

# **LA CONVERTIBILIDAD ARGENTINA Y EL PLAN REAL DE BRASIL: CONCEPCION, IMPLEMENTACION Y RESULTADOS EN LOS AÑOS '90**

Noemí Brenta<sup>1</sup>

## INDICE

- I. Introducción
- II. Reglas para el ingreso al nuevo orden económico internacional
- III. La Convertibilidad y el Plan Real: iguales pero diferentes
  - III.1. Etapa de preparación de los planes: hiperinflación y reformas estructurales
  - III.2. Convertibilidad y Plan Real: caracterización y cotejo
  - III.2. Singularidades iniciales del Plan Real: 1993-95
  - III.3. Singularidades iniciales de la Convertibilidad y evolución 1991-95
  - III.4. Políticas de Argentina y Brasil frente al shock externo mexicano: 1995
  - III. 5. Del Tequila a la crisis asiática y el Vodka (1997/98)
  - III.6. Debilidades de la Convertibilidad, adicionales a la vulnerabilidad externa
  - III. 7. De la crisis asiática hacia la devaluación en Brasil, y a la depresión económica en Argentina
- IV. Conclusión

---

<sup>1</sup> Investigadora del Instituto de Historia Económica, de la Facultad de Ciencias Económica de la Universidad de Buenos Aires.

Presentado en el XIII Congreso Internacional de Historia Económica, organizado por la International Economic History Association, Buenos Aires, 22-26 de julio 2002; y publicado en Revista Ciclos Nro. 23, Bs. As., 2002.

## 1. INTRODUCCIÓN

La Convertibilidad y el Plan Real constituyen el hito inicial del rediseño de las principales economías del Cono Sur, en función de su inserción en el nuevo orden económico internacional, surgido a partir del fin de la guerra fría. El análisis conjunto de ambos programas revela la lógica del nuevo modelo, y enciende luces de atención acerca de su sustentabilidad y sus flancos vulnerables.

Ambos programas comparten características que los diferencian de todos los ajustes ortodoxos o heterodoxos implementados previamente en Argentina y Brasil, y que sientan las bases de su re-organización económica, fundando un nuevo modelo de acumulación de capital y distribución del ingreso. Por ello, su instrumentación requiere, y a la vez, posibilita profundas reformas estructurales –la mayoría de ellas, ya introducidas en Argentina, y algunas aun a mitad del camino en Brasil- como las privatizaciones, desregulaciones, apertura comercial y financiera, reformas a la seguridad social, flexibilización laboral, reforma tributaria, y redefinición de la relación entre estados federales y gobierno central.

Las diferencias en la concepción e implementación de la Convertibilidad y el Plan Real revelan distintas prioridades en los objetivos de política económica de Argentina y de Brasil, y también opciones disímiles de posicionamiento externo. El gobierno argentino prefirió renunciar a la política monetaria y cambiaria, adherir a la creación de una zona de libre comercio “de Alaska a Tierra del Fuego” -aun si ello implicara sacrificar su pertenencia al Mercosur<sup>2</sup>- y tener siempre a mano el recurso de la dolarización. De hecho, aceptó prestarse al experimento de la convertibilidad o *currency board*<sup>3</sup>, a cambio de lo cual el país recibió un tratamiento preferencial por parte de la banca de inversión internacional y de los organismos financieros de crédito, que le permitió colocar u\$s 92.000 millones en títulos de deuda para financiar el mantenimiento de la convertibilidad, y obtener generosos préstamos, abultando aun más su ya pesada deuda externa. Hacia el final de la década, este mecanismo se convirtió en un salvavidas de plomo que derribó el andamiaje económico y financiero, extremadamente frágil, luego de cuarenta meses de continua caída del nivel de actividad. Brasil, en cambio, prefirió mantener cierto control de la política monetaria y del tipo de cambio, y apostó a liderar el proceso de integración de las economías del Cono Sur, a fin de negociar su poco entusiasta ingreso al Area de Libre Comercio para las Américas (ALCA) desde un bloque regional más poderoso que una nación aislada. No obstante, a mediados de 2002 se cuestiona su elevada exposición financiera en moneda dura, y se cierne sobre Brasil la amenaza de un default semejante al argentino, de diciembre de 2001.

Los planes de Convertibilidad y Real resultaron muy exitosos en controlar la inflación, pero incapaces de garantizar el crecimiento económico sostenido. La vulnerabilidad frente a los shocks externos, las tasas de interés fuertemente positivas, la carga creciente sobre el

---

<sup>2</sup> El Mercado Común del Sur, o Mercosur, se creó formalmente en 1991, a través del Tratado de Asunción, con la participación de Argentina, Brasil, Paraguay y Uruguay. Más tarde se adhirieron como miembros asociados Bolivia y Chile. Se trata de una unión aduanera imperfecta, en la que rige un arancel externo común para las importaciones de terceros países, que entró en plena vigencia el 1ro. de enero de 1995, excepto para algunos pocos grupos de productos.

<sup>3</sup> El antecedente más inmediato de implantación de un régimen de *currency board* es el de Hong Kong en 1983.

presupuesto público que representa el pago de intereses de la deuda interna y externa generada por la dinámica del propio plan, refuerzan la ausencia de factores endógenos de estímulo de la inversión productiva y de expansión del PIB, en esta renovada aplicación del supply side. Ello, sin mencionar otros problemas, como los déficits permanentes en la cuenta corriente del balance de pago, y los costos sociales de las reformas.

El nuevo modelo sugiere que la integración a grandes áreas de libre comercio, con movilidad de capitales y costos de transacción minimizados por la adhesión a acuerdos monetarios transnacionales, proveerá la fuente del crecimiento. Pero, para ello, es necesario alistar las economías: ese proceso de alistamiento es el que emprendieron Argentina y Brasil en los años '90, a través de la Convertibilidad y el Plan Real.

Seguidamente se revisa el contexto internacional e interno en el que se adoptaron ambos planes, sus contenidos y evolución a lo largo de los '90, enfatizando el análisis comparativo y procurando identificar en qué medida los resultados alcanzados, éxitos y problemas, corresponden a la base estructural que Convertibilidad y Real tienen en común, o, por el contrario, a las singularidades de los instrumentos elegidos por los dos países. Claro que este análisis omite la condición inicial desigual de numerosas variables, que probablemente expliquen por qué Brasil ejerció una opción de política económica con mayores grados de libertad que la Argentina.

## **II. REGLAS PARA EL INGRESO AL NUEVO ORDEN ECONÓMICO INTERNACIONAL**

En la actualidad ha resurgido el interés por estudiar los factores que determinan la autonomía de las políticas macroeconómicas, esto es, el grado de libertad que tienen los países pequeños para establecer en forma autónoma políticas económicas que favorezcan su desarrollo equilibrado<sup>4</sup>. Por un lado, la fuerza desestabilizadora de los movimientos de capitales especulativos comienza a despertar reclamos crecientes de diseño de una nueva arquitectura financiera internacional, capaz de predecir las crisis financieras y resolverlas rápidamente, si ocurren<sup>5</sup>. Por el otro, la intensificación de los procesos de integración regional plantea la cuestión de la coordinación macroeconómica entre los países, a fin de minimizar los costos y maximizar los beneficios. Algunos economistas, como Robert Barro, creen que el mundo se dirige ineluctablemente hacia el uso de dos divisas como reserva: el dólar y el euro, y que todos los países se verán obligados tarde o temprano a adoptar una u otra moneda, para defenderse de los ataques especulativos contra las débiles monedas nacionales. Mundell (2000), ha propuesto la creación de una moneda mundial única, pero también existen opiniones opuestas, que sostienen que difícilmente exista un régimen monetario que se adapte a todo país y a todo tiempo<sup>6</sup>.

Lo cierto es que a partir de los años 90, en el nuevo mundo unipolar, se ha hecho más evidente que tal libertad es mucho más restringida en los países periféricos. El establecimiento de condiciones macroeconómicas para mantener la estabilidad de las unidades de cuenta entre los participantes del proceso de integración regional no sólo ha

---

<sup>4</sup> Fanelli (2001), p.653.

<sup>5</sup> Eichengreen (2000).

<sup>6</sup> Frankel (1999), en Heymann (2000).

sido vastamente estudiado en la literatura económica<sup>7</sup>, sino que se ha tratado de operar en Argentina y en Brasil, a través de los programas económicos conocidos como Convertibilidad y Plan Real, implementados en los '90. Pero este proceso no se dirigió a armonizar la relación de las unidades de cuenta de Argentina y Brasil, sino entre éstas y el dólar estadounidense, y el área referente de la integración no fue el Mercosur, sino el ALCA<sup>8</sup>.

La concepción de estos planes no surgió repentinamente, sino que se gestó lentamente, desde mediados de los años '80, cuando ya era muy evidente que la magnitud del endeudamiento externo ponía en riesgo el sistema financiero internacional. A fin de favorecer la estabilidad del sistema, a fines de 1985 el Tesoro de EE.UU. propuso, a través de su secretario, Baker, la implementación del “ajuste en crecimiento” para los países deudores<sup>9</sup>. Esto significaba agregar al ajuste típicamente recesivo, la instrumentación de reformas estructurales que permitieran el crecimiento económico de las flamantes democracias. Los organismos internacionales de crédito proveerían financiamiento a los países que complementarían los programas de contención de la demanda interna, con reformas estructurales y expansión de la oferta de bienes. Argentina y Brasil trataron tímidamente de poner en marcha estas reformas hacia fines de los '80, proponiendo programas de privatización de empresas públicas, que encontraron gran resistencia en la población y en los respectivos Congresos. Esta reticencia sólo pudo ser quebrada luego de sendas y traumáticas experiencias hiperinflacionarias.

Simultáneamente, y luego del fin de la guerra fría, en 1989, el presidente de EE.UU. George Bush dio a conocer el proyecto de creación de una zona de libre comercio “desde Alaska hasta Tierra del Fuego”, esto es, desde el extremo Norte al extremo Sur del continente americano: la “Iniciativa de las Américas”<sup>10</sup>. La administración demócrata que sucedió a Bush continuó con esta propuesta, y convocó a una reunión de mandatarios americanos –la “Cumbre de las Américas”, celebrada en Miami del 9 al 11 de noviembre de 1994- que proclamó el objetivo de iniciar inmediatamente la negociación del Area de Libre Comercio de las Américas, que entraría en vigencia a partir del 2005. Esta decisión formalizaba compromisos contraídos desde comienzos de los '90 por los gobiernos de los

---

<sup>7</sup> Mundell (2000) acuñó el concepto de Area Monetaria Optima desde los 60, sustento teórico de la unificación monetaria europea. Este concepto es básico para el análisis económico de las uniones monetarias, ya que identifica claramente los intercambios relevantes –en otras palabras, aquello que se gana y aquello que se pierde- en la optimización: la extensión del área en el que se emplea una moneda permite mayor eficiencia en la asignación de recursos, pero reduce la posibilidad de aplicar política monetaria según las necesidades de los diferentes países que forman parte del área. Numerosos trabajos empíricos han verificado la importancia de varios rasgos de las economías que las tornan mejores o peores candidatas para formar parte de un acuerdo monetario de esta naturaleza. Pero el concepto de Area Monetaria Optima todavía es poco operativo, desde que no permite la cuantificación de costos y beneficios.

<sup>8</sup> Para ubicar este proceso en su justa dimensión, Cabe recordar que si bien el mercado latinoamericano ha sido el de mayor crecimiento en los '90 para los EE.UU., y recibió parte de sus inversiones directas y de portafolio, la región no constituye una prioridad para los intereses de la primera potencia mundial, excepto en algunos pocos temas, como la lucha contra el narcotráfico y el terrorismo internacional.

<sup>9</sup> Zalduendo (1988), p.301.

<sup>10</sup> La “Iniciativa de las Américas” fue difundida el 27 de junio de 1990. Ya se habían iniciado entonces las negociaciones con México para establecer un acuerdo de libre comercio al que también se incorporó Canadá, dando origen al NAFTA (North America Free Trade Area), que entró en vigencia el 1ro. de enero de 1994 (CARI, 1997, p.293).

países latinoamericanos; y ya en ejecución en casi todos ellos, incluyendo Argentina y Brasil, encuadrados en el aparato conceptual llamado “Consenso de Washington”.

En realidad, no existe un documento oficial que estipule las condiciones que deben alcanzar las naciones latinoamericanas para impulsar su crecimiento y mejorar la distribución del ingreso, en relación a los intereses estratégicos y comerciales de EE.UU., pero sí puede identificarse un conjunto de “instrumentos de política ‘consensuados’ para los países latinoamericanos”<sup>11</sup>, sobre los que se ha logrado un elevado grado de coincidencia en el ámbito de “Washington”, entendiéndose como tal a: i) el Congreso; ii) los miembros “senior” de la administración (poder ejecutivo); iii) el “Washington tecnócrata” de las instituciones financieras internacionales; iv) las agencias del gobierno federal de EE.UU. (funciones “línea” de la administración, burocracias); v) la Reserva Federal; y vi) los “think tanks”.

Identificando a la corrupción en Latinoamérica como la causa principal del reducido crecimiento económico y de la distribución desigual del ingreso, el “Consenso de Washington” propone una batería de instrumentos que –afirman– permitirían recuperar el crecimiento en estas economías, y serían armónicos respecto a los intereses de EE.UU.. La mayoría de ellos se corresponde con las reformas adoptadas a partir de los planes de Convertibilidad y Real<sup>12</sup>. Seguidamente se revisan las recomendaciones del Consenso de Washington.

#### **a. Disciplina fiscal**

Existe un amplio acuerdo en Washington acerca de que grandes y sostenidos déficits fiscales son una fuente primaria de disloques macroeconómicas en forma de inflación, déficit de balance de pagos y volatilidad de capitales. A menos que el exceso de gasto sobre los ingresos sea utilizado en financiar inversiones en infraestructura productiva, un déficit presupuestario operacional de alrededor del 1 al 2% del PBN evidencia fallas de política. Más aún: un déficit pequeño o aún un superávit, no implica necesariamente disciplina fiscal, sino que se debe examinar a la luz de la fuerza de la demanda y de la disponibilidad de ahorros privados.

#### **b. Prioridades del gasto público**

Los subsidios constituyen el rubro del gasto público con mayor posibilidad de reducción. Latinoamérica tiene una larga historia de subsidios mal asignados, y el argumento para su eliminación es que no se advierten efectos favorables sistemáticos sobre la distribución del ingreso, al menos en el otorgamiento de subsidios indiscriminados.

Educación y salud: Washington cree que el gasto en estos rubros debe redirigirse hacia la educación elemental y la atención primaria de la salud, especialmente programas preventivos, que benefician a los más pobres.

Inversiones en infraestructura productiva: Washington considera que este gasto es importante, y debe ser amplio, aunque limitado a la infraestructura.

#### **c. Reforma impositiva**

El principio es que la base imponible debe ser amplia, y las alícuotas moderadas.

---

<sup>11</sup> La síntesis del Consenso de Washington se ha tomado de Williamson (1990).

<sup>12</sup> Washington recomienda un régimen cambiario flexible y competitivo, pero no fue éste el criterio adoptado desde el comienzo en los planes en análisis, ni tampoco la apertura comercial se realizó en forma paulatina, como recomienda el Consenso, para preservar los sectores productores domésticos.

#### **d. Tasas de interés**

Dos principios generales: i) las tasas de interés deben ser determinadas por el mercado; y ii) deben ser positivas para desalentar la huída de capitales y estimular el ahorro. Algunos agregan que también deben ser moderadas, para promover la inversión productiva y evitar la amenaza de una explosión de la deuda del gobierno.

#### **e. El tipo de cambio**

El tipo de cambio debe ser determinado por el mercado, y guardará consistencia con los objetivos macroeconómicos, esto es, competitivo para aumentar la tasa de exportaciones tanto como lo permita la oferta potencial de bienes, y mantener las cuentas fiscales financiadas o sostenibles. Este es el requisito de una economía dirigida “hacia afuera”. El crecimiento de las exportaciones no tradicionales dependerá de la confianza del sector privado en que el tipo de cambio será suficientemente competitivo como para justificar la realización de inversiones.

#### **f. Política comercial**

El segundo elemento de una economía orientada hacia el exterior es la liberalización de importaciones. Particularmente importante es el acceso a las importaciones de bienes intermedios a precios competitivos, para promover las exportaciones. Una política protectora de la industria doméstica contra la competencia externa generará costos que terminarán empobreciendo a la economía y penalizando las exportaciones. La protección, en caso de existir, debe hacerse a través de tarifas, limitando su dispersión y exceptuando a las importaciones de bienes intermedios para producir bienes de exportación. Se excluye el otorgamiento de licencias para importar, porque podrían ser fuente de corrupción. Las industrias infantiles podrían tener protección sustancial, pero estrictamente temporaria. Una tarifa general moderada (del 10 al 20%) se aceptaría como mecanismo para proveer un sesgo hacia la diversificación de la base industrial.

