

EL ROL DEL FMI EN LA REGULARIZACION DE LAS DEUDAS SOBERANAS DE LATINOAMERICA Y SUS CRISIS POSTERIORES, 1989-2002. NOTAS PRELIMINARES

Noemí Brenta, IDEHESI-UBA-CONICET
nbrenta@gmail.com

El FMI tuvo un rol central en la implementación de los canjes de deuda bancaria por bonos Brady (1989-1996), en países periféricos sobreendeudados. Estos canjes fueron acompañados por acuerdos contingentes del FMI, en cuyo marco dichos países adoptaron reformas estructurales de corte neoliberal. Todos los países que adhirieron al Plan Brady pocos años más tarde sufrieron crisis de balance de pagos, atribuibles a la nueva configuración macroeconómica, que, entre otros efectos, acentuó su vulnerabilidad externa. En este trabajo se analizan las crisis de México, Brasil y Argentina.

1. EL PLAN BRADY Y LA SUSTITUCIÓN DE DEUDA BANCARIA POR BONOS

A través del Plan Brady, entre 1989 y 1997, los estados periféricos endeudados en las décadas de 1970 y 1980 reestructuraron sus pasivos externos con bancos comerciales, convirtiéndolos en bonos negociables de elevada liquidez, retornos elevados, canjeables parcialmente por activos públicos en proceso de privatización, y riesgo diseminado entre una multitud de inversores. Este mecanismo, anunciado por el Secretario del Tesoro estadounidense Nicholas Brady en marzo de 1989, saneó los balances de los bancos acreedores, reprogramó los vencimientos de deuda a plazos de hasta treinta años, acordando ciertas quitas, y conformó un mercado sustancialmente superior al de la mayoría de las plazas financieras de aquellos años.

Cuadro 1
Plan Brady y crisis de balance de pagos

País	Año firma de Plan Brady	Valor Nominal Bonos Brady Miles de Millones de Dólares	Porcentaje del Total de Bonos Brady	Año de la Crisis (devaluación)
Brasil	1994	51,3	29%	1999
México	1990	35,6	20%	1995 y 1998
Argentina	1993	24,8	14%	2001
Otros países de América Latina		31,9	19%	***
Total emisión de Bonos Brady de países de América Latina		143,1	82%	
Rusia	1993	6,4	4%	1998
Otros	***	25,4	14%	***
Total Bonos Brady	1989/1997	174,9	100%	***

Fuente: elaborado con datos de Global Development Finance y Brenta (2014), p. 239.

Los bonos Brady de Argentina, Brasil, Bulgaria, Costa Rica, Costa de Marfil, Ecuador, Filipinas, Jordania, México, Nigeria, Panamá, Perú, Polonia, República Dominicana, Rusia, Uruguay, Vietnam, Venezuela y otros países, sumaron 174 mil millones de dólares (en adelante, MMD). En conjunto, los siete países latinoamericanos

emitieron más del 80% del total, concentrando los tres primeros, Brasil, México, y Argentina, el 63%. Ellos fueron protagonistas estelares de los mercados emergentes, junto con Turquía y los países del sudeste asiático, que no adoptaron el Plan Brady, pero reconvirtieron sus economías de manera similar a aquellos, y sufrieron crisis similares.

El FMI gestionó la instrumentación del Plan Brady, y supervisó su cumplimiento a través de acuerdos contingentes que incluyeron reformas estructurales, como privatizaciones, desregulaciones, apertura comercial y financiera, minimizaron el tamaño y alcance del sector público, y tendieron a transferir a los mercados la función de asignar los recursos sociales. Vender bonos en los mercados voluntarios pasó a ser la fuente de financiamiento principal de los países periféricos, que quedaron sujetos a la volatilidad de las finanzas mundiales.

Al cabo de pocos años, los firmantes del Brady, aun más endeudados, quedaron al borde del default, como México y Brasil, o lo declararon como Argentina en medio de una profunda depresión económica.¹

2. LAS CRISIS DE BALANCE DE PAGOS POST PLAN BRADY DE MÉXICO, BRASIL Y ARGENTINA²

México, Brasil y Argentina terminaron de implementar el plan Brady en 1990, 1994 y 1993, respectivamente; y sus crisis de pagos ocurrieron en 1995, 1999 y 2001. La trayectoria común sumó la apreciación cambiaria, la generación de fuertes déficits comerciales y de servicios, acumulados en la cuenta corriente del balance de pagos; la pérdida de competitividad de la producción doméstica, el endeudamiento público y privado en moneda extranjera y, luego, la abrupta fuga de divisas y la devaluación, precedida o no de crisis bancarias y de deuda soberana, con su tendal de quiebras, desempleo y recesión.

2.1. La primera crisis post Brady: México, 1994

La crisis de balance de pagos mexicana estalló a fines de 1994. Condicionado por la renegociación de su deuda soberana, este país implementó en los '80 un programa económico ortodoxo, orientado a obtener superávits fiscales primarios y de divisas, con algunos elementos heterodoxos en la formación de los precios y salarios.

