

Las Causas del Colapso de la Convertibilidad

El derrumbe del régimen de política económica implementado durante la década del noventa obedeció tanto a las características intrínsecas del esquema de Convertibilidad y los incentivos que generaba, como a la sucesión de shocks externos desfavorables que la economía argentina debió enfrentar, particularmente a partir de mediados de 1998. Aunque el esquema fue eficaz inicialmente como herramienta de estabilización y de formación de expectativas de los agentes, el éxito en esta materia se alcanzó al costo de generar un considerable atraso cambiario, que plantearía graves dificultades a la sostenibilidad del régimen de política económica una vez que las condiciones financieras internacionales dejaron de ser favorables. A la inflexibilidad intrínseca del régimen para lidiar con perturbaciones exógenas se sumaron vulnerabilidades, especialmente en el plano financiero, y otros desequilibrios macroeconómicos generados por el comportamiento de los agentes que respondían a incentivos "distorsionados". En particular, asociado con un tipo de cambio real apreciado, existió una importante sobreestimación del nivel de la riqueza y el ingreso en dólares, así como también un marco normativo que alentó comportamientos que exacerbaban la fragilidad financiera de la economía. En definitiva, el esquema se fue convirtiendo en un generador de desequilibrios estructurales profundos a nivel de la producción, el empleo, la distribución del ingreso, la situación fiscal, las cuentas externas y la evolución de la deuda. En ocasiones estos desequilibrios fueron, precisamente, el resultado de políticas que infructuosamente intentaron compensar algunas de las deficiencias de ese régimen de política económica.

Para ser sostenible, la Convertibilidad hubiera requerido:

- un manejo muy prudente de las finanzas públicas
- la estabilidad del flujo de capitales hacia los mercados

emergentes;

- escasos cambios en las paridades a nivel internacional
- apertura de los mercados internacionales a los productos de exportación argentinos

Ya en 1994 ninguna de estas condiciones se cumplía, lo cual indica que hacia el tercer o cuarto trimestre de dicho año la convertibilidad distaba de ser un régimen óptimo para las circunstancias por las que atravesaba la economía argentina, y las autoridades deberían haber encarado un proceso de "salida". Sin embargo, como ocurriría hasta la debacle final del esquema, los elevados costos de salida desalentaron su abandono, generando una dinámica perversa: a medida que se acumulaban los desequilibrios, las autoridades "redoblaban la apuesta", incrementando adicionalmente los costos de un eventual cambio de régimen y planteando las condiciones para un derrumbe estrepitoso. Con diferentes ritmos según perturbaciones exógenas –como la llamada crisis del "tequila" (México 1995) o las posteriores crisis regionales (Sudeste Asiático, Rusia, Brasil)-, o decisiones de política - como la reforma del sistema jubilatorio y las rebajas de contribuciones patronales, que tuvieron un fuerte impacto negativo sobre las cuentas públicas-, el modelo sólo pudo ser mantenido vía incremento del endeudamiento.

Respecto del segundo de los componentes, la estabilidad de flujos financieros hacia los mercados emergentes, la misma fue fuertemente afectada por las sucesivas crisis del "tequila", Europa del Este, Sudeste Asiático y Brasil.

En materia de paridades cambiarias, se produjeron en el mundo fuertes realineamientos muy rápidamente luego de la introducción de la Convertibilidad, comenzando en el propio mundo desarrollado con la Libra Esterlina (1992) y buena parte de las monedas europeas, para continuar luego con diferentes intervalos en prácticamente todos los mercados emergentes y aún en los mercados de los países pobres,

como es el caso de los que integran la Comunidad Financiera Africana (C.F.A.), que en el año 1994 se vieron obligados a salir del régimen de convertibilidad con el Franco Francés.

Finalmente, en lo que respecta al acceso a los mercados internacionales, el fracaso de la Ronda Uruguay en 1998 echó por tierra toda esperanza de que Argentina fuera a beneficiarse de un cambio en la política proteccionista de los países desarrollados que pudiera redundar en precios más altos para sus productos o menores obstáculos para la entrada en dichos mercados.

Si alguna duda podía existir sobre el grado de sustentabilidad de un esquema basado en una paridad cambiaria fija, la evolución de estos elementos de contexto hicieron aún más inadecuada su prolongación en el tiempo. Dicha prolongación sólo pudo lograrse al precio de un muy fuerte aumento de la deuda pública y ciertamente un empeoramiento de los efectos sobre la estructura productiva, ocupación e ingresos. Los costos de mantener el régimen de políticas vigente se incrementaron significativamente a partir de la sucesión de crisis que afectó a los mercados emergentes en la segunda mitad de la década del noventa.

Si bien la crisis sistémica más importante de los mercados emergentes tuvo su inicio con la devaluación de Tailandia en el mes de julio del '97, seguida por el contagio a otros países de la región (Indonesia, Malasia, Filipinas y Corea), el impacto sobre Argentina recién se manifestó con plenitud después de la devaluación y el default en Rusia. Al igual que Hong Kong, el otro paradigma de esquema de caja de conversión durante toda la década del '90, hacia el último trimestre de 1998 la economía local se vio enfrentada a una creciente restricción de financiamiento internacional y a una suba pronunciada de la prima de riesgo soberano.

La devaluación de Brasil en enero de 1999 complicó aún más la situación, ya que tratándose del principal socio comercial argentino, produjo incertidumbre sobre la posibilidad de sostener el tipo de cambio al tornarse más evidente que la economía enfrentaba un problema de falta de competitividad. Las dudas acerca de la posición competitiva de Argentina se incrementaron con el inicio de las devaluaciones efectuadas en gran parte de los países emergentes, a lo cual debe sumarse la fortaleza del dólar america-

no -moneda a la cual estaba atada el Peso Argentino bajo el esquema de Convertibilidad- respecto del Euro y el Yen. A todo ello debe agregarse que los precios de los "commodities" que el país exporta también comenzaban a derrumbarse, afectando la competitividad, luego de haber alcanzado sus máximos niveles en 1996 y 1997.

Pueden citarse múltiples razones sobre los causales de la crisis y el colapso de la economía argentina. La gama de argumentaciones es amplia, y va desde las explicaciones más "ortodoxas", ligadas casi con exclusividad a la falta de disciplina fiscal que inexorablemente terminan convirtiendo en insostenible el nivel de la deuda pública, hasta algunas explicaciones más "heterodoxas", que culpan a la globalización como único y directo responsable del colapso económico argentino.

Lo cierto es que en la génesis de la crisis se conjugaron una gran variedad de factores externos e internos. Sin dejar de lado esta multiplicidad de factores, la explicación que se presenta se distingue por la secuencia y la ponderación de los mismos. El énfasis se pone en aquellos elementos que se consideran **disparadores** de la crisis, a diferencia de aquellos otros que se evalúan como **amplificadores** de la misma. Esta interpretación permite comprender el porqué de la prolongación y profundidad del colapso económico argentino, sobre todo en comparación con otras experiencias, y además sirve como punto de partida para analizar cuáles han sido las claves de las salidas exitosas y qué se requiere para que la recuperación sea sustentable en el mediano y largo plazo.