La liberalización de las importaciones debe hacerse gradualmente, con un cronograma predeterminado, de acuerdo a lo que el balance de pagos pueda tolerar (ejemplo: la exitosa liberalización de Europa de los ‘50).

#### **g. Inversión extranjera directa**

No se prioriza la liberalización de los flujos financieros externos, pero una actitud restrictiva de la entrada de capitales de inversión directa se califica de irracional. Este tipo de inversión puede aportar capital, conocimientos, tecnología, así como producir bienes necesarios para el mercado interno o contribuir a las nuevas exportaciones.

La inversión extranjera directa puede promoverse a través de países con títulos de deuda.

#### **h. Privatizaciones**

Los argumentos para sostener la privatización de las empresas estatales son variadas. En primer término, el cambio por papeles de deuda no involucra presiones monetarias, y ayuda al presupuesto gubernamental en el corto plazo por los ingresos que produce, y en el largo porque la inversión necesaria no debe ser financiada por el gobierno. Por otra parte, se afirma que la industria privada se maneja más eficientemente que la pública, por los intereses personales en obtener beneficios. Al menos, las empresas privadas tienen como piso la bancarrota, mientras que las públicas pueden recibir subsidios eternamente.

### **i. Desregulación**

Este proceso fue iniciado dentro de EE.UU. por Carter, y lo siguió la administración Reagan. Se lo juzga beneficioso para EE.UU. y se cree que podría tener similares beneficios para otros países.

Sin embargo, entre las regulaciones económicas más importantes en EE.UU. se cuentan los mecanismos de control para establecer nuevas firmas o nuevas inversiones; restricciones sobre los flujos de inversiones extranjeras y las remisiones de beneficios; controles de precios: barreras a las importaciones; asignación discriminatoria de créditos; altos impuestos a los ingresos de las sociedades, combinados con mecanismos discrecionales de reducción de impuestos; límites a la contratación de empleados... El potencial de corrupción es entonces muy grande.

La actividad productiva puede ser regulada por legislación, por decretos gubernamentales y por decisiones caso-por-caso. Esta última práctica, amplia y perniciosa en América Latina, crea incertidumbre y oportunidades para la corrupción.

### **j. Derechos de propiedad**

Según el Consenso de Washington, estos derechos son fundamentales para la operación satisfactoria del sistema capitalista, y hay una percepción general de que son altamente inseguros en América Latina.

En síntesis, las políticas que Washington urge al resto del mundo se resumen en: capitalismo de libre mercado; orientación hacia el exterior; y prudencia macroeconómica. Sin embargo, la crítica más frecuente a este conjunto de recomendaciones, es que no proveen ninguna idea de cómo desencadenar y sostener el desarrollo económico y el empleo<sup>13</sup>. Justamente, estos son los flancos más débiles de los planes de Convertibilidad y del Real. El análisis de estos programas profundiza su significado a la luz de los preceptos del Consenso de Washington y del tablero de la economía mundial, poniendo de relieve las restricciones impuestas sobre los fundamentals de la política económica, y también los grados de libertad que restan para las decisiones domésticas<sup>14</sup>.

## **III. LA CONVERTIBILIDAD Y EL PLAN REAL: IGUALES PERO DIFERENTES**

La Convertibilidad y el Plan Real establecen una ruptura estructural respecto de los modelos previos vigentes en Argentina y Brasil, porque apuntan a proveer lineamientos duraderos orientadores de estas economías. La larga duración de ambos programas y su capacidad para admitir retoques importantes manteniendo intactos sus fundamentals, indican que se trata de algo más que simples planes de ajuste<sup>15</sup>, amargamente familiares para las economías del Cono Sur<sup>16</sup>.

---

<sup>13</sup> Williamson (1990) se pregunta si Washington considera a la literatura del desarrollo como un pasatiempo frente a la dura realidad de la severa ciencia, o si al consenso de Washington le falta algo ...

<sup>14</sup> No debe olvidarse el rol central que juegan, particularmente en los países periféricos, los actores con mayor influencia sobre los poderes del Estado para definir espacios de apropiación de la riqueza, aun en el marco de los restringidos grados de libertad de la política económica.

<sup>15</sup> Cada vez se cuestiona con más fuerza el uso de este instrumento ortodoxo, por sus consecuencias recesivas sobre el sector real de la economía. El balance de divisas efectivamente mejora con este tipo de planes, debido

La Convertibilidad se extendió desde abril de 1991 hasta diciembre de 2001<sup>17</sup><sup>18</sup>, y de manera similar a lo ocurrido con el Plan Real a partir de la devaluación de enero de 1999, los acontecimientos posteriores a su quiebre indican que si bien se alterarán los regímenes cambiario y monetario argentinos, recurriendo a la flotación del tipo de cambio y a la programación monetaria, en lugar del currency board, se mantendrán los fundamentos básicos definidos en los '90. Ellos son: disciplina fiscal, apertura comercial y financiera, y mínima intervención del Estado en la economía.

Las bases del Plan Real se explicitaron hacia fines de 1993, y aun se encuentra vigente al momento de escribir estas notas (junio de 2002), es decir que lleva algo más de ocho años desde su lanzamiento, sin advertirse por el momento una ruptura inminente, aunque en 1999 se modificó la política cambiaria.

Afirmar que el programa económico persiste, aun luego de modificaciones de la regla cambiaria, síndica claramente a estos planes como de profundidad reformadora mayor que los ajustes ortodoxos, porque la devaluación del tipo de cambio constituye el indicador más típico de agotamiento de un plan de ajuste<sup>19</sup>, y, pese a ello, buena parte de la Convertibilidad y del Real persiste aun después de la devaluación y del cambio en el régimen cambiario.

La Convertibilidad y el Plan Real incluyeron reformas estructurales profundas, que transformaron el perfil de las economías argentina y brasileña en los años '90, bajo el concepto global de marginar la participación del Estado en la economía, asumiendo que el sector privado es un optimizador más racional de la asignación de recursos. Esta profundidad en la modificación de los sistemas institucionales tampoco forma parte de los planes ortodoxos o heterodoxos.

La absorción de los cambios estructurales implicó modificar también las reglas de formación de los precios básicos<sup>20</sup>: tipo de cambio, tasa de interés, tarifas de servicios públicos, salarios y precio de los alimentos básicos, según la nueva pauta de la economía.

---

a la caída de la demanda interna, pero sus efectos estabilizadores no son perdurables, ya que este instrumento opera en la superficie de las economías, y en el corto plazo. No sólo no se diagnostican ni corrigen los problemas de fondo que originan las crisis de las economías en desarrollo –que es el escenario donde se aplican-, sino que a menudo actúan a manera de un salvavidas de plomo, que sumerge al sector real –léase a las empresas y las personas- en estancamiento y atraso, agravando la vulnerabilidad financiera y externa de los países, que fue lo que se intentó corregir.

<sup>16</sup> En Argentina se aplicaron planes de estabilización, con mayor o menor éxito, en 1952, 1956, 1958, 1964, 1967, 1976, 1981, 1985, y 1988. Un análisis de estos planes puede verse en Vitelli, 1986 y 1990.

<sup>17</sup> Previo a la convertibilidad, en Argentina, el plan de estabilización más duradero se extendió desde junio de 1967 hasta junio de 1970, en total, tres años. Vitelli (1990), p.20.

<sup>18</sup> Al momento de redactar este trabajo –junio de 2002- si bien se ha declarado el fin de la convertibilidad del peso argentino respecto del dólar estadounidense, al tipo de cambio \$1=u\$s 1, aun no se han definido las nuevas reglas que regirán la economía argentina.

<sup>19</sup> Vitelli (1990) señala que los planes de estabilización o ajuste siempre comienzan y terminan con una devaluación cambiaria. Usualmente, la devaluación inicial conforma un overshooting, con el propósito de corregir el balance comercial; mientras que al agotarse los efectos del shock desencadenado por los programas, se produce la devaluación de salida, que busca recomponer el valor real de mercado de la divisa, erosionado durante el transcurso del plan, y frenar la pérdida de reservas internacionales.

<sup>20</sup> El cambio en la formación de los precios básicos en Argentina se analiza en Brenta (2000), pp. 406-408.



En tanto que los precios constituyen la contraparte visible del ingreso de los factores de producción, dicha alteración modificó de manera permanente los patrones de acumulación de capital y de distribución del ingreso. En términos generales, el proceso de acumulación se concentró en manos privadas con fuerte participación extranjera, y los ingresos de los asalariados perdieron terreno respecto al superávit bruto de explotación, acentuando la desigualdad distributiva.

En síntesis, en un nuevo y definido contexto político y económico internacional –el mundo unipolar nacido a partir del fin de la guerra fría-, y habida cuenta de la pertenencia a un mismo bloque regional –el Cono Sur- los planes económicos implementados en los '90 por las dos economías más importantes de Sudamérica guardan profundas semejanzas, pero conservan, al mismo tiempo, diferencias notables. La similitud estriba en primer término, en el contexto de aplicación de ambos planes; luego, en las reformas estructurales adoptadas por ambos países; en la definición de numerosos instrumentos de la política económica; y, finalmente, en la evolución que siguieron sus principales variables nominales y reales. Las diferencias más notables se encuentran por el lado de las políticas cambiarias y monetarias, con mayores grado de libertad a favor de Brasil, aunque insuficientes, como se verá, para alcanzar resultados en el largo plazo significativamente distintos de los de la Argentina.

### **III.1. Etapa de preparación de los planes: hiperinflación y reformas estructurales**

A principios de los '90 Argentina y Brasil se encontraban inmersos en procesos de alta inflación, llevaban casi una década de escaso o nulo crecimiento económico, y enfrentaban grandes dificultades para cumplir los intereses y amortizaciones de su abultada deuda externa, así como un explosivo crecimiento de su deuda interna. En 1990, la deuda en moneda extranjera de Brasil era de u\$s 122 mil millones, y la de Argentina, u\$s 61,7 mil millones, 4 y 5 veces, respectivamente, sus exportaciones anuales

Ni el superávit comercial que generaron estas economías en los años '80, ni la implantación de ajustes ortodoxos recomendados por los organismos financieros internacionales aliviaron esta situación. Dos instrumentos se aplicaron, entonces, entre fines de los '80 y comienzos de los '90, para inducir un shock que introdujera a estos países en las reglas de la economía global, sintetizadas en el consenso de Washington<sup>21</sup>: la hiperinflación y las reformas estructurales.

#### **a. Hiperinflación**

La literatura económica acepta que la inflación reviste un doble carácter: por un lado, evidencia algún tipo de desequilibrio en los mercados reales o monetarios; pero, por el otro, constituye un instrumento de política económica para llevar a cabo shocks redistributivos a través de la modificación de los precios relativos y de la licuación de deuda pública no indexada ni dolarizada, medidas imposibles de ser aceptadas sin cuestionamientos por la sociedad en un contexto estable.

---

<sup>21</sup> Ver punto II de este trabajo.

La hiperinflación<sup>22</sup> es la mejor antesala para la introducción de reformas estructurales profundas, ya que destruye la moneda doméstica y el sistema de precios relativos, elevando la incertidumbre para la toma de decisiones a grados tales que la economía entera se paraliza, los agentes comprenden que es necesario establecer nuevas reglas de juego, y aceptan asumir ciertos costos, como la pérdida de financiamiento inflacionario por rezagos en los pagos o por desfases temporales en los ajustes de precios, antes que arriesgarse a perder todo en una economía que se desbarranca<sup>23</sup>.

El índice de precios minoristas en Argentina creció 3.079% en 1989, y 2.314% en 1990. Brasil experimentó una primera hiperinflación en 1989-90 (1.431% y 2.950%), asociada al Plan Verano y al Plan Collor, y luego de un año de inflación elevada, tres de hiper: 952% en 1992; 1.928% en 1993; y 2.050% en 1994 (Cuadro 2).

La hiperinflación previa a la implementación de los planes configuró el instrumento de política económica que aplicaron las democracias latinoamericanas para “limpiar el terreno” y preparar las condiciones para implantar los nuevos modelos de organización macroeconómica.

Ello no significa negar la confluencia de otros factores para dar cuenta de las hiperinflaciones argentina y brasileña, como el aprendizaje de los agentes, la inflación inercial devenida de la indexación de los contratos, iliquidez internacional, elevado endeudamiento externo e interno, estructura cortoplacista de depósitos a interés, elevadas tasas de interés real, fuga del dinero local, elevados déficits fiscales, sin descartar errores de política económica. Pero, como se verá, la necesidad de licuar la deuda en moneda interna primó entre los objetivos de política económica.

La hiperinflación argentina redujo la deuda cuasifiscal, nominada en moneda local, en términos de dólares, de un valor 100 en diciembre de 1989, a 6,9 en enero de 1990<sup>24</sup>. Justamente, la hiperinflación de comienzos de 1990 se indujo al desencadenarse la licuación de los depósitos y títulos del sistema financiero interno, y de las deudas del sector público, produciendo la fuga del dinero doméstico hacia el dólar, con la consiguiente

---

<sup>22</sup> Se define como hiperinflación variaciones de precios superiores al 50% mensual, según Cagan (1957).

<sup>23</sup> Refiere Perry Anderson: “Hay un equivalente funcional al trauma de la dictadura militar como mecanismo para inducir democráticamente y no coercitivamente a un pueblo a aceptar las más drásticas políticas neoliberales. Este equivalente es la inflación. Sus consecuencias son muy parecidas.” Y prosigue: “Recuerdo una conversación en Río de Janeiro en 1987, cuando era consultor de un equipo del Banco Mundial y hacía un análisis comparativo de las políticas económicas de alrededor de veinticinco países del sur., ... un economista destacado del equipo ... me confió que el problema crítico del Brasil durante la presidencia de Sarney no era una tasa de inflación demasiado alta, como creía la mayoría de los funcionarios del Banco Mundial, sino una tasa de inflación demasiado baja. ‘Esperamos que los diques se rompan’ decía ‘Aquí precisamos una hiperinflación para condicionar al pueblo a aceptar la drástica medicina deflacionaria que falta en este país’ (cit. por Kulfas, 1997), p.55

<sup>24</sup> Damill y Frenkel (1990)

presión devaluatoria<sup>25</sup>. En 1994, cuando la hiperinflación alcanzó al 2.050% (precios minoristas), Brasil consolidó la deuda de los Estados y Municipios con la Unión<sup>26</sup>.

### **b. Reformas estructurales: desregulación, privatización, apertura comercial y financiera, ajuste fiscal y flexibilización laboral**

A pesar de los desfases temporales, puede advertirse una fuerte similitud entre las reformas estructurales llevadas a cabo por Argentina y Brasil.

En la segunda mitad de los años '80, se implementaron en Argentina las primeras reformas estructurales de la economía: desregulación de la tasa de interés, reducción de las barreras a las importaciones de bienes, y acuerdos comerciales con Brasil que posteriormente derivaron en la conformación del Mercosur. También se propusieron privatizaciones de empresas estatales, pero no obtuvieron aprobación parlamentaria<sup>27</sup>.

Desde 1989 las condicionalidades pactadas en todos los acuerdos firmados por el gobierno argentino con el FMI incluyeron el compromiso de adoptar reformas estructurales: desregulación, privatización de empresas públicas, desarrollo de la intermediación financiera y del mercado de capitales, flexibilidad laboral, reforma tributaria, reforma previsional, descentralización de la educación y la salud, y reforma de la administración pública. En 1989 se aprobó la ley de reforma del Estado (Nro. 23.696), se derogó la ley de abastecimiento, liberando los mercados de bienes y servicios, y se abrió el camino de las privatizaciones y concesiones de empresas del Estado, y de la disolución de entes reguladores creados en los años '30<sup>28</sup> (Decreto 2284/91, de desregulación). Entre 1989 y 1994 Argentina llevó a cabo la mayoría de las reformas estructurales comprometidas, aunque la desregulación del mercado de trabajo no alcanzó sus objetivos de máxima flexibilización<sup>29</sup>. Básicamente, se dispersó la negociación salarial -restando facultades a los

---

<sup>25</sup> El gobierno nacional dispuso por Dto. 36/90, en enero de 1990, transformar la deuda del Banco Central con bancos locales por encajes remunerados, depósitos indisponibles y bonos de deuda pública de cortoplazo, en bonos externos, nominados en dólares. En este proceso, llamado "Plan Bonex", el gobierno emitió títulos por u\$s 4.500 millones. En el caso de los encajes remunerados, los bancos traspasaron los Bonex a los depositantes, a cambio de sus depósitos a plazo fijo.

