productivo y de crisis financieras**

**Joachim Becker**

En el último semi-siglo Uruguay sufrió cuatro graves crisis financieras -1965, 1970/1, 1981/82 y 2002-. La proclividad uruguaya a crisis financieras recurrentes tiene que ver con la crisis estructural de su modelo productivo (Yaffé 2003). Uruguay ya entraba en una fase de estancamiento productivo en la segunda mitad de los años cincuenta. El eje central de la economía pasaba de las actividades productivas hacia formas financieras de acumulación. El sector financiero se autonomizaba cada vez más de la producción y se tornó más vulnerable a la crisis.

El modelo basado en la industrialización de la sustitución de importaciones ya se agotó a mediados de los cincuenta. En una economía pequeña como la uruguaya, las posibilidades de sustituir importaciones por una producción nacional se agotan más rápidamente que en una economía grande. En la década del cincuenta no existieron las condiciones políticas de ampliar el mercado a través de un proyecto de integración regional. La desigualdad de ingresos fue otro límite a la expansión del mercado de bienes de consumo. Además, continuaba existiendo una dependencia de importaciones, esp. de bienes de capital. Las exportaciones en términos monetarios se estancaron. Hubo un desarrollo desfavorable de la balanza comercial. Unos rubros de la cuenta corriente fueron estructuralmente negativos, como el rubro de flete y seguros. Desde el fin de los años cincuenta, la cuenta corriente fue tendencialmente negativa hasta que se mejoraron los términos de intercambio entre 1964-66 y se impusieron fuertes restricciones a las importaciones (Instituto de Economía 1969a: 67 ss., cuadro 58; Calloia et al. 1984: 33 s.).

## Uruguay como pionero de la onda actual de crisis financieras

Debido al estancamiento productivo, la burguesía reorientó sus inversiones hacia el ambiente financiero. En contraste, la regulación monetaria todavía favoreció los sectores productivos. Hubo limitaciones a las tasas de interés nominales lo que produjo en una situación de inflación alta intereses reales negativos. Surgieron instituciones parabancarias, filiales en su mayor parte de los propios bancos. Estas instituciones operaron al margen de las normas restrictivas que regularon la actividad bancaria. Una parte significativa de los créditos sirvió para financiar operaciones especulativas. Concomitante con las altas tasas de inflación que resultaron de los agudos conflictos distributivos, hubo ya una primera onda de fuga de la moneda nacional hacia el dólar. "Entre 1954 y 1961 el crédito en moneda extranjera de la banca privada representaba el 10% del crédito total. A partir de 1962 esa proporción se fue alterando rápidamente hasta alcanzar porcentajes superiores al 40%", subrayó un estudio sobre "el proceso económico del Uruguay" editado por el Instituto de Economía en 1969 (p. 330). En 1965 la burbuja estalló. El Banco Transatlántico –el segundo de la plaza financiera– quebró y se produjo una generalizada corrida contra los bancos. Estos quedaron cerrados durante varias semanas. Las instituciones se mostraron poco capaces de enfrentar la crisis. No hubo un banco central. La supervisión de los bancos fue deficiente. La incipiente dolarización complicó la salida de la crisis (cf. Yaffé 2003: 25 s.).

Como consecuencia de la crisis, el gobierno uruguayo inició reformas en el sistema financiero. Creó un banco central en 1967, instauró un seguro para los depósitos (de tamaño insuficiente) y buscó limitar el número de las instituciones bancarias. No obstante, una crisis bancaria estalló en 1970 y 1971. "El BROU (el mayor banco público, J.B.) compró cinco instituciones en quiebra que tuvieron una participación de 27 por ciento en el mercado de crédito" (Noya et al. 1998: 172). Es decir, el sistema bancario uruguayo sufrió un alto grado de inestabilidad.

La fuga de capitales fue otra faceta de la acumulación financiera. El Instituto de Economía (1969b: 324, cuadro 42) calculó que 246,4 millones de dólares fueron transferidos al exterior entre 1962 y 1967. La fuga de capitales agravó la crisis de las cuentas externas. Los déficits de la cuenta corriente y la fuga de capital se financiaron a través del endeudamiento exterior. Ya "(e)n el período 1955-1961, el endeudamiento con el exterior crece, en dólares corrientes, a un 9.5% anual, pasando de 162,1 millones de dólares en 1954 a 306,2 millones en 1961" (Calloia et al. 1984: 33). No obstante la mejora de la cuenta corriente, el endeudamiento externo creció 6,6% por año entre 1962 y 1968 cuando la deuda alcanzó 477,6 millones de dólares (ibid.: 34 s.).

La dependencia financiera externa se transformó en un condicionamiento de la política económica por parte de los organismos internacionales, particularmente el Fondo Monetario Internacional (FMI). Los gobiernos uruguayos firmaron cartas de intención casi cada dos años entre 1960 y 1972 (1960, 1962, 1966, 1968, 1970 y 1972) “con un claro aumento de las exigencias a medida que transcurría el tiempo” (Calloia et al. 1984: 20). Las medidas pactadas entre el FMI y los gobiernos uruguayos no permitieron superar la crisis de los sectores productivos, por otra parte agudizaron los conflictos sociales y políticos porque tuvieron un alto costo social.

## Régimen militar y endeudamiento externo

En 1973, en connivencia con los sectores derechistas de los partidos tradicionales, los militares dieron un golpe e institucionalizaron un régimen militar. El objetivo del régimen autoritario fue reprimir toda forma de oposición y hacer repercutir los costos de la crisis en los asalariados. La izquierda y el movimiento sindical fueron duramente reprimidos. Los grupos de interés que favorecieron el golpe de Estado siguieron funcionando sin grandes inhibiciones. No obstante, tuvieron que operar en un modo diferente. Dado que los partidos habían sido proscriptos, tuvieron que trabajar a través de canales más informales, como vínculos personales con la cúpula del régimen. El grupo más exitoso fue la Asociación de Bancos. Estableció un contacto estrecho con el hombre económico fuerte ultraliberal del régimen, Alejandro Végh Villegas. Los industriales se mostraron un poco más capaces de forjar vínculos con el nuevo régimen que los intereses rurales (Wagner 1997: cap. 5), aunque su influencia directa tampoco fue muy significativa (Finch 2005: 275). Los intereses económicos contradictorios y la existencia de centros de decisión rivales produjeron políticas económicas fluctuantes aunque *grosso modo* aceptables por el FMI (Vreeland 2003: 81, Finch 2005: 274 s.).