La detención súbita del ingreso de capitales como disparador exógeno de la crisis

De la mencionada particular situación internacional recién comentada se destaca la gran amplitud y volatilidad de los movimientos de capitales internacionales hacia los denominados mercados emergentes que prevaleció durante la década del '90. Desde el comienzo de la década, el creciente flujo de capitales privados destinados al conjunto de países emergentes puede interpretarse principalmente como una consecuencia de las políticas económicas prevalecientes en los países industriales, particularmente la política monetaria

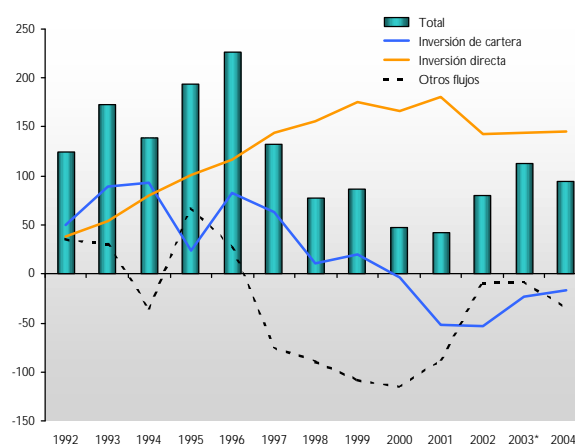
expansiva en los Estados Unidos. Esta situación desembocó en la disponibilidad de un creciente volumen de liquidez a bajo costo, en un contexto mundial de liberalización generalizada de la cuenta capital promovida por los países industriales y los organismos multilaterales de crédito.

Pero cuando se produjo la reversión de este proceso la detención del ingreso de capitales fue súbita. Esta alteración abrupta en la dirección de los flujos de capitales, no originada en cambios en los «fundamentals» y que afectó el desempeño económico de un importante número de economías emergentes, fue sintetizada en la noción de “sudden stop”. Como consecuencia de este fenómeno se produjo una reversión abrupta de los saldos deficitarios que venían mostrando de manera creciente las cuentas corrientes de los balances de pagos de los emergentes afectados. Como contrapartida, se observaron severos ajustes en la absorción doméstica (consumo e inversión), caídas en el PIB, y como consecuencia, importantes devaluaciones de las monedas de dichos países. Por supuesto que las características particulares de cada economía, como su situación fiscal, fortaleza de los sistemas financieros, grado de apertura comercial y financiera, flexibilidad de los mercados de trabajo, posición de reservas internacionales y endeudamiento público y privado, definieron la extensión y magnitud de los mencionados ajustes que se dispararon a partir de la reducción en el financiamiento externo.

Como se observa en el Gráfico 1 a continuación, los flujos netos de capitales privados hacia las economías emergentes alcanzaron un máximo de alrededor de 230.000 millones de dólares en 1996, registrándose una abrupta caída a partir de 1997. Consecuentemente, se elevó notablemente el costo financiero del endeudamiento. Un aspecto relevante a destacar de dicho Gráfico es que, luego de la violenta reducción, los flujos netos de capitales parecen tender a estabilizarse en niveles muy inferiores a los previos¹. En otras palabras, la reducción de los flujos, además de su magnitud, presenta un importante componente de persistencia, el cual no era percibido de manera tan clara desde un comienzo. Ello resultó más evidente aún cuando, a pesar de que se verificaron cam-

bios en las políticas económicas de los países industriales, por ejemplo con la política monetaria expansiva implementada por la Reserva Federal de los Estados Unidos, no se incrementó sustancialmente la disponibilidad de capitales para las economías emergentes. Otros factores, como el mayor grado de aversión al riesgo de los inversores internacionales, influyeron en la drástica reducción de los flujos netos de capitales privados. Si bien se espera una recuperación de los mismos en el mediano plazo, estarán lejos de alcanzar los máximos registrados a mediados de los noventa.

Flujo Neto de Capitales Privados hacia las Economías Emergentes
- miles de millones de dólares -



Fuente: Ministerio de Economía y Producción

Esto se debe, en parte, a que el riesgo percibido de invertir en los mercados “emergentes” aumentó como consecuencia de la reformulación del papel del Fondo Monetario Internacional en una dirección que pretende limitar su actuación como prestamista de última instancia e involucrar a los acreedores privados en la resolución de las crisis financieras. El fundamento de este cambio de paradigma en la arquitectura financiera internacional es el argumento que destaca la existencia del llamado “riesgo moral” («moral hazard»). Éste consiste en que los paquetes de asistencia del FMI, los cuales adquirieron dimensiones importantes en la segunda mitad de la década del noventa, disminuían los riesgos percibidos al garantizar la salida de los fondos con pérdidas mínimas para los inversores privados. La alteración de la estructura

¹ El promedio de los flujos netos de capitales privados hacia las economías emergentes, que superó los US\$ 170 mil millones de promedio entre 1992 y 1996, se redujo a menos de US\$ 80 mil millones en promedio entre 1997 y 2002. Otro hecho destacable es la relativa estabilidad que continúan mostrando los flujos de Inversión Directa Extranjera en comparación con el resto de los flujos de capitales, que son más sensibles a los vaivenes de las tasas de interés.

de incentivos conducía, en la práctica, a una mala evaluación de riesgos y generaba una propensión sistemática a la ocurrencia de crisis financieras.

La conformación de un círculo vicioso y el papel de los amplificadores domésticos en el colapso

¿Cómo influyó el fenómeno exógeno, que afectó prácticamente a la totalidad de las economías emergentes, a la economía argentina en particular? A la postre, de manera mucho más drástica que al resto de los países afectados. A partir del corte generalizado en los flujos de capitales hacia los emergentes la economía argentina ingresó en un círculo vicioso, caracterizado por el inicio de una prolongada y profunda recesión, que se combinó con una pesada carga de la deuda y con el problema preexistente de la sobrevaluación cambiaria² que se vio agravado por shocks negativos en el frente externo. Esta dinámica negativa se acentuó hasta el colapso traumático del régimen de política vigente en medio de una crisis financiera que culminó en la cesación de pagos de la deuda pública y la devaluación.

Un conjunto de características particulares, propias de la economía argentina, amplificaron las consecuencias de los shocks externos desfavorables. Mientras que otras economías contaban con una mucho mayor capacidad de respuesta a los shocks, por la mayor flexibilidad de sus regímenes de política y las características de su estructura económica, en el caso argentino la respuesta racional a las dificultades se vio imposibilitada por los elevados costos de salida, tanto económicos como políticos, de un esquema rígido como el de la Convertibilidad.