<sup>26</sup> El Gobierno Federal de Brasil canjeó deudas que Estados y Municipios mantenían con los bancos estatales y con el mercado financiero por títulos federales, a 30 años de plazo, ajustados por el índice de precios combinado más 6 o 7,5% de interés, garantizados por la coparticipación federal. En Argentina, durante la convertibilidad, también los estados provinciales emitieron papeles de deuda garantizados con la coparticipación federal, para cubrir sus déficits fiscales, y recurrieron para su financiamiento al sistema bancario nacional e internacional.

<sup>27</sup> Heymann, p. 9.

<sup>28</sup> Se disolvieron los siguientes entes de regulación: Junta Nacional de Granos, Junta Nacional de Carnes, Instituto Forestal Nacional, Mercado Central del Pescado, Mercado Concentrador de Carnes de Liniers, Corporación de Productores de Carne, Comisión Reguladora de las Yerba Mate, Instituto Nacional de Reaseguros, Administración General de Puertos, Instituto Nacional de Servicios Sociales, Centro Nacional Azucarero.

<sup>29</sup> La aprobación por el Congreso de la ley de reforma laboral en el 2000 fue escenario de un escándalo por presunto pago de comisiones a los senadores para obtener su voto favorable, aunque todos los acusados judiciales fueron sobreesidos por falta de pruebas.

sindicatos de trabajadores-, se facilitó el régimen de trabajo temporario, y se procuró abaratar el costo de las indemnizaciones por despido y de las cargas sociales.

El Plan Real fue lanzado en Brasil en junio de 1993, dos años después de la Convertibilidad, y se consolidó en 1995, cuando los precios comenzaron a estabilizarse, y se emitió la nueva unidad monetaria. Entre 1991 y 1995 sólo se privatizaron empresas controladas por la Unión en el sector industrial<sup>30</sup>. Pero los programas de privatización y desregulación en otros sectores de la economía, particularmente en la infraestructura, y especialmente en los Estados, así como la reforma del sistema de seguridad social, no fueron aprobados sino hasta bien entrada la segunda mitad de los '90. De hecho, la reforma constitucional que redefine las relaciones entre los estados federales y la Unión recién fue votada en 1998. Los rezagos respecto del proceso argentino se vinculan con la interrupción del programa de estabilización y reformas estructurales, que incluía desregulaciones, privatizaciones, y apertura al capital externo, lanzado por Collor en 1990, quien debió abandonar la presidencia a fines de 1992, en medio de un escándalo por corrupción. Su sucesor, Itamar Franco, no prosiguió con las reformas, que se reanudaron en 1995, en el mandato del presidente Cardoso.

La semejanza de las reformas estructurales de Argentina y Brasil instrumentadas a partir de los planes de Convertibilidad y Real no es atribuible a la coordinación macroeconómica para profundizar el Mercosur, que no superó las etapas preliminares luego del enfriamiento de las relaciones entre ambos países desde 1999. Por el contrario, tal coordinación se vuelve más viable a partir de la adopción de medidas similares, que acentúan su semejanza estructural, y particularmente, institucional.

En el Cuadro 1 se reseñan los temas de las reformas estructurales asumidas en Argentina y Brasil, que, debe recordarse, no coinciden en el tiempo, pero sí en sus conceptos fundantes.

---

<sup>30</sup> Brasil (1999), Presidencia de la República, Secretaría de Comunicación del Gobierno, “5 años del Real. Estabilidad y Desarrollo”, Brasilia, Brasil, julio.

Cuadro 1  
 Argentina y Brasil  
 Principales Reformas Estructurales llevadas a cabo en los '90-01

Reforma	Argentina	Brasil
Privatización de empresas estatales y concesiones de infraestructura (telecomunicaciones, energía, transporte,	Sí	Sí
Desregulación de actividades económicas	Sí	Sí
Reforma del régimen previsional, incluyendo la participación de administradoras de fondos de pensión	Sí	Sí
Flexibilización laboral (contrato por plazo determinado; adecuación del trabajo a variaciones estacionales y cíclicas de la producción; reglamentación del trabajo en tiempo parcial)	Sí	Sí
Igual tratamiento a empresas y entidades financieras de capital nacional y extranjero	Sí	No
Arancel Externo Común Mercosur	Sí	Sí
Suscripción de acuerdos con la OMC	Sí	Sí
Reducción de aranceles de importación	Sí	Sí
Ley de patentes farmacéuticas	Sí	No
Reforma de Ley de quiebras (incorporación de la figura del cram down)	Sí	En estudio
Sistema financiero: normas Basilea	Sí	Sí
Redefinición relación gobierno federal – gobiernos provinciales o estatales: descentralización, pacto fiscal	Parcial En discusión	Sí
Flexibilización laboral	Sí	Sí
Fortalecimiento del papel del presupuesto público	Sí	Sí

### III.2. CONVERTIBILIDAD Y PLAN REAL: CARACTERIZACIÓN Y COTEJO

La Convertibilidad y el Plan Real, además de coincidir en su contexto de implementación y en las reformas estructurales que los acompañaron, son idénticos en su política fiscal y de comercio exterior; notoriamente similares en los regímenes de entrada y salida de capital financiero de corto plazo y de la inversión externa directa; y divergen fuertemente en su política monetaria y cambiaria (Cuadro 1).

En Argentina y Brasil se eliminó el financiamiento del gasto público vía expansión monetaria, y se decretó la independencia del Banco Central, prohibiéndole expresamente

auxiliar al Tesoro<sup>31</sup>. Se fijó como objetivo el equilibrio fiscal –y mejor todavía, el superávit-, se realizaron fuertes ajustes del gasto público (ver apéndice), y en 1999 Argentina y Brasil dictaron sendas leyes de responsabilidad fiscal para jerarquizar ese compromiso. Los déficits públicos debían financiarse a través de la emisión de bonos, en el mercado interno e internacional.

La apertura comercial se profundizó, a través de la eliminación progresiva de tarifas para la mayoría de los productos intra Mercosur; la reducción para los de origen extra Mercosur; y sujeción a las normas de la OMC, aunque Brasil no aceptó modificar su legislación de propiedad industrial, a fin de proteger el desarrollo del sector informático, y de evitar incrementos del precio de los productos farmacéuticos.

Las singularidades del Plan Real se expresan en la mayor autonomía preservada por Brasil para manejar variables clave, como el tipo de cambio y la política monetaria. Ello refleja una actitud más asertiva en defensa de sus propios intereses soberanos; y también marca diferentes decisiones de posicionamiento en la conformación de bloques regionales. La política económica argentina de los '90 privilegió el estrechamiento de relaciones con EE.UU., la integración al ALCA, recién esbozado, su difusión en Latinoamérica, y una probable dolarización. Así lo indican sus fundamentals y también el sesgo de las decisiones adoptadas frente a diversas coyunturas: crisis de México, asiática, rusa, devaluación del Real, y en las últimas etapas, creciente amenaza de default doméstico. El gobierno argentino respondió a los shocks con “más convertibilidad”. En cambio, “para Brasil el Mercosur debe ser visto como destino y el ALCA como una opción”<sup>32</sup>, en tanto que fortalece su poder de negociación con los demás socios comerciales (Unión Europea, ALCA, otros países de la OMC), posición claramente diferente de la argentina, que requiere conservar la propia moneda.

La diversidad en las estrategias de posicionamiento internacional de Argentina y Brasil no empalidecen la simetría estructural entre la economía de la Convertibilidad y del Plan Real, pero contribuyen a explicar los mayores grados de libertad de política escogidos por Brasil, si bien, como se verá, insuficientes para evitar en el largo plazo resultados similares a los argentinos, atribuibles a la dinámica interna de estos programas.

---

<sup>31</sup> La independencia del banco central supone privilegiar los objetivos de estabilidad de precios en relación a los de crecimiento económico. Este rol paradójicamente es opuesto al sentido de su creación en los años '30: morigerar los efectos de las crisis financieras sobre el sector real de las economías.

<sup>32</sup> Pte. Fernando H. Cardoso, “7 Anos do Real. Estabilidade, Crescimento e Desenvolvimento Social”, Col. Documentos da Presidencia da República, Brasília, Brasil, p. 34.

Cuadro 2  
Convertibilidad y Plan Real: síntesis comparativa

<b>Concepto</b>	<b>ARGENTINA</b>	<b>BRASIL</b>
	<b>CONVERTIBILIDAD</b>	<b>PLAN REAL</b>
Fecha de implementación	Ley 23.928 - Abril 1991	Implementación en tres etapas Etapa 1. Ajuste fiscal: junio 1993 Etapa 2. Creación de Unidad Real de Valor: junio 1994 Etapa 3. Emisión del Real: julio 1995
Contexto de implementación	Hiperinflación - Índice precios al consumidor	
	1989 = 3.979%      1990 = 2.314%	1992 = 952%      1993 = 1.928 1994 = 2.050
	Elevada deuda externa:	
	1990 = u\$s 61,7 mil millones Dx / Exportaciones = 5 veces	1990 = u\$s 122 mil millones Dx / Exportaciones = 4 veces
Relación base monetaria / reservas	Obligatoriedad de la equivalencia entre la base monetaria y las reservas de libre disponibilidad en oro y divisas (en un comienzo, 100%. Posteriormente hasta 20% en títulos en moneda extranjera.	Se propone que el Real sea respaldado por las reservas internacionales, en la proporción de un dólar por cada Real emitido <sup>33</sup> .
Fijación de la paridad cambiaria,	Tipo de cambio fijo y convertible \$ 1 = us\$ 1, por ley 23.928, desde 1ro. de abril de 1991.	Jul. 94-Marzo 95: flotación limpia pero intervención si \$R 1=u\$s1 Marzo 95-Junio 95: bandas cambiarias con modificaciones periódicas en una primera fase, y luego banda única Junio 95-enero 99: mecanismo intrabanda <sup>34</sup> Enero 99: flotación con intervención del Banco Central

<sup>33</sup> Fuente: E.M. Interministerial Nro. 205/MF/SEPLAN/MJ/MTb/MPS/MS/SAF, Exposição de Motivos da MP do Plano Real, Brasilia, 30 de junio de 1994.

<sup>34</sup> Por este mecanismo, los bancos que actúan en el mercado ofrecen cotizaciones para compra y venta de divisas a partir de un spread previamente definido por el Banco Central. Este adquiere dólares al precio de compra conveniente para establecer el límite inferior de la intrabanda y vende al precio que le conviene para establecer el límite superior (Kessel, p. 226).

Política monetaria	<p>Pasiva</p> <p>Banco Central debe vender las divisas que le sean requeridas para operaciones de conversión, a la relación \$ 1 = us\$ 1, y retirar de circulación los pesos recibidos en cambio.</p> <p>La emisión depende de ingreso de divisas; escaso margen para movilizar encajes. Autonomía de autoridad monetaria</p>	<p>Programación monetaria trimestral con estimación de variación de agregados monetarios compatible con objetivos de inflación.</p> <p>Sólo el Congreso puede autorizar la emisión de moneda.</p> <p>Se retira del Consejo Monetario Nacional la facultad de emitir moneda, pero puede alterar hasta 20% las emisiones autorizadas por el Congreso, en caso en emergencia.</p>
Actualización de contratos indexados	Se prohíbe cualquier tipo de actualización monetaria a partir del 1ro. de abril de 1991	En etapas 1 y 2 corrección por tasa referencial que refleja la tasa de interés mensual; y corrección monetaria de los contratos
Movilidad de capitales	<p>Libertad para mantener fondos en pesos o dólares</p> <p>Libre entrada y salida de capitales al país, sin plazos mínimos ni condiciones especiales</p>	<p>Libre entrada y salida de capitales al país en moneda nacional o extranjera, con identificación de los titulares. Restricción de remesas al exterior por más de u\$s 10.000, sin autorización. Cheques superiores a \$ 100 deben ser nominativos.</p> <p>Desburocratización de operaciones cambiarias</p>
Limitaciones al financiamiento del gasto público	Independencia financiera entre el Tesoro Nacional y el Banco Central	Independencia financiera entre el Tesoro Nacional y el Banco Central
Política fiscal	<p>Debe mantenerse el equilibrio presupuestario o, mejor aun, producir un superávit; en caso de déficit se financia vía emisión de deuda.</p> <p>Ajuste: Reforma del Estado</p>	Idem Argentina
<p>Ley de Responsabilidad Fiscal</p> <p>1999 en Brasil y Argentina</p>	Establece convergencia progresiva de las cuentas fiscales hacia el equilibrio, y la creación de un fondo de emergencia anticíclico, para suavizar los períodos de depresión económica.	<p>Establece límites rígidos para el endeudamiento público y para los gastos en las tres esferas de gobierno, incluyendo a todos sus poderes.</p> <p>Elimina la indexación automática, sólo permitida en contratos de trabajo, mercado financiero y contratos de largo plazo.</p>
Determinación de la tasa de interés	El mercado	Banco Central y mercado



Tarifas de servicios públicos	Establecidas contractualmente, variaciones anuales en función de evolución de los precios minoristas y/o inflación mundial y/o tipo de cambio.	Actualización anual.
Apertura Comercial	Reducción de aranceles de importación Mercosur	Reducción de aranceles de importación - Mercosur

También debe señalarse la similitud de muchos de los **efectos macro y microeconómicos** de ambos planes. Si bien estos temas se desarrollan más adelante, vale la pena avanzar una síntesis:

- Reducción de la inflación;
- Efecto inicial de expansión de demanda de bienes durables;
- Ingreso de capitales externos por elevado diferencial de tasa de interés sobre las internacionales, y por inversión externa directa en privatizaciones, fusiones, adquisiciones y nuevos proyectos;
- Elevadas tasas reales de interés elevan el déficit fiscal y el endeudamiento público, y dificultan el financiamiento de las empresas;
- Sobrevaluación cambiaria;
- Déficit de la cuenta corriente del balance de pagos, por crecimiento de importaciones por encima de las exportaciones; y sobrecarga de intereses pagados;
- Gran vulnerabilidad a crisis financieras internacionales.
- Fuerte crecimiento de la deuda externa e interna.
- Ausencia de mecanismos endógenos de crecimiento del PBI, una vez agotados los efectos de shocks por privatizaciones y recuperación del consumo.

### **III.2. Singularidades iniciales del Plan Real: 1993-95**

El Plan Real se implementó en tres etapas: ajuste fiscal; creación de nueva unidad monetaria (Unidad Real de Valor); y emisión del Real.

La primera etapa del Plan Real se anunció el 14 de junio de 1993, como Programa de Acción inmediata, y estableció medidas para reducir el gasto público y recuperar los ingresos tributarios federales. El plan de austeridad fiscal de corto plazo incluía consolidar la deuda de los Estados y Municipios con la Unión, control de los bancos estatales, saneamiento de los bancos federales, y perfeccionamiento del programa de privatizaciones. El ajuste fiscal se viabilizó a través de la creación de un Fondo Social de Emergencia, financiado con un impuesto sobre las transacciones financieras como mecanismo transitorio, aprobado por el Congreso en diciembre de 1993, lo que permitió obtener superávit primario en 1994, y alcanzar el equilibrio presupuestario en 1995. Esta etapa

también incluyó introducir una clara separación entre las cuentas del Tesoro y las cuentas del Banco Central, que conduciría más tarde a la independencia de esta última institución.

La segunda etapa del Plan, lanzada el 7 de diciembre de 1993, y perfeccionada a través de la ley 8.880 del 27 de mayo de 1994, creó la Unidad Real de Valor, y previó su posterior transformación en el Real, nuevo signo monetario brasileño. El URV se integró al sistema monetario nacional como patrón de valor. El Banco Central de Brasil fijaba diariamente su cotización, con base en la pérdida de poder adquisitivo del Cruzeiro Real. La URV se tomó como unidad de cuenta para denominar contratos y demás obligaciones, incluyendo las financieras, y para referenciar precios, salarios, y tarifas públicas. Se procuró la renegociación de los contratos privados en términos del URV, y se eliminó el cobro de impuestos sobre la corrección monetaria. El URV fue siendo utilizado cada vez más como referencia de precios y contratos, transformando los precios prefijados en postfijados, contribuyendo así a borrar la memoria inflacionaria de los operadores. El Consejo Monetario Nacional dictó resoluciones permitiendo que las instituciones financieras efectuasen operaciones activas, pasivas y de futuro en URV, y se estipuló una tasa referencial de actualización para la conversión de operaciones nominadas en Cruzeiros a Reales.

El 30 de junio de 1994 se aprobó la ley que puso en circulación el Real a partir del 1ro. de julio de 1995, estableciendo las condiciones de emisión y respaldo de la nueva moneda, de forma de garantizar su estabilidad. Para mantener el ancla cambiaria, el banco Central de Brasil fijó la paridad máxima en \$R1 igual a u\$s1 –con respaldo de u\$s 40 mil millones de reservas- mientras que el mercado la llevaría por debajo del tipo 1 a 1<sup>35</sup>. Se elaboró una programación trimestral de evolución de la base monetaria, estimando la variación de agregados monetarios compatible con objetivos de inflación, aunque su cumplimiento fue bastante elástico en los primeros tiempos del Real, en ocasión del auxilio que el Banco Central brindó a entidades financieras en proceso de ajuste.