Entre 1973 y 1975, la crisis de la balanza de pagos se agudizó debido a la crisis de los países del centro, a las restricciones a las ventas uruguayas de carne impuestos por la CEE y al aumento del precio del petróleo. El régimen militar reaccionó buscando una cooperación económica regional mucho más estrecha y favoreciendo los sectores de exportación a través de la represión salarial, una cotización relativamente baja del Peso uruguayo y medidas selectivas de promoción de la exportaciones (Cancela/Melgar 1985: 47 ss, Calloia et al. 1984: 28 ss., 38 ss., Notaro 1984: 56 ss.). Paralelamente, se preparó la segunda vertiente de la política económica, la liberalización financiera. “La desregulación del mercado cambiario y la apertura sin restricciones a los movimientos de capital internacional ya ocurrieron en octubre de 1974. Los hitos principales (como la desregulación de las tasas de interés y la eliminación de restricciones sobre la

cartera de los bancos) se había concretado hacia fines de 1977” (Noya/Dominioni 1994: 211). En 1979, se permitió la contratación en dólares. En este año se concretó un cambio de la estrategia económica. Se favoreció cada vez más a los sectores rentistas a través de un tipo de cambio sobrevalorizado y el alza de las tasas de interés conforme con la tendencia internacional. El nivel de intereses en Uruguay fue más alto que en los países del centro para incentivar la colocación de fondos en el país rioplatense. Esta política favoreció los intereses rentistas. La sobrevalorización y la liberalización de las importaciones resultaron en un fuerte crecimiento de las importaciones. La cuenta corriente se deterioraba rápidamente (Calloia et al. 1984: 107, cuadro A-3). Uruguay se endeudó en el exterior para cubrir el déficit en la cuenta corriente. El endeudamiento externo se aceleró ya en condiciones de un alto nivel de tasas de interés internacional. Entre 1978 y 1982, la deuda externa bruta aumentó de 1.239,4 millones de dólares a 4.255,3 millones de dólares (ibid.: 106, cuadro A-2). Los pagos por intereses representaron 18% de las exportaciones en 1981 (ibid.: 57). Este endeudamiento se reveló como no sustentable. La crisis del endeudamiento externo fue complementada por una crisis bancaria. La actividad financiera tuvo rasgos especulativos. Hubo un significativo nivel de dolarización de depósitos y de créditos. Cuando los depositantes aumentaron sus depósitos en dólares, los bancos obligaron a los deudores a cambiar sus créditos viejos en pesos a nuevos créditos en dólares. Por lo tanto, hubo un creciente número de deudores con deudas en dólares y con ingresos en pesos. Ellos corrieron un gran riesgo en el caso de una devaluación del peso uruguayo. Además, ya hubo una considerable morosidad debido a la recesión que comenzó en 1981 (Noya et al. 1998: 163). Las políticas económicas del régimen militar produjeron una grave crisis financiera con dos vertientes: una crisis del endeudamiento externo y una crisis bancaria. Esa crisis financiera debilitó el régimen militar también políticamente.

En 1982, el gobierno militar tuvo que aceptar una devaluación del peso debido a la aguda crisis cambiaria. Esta medida favoreció los sectores de exportación y frenó las importaciones. Una prioridad de los últimos años del régimen militar y de los gobiernos democráticos fue asegurar el servicio de la deuda externa como lo exigieron el FMI y los acreedores. “(L)os distintos gobiernos siguieron cumpliendo puntualmente con las obligaciones financieras internas y externas del sector público. De modo que no se incurrió en atrasos en los pagos de intereses (conducta que, además de Uruguay, en las dos últimas décadas sólo adoptaron Chile y Colombia en América Latina) y sólo se refinanció la deuda externa con bancos privados extranjeros en dos oportunidades (en 1986, y 1991), en términos similares acordados por los otros países latinoamericanos” (Antía 2003: 137). La prioridad acordada al servicio de la deuda implicó una contención de la demanda interna para reducir las importaciones en los ochenta. Además, “el mantenimiento de una transferencia de recursos al exterior equivalente

a casi cinco por ciento del producto bruto interno (magnitud que representa, a su vez, más de un tercio del ahorro interno) impone, de partida, una restricción de balanza a la inversión” (Cancela 1990: 161). La crisis y el ajuste recesivo resultaron en una caída del PBI sumándose a 15,7% en el trienio 1982-1984, el salario real sufrió una caída de 28% en el mismo período y el desempleo en Montevideo ascendía a 14% de la población activa en 1984 (Antía 2003: 130). La política económica posterior a 1982, tanto del régimen militar como del gobierno democrático de Julio María Sanguinetti, fue bajo tutelaje del FMI (Calloia et al. 1984: 63 ss., Macadar 1992: 36, Vreeland 2003: 79, 90). Hubo una continuidad considerable entre la política económica del régimen militar y el gobierno de Sanguinetti. Sin embargo, éste buscó brindar un cierto alivio a la crisis social. Desde el punto de vista del desarrollo económico y social, los ochenta fueron una década perdida más. No obstante el ajuste permanente, la deuda continuaba creciendo y alcanzó 7.400 millones de dólares en 1990 (BCU 2002: 94, cuadro II.24).

La segunda prioridad fue la restauración del sector financiero. El Banco Central compró carteras morosas representando 11% del PIB hasta el fin 1984 (Noya et al. 1998: 165). Es decir que el Estado consintió muchos recursos para la reestabilización del sector bancario. Los bancos privados nacionales saneados de esta manera se vendieron a bancos de origen europeo. Se introdujeron varias leyes (la última en 1992) para imponer una reestructuración de la deudas. Por lo tanto, las secuelas de la crisis bancaria se hicieron sentir una década entera.

## **Las apariencias engañan: los noventa**

Esto no impidió que en los noventa se repitieron las pautas de la política económica que habían conducido al desastre de 1982. Al comienzo de los noventa, es decir después de la consolidación de la democracia, se radicalizó la política liberal bajo la presidencia del titular blanco Luis Alberto Lacalle. Lacalle quiso desestatizar la economía y liberalizar aún más el comercio exterior bajo el signo de aumentar la competitividad. Estando en una posición política bastante débil buscó el apoyo exterior del FMI. En 1990 firmó un acuerdo con el FMI para imponer sus políticas con más facilidad frente a resistencias internas (Vreeland 2003). Hubo una segunda vertiente en la política económica de Lacalle que tal vez fue menos claramente percibida, pero clave: el retorno a la moneda nacional sobrevalorizada en 1991. Hubo un tipo de cambio relativamente fijo, pero con unos elementos de flexibilidad. Se fijaron bandas de fluctuación relativamente estrechas y quedó abierta la opción de pequeñas devaluaciones nominales (Porto 2002: 22 ss.). Este retorno al modelo económico del fin de los setenta fue posible porque una vez más hubo un excedente de liquidez en muchos países del centro. Eso permitió importaciones de capital que posibilitaban un tipo de cambio sobrevalorizado.