A partir de la crisis rusa en agosto de 1998, la economía comenzó a desacelerarse primero y cayó luego en una recesión motivada por la reducción del financiamiento disponible. La suba de la prima de riesgo, y su reflejo en las tasas de interés internas, que inicialmente provocaron la caída del nivel de actividad, se transformaron a su vez en efectos de la

misma recesión (que redujo la probabilidad de cumplir con los compromisos financieros, dada la declinación de los ingresos tributarios), generando un proceso de retroalimentación perversa. En dicho contexto, las expectativas comenzaron a deteriorarse aceleradamente, especialmente en el exterior, donde aún observadores e instituciones que alguna vez habían alabado el régimen de política vigente comenzaron a tener una visión cada vez más pesimista. Adicionalmente, el aumento del nivel y costo del endeudamiento externo tornaron cada vez más insostenible el nivel de la paridad cambiaria³: el incremento en los pagos de intereses de la deuda y la reducción en el financiamiento disponible requerían, ceteris paribus, un tipo de cambio real más elevado para alcanzar el equilibrio externo.

Este problema se agravó como consecuencia de la recesión que, al generar un aumento de los costos medios de producción (asociados a la declinación de la productividad) en adición a los provocados por las mayores tasas de interés, perjudicó la posición competitiva de los productores nacionales⁴. Aún cuando se hubiese verificado una marcada baja en los salarios nominales, el resultado habría sido contraproducente al agudizar la espiral deflacionaria. En síntesis, a partir de 1998 la economía argentina ingresó en un sendero de ajuste contractivo del cual sólo se salía con un cambio radical en las reglas del juego económico. Pese a ello, la imposibilidad de actuar sobre los "fundamentals", en un contexto en el que los cambios de política necesarios para revertir dicho curso hubieran sido muy dramáticos, condujo a las autoridades de allí en adelante a privilegiar la acción sobre las expectativas del público en un juego de señales de "austeridad" que, a la postre, resultó infructuoso.

La dolarización financiera como amplificador de los efectos de la crisis

Sobre las cenizas dejadas por la hiperinflación y la desintermediación financiera en Argentina hacia finales de los

² Se entiende que hay sobrevaluación cambiaria real cuando el tipo de cambio real observado supera al tipo de cambio real de «equilibrio». Este último está definido como aquél para el cual se logra el equilibrio interno (oferta y demanda de bienes no transables) y externo (cuenta corriente de balance de pagos "sostenible"). En la determinación de los equilibrios interno y externo influyen en forma conjunta tanto los diferenciales entre países de las productividades relativas entre sectores de bienes transables y no transables, como así también la posición neta deudora o acreedora de un país.

³ Hacia 1998 muchos observadores consideraban que la sobrevaluación cambiaria real se encontraba en un rango de entre 10% y 30%. Por supuesto que estas estimaciones dependían del sostenimiento de la situación financiera internacional imperante en los noventa, o en otras palabras, de que el "sudden stop" fuese un fenómeno transitorio.

'80, la Convertibilidad, reflejo de un «nuevo» contrato social, permitió, en considerable medida, restaurar la función del dinero como depósito de valor, habilitando una veloz regeneración de la intermediación financiera reflejada en un rápido crecimiento de los depósitos y los préstamos bancarios durante gran parte de la década del '90⁵. Sin embargo, luego de la crisis del Tequila y con el fin de superar los desafíos existentes, particularmente la falencia del rol limitado del Banco Central de la República Argentina como prestamista de última instancia, las autoridades monetarias respondieron al reto reafirmando aún más la Convertibilidad y promoviendo una serie de medidas, cuyos resultados más evidentes fueron una fuerte consolidación del sistema financiero y una mayor participación de bancos de origen extranjero, los que en teoría darían mayor solvencia al sistema.

Ciertamente el sistema bancario se fortaleció con posterioridad a la crisis de 1995, lo cual se reflejó en una mejora de los indicadores prudenciales, en una continuación del proceso de profundización financiera y en una modernización tecnológica del sector. La mayor fortaleza del sistema bancario fue en gran medida el resultado de un ambicioso programa para rediseñar y aumentar las exigencias establecidas por el marco regulatorio de la actividad bancaria, programa cuyo objetivo fue hacer que el sistema fuera lo suficientemente robusto como para soportar los impactos de shocks de importante magnitud. En particular, se quiso reforzar las reservas de liquidez del sistema y constituir las en activos en dólares, dada la percepción de que las perturbaciones de origen externo representaban la principal fuente de vulnerabilidad. Pero estos esfuerzos por el lado regulatorio, que en principio disminuían la probabilidad de una corrida bancaria, no se combinaron con iniciativas para revertir un problema que agudizaría la crisis una vez que la convertibilidad fue abandonada: el elevado y creciente nivel de dolarización financiera.

Por el contrario, la dolarización financiera⁶ fue promovida por las autoridades económicas, que la veían, frente a un eventual escenario de crisis, como una alternativa para los

depositantes a la fuga de capitales y, por ende, como un factor estabilizador (bajo el supuesto de que la paridad cambiaria se mantenía a rajatabla). Al mismo tiempo, un alto nivel de dolarización hacía impensable cualquier modificación del tipo de cambio ya que incrementaba los costos de salida de la convertibilidad. Pero esto también era, en buena medida, un efecto buscado, porque la existencia de elevados costos de salida eran parte de la "señal" transmitida por las autoridades económicas acerca de su compromiso ineludible con el esquema vigente.

Pero así como la creciente dolarización era un proceso que favorecía el desarrollo del sector bancario, al permitir que el ahorro permaneciera dentro del sistema financiero local, dicho proceso creó desequilibrios que con posterioridad agravarían significativamente la crisis. En particular, el proceso de dolarización generaba una incompatibilidad potencial entre las expectativas de muchos deudores del sistema financiero y los depositantes, en un contexto en que los primeros consideraban que en caso de que hubiera modificaciones a la paridad nominal de la moneda serían «amparados», mientras que la mayoría de los depositantes pensaba que existían suficientes garantías para considerar que sus contratos serían respetados. Así, el comportamiento de ambos grupos tendió a exacerbar el "descalce" efectivo del sistema bancario, pese a que desde el punto de vista formal (contable) tal descalce de monedas era inexistente.

En efecto, resulta evidente que, tal como estaba diseñado el esquema, cualquier modificación al tipo de cambio nominal repercutiría negativamente sobre la solvencia de los deudores pertenecientes al sector no transable de la economía, y por ende al sistema financiero en su conjunto. Por esta razón tanto las autoridades como el público en general se opusieron a abandonar la paridad 1AR\$=1US\$ hasta último momento, prolongando la duración de la agonía en un vano intento de evitar un desenlace catastrófico.

⁴ Es conveniente aclarar, no obstante, que no se debe confundir una caída transitoria de la productividad del trabajo vinculada con el ciclo económico, y que está originada en su carácter procíclico, con una reducción en el nivel de largo plazo de la Productividad Total de Factores (PTF), que sólo puede darse si hay una reducción permanente en la PTF debido a una pérdida de productividad "sistémica".

⁵ La recuperación de la intermediación financiera luego de instaurada la Convertibilidad no resultó lineal, teniendo una primera luz amarilla durante el año 1995 como consecuencia de la crisis del Tequila, en donde se produjo una fuerte, aunque transitoria, corrida sobre el peso argentino y los depósitos bancarios.