El conjunto de reformas estructurales profundizó la apertura comercial, privatizó empresas públicas, desreguló actividades económicas, eliminó paulatinamente los controles de precios, comprimió la demanda interna y redujo el papel y tamaño del Estado, en el marco de acuerdos con el FMI y otros organismos multilaterales, los bancos acreedores y el Club de París.

Bajo un acuerdo de facilidades extendidas con el FMI en 1989, el gobierno mexicano transformó en bonos la deuda atrasada con los bancos comerciales, en los términos del Plan Brady. Profundizó entonces la apertura financiera, liberó las tasas de interés, eliminó las restricciones a los movimientos de capitales, y comenzó a financiar

¹ Rusia también adhirió al Plan Brady en 1993 y en 1998 no pudo afrontar sus pagos externos; Turquía, aunque no adhirió al Plan Brady, estuvo bajo programas del FMI entre 1994 y 2008, excepto un corto intervalo de dos años (1996-1997), y sufrió su crisis mayor en 2000-2001. Por su parte, los estados del Sudeste Asiático no mantuvieron acuerdos con el FMI hasta 1997, pero entre finales de la década de 1980 y durante la de 1990, reformaron igualmente sus economías, bajo la presión estadounidense Stiglitz (2002), y la crisis de pagos no tardó en llegar.

² Hemos desarrollado con mayor amplitud las crisis de la periferia en *Las grandes crisis del capitalismo contemporáneo*, de Mario Rapoport y Noemí Brenta, Capital Intelectual-Le Monde Diplomatique, Buenos Aires, 2010, capítulo 2.

sus déficits fiscales con bonos.³ En noviembre de 1991 el Banco de México derogó el control de cambios y estableció un régimen de bandas cambiarias con desliz controlado. El tipo de cambio permaneció casi fijo hasta marzo de 1994, la inflación acumuló 36%, apreciando el peso considerablemente.

Los desequilibrios estallados en 1994 detuvieron un crecimiento económico endeble. La apreciación y la apertura acrecieron las importaciones y el déficit comercial; la remuneración al capital externo (intereses y utilidades) deterioró aun más la cuenta corriente y la capacidad del Banco de México de sostener el tipo de cambio, precipitando una crisis de balance de pagos caracterizada como de segunda generación.

Los capitales comenzaron a retirarse en los primeros meses de 1994. Las autoridades atribuyeron la “crisis del tequila” al aumento de las tasas de interés iniciado por la Reserva Federal; las acciones del movimiento armado en Chiapas, y los asesinatos políticos, como el de Luis Dolado Colosio, candidato presidencial del PRI, en marzo. Pero los problemas económicos excedían lo político.

El ingreso de capitales a través del sistema bancario aumentó el sobreapalancamiento y el consumo a crédito. La deuda soberana se dolarizó, a partir del pasaje masivo de las posiciones en Cetes, a los Tesobonos garantizados en dólares.⁴ Entre marzo y abril de 1994 el Banco Central de México perdió un tercio de sus activos externos, a pesar del anuncio de un crédito de los Estados Unidos por 6 MMD, que frenó la incipiente devaluación. El problema no era tanto la solvencia fiscal, sino la disponibilidad de moneda externa. El acceso al crédito internacional para un país con riesgo devaluatorio era difícil y caro. Y, en caso de devaluación, sería necesario mejorar el resultado fiscal para adquirir las divisas a fin de cancelar los vencimientos de Tesobonos por 17 MMD entre diciembre de 1994 y julio de 1995.

En 1994 la balanza comercial fue negativa en 18,5 MMD, y los pagos de intereses y utilidades al exterior sumaron 15MMD. La entrada de capitales había cubierto los déficits corrientes, al costo del creciente endeudamiento en divisas público y privado. El 17 de diciembre de 1994 el nuevo gobierno del presidente Ernesto Zedillo anunció una devaluación del 15%, pero las reservas continuaron cayendo. Finalmente, el 22 de diciembre las autoridades monetarias decidieron dejar flotar al peso. La liquidación masiva de activos en pesos aceleró la pérdida de reservas y la devaluación (40% entre diciembre de 1994 y febrero de 1995), las tasas de interés a corto plazo superaban el 80% anual. Esto, a pesar del paquete de ayuda de 18 MMD anunciado el 2 de enero de 1995, en el marco de un acuerdo preexistente con el Tesoro estadounidense.

A pesar del blindaje, el peso continuó devaluándose. El fondo de la cuestión era que el Banco Central mexicano sólo tenía 3,5 MMD en febrero de 1995 y los vencimientos de deuda pública en moneda externa requerían cinco veces más. El 31 de enero el presidente Clinton anunció que utilizaría el fondo de estabilización gubernamental para prestar 20 MMD a México, y el Tesoro organizó un paquete de rescate cercano a los 50MMD, en el que participaron también el FMI, Europa, Canadá y Japón, ligado a nuevo ajuste fiscal, astringencia monetaria, más privatizaciones y otras reformas estructurales.