Como se verá, la política monetaria y cambiaria de la Convertibilidad fue muy diferente a la del Plan Real.

### **III.3. Singularidades iniciales de la convertibilidad y evolución 1991-95**

Argentina adoptó el régimen cambiario y monetario del currency board, que la teoría económica considera más cercano a la dolarización plena: el país sólo emite moneda doméstica que está completamente respaldada por moneda externa, a una paridad fija.

Este arreglo proscribió a la autoridad nacional modificar el tipo de cambio o conducir una política monetaria autónoma. En este sentido, la convertibilidad sustituye al banco central, que queda prácticamente limitado a la supervisión del sistema financiero. El régimen de currency board también significa que el país no tendrá un prestamista de última instancia para responder a las crisis financieras internas.

---

<sup>35</sup> La oferta creciente de divisas llevó la paridad de mercado a \$R 0,83 = u\$s 1, en octubre de 1994, Kessel (1997).

La convertibilidad permite evitar los costos de mantener un tipo de cambio flexible y controles de capital, y se estima que incrementa la credibilidad de la economía, alentando el ingreso de capitales externos. La eliminación del riesgo cambiario y el flujo positivo de capitales permitiría reducir las tasas de interés internas, constituyendo éste el pivote para el crecimiento del nivel de actividad.

Esta entusiasta descripción no tiene en cuenta otros determinantes de la tasa de interés en países pequeños como la Argentina, como la escasa profundidad de su mercado de capitales; y el riesgo de default, o riesgo-país<sup>36</sup>, que, como se ha comprobado, incrementa el riesgo de devaluación independientemente de cuál sea el régimen monetario y cambiario elegido. Tampoco considera la vulnerabilidad externa que genera este tipo de modelos, y la necesidad de contar previamente con elementos anticíclicos de política económica, que no estuvieron presentes en el lapso durante el que rigió la convertibilidad en Argentina.

La teoría económica coincide en señalar que si el tipo de cambio no puede ajustarse, como es el caso del currency board –y en la dolarización– el ajuste se hará a través de contracciones en el nivel de actividad, más severas de las que podría requerir un régimen cambiario flexible que pueda compensar, aunque parcialmente, pérdidas en la competitividad. Y esto es lo que ha ocurrido en Argentina.

El currency board solamente puede ser viable en el largo plazo en un contexto de permanente crecimiento del nivel de actividad, superávit externo y equilibrio fiscal, esto es, en la Economía del Edén, o en una economía que funcione al margen de las leyes de la macroeconomía, que tiene entre sus principales preocupaciones las fluctuaciones o ciclos, sus fases de expansión y contracción, y el diseño de políticas para suavizar su impacto.

#### **a. La Convertibilidad: el Plan**

En Argentina, la Ley 23.928 “Convertibilidad del Austral<sup>37</sup>”, sancionada, promulgada y reglamentada el 27 de marzo de 1991, con vigencia a partir del 1ro. de abril del mismo año, establece cinco conceptos fundamentales:

- Declara la convertibilidad de la moneda nacional con el dólar estadounidense.
- Establece el tipo de cambio de uno a uno entre ambas monedas, para la venta.
- Dispone que el Banco Central venderá las divisas que le sean requeridas para operaciones de conversión, a la relación establecida, debiendo retirar de circulación los pesos recibidos en cambio.
- Establece la obligatoriedad de la equivalencia entre la base monetaria y las reservas de libre disponibilidad en oro y divisas extranjeras. En un comienzo, esta relación debía ser del 100%, pero posteriormente se admitió hasta un 20% de reservas en títulos en moneda extranjera.
- Se prohíbe cualquier tipo de actualización monetaria a partir del 1ro. de abril de 1991, a fin de eliminar el efecto inercial sobre la inflación de los ajustes monetarios.

---

<sup>36</sup> Rojas-Suarez (2000)

<sup>37</sup> El austral era la unidad monetaria vigente al momento de sanción de la convertibilidad. El 1ro. de enero de 1992 comenzó a regir el peso.

Complementariamente, por Decreto 530/91, se eliminó la obligatoriedad del ingreso y negociación de divisas, lo que determinó libertad para los agentes económicos de mantener fondos en pesos o dólares, y libre entrada y salida de capitales al país.

Este esquema legal, complementado con las reformas institucionales referidas más arriba, confirió gran rigidez a la política monetaria y cambiaria, así como al financiamiento del gasto público, y redefinió las ecuaciones macroeconómicas básicas, tema que se retoma más adelante. Como prevé la teoría del currency board, el sector real se constituyó en la variable de ajuste del modelo ante shocks externos y desequilibrios de oferta y demanda en el mercado del dinero y del crédito, ya que no se dispone de política monetaria ni fiscal para suavizar su impacto.

### **b. Los primeros años de la convertibilidad: 1991-95**

En los primeros dos años de vigencia de la convertibilidad, el PIB creció 10,5% y 10,3%, respectivamente, performance inédita en la Argentina. Este comportamiento expansivo se atribuye a la recuperación del consumo -particularmente de bienes durables- y de la inversión, en el nuevo horizonte de relativa estabilidad de precios<sup>38</sup> y de reaparición del crédito.

De manera similar a lo que ocurrió más tarde en Brasil, luego de la instrumentación del Plan Real, muy pronto el ritmo de crecimiento comenzó a menguar: 6,5% en 1993; 5,8% en 1994, y sólo 3,4% en 1995. La caída de 1995 obedece sólo parcialmente al shock externo desatado por la devaluación mexicana de fines de 1994, que expulsó capitales de los mercados emergentes, y debilitó las reservas internacionales de la Argentina, proveyendo argumentos para justificar el débil comportamiento del sector real. Entre fin de diciembre de 1994 y junio de 1995 las reservas pasaron de u\$s 17,2 mil millones, a u\$s 13,5 mil millones, y la base monetaria se contrajo el 19% en el primer semestre de 1995, cumpliendo la lógica del currency board. La contracción monetaria elevó las tasas de interés<sup>39</sup>, derramando efectos recesivos sobre el nivel de actividad. Pero, ya antes de la crisis externa, se percibían algunas consecuencias negativas de las reformas estructurales sobre la economía real, que más tarde se agudizaron, sin haberse implementado mecanismos de amortiguamiento. El aumento del número de quiebras, pese al mayor nivel de actividad; el crecimiento persistente de la desocupación y subocupación; y las dificultades de los productos locales de competir con los importados, que ingresaron súbitamente al mercado interno, en una apertura comercial sin transiciones y con un tipo de cambio sobrevaluado<sup>40</sup>, fueron las primeras señales del costoso ajuste del currency board sobre el sector real de la economía (ver cuadro 3).

Las cuentas del sector público también comenzaron a emitir señales de alarma: en 1994 se redujo apreciablemente el ahorro corriente del gobierno nacional, y desapareció el superávit de caja, debido a la disminución (en términos de PIB) de los ingresos del Estado, a partir de

---

<sup>38</sup> La inflación minorista entre abril y diciembre de 1991 fue del 21%, y del 25% en 1992.

<sup>39</sup> La tasa para préstamos en dólares a empresas de primera línea pasó del 11% anual en enero de 1995, a 23% en marzo, estabilizándose luego en el entorno de 12-14%. Como referencia, la prime rate de enero de 1995 era 8,5%, y en marzo 9%.

<sup>40</sup> El tipo de cambio real en 1994, aplicando el índice de precios combinados, en 1995 era de u\$s 1 = \$ 1,57, según Obchatko, utilizando metodología de Buscaglia (1997).

la reforma del régimen previsional<sup>41</sup>, que creó el sistema de administradoras de fondos de pensiones y jubilaciones<sup>42</sup> (AFJP). El fomento de un sistema privado de previsión social apuntaba a desarrollar el mercado de capitales, en un país con pobre profundidad financiera. Las AFJP recaudan anualmente unos u\$s 4.000 millones<sup>43</sup>, que invierten por cuenta de sus afiliados y sobre los que perciben comisiones. Pero los fondos que dejaron de fluir hacia el sistema público generaron un gap de ingresos al Estado, aumentando la presión hacia el recorte de sus gastos y/o su necesidad de financiamiento. El sistema privado de jubilaciones y pensiones se convirtió en uno de los tenedores locales más importantes de bonos del gobierno argentino, por lo que el Estado terminó pagando intereses por el dinero que dejó de recaudar. Los fondos del sistema privado no se reencauzaron a financiar proyectos productivos, sino prestar al Estado sobreendeudado, y los aportantes al sistema jubilatorio perdieron buena parte de sus ahorros previsionales, cuando la cotización de los papeles argentinos de deuda se desplomó.

Cuadro 3  
Argentina  
Quiebras, desempleo e importaciones, 1991-2001

Año	91	92	93	94	95	96	97	98	99	2000	2001
Quiebras, cantidad	772	840	1252	1400	2.279	2.469	2.232	2.468	2.438	2.665	2.426
Desempleo abierto (% sobre la PEA)	6,9	6,9	9,9	10,7	18,4	17,1	16,1	13,2	14,5	17	18
Importaciones (miles de millones de u\$s CIF)	8	15	17	22	20	24	30	31	26	25	8,3

Fuente: Ministerio de Economía e INDEC

#### III.4. Políticas de Argentina y Brasil frente al shock externo mexicano: 1995

Cuando ocurrió la devaluación mexicana, en diciembre de 1994, el tipo de cambio en los de Argentina y Brasil era similar -1 peso = 1 dólar = 1 real-, y ya en Argentina acumulaba un atraso importante<sup>44</sup>. Escasas voces críticas anticipaban que los planes en marcha serían insostenibles en el mediano y largo plazo. En primer término, por los persistentes déficits del balance comercial y de servicios reales, y la imposibilidad de financiarlos por siempre con superávits en la cuenta capital y financiera, debido a la volatilidad del flujo de capitales internacionales hacia los mercados emergentes. Luego, por el creciente riesgo de default involucrado por el mecanismo monetario de la convertibilidad y de financiamiento de los déficits fiscales, que obligaba a emitir deuda. En ambos países, las autoridades económicas

<sup>41</sup> Heymann (2000), p.55.

<sup>42</sup> En Brasil esta reforma fue autorizada a fines de 2001.

<sup>43</sup> Luego de la devaluación de enero de 2002, esta cifra es obviamente muy inferior.

<sup>44</sup> Ver nota 40.

y los formadores de opinión<sup>45</sup> argumentaban que la apreciación cambiaria era un resultado natural de la caída en la tasa de inflación, y que en las primeras etapas de una economía en crecimiento los déficits de cuenta corriente se financian con ingresos de capitales, los que, a su vez, aplicados a la inversión productiva, generarían exportaciones capaces de aportar divisas genuinas. Este pronóstico, como se verá, nunca se cumplió en Argentina ni tampoco en Brasil. Respecto de las cuentas fiscales, para limitar el endeudamiento, simplemente había que evitar los déficits, y generar superávits.

La respuesta brasileña y argentina a la “crisis del Tequila” muestra en acción los diferentes instrumentos de la política económica respectiva. Ante la reducción en los ingresos de capitales –y el continuo déficit comercial-, las autoridades monetarias, temerosas de un rebrote inflacionario, volvieron atrás el proceso de indexación, y no devaluaron el tipo de cambio, pero flexibilizaron su régimen adoptando el sistema de bandas, que permitía la fluctuación del real entre límites sujetos a modificaciones periódicas. La tasa nominal de interés pasó entre diciembre de 1994 y marzo de 1995 de 56,4% anual a 65%. Así se logró recuperar las reservas perdidas, aunque el crecimiento del PIB se desaceleró.

Por su parte, Argentina agregó “más convertibilidad”, y su PIB cayó un 3,4% en 1995. Como se mencionó antes, toda amenaza al régimen fue contestada reforzando el camino hacia la dolarización: en 1995 los encajes bancarios se convirtieron a dólares, a fin de señalar la disposición a mantener el tipo de cambio ante un ataque a la moneda local. La crisis se enfrentó fortaleciendo el sistema financiero a través de numerosas medidas: calificación de entidades según sistema BASIC<sup>46</sup>, mayores facultades al banco central para actuar en la reestructuración de bancos con problemas –lo que implicó la liquidación de numerosas entidades locales<sup>47</sup> (Cuadro 4), particularmente las cooperativas, en un proceso no del todo transparente-; se estableció un sistema más amplio de garantía de los depósitos; se decidió la constitución de un fondo fiduciario para actuar como proveedor de liquidez; y se elevaron los requisitos de capital por riesgo de mercado, conformando un conjunto de regulaciones prudenciales (Basilea plus) que conceptuaron al sistema financiero argentino como uno de los más sólidos de los mercados emergentes, hasta que la caída de la convertibilidad en diciembre de 2001 puso al descubierto su debilidad fundamental: la dolarización de activos y pasivos financieros en un país históricamente escaso de divisas, y la ausencia de un prestamista de última instancia capaz de asumir los costos de la crisis y distribuirlos entre los actores sociales.

---

<sup>45</sup> El Dr. Cavallo, ex ministro de economía de Argentina, implementador de la convertibilidad y también de las últimas medidas para sostenerla, se refirió al conjunto de economistas y periodistas económicos más influyentes como “opinadores alquilados”, en diciembre de 2001.

<sup>46</sup> B: Bonos, A: Auditoría, S: Supervisión basada en inspecciones en el propio banco y en el sistema de clasificación CAMEL, según cinco parámetros: Capital (C), Activos (A), Gerenciamiento (M), Ganancias (E) y Liquidez (L); I: Información; C: Calificación (Caballero, 2000, p. 303).

<sup>47</sup> En Brasil también tuvo lugar un proceso de concentración de bancos privados y públicos (programas PROES y PROER). Buena parte de ellos fueron vendidos a las mismas instituciones financieras internacionales que adquirieron bancos argentinos: Bamerindus de Brasil y Roberts de Argentina al HSBC; National/Excel de Brasil y Banco Francés de Argentina al BBV, etc. Soldano, p. 12.

#### Cuadro 4

#### Argentina

#### Reducción del Número de Entidades Bancarias 1991-2000

Bancos	Diciembre 1991		Diciembre 1995		Diciembre 2000	
	Nro.	%	Nro.	%	Nro.	%
Públicos	35	21%	31	24%	16	22%
Privados S.A. capital nacional	57	34%	56	44%	33	45%
Privados cooperativos capital nacional	44	26%	10	8%	2	3%
Privados extranjeros	31	19%	30	24%	23	31%
Total	167	100%	127	100%	74	100%

Fuente: BCRA

### III. 5. Argentina y Brasil: del Tequila a la crisis asiática y el Vodka (1997/98)

La segunda mitad de los años '90 distó de ser brillante para Argentina y Brasil, que comenzaron a presentar problemas similares: tasas de crecimiento del PBI reducidas y erráticas; sobrevaluación del tipo de cambio; y déficits persistentes en la cuenta corriente del balance de pagos. La volatilidad del escenario internacional –crisis del sudeste asiático en 1997, crisis rusa en 1998- agregó confusión al diagnóstico de las inconsistencias internas de los planes de Convertibilidad y Real, siendo, justamente, la vulnerabilidad externa uno de sus flancos débiles.

#### a. Crecimiento del PIB débil y errático

Luego de 1995 el PIB de Brasil comenzó a languidecer: entre 1996 y 2000 su variación promedio fue del 2,3%, menor aun que la media de 2,9% anual de los 80, la “década perdida” de Latinoamérica. El mantenimiento de elevadas tasas de interés para prevenir los ataques contra la moneda doméstica no solamente redujo la formación de capital fijo (ver cuadro anexo), sino que acrecentó el componente financiero del gasto público, y por lo tanto, la deuda, a pesar de los recortes a las erogaciones corrientes y de capital. En el sector privado, la fragilidad financiera de las empresas brasileñas, consecuencia de la carga de tasas positivas de interés real, contribuyó a debilitar el dinamismo de la economía.

Luego de la caída de 1995, las tasas de crecimiento de Argentina fueron positivas pero erráticas (5,8% en 1996; 8,5% en 1997; 3,8% en 1998). La dinámica del modelo sobre el que se sustentó esta expansión contenía importantes inconsistencias internas, además de una extrema vulnerabilidad a los shocks externos, propia del régimen de currency board.