El papel de la Convertibilidad

La Convertibilidad representó el intento de extirpar de raíz la cultura inflacionaria arraigada en la conducta de los agentes (y reflejada incluso en la estructura de contratos y otras adaptaciones institucionales) tras décadas de inestabilidad. El proceso de adaptación a este contexto había introducido un sesgo inflacionario en la economía argentina y, combinado con otros factores desestabilizadores, había contribuido al estallido de dos episodios hiperinflacionarios hacia finales de la década del ochenta y principios de los noventa.

Desde el punto de vista estrictamente monetario, un régimen de «caja de conversión» es una versión extrema de tipo de cambio fijo en el cual la oferta monetaria es endógena pero, además, el Banco Central renuncia, en principio, a toda discrecionalidad (con lo que el grado de compromiso con la regla es mucho mayor). En su versión local, el esquema incorporó limitaciones precisas al financiamiento al gobierno por parte de la autoridad monetaria y restringió fuertemente las atribuciones del Banco Central de la República Argentina (BCRA) como prestamista de última instancia.

Sin embargo, en un sentido más amplio, la Convertibilidad trascendió lo estrictamente monetario-cambiario, constituyéndose en un acuerdo institucional que definió un "nuevo" contrato social. El régimen de política económica a ella asociado incluyó privatizaciones, una acelerada apertura comercial y financiera, la reforma de la seguridad social y la desregulación de la economía. Al mismo tiempo, numerosos contratos incorporaron la permanencia de la paridad como un dato inalterable. Esto implicaba un importante grado de rigidez al que se sumaba la existente en otros mercados de la economía⁷.

Frente al necesario ajuste en los precios relativos, dado que el ajuste deflacionario de precios y salarios no era ni deseable ni factible, la única vía de salida era el abandono del esquema⁸. Pero violar dicho acuerdo institucional, que contaba con un amplio consenso en la sociedad, implicaba un costo económico y político muy elevado en el corto plazo. Esto contrastaba con beneficios tanto económicos como políticos que, en el mejor de los casos, sólo se materializarían en el mediano y largo plazo. En este balance de costos y beneficios, la opción adoptada –mantener el régimen de política– determinó que los costos de salida fueran cada vez mayores, conforme se acentuaban los desequilibrios, lo cual a su vez reforzaba la preferencia por el statu quo. La situación social se hizo insostenible. De la mano de la recesión aumentó el desempleo, y con él se deterioraron el resto de los indicadores sociales. En este contexto, se produjo un empeoramiento en la distribución de los ingresos y aumentó la proporción de la población con ingresos por debajo de las líneas de pobreza e indigencia. Cabe aclarar que la mayoría de estos indicadores sociales se venían deteriorando aún en la fase expansiva de la Convertibilidad.

Esta evolución de los indicadores sociales está vinculada, entre otros factores, con la escasa dinámica del empleo durante la vigencia del régimen. En efecto, desde los primeros años de la década de los '90 determinadas políticas acentuaron el bajo costo de los servicios del factor capital (factor abundante) relativo al salario⁹, incentivando la adopción de tecnologías relativamente más capital intensivas¹⁰. El argumento se complementa cuando a la excesiva reducción del costo del capital en términos de salario se le adicionaron los problemas de segmentación provocados por la informalidad cre-

⁶ La dolarización financiera, con una larga historia en la Argentina, se agravó como resultado de una respuesta espontánea por parte de los agentes económicos a la inestabilidad macroeconómica y al contexto de elevada inflación existente en los '80.

⁷ Sin embargo, la inflexibilidad nominal suele estar limitada a los salarios de los trabajadores en el sector formal. Al respecto cabe recordar que el sector informal llegó a superar el 40% del total en el empleo privado, y que el ajuste nominal de ingresos del sector llegó al 30% entre 1998 y 2002. En realidad, la rigidez contractual se extendió a todo el resto de la economía (fundamentalmente formal). Como ejemplo se pueden citar los contratos de tarifas de empresas privatizadas, cuyos mecanismos de ajuste de precios se determinaron de acuerdo a la evolución de precios en los Estados Unidos.

⁸ De hecho, todos los casos exitosos de salida tras las crisis en Asia, Rusia y Brasil se dieron a partir de devaluaciones que permitieron revertir los saldos comerciales negativos.

⁹ Al avanzar la década se empezó a argumentar sobre la necesidad de flexibilizar el mercado laboral como forma de solucionar la distorsión en los precios relativos de los servicios factoriales y aumentar la competitividad. En esta línea, las autoridades adoptaron medidas para bajar el costo de emplear mano de obra y para flexibilizar las relaciones laborales, que resultaron ineficaces para frenar el aumento del desempleo. Ciertamente, es posible argumentar que el momento en que se instrumentaron las medidas no se correspondió con la fase expansiva del ciclo económico. Pero también, y de forma mucho más relevante, resulta evidente que no hay flexibilización alguna que pueda dar resultados positivos cuando está inmersa en un modelo macroeconómico que implica desestructuración productiva y concentración personal y geográfica del ingreso.

¹⁰ En general las políticas de reducción del costo del capital fueron de shock, incluyendo políticas comerciales e impositivas que favorecieron el endeudamiento en la estructura financiera de las empresas.

ciente en el mercado laboral. Una manifestación del fenómeno expuesto anteriormente fue la amplia brecha que se fue generando entre los ingresos de aquellas personas con mayor "capital humano" incorporado y el resto. Estas caracterizaciones determinaron que aún en los años de expansión económica, el empleo creciera en mucho menor proporción (baja elasticidad producto del empleo) y el desempleo se redujera poco o nada, situación que se agravó con la entrada de la economía en la fase recesiva. Como resultado, entre 1998 y 2002 cayó el empleo y el ingreso de los trabajadores tanto en el sector formal como informal, aunque en el primer caso, tal como era de esperar, el ajuste fue relativamente mayor en el empleo y en el segundo lo fue en los ingresos.

De esta manera, se profundizó lo que en el transcurso de toda la década constituyó una de las consecuencias más lamentables del rígido esquema de Convertibilidad, que fue la exclusión creciente de una parte cada vez más importante de la población.

El limitado rol del déficit fiscal

En el análisis de las causas de la crisis se deja para el final una reflexión sobre la fragilidad de la situación fiscal, que constituye una de las causas del colapso más mencionada por una buena parte de los analistas. La política fiscal estuvo muy condicionada por el nivel de actividad, y en los momentos de expansión no se tomaron las medidas precautorias para prevenir los efectos adversos de la interrupción del flujo de capitales y el impacto de dicha situación sobre la actividad económica. El comportamiento excesivamente pro-cíclico de la recaudación impositiva y el gasto público, los altos y crecientes niveles de evasión y la falta de eficiencia del gasto son elementos largamente reconocidos. Una vez iniciada la recesión, la endeble posición del sector público quedó completamente expuesta. A partir de la fuerte restricción de financiamiento externo, las autoridades recurrieron al financiamiento interno, lo que significó un reemplazo del financiamiento a la inversión privada por préstamos al gobierno (fenómeno conocido como "crowding out"). Estas operaciones, al principio voluntarias, comenzaron a deterio-

rar la estructura de activos de los bancos, a partir de la acumulación creciente de instrumentos públicos que, como incentivo, les permitían obtener ganancias "fáciles". La solvencia del sistema financiero comenzó a decaer pari-passu el declive del valor de los instrumentos de deuda pública, junto con la creciente percepción de que la paridad del peso con el dólar no estaba garantizada, y éste fue finalmente uno de los factores que minaron la confianza en el sistema bancario.