Como en el pasado, se argumentó que la doble presión del tipo de cambio sobrevalorizado y del comercio exterior liberalizado quebraría el alza inflacionista (Olesker 2001: 31). La tasa de inflación cayó gradualmente (Antía 2003: 162, cuadro 5). A la vez, se debilitaba la estructura productiva. Bajo la presión de la competencia exterior, el proceso de desindustrialización se profundizaba. El bajón industrial fue muy agudo en la ramas como la vestimenta, cuero y metal básico. Las cadenas agro-industriales con destino exportador, esencialmente hacia Brasil, y unas ramas cuya dinámica estaba vinculada a la presencia de empresas transnacionales y que especializaban sus procesos de producción en una división regional de trabajo (papel, pintura, automotriz), se mostraban más resilientes (Rocca 2002: 41 s., Quijano 2002a: 168 ss., Porto 2002: 26). Por lo tanto, había una tendencia hacia la reprimarización del sector productivo (Bértola y Bittencourt 2005: 325). Un indicador del estancamiento estructural productivo fue la baja proclividad a la inversión. “(L)a relación entre inversión y producto es, en los años noventa, de apenas 13,7% en promedio y sólo resulta más baja en Haití donde llega al 11,3%” (Quijano 2002a: 167 s.). El sector financiero estaba débilmente ligado con los sectores productivos. Los bancos privados prestaban muy poco a los sectores agropecuarios e industriales. El rol de prestador al sector productivo lo tuvo que llenar el Banco de la República (BROU). El BROU cargaba los deudores con el riesgo del tipo de cambio. Dolarizó los créditos. El grado de dolarización crediticia subió de 17,2% a 99,8% en la agricultura y de 57,0% a 93,8% en la industria (Caviglia 2000: 25, cuadro 10 & 27, cuadro 12). El BROU no fue una excepción. “(O)bservamos en el Uruguay un desarrollo del sistema financiero durante la década de los 90 que estuvo estratégicamente dirigido y basado en la dolarización” (Licandro/Licandro 2004: 59). En términos más generales, “en diciembre de 2001 74% del crédito del sistema financiero al sector privado fue pactado en dólares (considerando el sistema financiero sin BHU esta proporción llegaba a 86%)” (Instituto de Economía 2003: 127). Debido a la alta y aún creciente dolarización, cada vez más sectores económicos estaban a favor de mantener el tipo de cambio aun si el costo económico de la sobrevalorización era alto.

Como consecuencia del tipo de cambio sobrevalorizado y de la reducción de los aranceles, la recuperación del consumo debido por lo menos parcialmente a la restauración del crédito de consumo estimuló más a las importaciones que a la producción nacional. Las importaciones se triplicaron de 1.343 millones de dólares a 3.810 millones de dólares entre 1990 y 1998 (Olesker 2001: 62, cuadro 1, Porto 2002 30 s.). La balanza comercial y la cuenta corriente se deterioraron. Por lo tanto, surgió la necesidad de importar capital. Los flujos de inversiones directas fueron relativamente modestos, aunque crecientes y se concentraron en los sectores de comercio e industria (Bittencourt/Domingo 2001). La privatización de servicios públicos en gran escala quedó bloqueada por los resultados de un

referéndum propulsado por la izquierda en 1992. La atracción de inversión directa a través de la privatización no pudo ser abierta, quedó como opción la captación de capital monetario en el exterior. Se ofrecieron tasas de interés más altas que en los países del centro. El endeudamiento externo creció continuamente de 7,17 miles de millones de dólares en 1991 a 16,04 miles de millones de dólares (BCU 2002: 95, cuadro II.24). Eso implicaba una carga de pagos de intereses tendencialmente creciente. No obstante, la carga relativa de los intereses del Uruguay estaba por bastante tiempo menor que la de los vecinos porque Uruguay tuvo un rating bastante favorable en los mercados financieros debido al puntual servicio de la deuda (Antía 2003: 137).

El régimen de crecimiento uruguayo en los noventa se basaba en la importación tanto de mercancías como de capital. Un régimen tal no se puede sustentar por mucho tiempo y al fin de los noventa llegó a sus límites. Los problemas de la balanza comercial se agudizaron debido a la crisis de sus socios en el Mercosur que recibieron 55,3% de las exportaciones del Uruguay en el año 1998 (Kumar-Saha 2000: 83, cuadro 16). En Brasil, se agudizó la crisis cambiaria en 1998. Al comienzo de 1999 el gobierno brasileño devaluó el real. El gobierno argentino se reorientaba hacia una política de corte deflacionista para contraponerse a la devaluación del real. Las exportaciones uruguayas a Brasil se redujeron un 40%, las exportaciones hacia Argentina se cortaron por 20% en el bienio 1999-2000 (Cepal 2001a: 273, Cepal 2001b: 64). Esta baja de las exportaciones no fue prevista por el gobierno uruguayo, que no tomó medidas correctivas (Quijano 2002b).

Las opciones del gobierno uruguayo para reaccionar a la crisis cambiaria fueron limitadas. Podía devaluar y estimular la economía con medidas expansivas o podía seguir una política deflacionista. Debido al alto grado de dolarización y al peso político de los intereses rentistas, el gobierno descartó la política anti-cíclica de índole keynesiana y optó por el segundo camino. Esta decisión no fue un "error", como lo sustenta Porto (2002: 31), sino coherente con el modelo vigente. Una estimulación de la demanda a través de una política fiscal y monetaria expansiva y el mantenimiento del tipo de cambio se excluyeron mutuamente. Por lo tanto, el gobierno aplicó un ajuste recesivo. Se contenía la demanda doméstica al precio de una acelerada caída de la producción del PBI y de los ingresos. Se agudizó la crisis fiscal. La recaudación cayó debido a la crisis. Siguiendo una política fiscal pro-cíclica, se buscó contener el gasto público lo que, a su vez, redujo la demanda y la recaudación. Esta política fue acordada con el FMI con la intención de reconfortar a los inversionistas internacionales (Instituto de Economía 2003: 54). No obstante, la balanza comercial quedaba negativa. El saldo negativo osciló alrededor de 2,5% del PBI, el saldo negativo de la cuenta corriente creció de 2,4% del PBI a 2,8% del PBI entre 1999 y 2001 (Instituto de Economía 2003: 72, cuadro V.1).