La desmonetización y las altas tasas de interés deprimieron la actividad económica, el desempleo creció del 3,7% en 1994 al 6,2 en diciembre de 1995. En 1995 el PIB mexicano cayó 6,2%, en un contexto de rebrote inflacionario y una aguda crisis

³Guillermo Ortiz, “México, más allá de la crisis de la deuda: hacia el crecimiento sostenible con estabilidad de precios”, en BID, *Lecciones de la estabilización económica y sus consecuencias*, Washington, 1992.

⁴ En diciembre de 1993 un 70% de la deuda estaba colocada en Cetes y un 6% en Tesobonos, mientras que en diciembre de 1994 los Tesobonos representaban el 87% y un 10% los Cetes.

bancaria. El gobierno inició una costosa operación de rescate y apoyo al sistema bancario, bajo la cobertura operativa del Fondo Bancario de Protección al Ahorro, un organismo creado en 1990 y administrado por el Banco Central de México. Entre 1995 y 1997 fueron intervenidos doce bancos que representaban el 17% de los activos totales del sistema.

Aunque las remezones de la crisis bancaria que acompañó a la de pagos se extendieron por varios años más, el crecimiento mexicano se reanudó en 1996, pero a un ritmo lento y dependiente de la vinculación con los Estados Unidos, desacelerándose en 2001-2002, mientras que continuaba acumulando déficits de cuenta corriente y una fuerte apreciación cambiaria, acentuando su vulnerabilidad a los shocks externos.

2.2. La crisis de Brasil, 1999

A principios de los '90 Brasil arrastraba una década de escaso crecimiento económico, hiperinflación, y grandes dificultades para atender su deuda externa, equivalente, a cuatro años de exportación, mientras que la deuda federal en moneda doméstica crecía rápidamente.

En junio de 1993 el presidente Itamar Franco lanzó un programa de estabilización con reformas estructurales: el Plan Real, que en su primer tramo procuró reducir el gasto público y recuperar los ingresos tributarios federales; sanear la banca estatal y federal, y perfeccionar el programa de privatizaciones. El ajuste se viabilizó a través de un fondo social de emergencia, financiado con un impuesto transitorio sobre las transacciones financieras, aprobado por el Congreso en diciembre de 1993, lo que permitió obtener superávit primario en 1994, y alcanzar el equilibrio presupuestario en 1995. En esta etapa también se separaron claramente las cuentas del Tesoro y las del Banco Central, para su independización.

El segundo tramo del plan, lanzado el 7 de diciembre de 1993, y perfeccionado 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, la nueva moneda. El Banco Central de Brasil fijaba diariamente su cotización, basado en la pérdida de poder adquisitivo del cruzeiro. La URV se utilizó cada vez más como unidad de cuenta para los contratos y demás obligaciones, incluyendo las financieras, y para referenciar precios, salarios, y tarifas públicas, contribuyendo a borrar la memoria inflacionaria de los operadores. El Consejo Monetario Nacional dictó resoluciones para que las instituciones financieras efectuasen operaciones activas, pasivas y de futuro en URV, y estipuló una tasa referencial de actualización para convertir operaciones denominadas en cruzeiros a reales.

El 30 de junio de 1994 el Congreso aprobó la ley que puso en circulación el real a partir del 1 de julio de 1995, estableciendo sus condiciones de emisión y respaldo de su estabilidad. El Banco Central de Brasil fijó la paridad máxima en 1 real igual a 1 dólar, pero la oferta creciente de divisas redujo la paridad de mercado a 0,83 reales, en octubre de 1994. La evolución de la base monetaria se programó trimestralmente, estimando la variación de los agregados monetarios compatible con objetivos de inflación, aunque su cumplimiento fue bastante elástico en los primeros tiempos del real, cuando el Banco Central auxilió a entidades financieras en proceso de ajuste.

Simultáneamente, en 1994 Brasil renegoció a través del Plan Brady su deuda externa soberana con bancos y emitió bonos por 51 MMD, el monto más elevado de todos los países que entraron a este plan. Los capitales no tardaron en fluir como inversión extranjera directa, deuda de los bancos, deuda soberana en bonos y flujos de corto plazo, que financiaron el creciente desequilibrio en cuenta corriente, al tiempo que las reservas monetarias aumentaban, y la moneda brasileña se apreciaba.

Entre 1991 y 1995 la Unión privatizó sus empresas controladas en el sector industrial, pero la privatización y desregulación en otras áreas de la economía, particularmente en la infraestructura y especialmente en los estados, así como la reforma del sistema de seguridad social, fueron aprobados en la segunda mitad de los 1990.

El Plan Real eliminó el financiamiento del gasto público vía expansión monetaria; y prohibió los préstamos del Banco Central al Tesoro. El equilibrio fiscal -o el superávit- se fijó como objetivo, el gasto público se ajustó fuertemente, y en 1999 la ley de responsabilidad fiscal formalizó ese compromiso. Los déficits debían financiarse a través de la emisión de bonos en los mercados 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 la sujeción a las normas de la Organización Mundial del Comercio (OMC), aunque Brasil no aceptó modificar su legislación de propiedad industrial, a fin de proteger el desarrollo del sector informático y de evitar incrementos en el precio de los productos farmacéuticos.