El ahogo del sector privado se profundizó a través de políticas contractivas, primero las impositivas de fines de 1999 y luego los recortes del gasto, que finalizaron sepultando las esperanzas de recuperación de la actividad en el año 2000. Una vez que el financiamiento interno voluntario se agotó, llegó el turno de la "ayuda" multilateral. En enero de 2001 la Argentina firmó un nuevo acuerdo Stand By con el FMI que aportó alrededor de 14.000 millones de dólares como parte de un programa de ayuda financiera, conocido popularmente con el nombre de "blindaje", cercano a los 40.000 millones de dólares.

La falta de sustentabilidad de la situación fiscal se evidenció una vez más cuando las autoridades implementaron un mega canje de deuda pública cercano a los 30.000 millones de dólares con el objeto de extender sus plazos, aunque a un costo elevadísimo en términos de valor presente neto¹¹. Tampoco fueron suficientes medidas como la ley de déficit cero o los posteriores ahorros "forzados", no voluntarios, y un nuevo canje de deuda por Préstamos Garantizados. En definitiva, las diversas medidas correctivas encaradas para ajustar los desequilibrios de las cuentas públicas fueron cada vez más desesperadas y no hicieron más que agravar la situación.

La hipótesis predominante sostenía que el déficit fiscal era el determinante fundamental de la elevada y volátil prima de "riesgo país", que a su vez provocaba la reducción abrupta de los flujos de capitales y esto a su vez la caída de la actividad. La atención de los analistas de la coyuntura económica argentina se concentró en la prima de riesgo, que aparecía como la variable clave a seguir. Primero, por ser un determinante muy importante del precio del stock de capital, al influir

¹¹ Según estimaciones del FMI, se pospusieron servicios de deuda por US\$ 12.600 millones entre 2001 y 2005, a un costo estimado de US\$ 22.100 millones.

sobre la tasa a la cual se descuentan los flujos de producto marginal del capital de los proyectos de inversión. Segundo, porque dada la preeminencia de los desequilibrios financieros y la política de emisión de señales encarada por las autoridades, el comportamiento de la prima de riesgo resumía las expectativas acerca de la marcha de la economía¹².

La hipótesis «fiscalista», en apariencia tan simple, se basaba en el supuesto que la economía podía ajustarse con gran flexibilidad a los cambios en el contexto interno y externo merced a que en la Convertibilidad se había implementado un ambicioso programa de reformas estructurales, a partir de las cuales se logró la eliminación de la inflación y una pronta recuperación de la economía luego de producido el shock del «tequila». Sin embargo, esta hipótesis resulta difícil de sostener ante la indiscriminada reducción en los flujos de capitales que se dio en el conjunto de países emergentes, con independencia de la situación específica que atravesaba en el plano fiscal. Esto no significa desconocer que los factores de naturaleza fiscal no hayan tenido un rol importante en el desarrollo de la crisis sino, simplemente, señalar que éste no parece haber sido el factor desencadenante.

Las consecuencias del proceso: devaluación y “default”

En los tramos finales de la crisis, cuando la vulnerabilidad externa de la economía argentina quedó en evidencia, traduciéndose en un tipo de cambio real apreciado, una recesión incipiente y una dinámica de endeudamiento no sostenible, comenzaron a aparecer las dudas acerca de la viabilidad del sistema financiero en su conjunto. Frente a la inexistencia de una estrategia clara y convincente de cómo encauzar la situación en un contexto en el cual se redujo la liquidez de los bancos y se incrementó la exposición del mismo al riesgo de default soberano, comenzó a configurarse un círculo vicioso que condujo a un masivo retiro de depósitos y a la pérdida de reservas, precipitando el descalabro económico a fines del 2001 y el consecuente quiebre del sistema de pagos.

El conjunto y la secuencia de los motivos expuestos permiten

explicar fácilmente la magnitud del colapso en que se precipitó la economía argentina. La Convertibilidad se fue abandonando paulatinamente cuando diversos acuerdos institucionales, básicamente monetarios y cambiarios, fueron afectados a lo largo de 2001. La imposibilidad de que la Argentina pudiera retornar a la senda de crecimiento, tras la implementación de políticas que agudizaron las tendencias recesivas y luego de varios intentos de restablecer la solvencia fiscal y financiera del Estado argentino, junto con el fuerte deterioro de las variables sociales y la falta de consenso político sobre los principales aspectos económicos, se constituyeron en elementos clave para que los agentes económicos definitivamente vislumbraran la salida formal del esquema, la cual se produjo a principios de 2002. Por un lado, la secuencia de factores presentados nos permite entender que la depreciación real de la moneda se fue gestando, en la práctica, mucho tiempo antes que a inicios de 2002, cuando se decidió la devaluación formal a 1,40 pesos por dólar¹³. Por otro lado, esa secuencia y el atraso cambiario nos permiten comprender que hacia fines de 2001, la carga de la deuda externa (“debt overhang”) había adquirido una magnitud tal que hizo imposible su cumplimiento en las condiciones contractuales originales.

Caída y Recuperación

Como consecuencia del proceso descrito en la sección precedente, el abandono formal de la Convertibilidad, a principios del año 2002, indujo una sustancial depreciación, que fue más allá de la devaluación inicial a 1,40 pesos por dólar, y llevó a la suspensión de los pagos de una parte significativa de la deuda pública. En el primer trimestre de 2002 la actividad económica continuó derrumbándose al mismo ritmo que lo venía haciendo desde mediados de 2001, lo cual se tradujo en una destrucción de valor prácticamente sin parangón en la historia económica argentina contemporánea. En el año 2002 el PIB a precios constantes se redujo un 10,9%, magnitud similar a la caída experimentada en el año 1914 y aún mayor que aquellas sufridas en los años de crisis 1931 y 1932. La caída del producto fue acompañada por una re-

¹² La escasa volatilidad del tipo de cambio real emitía señales erróneas para la toma de decisiones, las cuales profundizaban el desequilibrio existente.

¹³ Probablemente, si la salida de la convertibilidad se hubiera instrumentado de una forma menos traumática y más ordenada, el nivel de “overshooting” cambiario de comienzos de 2002 habría sido más reducido.

ducción aún mayor del consumo (-11,3%), la inversión (-36,4%) y las importaciones (-50,1%), y por el fuerte deterioro de las variables sociales. En el mes de mayo de 2002 el desempleo urbano alcanzó sus máximos (21,5% de la PEA), y la proporción de la población pobre e indigente continuó aumentando hasta octubre de ese año.