## La historia se repite

Después de la maxi-devaluación del peso argentino en los primeros meses de 2002, la posición del peso uruguayo resultó intenable. Aun siendo así la situación, el gobierno hesitó tomar medidas drásticas. Al comienzo de enero de 2002 aceleró solamente el ritmo devaluatorio y amplió la banda fluctuante, lo que posibilitó una cierta devaluación. Sin embargo, en el contexto de flujos de capital totalmente liberalizados y una aguda crisis en el país vecino, esta política perdió su viabilidad. El 20 de junio 2002 el gobierno finalmente abandonó el tipo de cambio relativamente fijo y adoptó una política de flotación cambiaria. Eso se tradujo en una maxi-devaluación del peso uruguayo. La devaluación y la política económica restrictiva resultaron en una caída brutal de las importaciones. La importación uruguaya se redujo de 3.060,8 millones de dólares en 2001 a 1.964,3 millones de dólares en 2002, es decir 35,8% (Instituto de Economía 2003: 74, cuadro V.2). Por primera vez, en una década, se lograron saldos positivos de la balanza comercial (1,2% del PBI) y de la cuenta corriente (1,3% del PBI; Instituto de Economía 2003: 72, cuadro V.1). El efecto de la devaluación fue beneficioso respecto a las cuentas externas, pero fue devastador para el sistema financiero ya muy fragilizado.

La prolongada recesión desde 1998 ya había producido una considerable morosidad en la cartera de los bancos, particularmente en la banca pública que fue cargada adicionalmente con clientes en apuros por el poder político. Los problemas se agudizaron mucho con la devaluación que puso a muchos deudores en una situación muy complicada. Veían sus deudas revaluadas en términos de la moneda nacional mientras que sus ingresos bajaron. Esos fueron los problemas del lado de los créditos. El lado de los depósitos no fue menos problemático. El foco de los problemas en este lado fueron los depósitos de los no-residentes, es decir las actividades de *off-shore*. Esos depósitos fueron muy volátiles. Sin una división institucional clara entre las actividades domésticas y de *off-shore*, eso implicaba que la inestabilidad por el lado de los no-residentes afectaba gravemente las actividades domésticas (Porto 2002: 85).

Como en el pasado, hubo una fuga de capitales desde Argentina hacia Montevideo y Punta del Este, cuando se hundió el vecino platense en la crisis. En el año 2001, los depósitos de no-residentes, es decir en la gran mayoría argentinos, se habían incrementado en 1.600 millones de dólares. En los primeros seis meses de 2002 se contrajeron por más de 3.000 millones de dólares. Los residentes retiraron 1.450 millones de dólares en el mismo período (Cepal 2002: 70). Los bancos con participación de capital argentino fueron particularmente afectados. El primero en sucumbir fue el Banco Galicia - Uruguay. Este banco impuso un "minicorralito" a sus clientes en enero de 2002. "La respues-



ta de las autoridades uruguayas consistió en remitir, al banco y a sus depositantes, a un acuerdo privado” (Quijano 2002b). Probablemente, esta actitud debilitó aún más la confianza de los depositantes lo que aceleró la huida de depósitos. Los bancos Comercial, Montevideo, de Crédito, Caja Obrera y un pequeño banco cooperativo siguieron al Banco Galicia en el camino hacia el abismo. El 30 de julio se declaró un feriado bancario de 72 horas. Después, se garantizaron los depósitos privados de divisas del Banco de la República (BROU) y del Banco Hipotecario del Uruguay (BHU), pero, a la vez, se impuso una reprogramación de los depósitos a plazo fijo en moneda extranjera de estos dos bancos públicos. Había intervenciones en el Banco Comercial, la Caja Obrera, el Banco de Crédito y el Banco Montevideo, lo que golpeaba de una manera fuerte a los depositantes de esas casas bancarias. En el momento de la intervención se detectó que algunos de los bancos habían sido vaciados por una parte los propietarios, lo que reveló deficiencias (o complicidades) graves en la supervisión de los bancos (cf. Quijano 2002b, Instituto de Economía 2003: 127 ss.). Sobre el futuro de los bancos gestionados y de sus depósitos se desarrollaban negociaciones entre los poderes públicos, el sindicato de los empleados bancarios (AEBU) y asociaciones de depositantes. Al fin, se decidió a crear un nuevo instituto, el Nuevo Banco Comercial, que adquirió en subasta pública los activos de mejor calidad de tres de los bancos intervenidos. El Nuevo Banco Comercial está organizado como una sociedad anónima que permitirá una privatización en el futuro. Como resultado de la crisis bancaria y su gestión, los bancos con participación de capital argentino (de la secta Moon en el caso del Banco de Crédito) tuvieron que cerrar su puertas y el sector bancario público sale bastante debilitado debido a la alta morosidad de su cartera y por el golpe a la confianza de los depositantes causado por el minicorrallito (cf. Porto 2002: 65). Por lo tanto se reforzó la posición relativa de los bancos internacionales.

La operación de rescate del sistema bancario se reveló como extremadamente costosa. “De acuerdo con fuentes oficiales, el Estado asistió a las instituciones financieras afectadas por la corrida de los depósitos por un monto de 2.049 millones de dólares. De ellos, 539 millones de dólares fueron provistos por el Banco Central, 524 millones de dólares por préstamos o aportes de capital de la Corporación Nacional para el Desarrollo y 986 millones de dólares por el Fondo para la Estabilidad del Sistema Bancario (640 millones a los bancos públicos y 346 millones a los cuatro bancos suspendidos). Para estimar el costo fiscal de la crisis bancaria, a las cifras de asistencia mencionadas habría que sumar la capitalización del BHU por parte del gobierno (808 millones) y las pérdidas patrimoniales del BROU y deducir la eventual recuperación de la asistencia estatal a los bancos comerciales” (Instituto de Economía 2003: 56 s.). Tomando el monto de 2.049 millones de dólares como referencia, el

apoyo público se sumó al 16,6% del PBI del año 2002 (cálculo propio basado en Instituto de Economía 2003: 91, cuadro VI.3). No obstante el alto costo del apoyo público, el sector bancario sigue siendo muy frágil. El problema de las deudas en dólares que resulta difícil pagarlas con ingresos en pesos no está resuelto.