Frente a la astringencia de capitales consecuencia de la crisis de México, el Banco Central de Brasil instauró un sistema de bandas cambiarias, que permitía fluctuar la moneda entre límites estrechos, sujetos a modificaciones periódicas. También incrementó fuertemente la tasa nominal de interés, que entre diciembre de 1994 y marzo de 1995 pasó del 56,4% anual al 65%. Así recuperó las reservas perdidas, a costa del crecimiento económico. Si bien la inflación cedió desde 1995, el PIB de Brasil apenas creció al 2,3% anual promedio entre 1996 y 2000, menos aun que el 2,9% de la “década perdida” de 1980. Las tasas de interés astronómicas redujeron la formación de capital y acrecentaron el componente financiero del gasto público y también la deuda, pese a los recortes de las erogaciones corrientes y de capital. En el sector privado, las altas de tasas de interés real agravaron la fragilidad financiera de las empresas, y debilitaron el dinamismo económico.

La conjunción de elevadas tasas de interés, la abundancia de capitales y el ancla cambiaria acentuaron la vulnerabilidad y la dependencia de la economía brasileña, y profundizaron los desequilibrios externos. El déficit de la cuenta corriente se elevó al 4,5% de PIB (33.500 millones de dólares), mientras que la balanza comercial pasó de un superávit de 11.900 millones de dólares en 1992 a un déficit de 16.700 millones de dólares en 1998, disminuyendo un 38% las reservas internacionales en el tercer trimestre de 1998. Ante las presiones devaluatorias, el gobierno recortó el gasto público y el Banco Central incrementó la tasa de interés, del 29,7% en junio al 42,2% en diciembre. Se firmó entonces un acuerdo con el FMI, por 41,5 MMD, bajo el compromiso de implementar políticas fiscales y monetarias de austeridad, y de liberalizar aun más el mercado financiero y el comercio. La actividad económica, ya debilitada en los años anteriores, se desplomó y el desempleo en los estados industriales, como San Pablo, orilló el 15%. El modelo basado en tipo de cambio cuasi fijo y libre movilidad de capitales mostraba nuevamente su carácter cortoplacista y su inviabilidad para sostener el crecimiento económico, y mucho menos, el desarrollo de un país periférico.

Pese al paquete de asistencia financiera, los ataques contra el real continuaron. Desde la segunda semana de enero de 1999, la declaración de la moratoria del Estado de Minas Gerais (segunda economía industrial del país) generó pánico entre los inversores y redujo bruscamente las reservas internacionales. El Banco Central devaluó el real un 8,9%, pero fue insuficiente, luego de perder más de 4.000 millones de dólares en una sola semana, dejó flotar al real. Al principio el tipo de cambio saltó abruptamente –de

1,2 reales a 2,1-, y la inflación se disparó, pero posteriormente se estabilizó desbaratando los temores al retorno de la hiperinflación.

La literatura especializada explica esta crisis de balance de pagos de Brasil a través de modelos de segunda generación, de equilibrios múltiples. Según esta interpretación, las políticas macroeconómicas no son inconsistentes, ni existen desequilibrios fundamentales que justifiquen la devaluación en el momento en que ocurre, sino que ésta es precipitada por el contagio de la crisis de otros mercados emergentes y las expectativas de una devaluación despiertan las conductas que efectivamente llevan a su realización. En nuestra opinión, el déficit de cuenta corriente encendió luces amarillas sobre la inviabilidad del programa de tipo de cambio fijo y movilidad de capitales, que fueron desatendidas una vez más, igual que en las crisis previas.

2.3. La crisis de Argentina, 2001-2002

En los años '90 la Argentina fue rediseñada para su inserción plena en el nuevo orden internacional post guerra fría. Una economía abierta, integrada a los mercados mundiales, que decidían la asignación óptima de los recursos. El estado sólo debía desempeñar sus funciones básicas, mantener el equilibrio fiscal y cumplir la regla monetaria, conservar la confianza de los inversores, y “dejar hacer” a la mano invisible. El mecanismo del currency board se implementó por ley a partir del 1ro. de abril de 1991, luego de una década de crecimiento nulo y de dos hiperinflaciones, en 1989 y 1990.

A partir de la regularización de deuda soberana con los bancos, en 1993, a través del Plan Brady, además de recibir otros préstamos e ingresos de capital por inversión directa, Argentina colocó u\$s 92.000 millones en bonos para financiar los déficits de cuenta corriente, abultando su ya pesada deuda externa. Hacia el final de los '90, este salvavidas de plomo derribó el andamiaje económico y financiero, extremadamente frágil.

El plan de convertibilidad redujo la inflación, que desde 1999 trocó en deflación, pero nunca impulsó un crecimiento sostenido. La vulnerabilidad a los shocks externos, las tasas de interés fuertemente positivas, la carga creciente de los servicios de la deuda sobre el presupuesto público, reforzaron la ausencia de factores endógenos de estímulo de la inversión productiva y de expansión del PIB, agravados por la desindustrialización y la debilidad de la demanda doméstica, debido al aumento del desempleo y la pobreza.