En contra de la casi unanimidad de los pronósticos que presagiaban un desplome aún mayor con alta probabilidad de derivar en un nuevo episodio hiperinflacionario, la actividad económica dejó de caer. A partir del segundo trimestre de 2002 comenzó a producirse una lenta recuperación, en un contexto en el cual las variables monetarias y financieras todavía podían ser caracterizadas por un comportamiento altamente inestable.

En fuerte contraste con algunos momentos de la historia económica argentina, el bajo nivel de traslado a precios de la devaluación restó impulso a la dinámica alcista del tipo de cambio nominal, creando las condiciones para su posterior estabilización al dejar en evidencia que se había producido una sobrerreacción. Al mismo tiempo, la suba relativamente moderada de los precios impidió que se reactivaran los mecanismos de indexación típicos de la década del ochenta.

Tal como será analizado con detenimiento en la sección 3, «Precios y Salarios», el bajo nivel de traslado de la depreciación nominal a los precios internos (“pass through”) se verificó gracias a la combinación de una serie de medidas de índole fiscal y monetaria consistentes que permitió la corrección de precios relativos internos, cumpliendo con las necesidades estructurales de la economía.

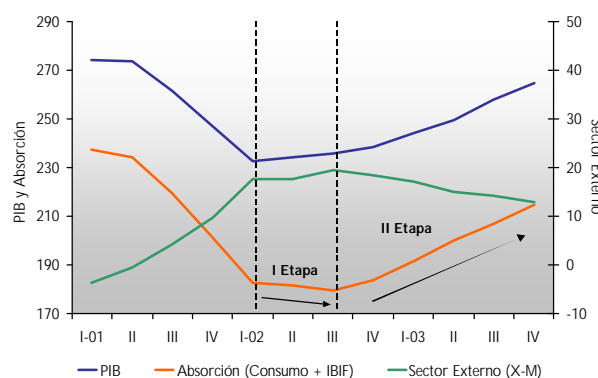
Lo cierto es que el bajo “pass through” permitió ir delineando una nueva estructura de precios relativos de los bienes y de retribución de los servicios de los factores que abrió las puertas al inicio de un importante proceso de sustitución de importaciones. Por supuesto que el afianzamiento del mismo pudo lograrse a medida que las variables financieras y monetarias se estabilizaron, lo cual a su vez fue el resultado directo del manejo prudente de la política económica. Al mismo tiempo, la estabilización del tipo de cambio contribuyó a parar y revertir el profundo deterioro de la situación social de una parte importante de la población en virtud de la alta sensibilidad de los indicadores de indigencia y pobreza a cambios

en el valor de la canasta básica.

El proceso de recuperación puede caracterizarse por dos momentos completamente diferenciados, en virtud de la participación de los componentes de la demanda agregada en la evolución del PIB, tal como puede observarse en el siguiente gráfico:

Participación de los componentes de la Demanda en la variación del PIB

-Millones de Pesos de 1993 (desestacionalizados)-



Fuente: Ministerio de Economía y Producción

- La primera etapa, que abarca el segundo y tercer trimestres del año 2002, puede ser caracterizada por una participación negativa de la absorción doméstica representada por el consumo y la inversión. Tanto el consumo, ya fuera éste público o privado, como la inversión ejercieron una influencia negativa sobre el crecimiento económico, el cual pudo sustentarse únicamente por la evolución de las exportaciones netas, comportamiento fundamentalmente explicado por la gran caída de las importaciones, en parte sustituidas por producción nacional.
- La segunda etapa, que abarca desde el último trimestre de 2002 hasta la actualidad, se caracteriza por una fuerte recuperación del consumo privado y de las inversiones (construcción y equipo durable de producción nacional e importado), los cuales han vuelto a contribuir positivamente al crecimiento de la economía. Por el contrario, en este subperíodo, las exportaciones netas han contribuido negativamente a la recuperación del producto, ya que la mejora en la absorción doméstica y en la actividad trajeron aparejados una fuerte recuperación de las importaciones. Pese al

crecimiento de las exportaciones, en un contexto de precios internacionales altamente favorables para las commodities que Argentina exporta, el ritmo de crecimiento de las importaciones fue aún mayor y ello determinó una reducción paulatina del superávit comercial que aún así se mantuvo en valores muy elevados.

Como ya fuera mencionado, gracias al bajo traslado de la depreciación nominal a los precios, la salida de la recesión se vio acompañada por un profundo cambio en los precios relativos fundamentales de la economía:

- El cambio en el precio relativo de los bienes y servicios. En el transcurso del año 2002 se fue generando una creciente depreciación real del peso producto de una suba persistente del tipo de cambio nominal acompañada de un bajo traslado sobre los precios. En forma consistente con una mayor contención de las variables fiscales y monetarias, el pronunciado incremento del tipo de cambio nominal dio paso a una tendencia decreciente del valor del dólar. Resulta claro, entonces, que el tipo de cambio experimentó una "sobrerreacción" (overshooting) tras la salida de la convertibilidad, que fue corrigiéndose gradualmente. Contrás las expectativas prevalecientes y la experiencia histórica, si bien los precios aumentaron desde el fin de la Convertibilidad, estos convergieron hacia un sendero de baja inflación, lo que permitió que, aún con cierta apreciación nominal del Peso Argentino, no se "evaporaran" las ganancias de competitividad conseguidas.
- El cambio en el precio relativo de los servicios de los factores productivos. Durante todo el 2002, como resultado de la depreciación del tipo nominal de cambio, de la moratoria en el pago de parte de la deuda pública, del alto nivel de desempleo y de la profunda informalización de la economía, se produjo un fuerte abaratamiento del salario con relación al costo del capital, tanto en términos nominales como reales. Si bien durante el año 2003 la situación del mercado laboral ha mejorado en forma notable y han comen-

zado a verificarse subas en los salarios del sector privado (incluyendo los aumentos otorgados por decretos del Poder Ejecutivo), estos aumentos se han producido luego de un pronunciado deterioro del salario real post-depreciación y en línea con los aumentos en la productividad registrados a partir de la recuperación de la economía.

En función de la magnitud de los cambios mencionados comenzaron a producirse modificaciones en las producciones relativas de los sectores productivos y en el uso de los factores de producción. Tal como era de esperar, la depreciación real del peso incrementó los precios relativos de los bienes generados por el sector transable respecto de los precios de los bienes y servicios no transables, provocando una reasignación de recursos productivos hacia los primeros. A pesar de representar menos de un cuarto del PIB a precios constantes, en el 2003 los bienes transables tuvieron una participación de alrededor del 29% en el crecimiento total de la economía, donde tuvieron especial relevancia los bienes industriales y la producción de bienes relacionados con el sector agropecuario¹⁴. El abaratamiento relativo del salario repercutió especialmente en aquellos sectores que producen bienes que sustituyen importaciones. Dentro de la industria, se destacaron aquellos sectores relativamente intensivos en la utilización de mano de obra.