Con un tipo de cambio fijo, y política monetaria pasiva, los shocks externos impactan y se propagan sobre el sector real rápida y dramáticamente, como ocurrió en 1995. Pero los

efectos de largo plazo del ajuste del sector real desencadenado por el régimen de convertibilidad<sup>48</sup>, combinados con las reformas estructurales de apertura, privatizaciones y reducción del Estado, indujeron un fuerte cambio en la composición de los agregados macro: producto, ingreso, ahorro, inversión, y gasto del sector público, que se analiza más abajo. El sesgo de esta transformación estructural erosionó profundamente el mercado interno argentino, que históricamente absorbía más del 90% de la oferta global, imponiendo un freno al crecimiento, no compensado por la demanda de exportaciones, ni por la maduración de los proyectos de inversión interna y externa<sup>49</sup>.

## **b. Sobrevaluación cambiaria**

En ambos planes –Convertibilidad y Real- el tipo de cambio se mantuvo sobrevaluado. En Argentina<sup>50</sup>, desde el inicio del plan –abril de 1991- hasta diciembre de 2001. En Brasil, desde julio de 1994 hasta enero de 1999<sup>51</sup>, cuando se produjo la devaluación y flotación del Real, y a pesar de la variación del sistema cambiarios en 1995. La apreciación del real se explica parcialmente en Brasil por el ingreso de capitales externos, y por la decisión de la autoridad económica de mantener el tipo de cambio atrasado, a fin de evitar presiones inflacionarias, así como para sustentar el atractivo de la elevada renta en dólares a los capitales externos, devengadas a partir de tasas de interés real fuertemente positivas. En Argentina el rezago cambiario se atribuye al mantenimiento de una paridad fija peso/dólar, durante todo el período de vigencia del plan, sostenida por el ingreso de capitales externos en forma de préstamos y de inversión externa directa.

## **c. Deterioro del balance de pagos**

En ambas economías se comenzaron a producir importantes déficits comerciales, pese al evidente incremento de sus exportaciones. La media exportadora de Argentina pasó de u\$s 9 millones entre 1985 y 1990, a u\$s 25 millones, entre 1995 y 2000, un incremento promedio de 1,8 veces; y la de Brasil fue de u\$s 28,5 millones a u\$s 50 millones promedio, es decir, 75%, en los mismos lapsos. Pero las importaciones argentinas crecieron 4,6 veces, de \$ 5 millones a \$ 26 millones, siempre con referencia a los quinquenios 1985-90 y 1995-2000; y en Brasil la media de las compras externas trepó 2,3 veces, creciendo de u\$s 17

---

<sup>48</sup> Si bien la elevación de la tasa de interés de corto plazo y la contracción de la base monetaria son temporarios, el mantenimiento por largos años de una paridad cambiaria sobrevaluada afecta estructuralmente a la economía, a través de un persistente exceso de demanda de divisas para financiar los déficits comerciales y también para fondar el crédito interno privado y público, y de la tendencia creciente de la tasa de interés de largo plazo, en función del incremento del riesgo de default devenido del aumento del endeudamiento.

<sup>49</sup> Entre 1991 y 2000 se estima que ingresaron en concepto de Inversión Externa Directa unos u\$s 90.000 millones, incluyendo u\$s 15.000 millones en 1999, por la venta de la empresa petrolera YPF –privatizada en 1993 por u\$s 3.000 millones-, a la española Repsol (Fuente: Fundación Invertir). Existen diferentes cálculos de la IED, siendo de u\$s 55.000 millones los conservadores, basados en el balance de pagos, ya que el registro de inversiones externas se eliminó en 1992. Se considera que aproximadamente la mitad de la IED consistió en adquisiciones de empresas ya existentes, y el resto, en nuevos proyectos.

<sup>50</sup> Ver nota 41.

<sup>51</sup> Ferrari-Filho (2000), p.4.



millones a \$ 56 millones<sup>52</sup> (ver apéndice). El atraso cambiario, la apertura comercial, y las políticas de desarrollo de proveedores externos llevada a cabo por las empresas privatizadas, promovidas por los gobiernos como instrumento de internacionalización de sus propias firmas, explican el incremento de las importaciones, muy por encima de la capacidad exportadora de ambos países.

En Argentina el déficit de la cuenta corriente se sobreduplicó en el período post Tequila, pasando de u\$s 6,9 mil millones en 1996, a u\$s 12,3 mil millones en 1997, y 14,6 mil millones en 1998. Este incremento<sup>53</sup> correspondió aproximadamente por mitades, al déficit comercial y a la cuenta Rentas de la inversión (Intereses, Utilidades y Dividendos) (cuadro 5). Si bien el monto de las exportaciones argentinas creció u\$s 2,4 mil millones en 1997 (ver apéndice), las importaciones aumentaron en casi u\$s 6 mil millones en ese año. En una economía semiindustrializada, como la argentina, el déficit comercial se agudiza en las etapas de crecimiento, debido a las mayores importaciones de bienes de capital e intermedios, y, cuando existe rezago cambiario, también de bienes de consumo, como ocurrió en Argentina en la etapa en análisis. Los ingresos por la cuenta financiera compensaron aquella salida de divisas, facultando el incremento de reservas. Pero al mismo tiempo, viabilizaron el incremento de la deuda externa pública y privada, realimentando, a su vez, en la cuenta corriente, la carga por intereses pagados, que pasó de u\$s 3,4 mil millones en 1996 a u\$s 5,1 mil millones en 1997. Este es el precio de la apertura irrestricta del mercado financiero<sup>54</sup> y el mantenimiento del tipo de cambio fijo en un régimen de convertibilidad.

### III.6. Debilidades de la Convertibilidad, adicionales a la vulnerabilidad externa

- a. **Cambios en la estructura del PIB:** en los años '90 las actividades generadoras de mayor valor agregado y de puestos de trabajo calificado perdieron relevancia en la composición del PIB<sup>55</sup> (Gráfico 1). La producción de bienes tendió a primarizarse, la industria manufacturera redujo 2,9% su participación en el PIB entre 1991 y 2000, y la construcción se estancó. Se comportaron en forma particularmente expansiva la intermediación financiera, que pasó del 3,9% del PBI al 6,3%; y los sectores privatizados de bienes y servicios –transporte, almacenamiento,

---

<sup>52</sup> Las cifras de exportaciones se expresan en valor FOB, y las importaciones en valor CIF.

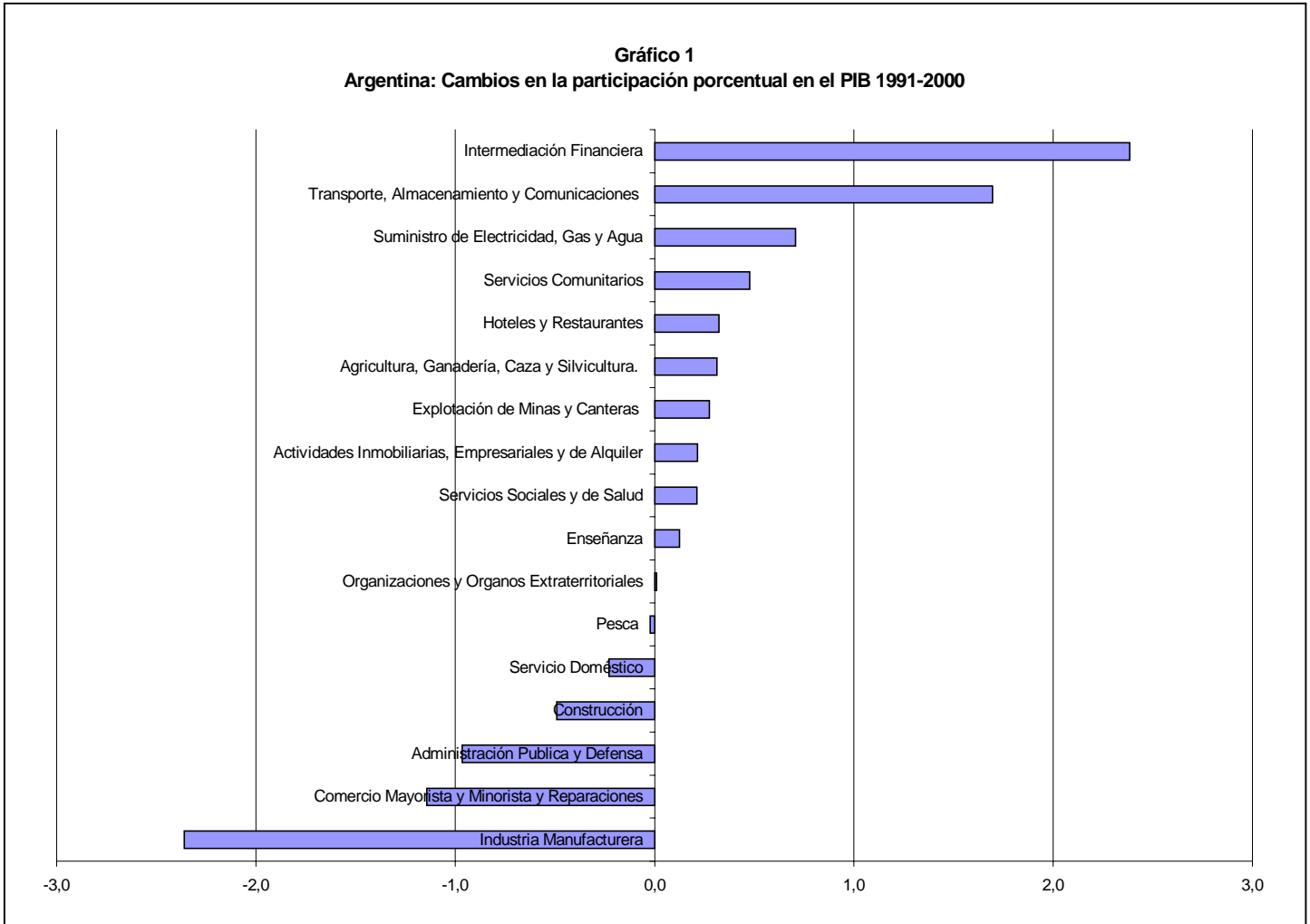
<sup>53</sup> El déficit de la cuenta corriente del balance de pagos puede ser considerado alternativamente como un síntoma de fragilidad de la economía, o como un signo de confianza en su performance futura (Heymann, 1994, p. 323). Por su parte, el significado de la relación  $CC = \text{Déficit Fiscal} + (\text{Ahorro} - \text{Inversión})$  no es obvia, ya que debe integrarse dinámicamente al modelo económico operante, y no interpretarse aisladamente.

<sup>54</sup> Chile, país que a menudo se utiliza como benchmark de Argentina, tiene un régimen de entrada y salida de capital financiero menos permisivo que el argentino.

<sup>55</sup> PIB a valores constantes de 1993.

comunicaciones, electricidad gas y agua<sup>56</sup>. Lógicamente, los cálculos se realizan a precios constantes.

**Gráfico 1**  
**Argentina: Cambios en la participación porcentual en el PIB 1991-2000**



<sup>56</sup> Si bien las privatizaciones importaron mejoras significativas en la infraestructura de la Argentina, el deterioro de los precios de los bienes industriales en relación al precio de los servicios contribuyó a la caída de la competitividad de la producción local en el mercado doméstico y exportador. La relación precios industriales / precio de los servicios públicos pasó de 156.3 en 1990, a 85,8 en 1998 (1993=100, Heymann, 2000, p. 86)

- b. **Debilidad de la formación bruta de capital:** en los años posteriores al Tequila y previos a la larga depresión desencadenada a partir del III trimestre de 1998, la inversión bruta fija promedió el 19% del PBI, a precios corrientes, ó 20% a precios constantes de 1993, ratio insuficiente para sostener tasas de crecimiento económico superiores al 4% anual<sup>57</sup>. La participación de los bienes de capital importados creció del 36% al 53% de la inversión en esos rubros, apoyado en la disminución y/o eliminación de aranceles a su ingreso y en su abaratamiento, devenido de la sobrevaluación cambiaria. Si bien el parque de maquinarias y equipos se renovó, aumentando la productividad media de la economía, la sustitución de bienes de capital de origen nacional por importados implicó el cierre de buena parte de la industria local y su reconversión hacia la actividad importadora y la prestación de servicios de post-venta. Por otra parte, de acuerdo a la clasificación por destino de las importaciones de bienes de capital, la proporción de maquinaria y equipos destinados a la industria manufacturera se redujo, y creció la de los servicios, particularmente el transporte y las comunicaciones<sup>58</sup>. Ello es consistente con la evolución de la participación de tales sectores en el PIB.
- c. **Desempleo y caída del salario real:** luego del shock “Tequila”, cuando el desempleo trepó en 1995 al 18,5% de la población activa, la tasa de desocupación abierta en los conglomerados urbanos de la Argentina se redujo hasta el 13,2% en 1998, pero se mantuvo en niveles elevados. Aunque la caída del ingreso de los desocupados se morigeró levemente con un seguro de desempleo muy restrictivo<sup>59</sup>, fue inevitable la reducción de la demanda interna de bienes y servicios –además del agravamiento de la conflictividad social-. Las altas tasas de desocupación y subocupación, la precariedad laboral, basada en las nuevas formas contractuales de trabajo; y la creación de empleos de baja calificación en el sector servicios, simultánea a la destrucción de puestos en la industria manufacturera, contribuyeron al deterioro del salario. El índice de remuneración real de la industria manufacturera formal cayó entre 1995 y 1998 un 1,7%<sup>60</sup>. La contracción del salario combinada con las altas tasas de desocupación del período en estudio, arrojó como resultado la caída de la masa salarial, lo que explica la debilidad de la demanda interna de consumo e inversión *inward oriented*<sup>61</sup> para sostener el crecimiento de la economía. La participación del sector asalariado en el ingreso pasó en los años '90 al 22,5%,

---

<sup>57</sup> Dependiendo del período de amortización de los bienes de capital, se considera que una IIBF del 12% a 15% del PBI se aplica a la reposición, y el resto a la formación de nuevo capital productivo. Tasas sostenidas del 5% de crecimiento anual del PBI requieren un ratio de IIBF del 25%.

<sup>58</sup> Heymann (2000), p.45.

<sup>59</sup> En Argentina se implementó un seguro de desempleo en 1991, estimándose que sólo el 10% de los desocupados recurrieron a él, ya que se dirigió exclusivamente a los despedidos sin causa en el mercado de trabajo formal, con relación de dependencia.

<sup>60</sup> Heymann (2000), p.86.

<sup>61</sup> La escasa demanda interna de inversión se refleja en el retroceso de la participación de la construcción en la IIBF, respecto a la de las maquinarias y equipos.

cuando en las economías desarrolladas ese valor es del orden del 60%, y promedió en Argentina en la primera mitad de los años '70, el 50% del PBI<sup>62</sup>.

Cuadro 5  
Argentina  
Estimación del Balance de Pagos 1994-2001  
En millones de dólares

Concepto	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Cuenta corriente	-11.157	-5.211	-6.873	-12.333	-14.624	-12.001	-8.864	-4.429
Mercancías	-4.139	2.357	1.760	-2.123	-3.097	-795	2.558	7.507
Servicios reales	-3.786	-3.458	-3.582	-4.449	-4.516	-4.156	-4.288	-4.021
Rentas de la inversión								
Intereses	-1.789	-2.526	-3.385	-4.211	-5.107	-5.855	-5.864	-7.264
Utilidades y Dividendos	-1.916	-2.146	-2.119	-1.999	-2.295	-1.578	-1.510	-833
Cuenta capital y Financiera	12.742	7.223	12.380	16.819	18.418	14.009	9.650	-4.127
Cuenta Financiera	12.724	7.209	12.329	16.724	18.345	13.923	9.563	-4.234
Gobiernos Nacional y Locales	4.621	6.704	9.496	8.548	9.674	11.432	8.556	-3.688
Sector Privado No Financiero	6.667	-3.322	3.494	9.462	5.477	1.749	1.373	-12.247
Errores y Omisiones Netos	-902	-2.114	-1.625	-1.212	-356	-807	-1.224	-3.527
Variación de Reservas Internacionales	682	-102	3882	3273	3.438	1.201	-439	-12.083

Fuente: Elaborado con datos del Ministerio de Economía

- d. **Deterioro de la calidad monetaria doméstica:** en 1998 los depósitos en dólares en el sistema financiero argentino comenzaron a crecer más aceleradamente que los depósitos en pesos, que disminuyeron en valores absolutos (Cuadro 6), señal de pérdida de confianza en el dinero local, en el régimen de currency board. Cuando los agentes económicos ya no creen que el sistema podrá sostenerse, buscan protección en una moneda dura, porque perciben el crecimiento del riesgo de devaluación<sup>63</sup>. A su vez, el incremento del riesgo soberano eleva las tasas de interés aun más, acrecentando la pérdida de divisas por intereses pagados por la deuda pública y privada, y endureciendo el financiamiento de las empresas para iniciar o continuar proyectos de inversión, y aun para abastecerse de capital de trabajo, lo que refuerza la fase recesiva de este ciclo.

<sup>62</sup> Ferrucci (1991), p. 90.