Argentina adoptó todos los preceptos del Consenso de Wasghinton, excepto el tipo de cambio real competitivo, y estuvo bajo programas del FMI, o tratando de alcanzar las metas para su aprobación, en forma permanente, desde 1982. Desde 1989 los seis acuerdos con el FMI y sus ampliaciones y prórrogas incluyeron compromisos de adoptar reformas estructurales: desregulación, privatizaciones, desarrollo de la intermediación financiera y del mercado de capitales, flexibilidad laboral, descentralización de la educación y la salud; reforma tributaria, previsional y de la administración pública. En 1989 la ley de reforma del Estado liberó los mercados de bienes y servicios, abrió el camino de las privatizaciones de activos del Estado y disolvió la mayoría de los entes reguladores. Entre 1989 y 1994 Argentina llevó a cabo la mayoría de las reformas estructurales comprometidas. La desregulación del mercado de trabajo dispersó la negociación salarial, restando facultades a los sindicatos, facilitó el régimen temporario, y redujo las indemnizaciones por despido y las cargas sociales.

La ley de convertibilidad obligaba al Banco Central a realizar todas las operaciones de cambio que le fueran requeridas a la paridad fija de un peso por dólar (luego de la reforma de 1992 que quitó cuatro ceros a la moneda argentina), y a

respaldar la totalidad de la base monetaria con reservas de activos externos de libre disponibilidad. La expansión monetaria vía préstamos al tesoro o a los bancos, sin contrapartida en moneda externa, quedó prohibida. Complementariamente, se eliminó la obligatoriedad del ingreso y negociación de divisas en el Banco Central, lo que permitió al público mantener saldos en pesos o dólares, indistintamente, y a los capitales, su libre entrada y salida. En 1992 la nueva Carta Orgánica del Banco Central estableció su independencia, quedando prácticamente limitado a la supervisión del sistema financiero, perdiendo incluso su rol de prestamista de última instancia. El equilibrio fiscal se fijó como objetivo, el estado redujo todas sus erogaciones, excepto los pagos de intereses y deuda. En 1999, cuando asomó el riesgo de default, el Congreso sancionó la ley de responsabilidad fiscal para jerarquizar ese compromiso. Los déficits públicos debían financiarse colocando bonos en los mercados doméstico e internacional.

En los primeros dos años de vigencia de la convertibilidad, el PIB creció 10,5% y 10,3%, por la recuperación del consumo y de la inversión, con inflación (21% de inflación en abril-diciembre de 1991, y 25% en 1992) y reaparición del crédito. Pero desde 1993 el crecimiento se desaceleró, y el contagio de la crisis mexicana empeoró las cosas, el PIB cayó 3,5% en el primer semestre de 1995. Aunque ya antes del “efecto Tequila” el aumento de las quiebras, de la desocupación y subocupación; y la dificultad de la producción local de competir con los importados que ingresaron súbitamente y con un peso sobrevaluado, fueron las primeras señales del ajuste del *currency board* sobre el sector real.

Las cuentas del sector público también flaquearon. En 1994 la privatización de los aportes a la seguridad social restó unos 4.000 millones de dólares anuales de ingresos fiscales, redujo el ahorro público y eliminó el superávit de caja. Los fondos del sistema privado no se reencauzaron principalmente a financiar proyectos productivos, sino a prestar al Estado, y los aportantes al sistema jubilatorio perdieron buena parte de sus ahorros previsionales, cuando la cotización de los papeles argentinos de deuda se desplomó.

En 1995 era claro que la apreciación del peso y la vulnerabilidad externa hacían inviable al modelo de la convertibilidad. Sus defensores argumentaban que la apreciación era un resultado natural de la menor 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, aplicados a la inversión productiva, generarían exportaciones capaces de aportar divisas genuinas. Este pronóstico nunca se cumplió.

De 1996 a 1998 el crecimiento fue errático. El ajuste del sector real, combinado con las reformas estructurales erosionaron el mercado interno argentino, que absorbía más del 90% de la oferta global. Ni la demanda de exportaciones ni la maduración de los proyectos de inversión privada doméstica y externa (90% y 10% respectivamente de la inversión bruta fija total) traccionaron la actividad y el empleo.

En agosto de 1998 el PIB comenzó a caer, con deflación, aumento de la tasa de interés, del riesgo soberano, y del desempleo, y disminución de la recaudación fiscal. También se frenaron bruscamente las exportaciones a Brasil. El nuevo equipo económico, surgido de las elecciones de octubre de 1999, se abocó a reducir el déficit público, originado en los menores ingresos tributarios y de seguridad social; los elevados intereses de la deuda soberana, y el aumento del gasto de consumo y operación, que en 2000 retornó a los montos de 1998. En cambio los intereses por la deuda aumentaron un 17% en 2000, un 20% de los ingresos fiscales corrientes. El gobierno redujo el gasto público, excepto por intereses de la deuda, y aumentó los impuestos, para ganar la confianza de los mercados, enfriando aun más la actividad económica.