La producción de bienes no transables, que representa casi un 73,1% del PIB a precios constantes, fue recuperándose paulatinamente de la mano del aumento del consumo privado. Los rubros que dinamizaron el crecimiento fueron aquellos relacionados con la construcción, la provisión de servicios en general y el transporte, que fueron los más castigados inmediatamente después de la depreciación cambiaria real y el derrumbe del nivel de actividad.

El patrón de distribución sectorial que está mostrando la recuperación de la actividad real conjuntamente con la pronunciada disminución de las tasas de inflación están contribuyendo a una mejora paulatina del conjunto de variables relacionadas con el mercado laboral.

¹⁴ Cabe señalar que esta participación medida a los precios corrientes (40,2%) es necesariamente mayor porque los ponderadores de precios corresponden al año base de 1993, con precios relativos de los bienes y servicios transables sensiblemente más bajos que los de la actualidad.

El Escenario de Mediano y Largo Plazo

Superando prácticamente todos los pronósticos, la suba del PIB fue de 8,7% en 2003 (a precios de 1993), superando prácticamente todos los pronósticos. En términos desestacionalizados, esto implica que el PIB se ubicaba, en el cuarto trimestre del año, un 13,8% por encima de los mínimos registrados en el primer trimestre de 2002. Esta recuperación fue posible gracias al sensible cambio registrado en los precios relativos y al impulso que ello dio a las actividades productoras de bienes y servicios transables¹⁵.

Adicionalmente, de la mano de esta recuperación han mejorado significativamente el grueso de las variables macroeconómicas, incluyendo a los indicadores sociales. Los indicadores económicos no hacen más que reflejar cómo se ha ido revirtiendo el escepticismo que caracterizó al conjunto de la sociedad en los últimos años. Las perspectivas también han mejorado sustancialmente, como lo señalan los distintos indicadores de confianza de consumidores y productores.

Para que la recuperación actual continúe y se transforme en crecimiento económico sostenible en el tiempo se requiere, por un lado, evaluar la configuración aproximada de las variables económicas hacia las cuales converge la economía, y por otro, precisar de la manera más acabada posible la etapa que se está desarrollando actualmente.

El nuevo escenario macroeconómico hacia el cual se converge

Por un lado, sabemos que la economía argentina no puede converger a una situación macroeconómica similar a la que prevaleció en la década pasada, porque la misma fue no sólo insostenible, sino que también adquirió características indeseables por las inequidades sociales que generó. De las

secciones previas concluimos que el **nuevo equilibrio macroeconómico** hacia el cual convergería la economía debería caracterizarse por un **conjunto de precios relativos fundamentales** que necesariamente debe ser **distinto** al conjunto de precios que prevaleció en la década anterior.

Sobre la base de un marco de consistencia macroeconómica que garantiza el cumplimiento de las restricciones contables fundamentales, y examinando los hechos estilizados del comportamiento macroeconómico de nuestro país en el pasado como referencia a tener en cuenta, se elaboraron proyecciones de las principales variables macroeconómicas.

Los hechos estilizados

Uno de los rasgos que han caracterizado la dinámica de largo plazo de la economía argentina fue la elevada volatilidad observada en la evolución de los principales precios relativos. Esta marcada volatilidad se transformó en un factor de fuerte incertidumbre que afectó la toma de decisiones de largo plazo y se tradujo en bajas tasas de crecimiento promedio del PIB. Los precios relativos son variables "endógenas". Como tales, están finalmente determinados por el contexto macroeconómico y sólo son susceptibles de ser controladas en el "corto plazo". Pretender "fijar" estas variables por períodos prolongados puede resultar contraproducente, ya sea porque los valores "fijados" estén alejados del "equilibrio" y la acumulación de desajustes terminen en crisis, o porque los factores determinantes del nivel de "equilibrio" (por ejemplo, flujos de capitales) sufren modificaciones que alteran el mismo.

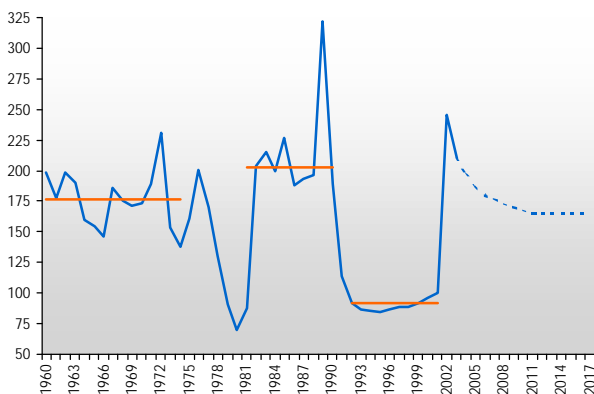
En el Gráfico siguiente se ilustra la elevada volatilidad que exhibió el tipo de cambio real, uno de los precios relativos

¹⁵ Es interesante el contraste con otras experiencias de recuperación post crisis en el mundo emergente. En el caso de Ecuador, como consecuencia de la elevada inflación registrada tras la dolarización, las ganancias de competitividad se erosionaron rápidamente. Las diferencias con el caso ruso son más sutiles, porque si bien Rusia tardó más tiempo (pasaron cinco años desde la crisis) en "licuar" casi todas las ganancias de competitividad y alcanzó importantes tasas de crecimiento del PIB, debe tenerse en cuenta algunos aspectos relevantes que la diferencian de la experiencia argentina. Por un lado, la caída previa (inmediata) a la recuperación fue más moderada en Rusia (-5,3% en 1998) que en la de Argentina (-10,9% en 2002). También la duración de la misma fue distinta, abarcando un período de 17 trimestres con variaciones interanuales negativas en el caso de Argentina (IV Trim. 98 - IV Trim. 02) contra tan sólo 5 trimestres en el caso de Rusia (I Trim. 98 - I Trim. 99). Por otra parte, el rublo se había depreciado considerablemente en los años previos, mientras que el peso venía acumulando durante toda la década una sobrevaluación real paulatina. Por último, la razón deuda/PIB llegó a un máximo de 90% al año siguiente de la crisis (1999) mientras que en la Argentina se aproxima al 150% también un año después (2003). Dado que la magnitud de la depreciación nominal fue similar en ambos casos puede argumentarse que el desequilibrio cambiario previo a la crisis fue mayor en el caso argentino.

fundamentales de la economía.

Tipo de Cambio Real Peso-Dólar

Ponderado por índices de precios al consumidor - Base 2001=100



Fuente: Ministerio de Economía y Producción

En el análisis de la historia reciente se pueden distinguir varios periodos. Un primer período (1960-1974) en el que la economía mostró un crecimiento del PIB relativamente elevado (4,2% anual promedio) con un tipo de cambio real promedio cercano a 1,75, sobre una base de 1 en el año 2001.