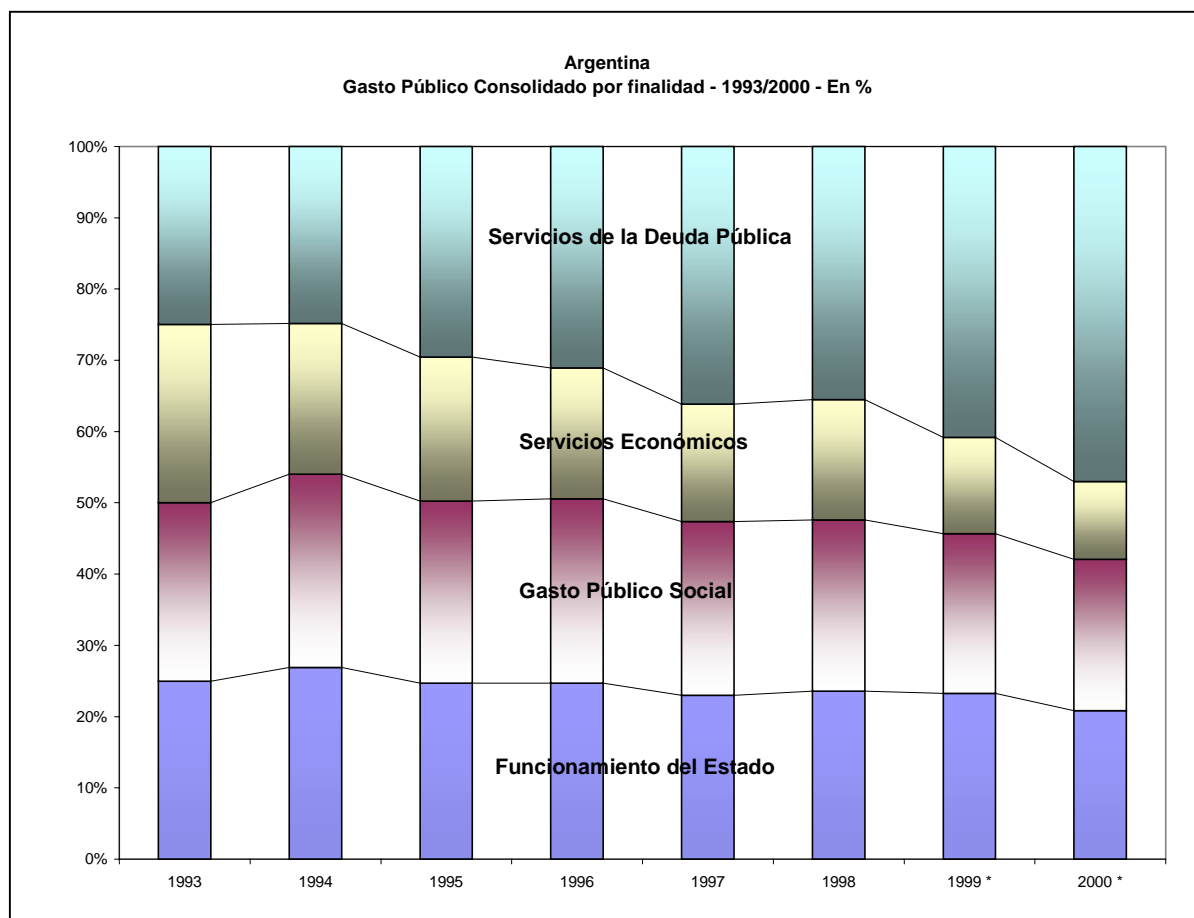
<sup>63</sup> De existir dolarización la corrida ocurriría también, porque el detonante es la duda sobre la solvencia del sistema. Esto es característico de todas las crisis financieras, cualquiera sea el activo objeto de especulación o escasez (Kindleberger, p. 41).

Cuadro 6  
Argentina. Depósitos en Pesos y en Dólares 1996-2001 y  
Riesgo soberano

Fin de	Depósitos		Riesgo soberano JP Morgan
	Miles de Millones en Pesos	en Dólares	
Dic-96	24,5	28,2	494
Dic-97	31,8	36,7	461
Dic-98	34,8	41,9	696
Dic-99	32,6	46,0	544
Dic-00	32,0	51,9	766
Dic 01	16,4	46,6	5.172

Fuente: Elaborado con datos del Ministerio de Economía

- e. **Déficit del sector público alimentado por carga de atención de deuda:** los servicios y amortizaciones de la deuda pública pasaron de representar un 5-6% del gasto consolidado, a comienzos de los '90, al 12,7% en 2000 (Gráfico 2), desplazando recursos para el funcionamiento del Estado, el gasto social y los servicios económicos. La necesidad de mantener el déficit público aun por debajo de los criterios admitidos internacionalmente como no desestabilizantes, o, aun más, de generar superávits, obedece a liberar recursos para transferir al sector que financia la deuda.



- f. **Reforma fiscal trunca:** los principales avances en materia tributaria se realizaron en la primera mitad de la década, sin que haya concretado una reforma del sistema impositivo que simplifique la determinación de la carga tributaria, su fiscalización y cobranza, y garantice la equidad, la no regresividad y el combate de la evasión fiscal. El sistema tributario argentino continúa siendo complejo y plagado de oscuros laberintos que facilitan la elusión y propician la evasión, que se estima en un 30% del IVA y aproximadamente 40% de los impuestos directos; en tanto que la evasión en los aportes a la seguridad social rondaría el 50% del potencial recaudatorio. Los tributos al consumo aun representan la principal fuente de recaudación, a pesar de su reconocida regresividad, sumando un componente procíclico al sistema económico.

### **III. 7. De la crisis asiática hacia la devaluación en Brasil, y a la depresión económica en Argentina**

#### **a. Brasil: 1997-2001**

En 1997 la situación de los dos precios básicos sobre los que se desarrolló el Plan Real agravaban la inestabilidad macroeconómica: elevadas tasas positivas de interés, y tipo de cambio sobrevaluado, con intervención de las autoridades para evitar que la cotización superara los umbrales preestablecidos. En un modelo de acentuada vulnerabilidad externa, el contagio de la crisis de los mercados emergentes también salpicó a Brasil. De manera similar a lo ocurrido en Argentina, los déficits de la cuenta corriente se acentuaron, el endeudamiento público continuó creciendo, y el nivel de actividad comenzó a deteriorarse (ver apéndice). Las autoridades brasileñas respondieron con instrumentos ortodoxos, incrementando la tasa real de interés y recortando el gasto público, con lo que lograron frenar la pérdida de reservas, asumiendo los respectivos costos el sector real de la economía.

En el tercer trimestre de 1998 los ataques especulativos contra el Real se intensificaron, y las reservas internacionales comenzaron a drenar rápidamente, disminuyendo 38% entre septiembre y diciembre de 1998. Pese a las presiones para devaluar, el gobierno volvió a adoptar medidas ortodoxas: una vez más recortó el gasto público y el Banco Central incrementó la tasa de interés: mientras que en junio de 1998 la tasa nominal anual era del 29,7%, en diciembre del mismo año llegó al 42,2%<sup>64</sup>. Se logró entonces un acuerdo con el FMI por el cual Brasil recibió apoyo financiero por u\$s 40.000 millones, comprometiéndose a adoptar políticas fiscales y monetarias de austeridad, y a aceptar la liberalización del mercado financiero y del comercio.

A pesar del paquete de asistencia financiera, continuaron los ataques contra el Real. Si bien el acuerdo con el FMI incluía mantener el régimen cambiario vigente hasta entonces, en enero de 1999 el gobierno decidió finalmente modificarlo, y dispuso la flotación libre de la divisa. En una primera etapa la devaluación del Real generó un overshooting, pasando de

---

<sup>64</sup> Ferrari-Filho (2001), p.6.

\$R 1,2 por dólar, a \$R 2,1. La tasa de inflación mixta, que fue del 1,7% en 1998, trepó al 19,9% en 1999, pero posteriormente se estabilizó en niveles de un dígito (ver Cuadro 7), echando por tierra los temores al retorno de la hiperinflación y a la recesión.

#### Cuadro 7

##### Brasil

Inflación, crecimiento del PIB, tasa de interés, tipo de cambio, déficit de cuenta corriente y deuda pública, 1997-2000

Año	Inflación minorista %	Var. % PIB	T. interés, % nominal anual diciembre	Real/Dlr. diciembre	Cta. Cte. u\$s mil millones	Deuda Pública Neta % del PIB
1997	7	3,3	43	1,10	-30,9	34,5
1998	3	0,13	42	1,19	-33,6	42,4
1999	9	0,8	17	1,91	-24,4	46,9
2000	4	4,4	16	1,92	-24,7	49,5
2001	7,6	1,5	19	2,32	-23,2	55,7

Fuente: hasta 2000 Banco Central do Brasil, IBGE, tomado de Ferrari-Filho (2001), 2001: IBGE

El deterioro del salario real aparejado por la devaluación y las elevadas tasas de interés reales afectaron el nivel de actividad durante 1999, pero a partir del segundo semestre comenzaron a registrarse señales de recuperación; y en 2000 todos los componentes de la demanda mostraron un crecimiento agregado del 4,36%. El déficit de cuenta corriente declinó, cesó la pérdida de reservas, y los flujos de capitales volvieron a ser positivos. También se incrementó el superávit primario del sector público, y continuó avanzando el programa de privatizaciones y reformas.

En 2001 Brasil canceló su acuerdo con el FMI, y solicitó un nuevo stand by, para respaldar una política monetaria más rígida, a fin de enfrentar las presiones de inflación y la aceleración de la devaluación -contagio de la crisis argentina- y tratar de resolver su crisis energética. Los términos del memorándum del 12 de septiembre de 2001 son los habituales para este tipo de documento, en el que el gobierno brasileño se compromete a continuar con la austeridad fiscal y las reformas estructurales.

Pero el plan brasileño sufre al menos dos debilidades: una, el bajo crecimiento del PIB; otra, la dependencia del ingreso de capitales externos. En tanto que la política económica brasileña sólo apunta a controlar la inflación a través de la oferta monetaria, y no incluye objetivos de crecimiento del PIB, éste se determina, entonces, exclusivamente por el supply side, el “espíritu empresario”, o las decisiones de inversión de los agentes privados que desarrollen proyectos con rentabilidad superior a las tasas de interés que consigan, interna o externamente, para financiarse; o al costo de oportunidad de aplicar fondos propios, también medido por las tasas de interés. Como, a su vez, la renta financiera debe mantenerse elevada, para continuar atrayendo capitales y cubrir el déficit de cuenta corriente, difícilmente el crecimiento alcance niveles acelerados, semejantes a los que este

mismo país experimentó en las décadas de los '60 y '70. Mientras tanto, la deuda en moneda extranjera sigue expandiéndose por encima del PIB, lo que acentúa el riesgo de default, en una mecánica similar a la argentina.

### **b. Argentina, 1998-2001**

El inicio de la persistente depresión económica argentina puede datarse en agosto de 1998, si bien ya se anticipaban dificultades desde 1994-95, como se ha señalado más arriba. Todos los indicadores macroeconómicos, reales y monetarios, muestran la profundidad de la crisis: caída del PIB, reducción de la IIBF, deflación, menores importaciones, incremento de la tasa de interés y del riesgo soberano, aumento de la tasa de desempleo, y disminución de la recaudación fiscal, variable ésta asociada estrechamente al nivel de actividad, ya que la principal fuente de ingresos tributarios es el impuesto al valor agregado.

En 1999 la súbita pérdida de competitividad frente a Brasil, a consecuencia de la devaluación y flotación del real ocurrida desde enero, volvió a poner en cuestión el régimen cambiario argentino<sup>65</sup>. Las exportaciones argentinas a Brasil se frenaron bruscamente, y los productores locales se vieron obligados a interrumpir sus ventas externas en momentos en que el mercado doméstico se hallaba en retroceso, o a renegociar los precios, aceptando una menor rentabilidad. Se temió la invasión de productos de origen brasileño, que no ocurrió excepto en algunos rubros, como el calzado y los pollos, en los que se adoptaron cláusulas de salvaguarda para proteger el mercado interno.

Fiel a la concepción de responder con “más convertibilidad” a los ataques contra el régimen, es decir, a las presiones en favor de la devaluación del peso, o de salida de la convertibilidad, el gobierno argentino enfrentó esta situación con la propuesta de dolarizar la economía. La siguiente cita, extraída de un documento del Congreso estadounidense, es elocuente en mostrar la audacia de este proyecto, y la naturaleza de sus limitaciones para ofrecer abiertamente esta alternativa de política a los países latinoamericanos: sencillamente se pensaba que era inaceptable:

*“The idea of dollarization moved from the fringe to the center of debate about the ‘international financial architecture’ in January 1999, when Argentine president Carlos Menem announced that his country was considering dollarization. Argentina’s status as one of the largest emerging market economies eliminated what many people previously considered the strongest argument against official dollarization: that it was politically unthinkable. Ecuador’s experience shows that not only is it thinkable, it is achievable. Ecuador is in fact the second country to dollarize this year: East Timor did so on January 24 (UNTAET 2000).”<sup>66</sup>*

La propuesta de la dolarización, efectivamente, era inaceptable para la alianza política que ganó las elecciones de octubre de 1999, y que llevó a la presidencia a Fernando de la Rúa,

---

<sup>65</sup> El índice de paridad peso-real pasó de 80.5 en diciembre de 1998, a 64,8 en enero de 1999, y 51,6 en febrero de ese año (CEI, julio 1999).

<sup>66</sup> Schuler y Stein (2000), p.1.



candidato del ala conservadora del partido radical, y a la vicepresidencia a Carlos Alvarez, de extracción justicialista-popular. La Alianza se apoyaba en una base relativamente progresista, y portó como consigna el compromiso de agregar transparencia a la administración pública<sup>67</sup>, y de respetar la convertibilidad, aunque la extracción heterodoxa de los responsables dificultaba la credibilidad de este punto.

El gobierno electo designó un equipo técnico para llevar a cabo la transición con la administración saliente, y los nuevos funcionarios del Ejecutivo asumieron en diciembre de 1999. Tal como se habían comprometido, no introdujeron variaciones significativas de ningún orden en la política económica. Por el contrario, la escasa creatividad y dinamismo su la gestión pronto decepcionaron a la población, que ya llevaba más de un año soportando la depresión económica, y esperaba un paquete de medidas reactivantes.

El nuevo equipo económico puso el énfasis en la necesidad de reducir el déficit público, diagnosticando que el gasto político del año electoral había desbordado la disciplina fiscal, y que para que la economía se reactivara las tasas de interés debían reducirse. Para ello, el Estado debía disminuir su demanda de crédito, mediante recortes en el gasto corriente, con lo que se liberarían fondos prestables para el sector privado.

Este análisis era erróneo, como lo demuestra el Cuadro 8, que sintetiza las principales cuentas del sector público nacional no financiero, base caja. El déficit público aumentó en 1998 y 1999 porque los ingresos corrientes -tributarios y de seguridad social- son elásticos al nivel de actividad, y cayeron 4% 9%, respectivamente, en esos años, debido a la depresión. El aumento del gasto corriente se debe al mayor pago de intereses de la deuda externa, que pasó de u\$s 6,6 mil millones a 8,2 mil millones (un gasto adicional de u\$s 1.600 millones), y también al aumento del gasto de consumo y operación, donde operó la motivación electoral, que subió de u\$s 9,4 mil millones a u\$s 10,5 mil millones, entre 1998 y 1999, pero retornó en el ejercicio 2000 a los montos de 1998. En cambio, la carga de intereses por la deuda externa e interna aumentó nuevamente en 2000, un 17%, sumando u\$s 1.432 millones al gasto corriente. El planteo más cercano a la realidad, entonces, no era a comienzos del 2000: “¿cómo disminuir el déficit fiscal?”; sino: “¿cómo disminuir el déficit fiscal reduciendo la incidencia de los gastos diferentes al pago de intereses de la deuda?”, o “¿cómo desplazar cualquier tipo de gasto público, menos el de intereses de la deuda?”.

---

<sup>67</sup> Las acusaciones de corrupción a los funcionarios salientes se vinculaban a cuestiones como el contrabando de armas, incluyendo la voladura de un depósito en Río Tercero, malversación de fondos de la obra social de jubilados y pensionados, defraudación al Estado por contrabando de oro, cobro de comisiones indebidas por otorgamiento de favores políticos, pago de precios excesivos en la informatización de la aduana, la DGI y el Banco Nación, complicidad con el terrorismo internacional que voló la Embajada de Israel y la AMIA, etc.