Se puede resumir que el sistema bancario sufrió de una hipertrofia y debilidad estructural. El Banco Central no podía funcionar como prestador de última instancia, lo que complicaba la gestión de la crisis bancaria (Porto 2002: 90). El gobierno uruguayo nunca tuvo una política proactiva frente a la crisis. Se limitó a reaccionar al despliegue de la crisis. La gestión de la crisis bancaria y del sobreendeudamiento externo obedeció a la misma lógica de preservar a Montevideo como una plaza financiera regional. El gobierno buscó y recibió el apoyo del FMI. El gobierno estadounidense gratificó al gobierno Batlle por su casi incondicional apoyo a la política internacional de los EEUU. El debilitamiento de los bancos públicos y el reforzamiento de la posición de los bancos internacionales siguen la línea habitual del FMI. En términos más generales el FMI, el Banco Mundial y otras instituciones financieras internacionales de un lado, y el gobierno liberal conservador, coincidieron en una profundización del ajuste recesivo (Gudynas 2002, Porto 2002: 70 ss., Instituto de Economía 2003: 54 s., 121 s., Bensión 2004). Con el sello de aprobación de su conducta en materia de política económica, el gobierno organizó el canje de la deuda pública (Instituto de Economía 2003: 64 s.). Se alivió el peso del servicio de la deuda para unos años, pero al precio de un peso bastante mayor del servicio de la deuda después de 2010 (Viera 2004: 181, cuadro No. 3). El canje postergó pero no resolvió los problemas del sobre-endeudamiento público y externo. Esta pseudo-solución "amigable" con los acreedores cuadró bien la continuidad de la alta dolarización del sistema financiero uruguayo.

Los responsables de la conducción de la política económica, como Alberto Bensión, Ministro de Economía y Finanzas entre 2000 y 2002, incluso retrospectivamente adscriben la recesión prolongada y la crisis financiera principalmente a factores externos, primero a la devaluación brasileña y luego al fin del régimen de convertibilidad en la Argentina (Bensión 2004: 79, 132 ss.). No obstante, el modelo económico uruguayo de los noventa padeció de contradicciones inherentes (moneda sobervalorizada, déficit crónico en la cuenta corriente, dependencia de influjos de capital), la crisis de los países vecinos solamente aceleró los procesos de descomposición ya en marcha. La prosperidad de los noventa fue engañosa. "La crisis posterior, la devaluación era absolutamente previsible e irremediable, porque había que corregir todo ese conjunto de distorsiones y señales que no permitían el funcionamiento económico y que se venían generando en la fase de crecimiento" (Bértola y Bittencourt 2005: 314).

## Las consecuencias de la crisis

Las consecuencias de la crisis han sido drásticas. El PBI cayó de 10,8% en 2002 lo que se suma con la recesión en los años anteriores a una caída del PBI en la altura de 22,6% entre el punto máximo en el tercer trimestre de 1998 y el cuarto trimestre de 2002 (Instituto de Economía 2003: 10). Eso hace a la crisis la más prolongada y una de las más fuertes en la historia económica del país (Bértola 2002: 16). El sector industrial ha sido afectado de una manera particularmente grave. La producción industrial cayó 8,4% en 1999, 2,1% en 2000, 7,5% en 2001 y 13,8% en 2002 (Instituto de Economía 2003: 91, cuadro VI.3). Es decir, la desindustrialización se profundizaba. El nivel de desindustrialización ya alcanzado tiene implicaciones gravísimas para el futuro. Muchas ramas no pueden aprovechar la protección ofrecida por la devaluación porque ya no existen más. Eso obstaculiza la recuperación industrial y puede ser una explicación porque una ligera recuperación económica se hace esperar más tiempo que en la Argentina. El sector agropecuario creció como único sector en 2002. Este sector fue favorecido por la devaluación. No obstante, el sector agropecuario sufría como los otros sectores económicos la carga de deuda contraída en los noventa y la restricción de los créditos.

Debido a la crisis industrial muy pronunciada, el desempleo que había sido ya bastante alto durante los noventa creció en una manera particularmente fuerte en Montevideo donde aumentó de 10,2% en 1998 a 19,0% en el período julio-setiembre 2002 (Instituto de Economía 2003: 208, cuadro A-41). En las ciudades del interior la tasa de desempleo era ligeramente inferior a la de la capital. Los salarios reales cayeron por 19,6% entre enero 2002 y enero 2003 (Instituto de Economía 2003: 96, cuadro VII.2). La recuperación del empleo ha sido lenta. En 2006 el desempleo todavía alcanzó 10,6% (Cepal 2006: 176) y, por lo tanto, superó el nivel de 1998. La pobreza creció de una manera espantosa, casi duplicándose del 16,7% al 31,2% en 2002 (de Armas 2005: 279). Los jóvenes en particular fueron duramente golpeados (Filgueira 2002: 19). Por lo tanto, la crisis económica tiene como consecuencia una crisis social muy grave.

A pesar del empobrecimiento acelerado no había un estallido social. Había protestas sociales bien organizadas y se formaron nuevas alianzas. Los sindicatos y pequeños productores se unieron para reclamar un apoyo a los sectores productivos. Fiel a la tradición uruguaya, las esperanzas se orientaron hacia los partidos, en este caso la oposición de izquierda (Yaffe 2002). No obstante, fue previsible que las presiones fueran fuertes para que un eventual gobierno izquierdista en el futuro siguiese los trazos centrales de la política económica actual. Estas presiones surgieron no solamente de la "patria financiera", sino también de muchos sectores de la clase media.

Ya antes de la elecciones los principales economistas progresistas señalaron en el libro “Uruguay 2005: Propuestas de política económica” que un eventual gobierno progresista iba a seguir un rumbo cauteloso (Astori et al. 2004). No cuestionaron fundamentalmente el trato de la deuda por parte del gobierno Batlle. “En mi opinión –escribió Carlos Viera (2004: 182)– fue correcta la decisión de renegociar la deuda con los acreedores privados. Pero se pudo haberlo hecho en términos más favorables para los uruguayos, lo cual era viable y hubiera posicionado el país en situación más creíble para la más rápida reconstitución de este tipo de crédito”. Viera también señaló su consentimiento con una política fiscal de un considerable superávit primario –como la propuesta por el FMI (ibid.: 183). Estas fueran señales de una continuidad macroeconómica aunque con una postura más crítica hacia el elevado grado de dolarización (Astori 2004: 18). Aunque el futuro ministro de economía, Danilo Astori, detectó raíces estructurales de la crisis, sus propuestas para la esfera productiva se limitaron a las ramas agro-industriales, la biotecnología, la rama informática y vagamente a los servicios (Astori 2004: 15). El sector manufacturero fue el gran ausente del ensayo de Astori y del libro en su conjunto. El libro no contenía ni un capítulo sobre el sector agropecuario ni sobre la industria. Eso ya indicó una debilidad en el pensamiento de la estrategia económica del Frente Amplio.