En el año 2000 el Banco Central comenzó a perder reservas internacionales, con la consiguiente presión sobre las tasas de interés, caída de la actividad y de la recaudación tributaria, y déficit fiscal en alza. Ante las dificultades para atender su deuda, en diciembre de 2000 el gobierno organizó un “blindaje”, de 40 MMD en el que participaron organismos financieros internacionales, bancos locales, y España, cuyas empresas tenían fuertes inversiones en la Argentina, a fin de contener las presiones devaluatorias y el default soberano, hasta concluir la primera reestructuración de la deuda en bonos en moneda externa.

El nuevo ministro de economía ensayó algunas medidas de reactivación, procuró mejorar el tipo de cambio exportador, y creó un impuesto sobre los débitos y créditos bancarios, para robustecer los ingresos fiscales y combatir la evasión fiscal.

La deuda pública continuó creciendo, así como el riesgo devaluatorio y de default. El estado debió pagar tasas de interés cada vez más elevadas, hasta que fue evidente la imposibilidad de cumplir con las metas fiscales comprometidas con el FMI, ni afrontar nuevos vencimientos de bonos. En agosto de 2001 el gobierno decidió aplicar el “déficit cero”, así redujo un 13% los salarios, las jubilaciones superiores a la canasta básica, y las transferencias a las provincias, ligando los desembolsos a la caja. Estas medidas profundizaron la depresión, y contrajeron un 30% la recaudación de impuestos y de seguridad social, respecto a igual período del año previo, entre septiembre y diciembre de 2001

Simultáneamente el gobierno comenzó a convocar para reestructurar el perfil de vencimientos, a cambio de otorgar garantías como la futura recaudación de impuestos. En este canje se renegociaron u\$s 52.000 millones en títulos en manos de residentes domésticos, quedando pendiente la negociación con los tenedores externos. Pero las finanzas públicas deterioradas no aprobaron el monitoreo del FMI en noviembre de 2001.

El desastre se precipitó. Entre enero y agosto de 2001 las reservas internacionales del Banco Central cayeron un 43% (de 25.442 millones de dólares a 14.402). El FMI desembolsó en septiembre u\$s 6.000 (el doble de la cuota argentina), que la salida de depósitos del sistema financiero esfumó en pocos días. La desmonetización paralizó a la economía, se multiplicaron las emisiones de cuasimonedas, como bonos de las provincias y del estado nacional, para pagar gasto corriente y paliar la iliquidez.

Procurando frenar el drenaje de depósitos, el 3 de diciembre de 2001 el Banco Central autorizó la dolarización de los pasivos financieros, y todas las operaciones activas se transformaron en dólares, cualquiera fuera su moneda de origen. Simultáneamente, se restringió al público la disposición de sus depósitos en el sistema financiero (el “corralito”), deprimiendo aun más el nivel de actividad. Recién entonces el Banco Central instauró controles para frenar la pérdida de reservas, pero trabaron el comercio exterior, que cayó dramáticamente.

En el último trimestre de 2001 el PIB cayó un 10,3%, la depresión llevaba ya cuarenta meses. El 21 de diciembre el presidente renunció en medio de revueltas populares y una grave descomposición política y social. Luego de una conflictiva transición, durante la que el nuevo gobierno anunció el default de la deuda soberana, siguió la devaluación del peso, y el fin de la caja de conversión. Un cuarto de la población activa sin empleo, la mitad pobre o indigente, el sistema político repudiado, empresas quebradas, exilios económicos, fueron sólo algunos de los costos de las políticas neoliberales. El estallido en Argentina fue caracterizado como crisis cambiaria de tercera generación, aplicada a economías con fundamentos débiles.

3. LAS INTERPRETACIONES DE LAS CRISIS DE BALANCE DE PAGOS SEGÚN EL FMI

Examinar tres de las grandes crisis de balance de pagos ocurridas en América Latina entre 1994 y 2001, en momentos como el actual, cuando la Gran Recesión iniciada en 2007 aun no halla salida, y el paradigma económico neoclásico vigente en los últimos cuarenta años no brinda explicaciones satisfactorias ni políticas efectivas para restablecer el crecimiento y superar el desempleo elevado, principalmente en países de la eurozona, obliga a revisar el pensamiento económico acerca del balance de pagos, desde el abandono del paradigma keynesiano, en la década de 1970.

Las reglas de Bretton Woods reconocieron la inestabilidad de los movimientos de capitales y la centralidad de la cuenta corriente para definir el equilibrio del balance de pagos (FMI, Convenio Constitutivo 1944); y esto no fue modificado en ninguna de sus enmiendas, ni siquiera en la segunda, de 1978, que dejó en libertad a los países miembros para adoptar cualquier régimen cambiario con la sola obligación de notificar al FMI. De hecho, este organismo multilateral ha recomendado alternadamente tipos de cambio fijos (de 1944 a 1978; y de 1989 a 2002) o flexibles (de 1982 a 1988 y de 2002 hasta ahora, aunque no en todos los casos), de acuerdo a las circunstancias del sistema económico internacional. Y desde 1989 incluyó la apertura de la cuenta capital como condicionalidad en todos los acuerdos del FMI, como los ligados al Plan Brady, y en sus recomendaciones de política económica.