## Cuadro 8

Sector Público Nacional no Financiero - Base Caja (anual), 1998 a 2001. Millones de pesos

Concepto	Años				Variación %	
	1998	1999	2000	2001	98 vs. 99	99 vs. 00
	I Ingresos Corrientes	56.217,3	55.676,7	56.169,2	<b>51.130,1</b>	-1,0%
- Ingresos Tributarios	40.362,8	38.625,6	40.671,8	<b>37.164,6</b>	<b>-4,3%</b>	5,3%
- Contrib. a la Seguridad Social	11.990,0	10.891,8	10.684,3	<b>9.639,6</b>	<b>-9,2%</b>	-1,9%
- Ingresos no Tributarios	2.148,4	3.472,3	2.085,9	<b>2.072,1</b>	61,6%	-39,9%
- Otros Ingresos	1.716,1	2.687,0	2.727,2	2253,8	56,6%	1,5%
II Gastos Corrientes	57.032,4	60.047,1	60.459,0	57.394	5,3%	0,7%
- Gastos de Consumo y Operación	9.350,3	10.455,5	9.576,3	57.394	11,8%	-8,4%
- Rentas de la Propiedad	6.661,2	8.223,9	9.656,4	10.176	23,5%	17,4%
. Intereses	6.660,3	8.223,6	9.656,0	10.175	23,5%	17,4%
.. Intereses Deuda Interna	215,0	223,6	152,1	73	4,0%	-32,0%
.. Intereses Deuda Externa	6.445,3	8.000,0	9.503,9	10.102	<b>24,1%</b>	<b>18,8%</b>
- Prestaciones de la Seguridad Social	17.480,6	17.436,4	17.431,3	16.617	-0,3%	0,0%
- Transferencias Corrientes	23.539,5	23.930,4	23.772,4	21.467	1,7%	-0,7%
. Al Sector Privado	5.909,8	6.411,0	6.155,2	5.819	8,5%	-4,0%
. Al Sector Público	17.541,0	17.438,6	17.550,4	15.569	-0,6%	0,6%
.. Provincias y MCBA	15.832,8	15.640,7	15.823,1	13.917	-1,2%	1,2%
III Ahorro Corriente (I-II)	-815,1	-4.370,4	-4.289,8	-6264	436,2%	-1,8%
IV Recursos de Capital	508,8	2.778,7	401,3	189	446,1%	-85,6%
- Privatizaciones	96,3	2.579,1	144,7	60	2578,2%	-94,4%
	412,					
- Otros	5	199,6	128	256,6	-51,6%	28,6%
V Gastos de Capital	3.767,2	3.176,7	2.903,1	2644	-15,7%	-8,6%
VI Ingresos Totales	56.726,1	58.455,4	56.570,5	51.319	3,0%	-3,2%
VII Gastos Totales	60.799,6	63.223,8	63.362,1	60.038	4,0%	0,2%
VIII Resultado Global (VI-VII)	-4.073,5	-4.768,4	-6.791,6	-8.719	17,1%	42,4%
IX Resultado sin Privatizaciones	-4.169,8	-7.347,5	-6.936,3	-8.780	76,2%	-5,6%
X Gastos Primarios (*)	54.139,3	55.000,2	53.706,1	49.863	<b>1,6%</b>	<b>-2,4%</b>
XI Superavit Primario Total (VI-X)	2.586,8	3.455,2	2.864,4	1.455	33,6%	-17,1%

(\*) Excluye pago de intereses

Fuente: Secretaría de Hacienda. Ministerio de Economía.

Se recurrió entonces al auxilio del FMI, y en marzo de 2000 se firmó un acuerdo por u\$s 10.585 millones. Para honrar los compromisos pactados, el ministro Machinea lanzó un incremento de impuestos, que, cumpliendo las previsiones de la teoría económica más elemental, redujo el ingreso disponible y sofocó el atisbo de reactivación que asomaba en la macro. Se agregó a las condicionalidades acordadas con el FMI una mayor flexibilización laboral y el mejoramiento de la competitividad.

Los indicadores económicos continuaron empeorando en 2000: el PIB cayó nuevamente, en todos sus componentes; se registró deflación e incremento del desempleo. Por primera vez, desde 1994, la variación neta de reservas internacionales fue negativa, lo que se tradujo, por efecto del currency board, en la contracción de la base monetaria, con la consiguiente

presión hacia el incremento de la tasa de interés real, reforzando aun más la caída de la actividad. Estimando que en tal situación, difícilmente Argentina podía enfrentar los pagos de intereses y amortizaciones de la deuda externa, y a fin de cubrir las necesidades financieras del gobierno, en diciembre de 2000 se concretó un “blindaje”, por un monto cercano a los u\$s 40.000<sup>68</sup> en el que participaron organismos financieros internacionales, bancos locales, y España, cuyas empresas realizaron fuertes inversiones directas en la Argentina. El blindaje tuvo como objetivo contener las presiones hacia el abandono de la convertibilidad por amenaza de default, hasta que se concluyera la negociación del canje de títulos de la deuda externa argentina, por papeles a más largo plazo. En mayo de 2001 se reestructuró el perfil de la deuda en bonos por un monto de u\$s 29.000 millones<sup>69</sup>.

Concluido el canje de deuda, y luego de un efímero paso por el Ministerio de Economía de un equipo repudiado por su exagerada ortodoxia e impericia en funciones de gobierno, que propuso profundizar todavía más el ajuste fiscal, reduciendo, entre otros, el gasto en educación, nuevamente Domingo Cavallo se hizo cargo de la economía argentina. La reactivación pasó a ser el centro de su discurso, y para ello amplió la convertibilidad, incorporando la evolución del euro al cálculo del tipo de cambio para el comercio exterior, a fin de compensar parcialmente la pérdida de competitividad de la moneda norteamericana respecto de otras divisas, y también de cimentar los vínculos con la Unión Europea, región de origen de aproximadamente el 30% de la inversión externa directa radicada en Argentina en los años '90, porcentaje similar al de EE.UU.<sup>70</sup> El concepto era tratar de mantener la paridad cambiaria nominal, y fortalecer con medidas de sintonía fina, la competitividad de la economía. Con este objetivo, se pusieron en marcha planes de competitividad sectoriales. Estos programas consistían en acuerdos entre los principales representantes de cada sector de actividad, convocados por el gobierno nacional, por los que se comprometían a colaborar, a cambio de obtener algún beneficio para su sector. Por ejemplo, los empresarios aceptaban abstenerse de despedir personal sin causa por el plazo de un año, los sindicatos se avenían a reducciones salariales o cambios en las condiciones de trabajo, etc. El aporte del Estado consistía en reducir la carga tributaria de las empresas, tomando los pagos por aportes patronales a la seguridad social, a cuenta del pago de otros impuestos. Inspirado en la teoría del supply side, este mecanismo redujo la recaudación tributaria, y, por ende, profundizó nuevamente el déficit fiscal, sin lograr la reactivación de la economía. También se creó un impuesto sobre los débitos y créditos en cuenta corriente, para tratar de robustecer los ingresos fiscales, tal vez la medida más acertada de esa administración para combatir la evasión fiscal.

El empeoramiento de la situación financiera del Estado lo llevó a aumentar todavía más su endeudamiento, y a pagar tasas de interés cada vez más elevadas, acompasado con el crecimiento del riesgo de default; repitiendo este bucle hasta que se hizo evidente la imposibilidad de cumplir con las metas fiscales planteadas en el acuerdo con el FMI,

---

<sup>68</sup> El “blindaje” incluyó un acuerdo contingente con el FMI por u\$s 13.700 millones, préstamos del Banco Mundial y del BID por u\$s 4.800 millones y un préstamo de España por u\$s 1.600 millones. La parte “local” del blindaje se acordó con el grupo de bancos conocidos como “market makers”, con participación significativa en la suscripción secundaria de títulos de deuda del gobierno, y con las administradoras de fondos de pensión. (Ministerio de Economía, Informe Económico, 3er. Trim. 2000, enero de 2001).

<sup>69</sup> La operación del canje de deuda externa motivó denuncias judiciales por corrupción, imputando que se pagaron comisiones excesivamente elevadas y no pertinentes.

<sup>70</sup> La incorporación del euro a la convertibilidad marcó el alejamiento de los planes de dolarización y de apoyo al ALCA, despertando cierto maltrato y/o indiferencia de EE.UU. hacia los intereses de la Argentina.

poniendo en peligro los desembolsos pendientes, necesarios para afrontar nuevos vencimientos de deuda pública. El gobierno nacional decidió, entonces, llevar a cero el déficit del sector público nacional. Entre las medidas más duras, aplicó una reducción del 13% a salarios y jubilaciones superiores a \$ 500<sup>71</sup> y a las transferencias del Estado Nacional a las provincias, aplicando el criterio de efectuar desembolsos de acuerdo a la evolución de los ingresos fiscales, esto es, de la “caja” del Estado. Entre septiembre de 2001, primer mes de vigencia del “déficit cero”, y diciembre del mismo año, la recaudación de impuestos nacionales y de seguridad social cayó 30% en relación a igual período del año anterior, recrudeciendo el círculo depresivo mencionado más arriba.

En el último trimestre de 2001 el gobierno comenzó la convocatoria para un nuevo canje de papeles de deuda pública, y la consolidación de las deudas provinciales, para reestructurar el perfil de vencimientos y procurar la renegociación de intereses, a partir del otorgamiento de garantías extraordinarias, como la futura recaudación de impuestos. En la primera etapa de este nuevo canje se renegociaron u\$s 52.000 millones en títulos que se encontraban en manos de tenedores residentes en la Argentina, quedando pendiente la negociación con los tenedores externos. Pero el deterioro de las finanzas públicas, agobiadas por la carga financiera, no aprobó el monitoreo del FMI, necesario para el desembolso de u\$s 1.260, que debía hacerse hacia fines de 2001.

El desastre se precipitó. En enero de 2001 las reservas internacionales superaban los u\$s 25.000 millones, pero se perdieron hasta agosto de ese año, cerca de u\$s 9.000 millones (Cuadro 9). El incremento de u\$s 6.000 registrado en septiembre, proviene de un préstamo del FMI, que pronto se escurrió junto con la salida de depósitos del sistema financiero, la desmonetización y la paralización de la economía.

#### Cuadro 9

##### Argentina

Evolución mensual de las reservas internacionales en divisas y oro y de los depósitos en entidades financieras, 2001

2001	Reservas internacionales Millones de u\$s	Depósitos en entidades financieras Millones de u\$s y \$ (u\$s1=\$1)
Enero	25.442	84.968
Febrero	25.374	85.594
Marzo	21.927	80.211
Abril	20.547	80.314
Mayo	20.197	81.042
Junio	21.089	81.461
Julio	16.693	75.522
Agosto	14.402	73.423
Septiembre	20.596	75.149
Octubre	18.089	70.087
Noviembre	14.753	65.146
Diciembre	14.551	63.059

Fuente: Ministerio de Economía sobre la base del Banco Central

<sup>71</sup> La canasta básica de una familia tipo en el límite de la pobreza era de \$ 450.

Se retornó, entonces, a la vieja receta de “más convertibilidad”, que había resultado exitosa en 1995. Para tratar de frenar el drenaje de depósitos del sistema financiero, el 3 de diciembre de 2001 se autorizó la dolarización optativa de los pasivos financieros, y todas las operaciones activas se transformaron en dólares, cualquiera hubiera sido su moneda de origen. Simultáneamente, se estableció una restricción temporaria –hasta el 28 de febrero de 2002, tiempo que se estimaba demandaría el canje de títulos de deuda en manos de tenedores externos- para disponer de los depósitos en el sistema financiero pertenecientes al público y a las instituciones, estipulando topes de \$ 150 para el retiro en efectivo y para las transferencias entre entidades, mecanismo apodado “corralito financiero”. Estas restricciones, que implicaban alterar compulsivamente las preferencias por liquidez y de composición de cartera, deprimieron todavía más el nivel de actividad. También se instauraron controles sobre el ingreso y egreso de divisas, que lograron frenar la pérdida de reservas<sup>72</sup>, pero provocaron inconvenientes sobre el giro del de comercio exterior, que cayó dramáticamente en diciembre de 2001 y enero de 2002.

En el último trimestre de 2001 el PIB cayó un 10,3% respecto a igual período de 2000. La depresión llevaba ya cuarenta meses. El malestar económico acentuó la debilidad política de la administración que asumió en diciembre de 1999, que debió renunciar en medio de revueltas populares. Luego de una conflictiva transición, el nuevo gobierno anunció la devaluación del peso argentino y estableció un tipo de cambio desdoblado: la paridad oficial, para el comercio exterior y algunas otras operaciones, sería \$1,40 por dólar (40% de depreciación); y el resto de las transacciones se registraría por la cotización de la divisa en el mercado libre. Al momento de concluir este trabajo, aun no se ha definido el plan económico, y, como ocurre en las situaciones de transición entre regímenes, multiplicidad de presiones se están ejerciendo para volcar el nuevo rumbo en favor de los intereses de uno u otro grupo. La “pesificación” del sistema de precios, y de todos los activos y pasivos monetarios y financieros, y el establecimiento de una política monetaria basada en la programación en base a metas de inflación –similar a la que rige en Brasil- parece la opción con mejores oportunidades de ser adoptada. A ella se oponen los partidarios de la dolarización completa, que revistan entre los sectores más ortodoxos, claros beneficiarios de los años ‘90. Por su parte, los organismos financieros internacionales exigen la unificación del mercado cambiario, con flotación libre, y un plan económico sustentable, esto es, que asegure el pago de la deuda pública, y algún crecimiento del PBI, y también la reducción del gasto fiscal consolidado entre la administración nacional y los gobiernos provinciales.

#### IV. CONCLUSIÓN

Las instituciones económicas de Argentina y Brasil se rediseñaron en los años ‘90, en función de su elevado endeudamiento externo y de un modelo que se estimaba llevaría a la estabilidad, teniendo como marco el nuevo orden económico internacional: la globalización

---

<sup>72</sup> A pesar de las restricciones impuestas a la salida de divisas, algunas entidades financieras ayudaron a sus clientes a eludir los controles y transferir fondos hacia el exterior, cobrando comisiones de entre 20 y 30% sobre los montos girados ilegalmente. Se han iniciado procesos judiciales para investigar estos hechos.

financiera, industrial y comercial; el mundo unipolar; y la consolidación de áreas comerciales y monetarias supranacionales. El crecimiento sobrevendría a consecuencia de liberalizar las economías, y sería impulsado por el lado de la oferta privada, que optimizaría la asignación de recursos mucho mejor que la intervención estatal. Las privatizaciones sortearían la corrupción de las administraciones gubernamentales y modernizarían la infraestructura; las desregulaciones favorecerían una competencia más intensa y transparente entre los operadores económicos; la apertura comercial conduciría a la convergencia con tasas de inflación internacional y a la definición de los patrones de comercio basados en ventajas competitivas; la apertura financiera abriría el acceso a los mercados internacionales de crédito y capitales, supliendo la insuficiencia del ahorro interno y reduciendo las tasas de interés; el orden de las cuentas públicas eliminaría la emisión monetaria para financiar el gasto del Estado, y mejoraría su capacidad de repago del endeudamiento externo. Y todo ello impulsaría el crecimiento económico.

Pero, después de diez años de vigencia en Argentina, y de ocho años en Brasil, la incapacidad para generar crecimiento sostenido se manifiesta como la falla más profunda de estos modelos. La rigidez de la política cambiaria y monetaria adoptada en Argentina puso de manifiesto de forma dramática sus limitaciones, pero su desempeño en Brasil dista de ser satisfactorio en términos del vigor de la actividad económica.

Ocurre que el conjunto de relaciones que definen el modelo de producción, acumulación y distribución, mantienen objetivos inconsistentes, que determinan equilibrios inestables, cuyos efectos se hacen explosivos en el largo plazo, a saber:

#### **a) Elevadas tasas de interés real versus crecimiento económico vigoroso**

Argentina y Brasil deben mantener tasas elevadas de interés real, para atraer ahorro externo. Pero los efectos contractivos de esta política son bien conocidos<sup>73</sup>, e imponen un freno al crecimiento económico, limitando la demanda de inversión y consumo. En el límite, los únicos proyectos de inversión admisibles deben mostrar una rentabilidad superior a la tasa de interés del mercado. Cuanto mayor la tasa, mayor cantidad de proyectos se desechan<sup>74</sup>. A su vez, la solvencia del modelo requiere un crecimiento económico sostenido, imposible de alcanzar con tasas de interés reales altamente positivas.

#### **b) Déficit permanente de la cuenta corriente del balance de pagos, haya o no crecimiento, implica insolvencia intertemporal**

La cuenta corriente del balance de pagos plantea otro dilema en este modelo. Si hay crecimiento económico, en Argentina y Brasil las importaciones de mercancías y servicios aumentan más que proporcionalmente, desmejorando el saldo de divisas del comercio exterior. Si no hay crecimiento económico, el pago de intereses de la deuda pública y privada crece (aun si el principal de la deuda se mantuviera constante), por el aumento del

---

<sup>73</sup> La autoridad monetaria de los países industrializados disminuye la tasa de interés cuando desea estimular la actividad económica, y la eleva para desacelerar el crecimiento de la economía, y así prevenir el riesgo de inflación por exceso de demanda.