## **El gobierno progresista y la recuperación frágil**

En el año de 2004, la izquierda ganó las elecciones presidenciales y parlamentarias por primera vez en la historia uruguaya. Eso fue también parcialmente una secuela de la crisis. El voto expresó no sólo un profundo malestar con la situación económica y social pos-crisis, sino también fue el fruto de una sistemática acumulación de fuerzas y de una apertura cada vez más evidente hacia sectores políticamente vacilantes de la clase media (Yaffé 2005).

La política gobernante reflejó la tensión entre deseos de un cambio profundo y de modificaciones bastante modestas del modelo vigente. La política macroeconómica se caracterizó por un alto grado de continuidad – como en el modelo expreso para el nuevo gobierno, la gestión del gobierno Lula en Brasil. El margen de maniobra en el asunto de la deuda externa fue bastante reducido. El mejor momento para obtener una reducción de la deuda ya había pasado. Además, la continuación de la dolarización (86,3% de depósitos en diciembre de 2005, Instituto de Economía 2006: 186) implicó una postura no-confrontativa con los acreedores. Se ha reestructurado “la deuda externa mediante operaciones de emisión y recompra en el mercado, con el propósito de reducir el volumen de los vencimientos previstos para 2011 y 2015” (Cepal 2006: 175). Eso expresa una continuidad con los gobiernos liberales anteriores (Traversa 2006: 148). No obstante, hubo también un elemento de ruptura con el pasado. Siguiendo los

ejemplos de Argentina y Brasil, el gobierno uruguayo “se decidió anticipar el pago total del remanente de la deuda con el Fondo Monetario Internacional, por un monto total de 1.078 millones de dólares” (Cepal 2006: 175). Por un lado, Uruguay se liberó de la tutela formal del FMI sobre la política económica, por otro lado, el elevado servicio de la deuda condicionó la política fiscal. En el año 2006 el pago de los intereses sobre la deuda estatal fue de un 4,4% del PIB (Cepal 2006: 175) lo que redujo bastante el espacio para gastos públicos en otras áreas.

En la política macroeconómica hubo una estrategia muy cautelosa. Respecto al fomento de los sectores productivos, el gobierno careció de una estrategia clara. Según Traversa (2006: 149), “el actual gobierno no ha resultado particularmente dinámico en la generación de iniciativas concretas para el desarrollo productivo”. Simplemente ha buscado disfrutar de los buenos precios para materias primas. Esta coyuntura internacional ha favorecido la recuperación económica del país. El PIB creció por 11,8% en 2004, 6,6% en 2005 y 7,3% en 2006 (Cepal 2006: 177). La recuperación comenzó ya en 2002 en el sector agropecuario, mientras que el sector industrial se recuperó unos meses más tarde. Su desempeño ha sido muy desigual (Instituto de Economía 2006: 218, cuadro 25). Unas ramas industriales como alimentos y bebidas o textil, vestimenta y cuero, han reiniciado un crecimiento, otras ramas han mostrado un desarrollo poco dinámico e inestable (ibid.: 221: cuadro 32). La participación de la inversión bruta fija en el PIB mostró una ligera recuperación creciendo de 9,4% en el año 2003 a 12,9% en el año 2005 (ibid.: 225, cuadro 36). Eso es un indicador de una estagnación estructural. Además, no se superó ni siquiera coyunturalmente la restricción externa. Según las cifras provisionarias de la Cepal, la cuenta corriente volvió a cifras rojas en 2006 mostrando un déficit de 2,1% del PIB (Cepal 2006: cuadro A-7). Por un lado, la balanza comercial es negativa una vez más –a pesar de la coyuntura favorable de los precios agrícolas–. En general, la tendencia hacia un déficit en el comercio de mercancías es un reflejo de las debilidades productivas. No obstante, hay un problema particular en el comercio intrarregional. Después de la crisis financiera, el comercio uruguayo con el Mercosur es mucho más deficitario que antes. Las exportaciones uruguayas a Argentina han sufrido un fuerte revés (Instituto de Economía 2006: 141, cuadro VI.AII.6) –parcialmente debido a la recesión argentina muy fuerte en la crisis, parcialmente debido a la revaluación del peso uruguayo respecto al peso argentino en el período posterior–. En el caso del comercio con Brasil, se puede observar una estagnación de las exportaciones uruguayas mientras que las importaciones desde Brasil crecieron fuertemente en 2004 y 2005 (ibid.: 227, cuadro 40) cuando la economía uruguaya se recuperó. Hasta ahora, Brasilia y Buenos Aires han tratado las asimetrías comerciales solamente a nivel bilateral aunque se trata de un problema regional. Montevideo y Asunción se sienten marginados (Gudynas 2006: 12). La competencia no regulada en el comercio y en la atracción

de inversiones es una de las raíces de la proliferación de las fuerzas centrífugas en el Mercosur. Por otro lado, la cuenta de las rentas (intereses y utilidades) es muy deficitaria (3,3% del PIB en 2005 según los datos del Instituto de Economía; cálculo propio).

Los problemas estructurales de la economía uruguaya persisten. Por lo tanto, los progresos del gobierno frenteamplista en materia de las relaciones de trabajo y de la política social tienen una base frágil. El gobierno fortaleció la posición de los sindicatos e inició una política social más sistemática. Debido a la recuperación del empleo y a la política social se ha producido una cierta mejora social. Hasta el primer semestre de 2006 la pobreza urbana registró un descenso al 27,4% (Cepal 2006: 177). No obstante, eso es un grado de pobreza bastante mayor que antes de la crisis financiera. Cada crisis financiera ha estructuralmente agudizado el problema de la pobreza.

Los problemas estructurales –debilidad de la estructura productiva, modelo económico socialmente excluyente, sobreendeudamiento externo– subsisten. Coyunturalmente, ciertas restricciones se han aliviado. Un revés de la coyuntura y el reinicio de los ciclos de endeudamiento y crisis es una posibilidad real. Para la superación de la crisis estructural sería necesario ir más allá de disfrutar de la coyuntura internacional favorable ampliando la base productiva del país y construyendo un nuevo modelo productivo. Una reducción de la deuda externa podría ser un apoyo importante para una eventual reestructuración productiva. Por el momento no hay ni reconstrucción productiva ni reducción de la deuda.