En este escenario, las principales teorías interpretativas de las crisis aquí tratadas –los modelos de segunda y tercera generación- asumieron dicha configuración de tipo de cambio fijo y movilidad de capitales como la deseable para todas las economías, aun las pequeñas (no emisoras de liquidez internacional ni exportadoras netas de capital en el largo plazo), suponiendo crecimiento exógeno y pleno empleo, en la mayoría de los casos (una excepción es la crisis sueca, Obstfeld 1994).

Este enfoque impone a la autoridad económica la obligación de sostener el tipo de cambio y conservar la confianza de los mercados de capitales, mediante políticas de inflación baja y solvencia fiscal, pero tampoco estas condiciones garantizarían quedar a salvo de las crisis. Aun así, ellas pueden autogenerarse -afirman Flood & Garber, Obstfeld, Eichengreen et al- si el gobierno prioriza otros objetivos, como combatir el desempleo o apoyar la producción doméstica. También las crisis pueden producirse por contagio, ataques especulativos, expectativas pesimistas de los mercados financieros finalmente autorrealizadas, en fin, es tan amplia la lista de acontecimientos que pueden afectar la estabilidad cambiaria y echar a perder la confianza de los mercados, que sólo quedaría para los países periféricos sumarse a áreas monetarias óptimas o imponer controles sobre la cuenta capital, a la alternativa de flotar (Eichengreen et al, cit. por Krugman).

El enfoque monetario del FMI acerca del balance de pagos subordina las variables reales a las monetarias, y sostiene que como casi todas las transacciones que registra la balanza de pagos representan un intercambio de bienes o activos por dinero, el saldo del balance de pagos representa el resultado de cambios en el mercado de dinero. La variación de las reservas internacionales será el resultado de variaciones en la demanda de dinero y en el crédito interno. Un déficit del balance de pagos reflejaría un exceso de emisión monetaria, expresado en la economía interna como inflación. Así, medidas de política monetaria -como absorber liquidez al mercado a través de la emisión de bonos- serían más apropiadas para resolver el desequilibrio. O eliminar las fuentes de exceso de creación monetaria, como el déficit fiscal, reduciendo los gastos

del Estado, o atando la emisión de moneda al ingreso de capitales externos, como ocurrió durante la convertibilidad aplicada en la Argentina, o en cualquier otro país con tipo de cambio fijo y libre entrada y salida de capitales.

El enfoque monetario del balance de pagos fue desarrollado en los '50 y '60 en el departamento de estudios económicos del FMI, encabezado por Polak, y es aun utilizado por los analistas de este organismo para diagnosticar las crisis de balance de pagos de los países miembros y recomendar medidas para su reversión.⁵ La recesión no es importante en el contexto del modelo, que asume como supuesto el pleno empleo.

Para diferenciarlo de la versión johnsoniana del enfoque monetario del balance de pagos, Polak llama al suyo “enfoque keynesiano del enfoque monetarista del balance de pagos”, porque agrega a la teoría keynesiana los mercados de dinero y crédito en la explicación del ingreso de un país y del comportamiento del balance de pagos.

El enfoque monetario del balance de pagos del FMI⁶ supone invariable al tipo de cambio, excepto en caso de desequilibrios fundamentales, y permite –al menos en teoría- diagnosticar las causas de los desequilibrios, en realidad, de los déficits, y, por ende, recomendar políticas macroeconómicas (recesivas) para su corrección. Si bien los regímenes de tipo de cambio fijo perdieron vigencia desde mediados de los años 1970, raramente los países dejan flotar libremente sus monedas, sino que la mayoría de los que afirman tener un régimen cambiario flexible, tienden a intervenir de diversas formas para limitar las fluctuaciones⁷ y evitar la inestabilidad macroeconómica inherente a la volatilidad cambiaria. La habitual exigencia de invariabilidad cambiaria durante la vigencia de los programas del FMI suele conducir a sobrevaluar la moneda doméstica.

Las devaluaciones de la moneda mexicana, brasilera y argentina, acompañadas de importantes caídas de las reservas, luego de 4 a 8 años de cuenta corriente deficitaria, tipo de cambio fijo o cuasi fijo y apertura de la cuenta capital, confirman la insustentabilidad de largo plazo de estas políticas.

4. REFLEXIONES FINALES

En el campo de la economía internacional, en oposición a las prácticas establecidas en Bretton Woods para mantener la estabilidad monetaria mundial y promover el crecimiento del comercio y la producción, la corriente económica principal desde los años 1970 ha sostenido que los déficits de cuenta corriente no revisten mayor importancia, ya que se financian automáticamente con ingresos de la cuenta capital. Por ende, los países sólo deberían esmerarse en mantener la confianza de los mercados de capitales internacionales, basada en la solvencia fiscal y la estabilidad monetaria doméstica (baja inflación) y externa (tipo de cambio fijo o cuasi fijo), fundamentos de la

⁵ Jacques J. Polak, “The two approaches to the Balance of Payment: Keynesian and Johnsonian”, FMI, WP/01/100, agosto de 2001, p. 3.