<sup>74</sup> El rango de tasas de descuento utilizado en Argentina en los '90 para calcular el valor actual de proyectos de inversión varió entre 16% y 22%, mientras que a nivel internacional proyectos con una rentabilidad del 5% anual se consideran muy buenos.

riesgo soberano, que eleva las tasas de interés que se deben pagar. Por lo tanto, haya o no crecimiento económico, el saldo negativo de la cuenta corriente del balance de pagos - alimentado por déficits comerciales y/o por los intereses pagados, las utilidades y dividendos, que constituyen la renta de la inversión externa- parece inevitable en este modelo. Como su financiamiento requiere una afluencia permanente de capital externo, dada la restricción de presupuesto intertemporal, y el horizonte temporal no puede ser indefinido, en algún momento la dinámica del modelo se hace explosiva.

Ello, a menos que se reduzca la carga por intereses pagados y que se obtengan superávits en las cuentas mercancías y/o servicios reales, por aumento de las exportaciones, y reducción de las importaciones de consumo, no asociadas al crecimiento de la economía, lo que a su vez, es incompatible con otra de las condiciones del modelo que primaron en los '90: la sobrevaluación cambiaria.

#### **c) Paridad cambiaria: trade off entre carga de deuda sobre presupuesto público y competitividad**

Parece conveniente mantener el tipo de cambio relativamente sobrevaluado, para suavizar la carga sobre el presupuesto público de la deuda en moneda extranjera. Pero la apreciación de la moneda local afecta negativamente la competitividad de la producción nacional, abarata y estimula las importaciones, y ejerce efectos negativos sobre el balance de divisas y contractivos sobre el crecimiento.

#### **d) Superávit fiscal reduce ingreso disponible y, por ende, demanda efectiva**

Se requiere generar superávits fiscales para que el presupuesto público sea suficiente para comprar las divisas necesarias para atender amortizaciones y servicios de la deuda en moneda externa –máxime si ésta aumenta y/o se encarece. Para ello se debe reducir el gasto primario, y aumentar la recaudación de impuestos, lo cual implica contraer al mismo tiempo la demanda agregada y el ingreso disponible. Ambas medidas provocan efectos contractivos sobre el nivel de actividad.

#### **e) Trabas al crecimiento basado en las exportaciones**

La integración al comercio internacional es otro de los argumentos esgrimidos entre los factores que podrían alimentar el crecimiento de Argentina y Brasil. Repetidamente se ha mencionado que los países latinoamericanos podrían beneficiarse de la adopción de un modelo semejante al de los países del sudeste asiático, de crecimiento basado en las exportaciones. Justamente, este modelo se entronca con la Iniciativa de las Américas, que busca generar mercados en las áreas de influencia inmediata estadounidense, aunque de baja prioridad estratégica. Como las dos economías –Argentina y Brasil- tienen un coeficiente exportador relativamente bajo, para alcanzar un tamaño crítico que les permita internacionalizarse las empresas locales necesitan apoyarse en el mercado interno, o tener acceso a mercados capaces de absorber su producción, o al menos obtener financiamiento barato y cierta protección en su etapa infantil, como ocurrió en las economías asiáticas. Ninguna de estas condiciones puede cumplirse hoy, bajo la lógica de los modelos macroeconómicos descriptos: los mercados internos se encuentran en retroceso, debido a la caída del salario real, la concentración del ingreso, y el elevado desempleo en Argentina; el

acceso a los mercados que se encuentra en discusión en la OMC no favorece particularmente a estos países, sino que se concentra en los servicios y en la protección de los derechos de propiedad industrial, áreas que lideran los países industrializados; la protección a las industrias infantiles es impensable en el marco de liberalización de las economías; y el financiamiento barato es imposible, ya que, como se dijo más arriba, tanto Argentina como Brasil necesitan mantener tasas elevadas de interés real para atraer ahorro externo, y los presupuestos públicos se hallan muy comprometidos como para incluir partidas que subsidien el crédito a la producción.

#### **f) Cambio tecnológico demandante de divisas e insuficiencia de gasto local en I&D, claves del crecimiento económico<sup>75</sup>**

Entre los factores que favorecen el crecimiento económico la teoría destaca la incorporación de nuevos recursos productivos y, fundamentalmente, el cambio tecnológico. El tipo de crecimiento ocurrido en Argentina de los '90 abrevó de ambas fuentes: por un lado, incorporó la minería y la forestación, como nuevos sectores productivos<sup>76</sup>. Pero el cambio tecnológico más importante fue incorporado con los bienes de capital que renovaron el parque de maquinarias y equipos, 50% de ellos, importados; y en menor medida por las empresas privatizadas, particularmente en telecomunicaciones. Pero este tipo de cambio tecnológico es demandante permanente de divisas, para el pago de regalías y de asistencia técnica, y la compra de repuestos y partes, con lo que este comportamiento innovativo agrava la restricción externa del modelo en análisis.

A su vez, las rentas innovativas que se derraman al interior de las economías y estimulan el crecimiento provienen de las actividades de investigación y desarrollo, que se llevan a cabo en universidades, centros de investigación, y en empresas con presupuestos significativos para gastos de I+D. El gasto en investigación y desarrollo en Argentina y Brasil es insuficiente para derramar altas tasas de crecimiento (2% del PBI en Brasil; 0,5% en Argentina). Con restricciones presupuestarias crecientes, los gobiernos recortan el financiamiento a las universidades y a las unidades de I+D –pese a que en las etapas de investigación básica los fondos estatales son cruciales-. Por su parte, las empresas transnacionales mantienen sus unidades de investigación y desarrollo en sus casa matrices, y en sus filiales en países industrializados<sup>77</sup>; y, particularmente en Argentina, pocas empresas nacionales desarrollan actividades innovativas capaces de generar rentas tecnológicas significativas. Por todo esto, tampoco cabe esperar que el cambio tecnológico brinde el impulso de despegue a las economías comparadas en este trabajo.

---

<sup>75</sup> De Solow en adelante, la literatura económica es unánime en afirmar que el nivel de vida sólo puede crecer continuamente si hay progreso tecnológico.

<sup>76</sup> Se encuentra en discusión los efectos netos del desarrollo de la minería al amparo de la ley de inversiones mineras 24.196 de 1993, especialmente cuando las empresas, hasta diciembre de 2001, no debían liquidar sus ingresos en divisas por las exportaciones de minerales argentinos, ya que los nuevos emprendimientos son intensivos en bienes de capital importados, y no generan externalidades significativas que beneficien el desarrollo de las provincias donde se encuentran los yacimientos.

<sup>77</sup> Rama (1996), p. 62.



Si se comparan los instrumentos propuestos en el “Consenso de Washington”, reseñados en el punto II de este trabajo, y los planes de Convertibilidad y Real, es evidente su estrecho encuadre dentro de las recomendaciones de aquél: disciplina fiscal, prioridades del gasto público, reforma tributaria, tasas de interés positivas, liberalización de importaciones, apertura a la inversión externa directa, privatizaciones, y desregulación. En los '90 Argentina se apartó del Consenso sólo en el diseño del régimen cambiario, ya que optó por el sistema fijo y convertible; y Brasil mantuvo cierta independencia en el tema de los derechos de propiedad industrial, negándose a modificar la ley de patentes farmacéuticas, en el sentido acordado en la Ronda Uruguay del GATT, en 1994.

Ahora bien, Argentina, Brasil, y el propio esquema económico teórico que surge del Consenso de Washington, carecen de un horizonte de crecimiento cierto. El caso de Argentina tomó un cariz aun más dramático, ya que a las limitaciones derivadas del nuevo modelo estructural, se sumaron las provenientes del régimen de convertibilidad, ya analizadas. ¿Qué ocurre?: sencillamente, se descuenta que el crecimiento será el resultado del nuevo escenario, sin reparar en las contradicciones lógicas de su estructuración, inhibitorias del crecimiento, que se acaban de perfilar. Esta debilidad, no menor, indica que el sistema podría evolucionar hacia una alta inestabilidad en el mediano plazo, en caso de no acertar con el diseño de instrumentos que promuevan el crecimiento sostenido y la distribución equitativa de sus beneficios, si es que esto es posible dentro de las inconsistencias del modelo.

## ANEXO

## ARGENTINA – BRASIL: INDICADORES ECONOMICOS 1980/2001

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Variación anual PBI - %																
Argentina	-1,3	-0,1	-3,2	4,1	2,0	-7,0	7,1	2,5	-2,0	-7,0	-1,3	10,5	10,3	6,2	5,8	-
Brasil	9,3	-4,3	0,9	-3,0	6,3	7,5	7,1	3,4	-0,1	4,0	-4,3	1,0	-0,5	4,9	5,8	-
Formación bruta de capital como % del PBI																
Argentina	25,3	22,7	21,8	20,9	20	17,6	17,5	19,6	18,6	15,5	14	14,6	16,7	19,1	19,9	19,9
Brasil	23,2	23,2	21,5	17,2	15,3	21,3	19,1	22,2	22,7	28,6	20,2	19,8	18,9	20,8	22,1	22,1
Exportaciones, miles de mill. US\$ FOB																
Argentina	8,0	9,1	7,6	7,8	8,1	8,4	6,9	6,4	9,1	9,6	12,4	12,0	12,2	13,1	15,7	20,1
Brasil	20,1	23,3	20,2	21,9	27	25	22	26	33	34	31	32	36	39	43	43
Importaciones, miles de mill. US\$ CIF																
Argentina	10,5	9,4	5,3	4,5	4,6	3,8	4,7	5,8	5,3	4,2	4,1	8,3	14,9	16,8	21,5	21,5
Brasil	25	24	21	16,8	15,2	14	16	17	16	20	20,7	21	20,5	25,2	33,1	40,1
Saldo Cuenta Mercancías																
Argentina	-2,5	-0,3	2,3	3,3	3,5	4,6	2,1	0,5	3,8	5,4	8,3	3,7	-2,6	-3,7	-5,9	-5,9
Brasil	-4,9	-0,7	-0,8	5,1	11,8	11	6	9	17	14	10,3	11	15,5	13,8	9,9	-
Reservas internacionales menos oro, miles de mill. US\$																
Argentina	6,7	3,3	2,5	1,2	1,2	3,3	2,7	1,6	3,4	1,5	4,6	6,0	10,0	13,8	14,3	14,3
Brasil	5,8	6,6	3,9	4,4	44,5	10,6	5,8	6,3	7,0	7,5	7,4	8,0	22,5	30,6	37,1	40,1
Variación reservas																
Argentina	-2,7	-3,5	-0,8	-1,3	0,1	2,0	-0,6	-1,1	1,7	-1,9	3,1	1,4	4,0	3,8	0,5	0,5
Brasil	-3,2	0,8	-2,7	0,4	40,2	-33,9	-4,8	0,5	0,7	0,6	-0,1	0,6	14,5	8,1	6,5	1,1
Tasa de interés (money market rate)																
Argentina	87	185	202	739	1182	1161	135	253	524	1387179	9695422	71	15	6	8	8
Brasil	47	90	121	203	257	282	105	424	1193	6405	15779	848	1574	3284	4821	4821
Inflación Minorista																
Argentina	100,8	104,5	164,8	343,8	627	672	90,1	131,3	343	3079	2314	171,7	24,9	10,6	4,2	4,2
Brasil		100	100	125	200	226	148	228	629	1431	2950	432	952	1928	2050	2050

Fuentes: Ministerio de Economía, BCRA, IBGE.

## **BIBLIOGRAFIA**

ALMEIDA, Paulo R. De (2001), “Trajetória do Mercosul em sua primeira década (1991-2001): uma avaliação política a partir do Brasil”, preparado para libro en homenaje al Dr. Werter Faria, edición coordinada por Prof. Luiz Otávio Pimentel, Washington.

BRASIL (2001), Memorandum de Política Económica relativo a acuerdo con FMI.

BRENTA, Noemí (2000), “Convertibilidad”, en Caballero, Alicia y Otros, Economía Argentina en Presente y Futuro, EDUCA, Bs. As., Argentina.

BUSCAGLIA, Adolfo (1997), “Argentina: Paridad internacional en u\$s del producto interno y tasas reales de cambio”, Academia Nacional de Ciencias Económicas, Bs. As., Argentina.

CABALLERO Alicia (2000), “Sector Financiero”, en Caballero, Alicia y Otros, Economía Argentina en Presente y Futuro, EDUCA, Bs. As., Argentina.

CARI Consejo Argentino para las Relaciones Internacionales (1997), “Argentina y EE.UU. Fundamentos de una nueva Alianza”, ABRA (Asociación de Bancos de la República Argentina”, Buenos Aires, Argentina.

CHOWN, John (1999), “Currency Boards or Dollarization – Solutions or Traps”, The Royal Institute for International Affairs, Briefing Paper, New Series No.7 Londres, Inglaterra, Agosto.

DAMILL, Mario y FRENKEL, Roberto (1990), “Hiperinflación y estabilización: la experiencia argentina reciente”, CEDES, Buenos Aires.

EICHENGREEN, Barry (2000), Toward A New International Financial Architecture: A Practical Post-Asia Agenda.

FANELLI, José M. (2001), “Coordinación macroeconómica en el Mercosur. Marco analítico y hechos estilizados”, Desarrollo Económico Nro. 260, vol. 40, Buenos Aires, Argentina, enero-marzo.

FERRARI-FILHO, Fernando (2001) “The legacy of the Real Plan: a stabilization without economic growth”, University of Oxford’s Centre for Brazilian Studies, Londres, Inglaterra.

FERRUCCI, Ricardo (1991) “Política económica argentina contemporánea”, Ediciones Macchi, Bs. As., Argentina.

GUILHON ALBUQUERQUE. José Augusto (2002), “El ALCA en la política exterior brasileña”, Rev. Política Exterior, Vol. XVI, Nro. 85., San Pablo, Brasil, enero-febrero.

HEYMANN, Daniel (1994), “Sobre la interpretación de la cuenta corriente”, Desarrollo Económico, vol. 34, Nro. 135, Bs. As., Argentina., octubre-diciembre.

HEYMANN, Daniel (2000), “Políticas de reforma y comportamiento macroeconómico: la Argentina en los noventa”, CEPAL, Santiago de Chile, Chile, mayo.

- KESSEL, Moysés (1997) “Regimes cambiais e políticas cambiais brasileiras”, Boletim do Banco Central do Brasil, vol. 33, Nro. 11., noviembre , Brasilia, Brasil.
- KINDLEBERGER, Charles P. (1993), “Manías, pánicos y cracs”, Ariel, Bs, As, Argentina.
- KULFAS, Matías (1997), “Globalización y expansión de empresas transnacionales”, Fundación Octubre.
- MUNDELL, Robert (2000), “Currency Areas, volatility and intervention”, mimeo, Univ. de Columbia.
- RAMA, Ruth (1996), “Les multinationales et l’innovation”, Economie Rurale, Nro. 231, Enero-Febrero.
- RAPOPORT, Mario y colaboradores (2000) “Historia económica, política y social de la Argentina (1880-2000)”, Ediciones Macchi, Bs. As., Argentina.
- ROJAS-SUAREZ, Liliana (2000), Chief Economist for Latin America de Deutsche Bank Securities, Inc. ponencia para la audiencia sobre Official Dollarization in Latin America, Subcommittee on Economic Policy - Subcommittee on International Trade and Finance, Senado de EE.UU., Washington.
- Schuler, Kurt y Stein, Robert (2000), “The International Monetary Stability Act: an analysis”, Paper for North-South Institute conference “To Dollarize or Not to Dollarize?”, Office of the Chairman, Joint Economic Committee of the U.S. Congress, Ottawa, octubre 5.
- TULCHIN, Joseph S., “La nueva política exterior de la Argentina hacia los Estados Unidos”, en Balze, Felipe de la y Roca, Eduardo. A. (comp.), “Argentina y Estados Unidos. Fundamentos de una nueva alianza”, CARI y ABA, Buenos Aires.
- VITELLI, Guillermo (1986), “Cuarenta años de inflación en la Argentina: 1945-1985”, Legasa, Bs. As., Argentina.
- VITELLI, Guillermo (1990), “Las lógicas de la economía argentina. Inflación y crecimiento”, Prendergast, Bs. As., Argentina.
- VITELLI, Guillermo (1999), “Los dos siglos de la Argentina. Historia económica comparada”, Prendergast, Bs. As., Argentina.
- WILLIAMSON, John, ed. (1990), “Latin American Adjustment: how much has happened?”, Institute for International Economics, Washington DC.
- ZALDUENDO, Eduardo A. (1988), “La Deuda Externa”, Ediciones Depalma, Bs. As., Argentina.