## **Bibliografía**

- Antía, Fernando (2003): La economía uruguaya desde el restablecimiento de la democracia hasta fin de siglo. 1985-2000. En: Nahum, Benjamín (ed.): El Uruguay del siglo XX. Tomo I: La economía. Montevideo, pp. 123-169.
- Astori, Danilo (2004): Las reformas estructurales. En: Astori, Danilo et al. (eds): Uruguay 2005: Propuestas de política económica. Montevideo, pp. 9-40
- Astori, Danilo et al. (2004): Uruguay 2005: Propuestas de política económica. Montevideo.
- Banco Central del Uruguay (2002): Boletín estadístico, No. 256, Mayo-Junio.
- Bensión, Alberto (2004): La crisis del 2002. Mi gestión frente al cataclismo. Montevideo.
- Bértola, Luis (2002): La crisis actual y la historia. En: Observatorio político: Informe de coyuntura. No. 3, pp. 12-16.
- Bértola, Luis y Bittencourt, Gustavo (2005): Veinte años de democracia sin desarrollo económico. En: Caetano, Gerardo (ed.): 20 años de democracia. Uruguay 1985-2005: miradas múltiples. Montevideo, pp. 305-329.

- Bittencourt, Gustavo y Domingo, Rosario (2001): El caso uruguayo. En: Chudnovsky, Daniel/López, Andrés (eds.): El boom de la inversión extranjera en el Mercosur. Buenos Aires, pp. 255-338.
- Calloia, Fernando et al. (1984): La deuda externa y la crisis uruguaya. Montevideo
- Cancela, Walter (1990): Características generales del endeudamiento uruguayo con el exterior. En: Astori, Danilo (ed.): La crisis de la deuda externa. Orígenes, situación actual y perspectivas. Montevideo, pp. 139-162.
- Cancela, Walter y Melgar, Alicia (1985): El desarrollo frustrado. 30 años de economía uruguaya. Montevideo.
- Caviglia, Ana Cecilia (2000): Características principales de mercados de crédito en Uruguay. En: Bergara, Mario/Tansini, Ruben (eds.): La banca uruguaya en los noventa. Estudios microeconómicos. Montevideo, pp. 17-44.
- Cepal (2001a): Estudio económico de América Latina y el Caribe, 2000-2001. Santiago de Chile.
- Cepal (2001b): Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe 2001. Santiago de Chile.
- Cepal (2002): Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe 2002. Santiago de Chile.
- Cepal (2006): Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe 2006. Santiago de Chile.
- De Armas, Gustavo (2005): De la sociedad hiperintegrada al país fragmentado. Crónica del último tramo de un largo recorrido. En: Caetano, Gerardo (ed.): 20 años de democracia. Uruguay 1985-2005: miradas múltiples. Montevideo, pp. 269-303.
- Filgueira, Fernando (2002): Tendencias, coyuntura y estructura: La crisis social en Uruguay. En: Observatorio político: Informe de Coyuntura, No. 3, pp. 17-22.
- Finch, Henry (2005, 2da. ed. corregida y aumentada): La economía política del Uruguay contemporáneo 1870-2000. Montevideo.
- Gudynas, Eduardo (2002): Acuerdo con el Banco Mundial profundiza el ajuste. En: Bitácora, 4 de setiembre.
- Gudynas, Eduardo (2006): Los fantasmas de la integración regional. En: Revista del Sur, No. 166, pp. 3-25.
- Instituto de Economía (1969a): Estadísticas básicas. Montevideo.
- Instituto de Economía (1969b): El proceso económico del Uruguay. Contribución al estudio de su evolución y perspectivas. Montevideo
- Instituto de Economía (2003): Uruguay 2002-2003. Informe de coyuntura. Montevideo.

- Instituto de Economía (2006): Uruguay 2006-2006. Informe de coyuntura. Montevideo.
- Kumar-Saha, Suranjit (2000): Mercosul, competitividade e globalização. En: Lima, Marcos Costa/Medeiros, Marcelo de Almeida (eds.): O Mercosul no limiar do século XXI. São Paulo, pp. 55-91.
- Licandro, Gerardo/Licandro, José Antonio (2004): La dolarización del sistema de ahorro y crédito. Existe una camino alternativo? En: Licandro, Gerardo/Licandro, José Antonio (eds.): Un agenda de reformas para el sistema financiero uruguayo. Montevideo, pp. 19-53.
- Notaro, Jorge (1984): La política económica en el Uruguay 1968-1984. Montevideo.
- Noya, Nelson/Dominioni, Daniel (1994): El fortalecimiento del sector financiero en el proceso de ajuste: liberalización y regulación. El caso uruguayo. En: Frenkel, Roberto (ed.): El fortalecimiento del sector financiero en el proceso de ajuste: liberalización y regulación. Washington/Buenos Aires, pp. 207-252.
- Noya, Nelson et al. (1998): Uruguay. En: Fanelli, José M./Medhora, Rohinton (eds.): Financial Reform in Developing Countries. Ottawa, pp. 156-193.
- Olesker, Daniel (2001) Crecimiento y exclusión. Nacimiento, consolidación y crisis del modelo de acumulación capitalista en Uruguay (1968-2000). Montevideo.
- Porto, Luis (2002): Uruguay 2002. Para entender la crisis bancaria. Montevideo
- Quijano, José Manuel (2002a): Uruguay: Las reglas de una economía pequeña en un proceso de integración regional. En: Bouzas, Roberto (ed.): Realidades nacionales comparadas: Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Paraguay, Uruguay. Buenos Aires, pp. 129-183.
- Quijano, José Manuel (2002b): Crisis bancaria, gestación y desenlace. El caso uruguayo. (Manuscrito).
- Rocca, José Antonio (2002): Crisis viejas en un nuevo milenio. Una mirada a la economía uruguaya. Montevideo.
- Traversa, Federico (2006): Macroeconomía, reforma fiscal y distribución del ingreso. En: Instituto de Ciencia Política: ¿Y ahora? El primer ciclo del gobierno de izquierda en Uruguay. Informe de coyuntura, No. 6. Montevideo, pp. 148-151.
- Viera, Carlos (2004): Hacia una nueva inserción financiera internacional. En: Astoria, Danilo et al. (eds.): Uruguay 2005: Propuestas de política económica. Montevideo, pp. 169-196.
- Vreeland, James (2003): Buscando condiciones, no dinero: el acuerdo de Uruguay con el FMI en 1990. En: Aboal, Diego/Moraes, Juan Andrés (eds.): Economía política en Uruguay. Instituciones y actores públicos en el proceso económico. Montevideo, pp. 73-92.