⁶ La otra versión del enfoque monetario del balance de pagos es la johnsoniana, desarrollada en la Universidad de Chicago, que profundiza sobre los efectos de una devaluación sobre el balance de pagos, descartando la consideración de las razones que llevaron a la devaluación. En este sentido, la teoría de los desequilibrios del balance de pagos, desde los años de 1980, giró hacia el análisis de la dinámica de las crisis cambiarias, siguiendo las tendencias de la nueva macroeconomía, volcada hacia el estudio de los canales de transmisión de las perturbaciones económicas, como ocurre en los modelos de primera, segunda y tercera generación, que pivotean alrededor de este concepto, pero escapan al alcance de este trabajo. Esta teoría es útil para orientar a los inversores, mientras que limita a la política económica a mantener la solvencia fiscal y garantizar la libertad de los mercados.

⁷ Guillermo Calvo y Carmen Reinhart, “Fear of Floating”, FMI, Working Paper Nro. 7993, Washington DC, noviembre 2000.

salud macroeconómica, en los tiempos de liberalización financiera y globalización. La expansión de las finanzas y la racionalidad de los mercados alimentarían el crecimiento, en un círculo virtuoso. Las tres economías analizadas adaptaron sus instituciones económicas a esta concepción, pero este camino no las llevó al paraíso, sino al sobreendeudamiento público, a la desarticulación productiva, y a la crisis de pagos internacionales, acompañada en ciertas condiciones, por crisis bancarias.

Sin embargo, en los últimos años, la cuenta corriente volvió a cobrar protagonismo. Así, Blanchard⁸ afirma que los desequilibrios de cuenta corriente representan distorsiones de las economías domésticas que es necesario atender; que “grandes déficits de cuenta corriente y la apreciación cambiaria resultante de booms crediticios ... pueden ser muy difíciles de corregir sin una depreciación cambiaria real muy dolorosa cuando el tipo de cambio es fijo”, y que “los flujos de capitales, especialmente para economías pequeñas pueden ser volátiles, salir a toda prisa, y causar disrupción”. El FMI, que durante los años '90 recomendaba a las economías periféricas anclar sus tipos de cambio y liberar la cuenta capital, actualmente se inclina por tipos de cambio flexibles y algún control de los movimientos de capitales⁹, y recomienda a sus miembros no acumular déficits persistentes de cuenta corriente, a fin de resguardarse de las salidas abruptas de capitales o de la interrupción súbita de su influjo, y de la inestabilidad inherente a la formación de burbujas crediticias e inmobiliarias¹⁰.

Esta interpretación del balance de pagos enfocada en la cuenta corriente apunta hoy sobre todo a explicar la crisis del mundo desarrollado, y en especial, la de los Estados Unidos, como resultado de los desequilibrios globales, entre los cuales los superávits comerciales de China serían la principal contrapartida de los déficits externos estadounidenses, y por ende aquella debería permitir la depreciación del yuan, su cotización en los mercados de divisas, y su plena integración en los mercados monetarios y financieros mundiales, un esquema similar al que adoptó Japón a partir de los acuerdos Plaza y Louvre, para entrar poco después en su larga recesión¹¹. Es claro que el viraje teórico actual está vinculado con el nuevo escenario económico internacional, la impotencia de la política monetaria estadounidense ultra expansiva para estimular el crecimiento, y la insuficiencia de la corriente principal de pensamiento para inspirar medidas que desempantanen a la eurozona. El paradigma neoliberal vigente desde los años '70 adoptó la interpretación monetarista del balance de pagos y fundamentó la liberación de la cuenta capital aun para las economías pequeñas, con pobres resultados. En este sentido, las crisis de los países emergentes en el período analizado representaron expresiones singulares de una configuración específica y explosiva del sistema económico internacional, absorbida pasivamente. Los países que tras sufrir esos episodios emprendieron un crecimiento sostenido tomaron medidas para protegerse de los capitales especulativos y del sobreendeudamiento externo; para mantener activos externos propios y regionales suficientes para defenderse de los ataques especulativos; para evitar la apreciación de la moneda doméstica; y para atender la evolución de la cuenta corriente, procurando la estabilidad del sector externo, compatible con el desarrollo postergado durante varias décadas.

⁸ Olivier Blanchard y Gian Maria Milesi-Ferretti, “(Why) Should Current Account Balances Be Reduced?”, IMF Staff Discussion Note, 1ro. de marzo de 2011, SDN/11/03.

⁹ Karl Habermeier, Annamaria Kokenyne, and Chikako Baba, “The Effectiveness of Capital Controls and Prudential Policies in Managing Large Inflows”, IMF Staff Discussion Note, agosto 5 de 2011, SDN/11/14.

¹⁰ Atish Ghosh y Uma Ramakrishnan, “¿Importa el déficit en cuenta corriente?”, Finanzas y Desarrollo, diciembre de 2006, p. 45.

¹¹ Ver Rapoport y Brenta (2010), p. 103.