- Wagner, Christoph (1997): Uruguay: Unternehmer zwischen Diktatur und Demokratie. Frankfurt/Main.
- Yaffé, Jaime (2002): Aprotándose para la cosecha: El moderado ajuste de la estrategia opositora de la izquierda. En: Observatorio político: Informe de Coyuntura. No. 3, pp. 54-58.
- Yaffé, Jaime (2003): La maldición de Mauá. Crisis bancarias en Uruguay (1868-2000). En: Boletín de Historia Económica, 1(2), pp. 23-28.
- Yaffé, Jaime (2005): Al centro y adentro. La renovación de la izquierda y el triunfo del Frente Amplio. Montevideo.



# Indice

Prólogo	
<i>Joachim Becker</i> .....	5
El endeudamiento externo de América Latina: un resumen histórico	
<i>Joachim Becker</i> .....	9
Crisis financieras en los noventa y después: los casos de Argentina, Brasil y Uruguay	
<i>Joachim Becker</i> .....	35
La deuda externa al umbral del siglo XXI: Argentina, Brasil y Uruguay	
<i>Carolina Villalba y Paola Visca</i> .....	63
Crisis financiera, estabilización y estancamiento en Brasil	
<i>Luiz Augusto E. Faria</i> .....	89
La crisis argentina: ¿Sólo un problema cambiario?	
<i>Andrés Musacchio y Joachim Becker</i> .....	109
Sistema financiero, regulación y crisis: La experiencia chilena	
<i>Juan Andrés Correa y Johannes Jäger</i> .....	137
Uruguay: Una historia de estancamiento productivo y de crisis financieras	
<i>Joachim Becker</i> .....	153



# **Autores**

**Joachim Becker**, economista y politólogo alemán, es profesor en la Wirtschaftsuniversität Wien y analista en el Institute for Studies in Political Economy (IPE) en Viena (Austria).

**Juan Andrés Correa**, economista chileno, vive y trabaja en Viña del Mar y Viena.

**Luiz Augusto E. Faria**, economista brasileño, es profesor en la Universidade Federal do Rio Grande do Sul y trabaja también como analista económica en la Fundação de Economia e Estatística en Porto Alegre (Brasil).

**Johannes Jäger**, economista austríaco, es docente en la Fachhochschule des bfi Wien en Viena.

**Andrés Musacchio**, economista argentino, es director del Centro de Estudios Internacionales y Latinoamericanos (Universidad de Buenos Aires) y profesor de historia económica y social argentina de la UBA.

**Carolina Villalba**, economista uruguaya, se desempeña como analista de información en CLAES/D3E.

**Paola Visca**, uruguaya, es analista de temas económicos en CLAES/D3E.



# **Coscoroba**

## **ediciones**

Coscoroba es una iniciativa editorial del Centro Latino Americano de Ecología Social (CLAES) y de Desarrollo, Economía, Ecología y Equidad América Latina (D3E), para dar a conocer publicaciones tanto del propio centro como de otras instituciones y autores preocupados por el desarrollo, la calidad de vida y la protección ambiental.

### **TÍTULOS EDITADOS**

AGROPECUARIA Y AMBIENTE EN URUGUAY. VALOR AGREGADO AMBIENTAL Y DESARROLLO SUSTENTABLE AGROPECUARIO, por Gerardo Evia y Eduardo Gudynas (2000). Análisis de la dimensión ambiental en el agro y las posibilidades para su reconversión ecológica.

ECONOMÍA POLÍTICA DE MONTEVIDEO. DESARROLLO URBANO Y POLÍTICAS LOCALES, por Joachim Becker, Johannes Jäger y Werner G. Raza (2000). Novedosa visión desde la economía de la regulación y la política sobre los cambios territoriales y urbanísticos en Montevideo.

NORMATIVA AMBIENTAL PARA LA AGROPECUARIA. GUÍA BÁSICA INTRODUCTORIA, por M.J. Cousillas, G. Evia y E. Gudynas (2000). Recopilación de las principales normas ambientales en el agro uruguayo.

POLÍTICAS AMBIENTALES EN URUGUAY (2001). Ensayos de 15 autores provenientes de partidos políticos, organizaciones ambientalistas y grupos vecinales, entre otros los intendentes M. Arana e I. Riet Correa y los senadores J. Larrañaga y E. Rubio, junto a G. Honty, M. Perazzo y N. Villarreal.

ENERGÍA, AMBIENTE Y DESARROLLO EN EL MERCOSUR, por Gerardo Honty (2002). Revisión de la situación energética en los seis países de la región y presentación de propuestas alternativas hacia un desarrollo sustentable.

SUSTENTABILIDAD Y REGIONALISMO EN EL CONO SUR, por J. Becker, J. Da Cruz, G. Evia, E. Gudynas, G. Gutiérrez y A. Scagliola (2002). Una colección de ensayos que exploran estrategias en desarrollo sustentable a nivel regional, incluyendo aportes teóricos y estudios de casos.

ECOLOGÍA, ECONOMÍA Y ÉTICA DEL DESARROLLO SOSTENIBLE, por E. Gudynas (2004). Una guía a las escuelas y tendencias sobre la sustentabilidad desde una perspectiva multidisciplinaria. Quinta edición corregida.

SOJA Y CARNE EN EL MERCOSUR, por R. Lapitz, G. Evia y E. Gudynas (2005). Una revisión de los aspectos comerciales y ambientales de la producción de carne y soja en el Cono Sur.

ENERGÍA 2025. ESCENARIOS ENERGÉTICOS PARA EL MERCOSUR, por G. Honty, V. Lobato y J. Mattos (2005). La situación energética en los países del Cono Sur y sus perspectivas.

## EDICIONES ELECTRÓNICAS

Coscoroba además ofrece una serie de libros digitales, en formato pdf, de acceso libre. Los títulos están disponibles en nuestro sitio web [www.ambiental.net/coscoroba](http://www.ambiental.net/coscoroba), e incluyen:

**ECOLOGÍA SOCIAL DE LOS DESASTRES NATURALES**, por José da Cruz (2003). Una nueva mirada a catástrofes como inundaciones y terremotos desde la perspectiva de las relaciones humano - ambientales.

**A MODERNIDADE INSUSTENTÁVEL: AS CRÍTICAS DO AMBIENTALISMO À SOCIEDADE CONTEMPORÁNEA**, por Héctor Leis (2004). Una detallada revisión del ambientalismo frente a la modernidad, con exploración de alternativas posibles.

Coscoroba ediciones siempre está interesada en considerar iniciativas y textos bajo el amplio tema del desarrollo, tanto en Uruguay como en América Latina. Consúltenos en CLAES, Magallanes 1334, Montevideo, y visite nuestro sitio en internet por novedades en el catálogo: [www.ambiental.net/coscoroba](http://www.ambiental.net/coscoroba)