Un segundo período (1975-1990) de muy bajo crecimiento del PIB, donde el comportamiento adaptativo de los agentes económicos terminó por configurar un régimen de alta inflación, y en el que se verificó una gran volatilidad del tipo de cambio real. En la década de los '80 la economía mostró una caída del PIB cercana al 1% anual promedio y el tipo de cambio real, si bien alcanzó un nivel promedio muy depreciado (2,05, respecto de la base 1 en 2001) tuvo una volatilidad extrema, particularmente en los periodos previos a los episodios hiperinflacionarios.

En el tercer período (Convertibilidad), la economía creció en los primeros años de la década, impulsada por un fuerte ingreso de capitales que sobre-expandió la demanda agregada, y el tipo de cambio real redujo notablemente su volatilidad, aunque su nivel se mantuvo muy apreciado.

En teoría, bajo la convertibilidad la deflación era el mecanismo de ajuste de la economía ante cambios adversos importantes en las variables externas, tales como una pronunciada reversión de los flujos de capitales. En la práctica, era altamente

improbable que se verificara una caída generalizada de los precios de la magnitud necesaria para adaptar la economía a un shock externo negativo. Además, incluso siendo factible, la deflación podía generar, en muchos aspectos, consecuencias negativas similares (aunque no idénticas) a la devaluación, tales como, por ejemplo, el aumento de la carga real de los pasivos para los deudores, con el agravante de que el efecto existiría independientemente de la moneda en que estuviera constituida la deuda.

En definitiva, dado que la deflación no podía, en la práctica, ser un mecanismo efectivo para alterar los precios relativos, y que una devaluación implicaba, por definición, el abandono del régimen, el esquema convertibilidad era notablemente rígido. Pero además, la inflexibilidad del tipo de cambio acrecentó la persistencia y la magnitud de los desequilibrios, dado que indujo a los agentes económicos (incluido el gobierno) a tomar decisiones sobre la base de precios y rentabilidades en las distintas actividades que no eran de equilibrio.

Con el colapso comenzó una nueva etapa, en la cual el tipo de cambio se sobredepreció ("overshooting") en términos nominales y reales. El tipo de cambio real promedio del año 2002 fue superado únicamente en el período previo a las hiperinflaciones de fines de los '80 y comienzos de los '90, que precedieron la implementación de la convertibilidad. A diferencia, en el año 2003, y como consecuencia de un cambio de portafolio a favor de los activos locales a raíz de la reversión de las expectativas negativas, el tipo de cambio real revirtió parte de la depreciación experimentada en el año anterior¹⁶. Al comenzar 2004 su nivel prácticamente coincide con el promedio registrado en la década de los '80, y se ubica muy por encima del promedio de los años '90.

La convergencia hacia el nuevo "equilibrio"

Hay una serie de razones por las cuales es razonable pensar que la economía argentina no está aún en una situación que pueda considerarse de equilibrio.

En primer lugar, la actual estructura de precios relativos no puede considerarse como permanente, tal como se analiza

¹⁶ Vale la pena mencionar, sin embargo, que esta apreciación del tipo de cambio real respecto de la divisa estadounidense se observa en mucho menor magnitud cuando se considera el tipo de cambio real multilateral (medido contra una cesta de monedas de los principales socios comerciales). Esto significa que la economía no habría sufrido una pérdida significativa de competitividad en 2003.

seguidamente.

- Precios relativos de los bienes y servicios: *el tipo de cambio real se encuentra actualmente (2,05) por encima del estimado como de equilibrio de mediano y largo plazo. En las proyecciones macroeconómicas, el ajuste hacia el "equilibrio" se va produciendo paulatinamente vía una suba gradual y moderada de los precios internos. En particular, es esperable cierta recuperación de márgenes en el segmento minorista y algunos ajustes en las tarifas de los servicios públicos.*
- Relación entre el salario real y el costo del capital: *La profunda caída del salario real tras la devaluación, combinada con la suba de la prima de riesgo implícita, redujo al mínimo el precio relativo del factor trabajo respecto del costo del capital. Ciertamente, los salarios reales se están recuperando en forma generalizada, al tiempo que se verifica una recuperación más rápida en las remuneraciones de los trabajadores del sector informal, que habían caído en forma más pronunciada durante la crisis. Con relación al costo del capital, cabe esperar que, desde niveles muy elevados, éste tienda a reducirse acompañando la mejora en las expectativas, la normalización del sistema financiero doméstico y la reestructuración de los pasivos públicos y privados en situación irregular¹⁷.*

En segundo término, todavía existe una considerable brecha entre el producto actual y su nivel potencial. Se estima que la brecha del PIB fue a fines de 2003 cercana al -11,4%, aunque la misma se está achicando velozmente, desde un máximo cercano al -18,4% alcanzado en 2002. Esta situación revela la existencia de factores productivos ociosos, como lo reflejan los índices de capacidad utilizada en diversos sectores y el todavía elevado nivel de desempleo. Sin embargo, la recuperación ha sido heterogénea y ya hay sectores que están operando al límite de su capacidad instalada. Por otra parte, la recuperación de la demanda de trabajo ha sido importante y en algunos sectores de actividad se ha verificado un desfase entre las calificaciones requeridas y las dispo-

nibles en la fuerza de trabajo.

Un tercer factor, que refleja que la actual situación es transitoria, es el elevado superávit alcanzado en las cuentas externas. El superávit de la cuenta corriente de la balanza de pagos -base devengado- para 2003 habría ascendido a US\$ 7.941 millones¹⁸ según la primera estimación. Se estima que la economía argentina debería converger a una cuenta corriente del balance de pagos próxima al equilibrio en el "largo plazo", consistente con la evolución prevista del PIB y los precios relativos en el escenario base que se ha planteado en el trabajo.

Puede afirmarse, entonces, que luego del colapso del régimen de Convertibilidad, y pese a la importante recuperación, la economía argentina se encuentra atravesando una etapa en la cual está convergiendo hacia un nuevo equilibrio macroeconómico. La convergencia a un crecimiento económico sostenible y a una configuración macroeconómica de "equilibrio" no se dará, sin embargo, hasta que no culminen una serie de procesos ya en marcha, que incluyen la reestructuración ordenada y sostenible de las deudas pública y privada, el establecimiento de un marco jurídico previsible y el fortalecimiento de las instituciones, la renegociación de los contratos de los servicios públicos privatizados, el fortalecimiento y la reconfiguración del sistema financiero privado y público, la consolidación fiscal (incluyendo reformas del sistema impositivo, la mejora en la gestión y la eficiencia del gasto público nacional y la reforma del régimen de coparticipación federal) y el rediseño del sistema de seguridad social.

El reconocimiento de que actualmente la economía atraviesa una etapa de convergencia no impide que puedan plantearse múltiples ejercicios de proyección que, aún mostrando configuraciones macroeconómicamente consistentes, no reflejen necesariamente posiciones "deseables" ni sostenibles, desde una perspectiva más amplia. En no pocas oportunidades se utiliza un concepto de "sostenibilidad" restringido al aspecto fiscal, que pone el énfasis en la necesidad de lograr un determinado superávit fiscal primario para el pago de la deuda. No todos los escenarios "fiscalmente sostenibles" resultan

¹⁷ De hecho, la prima de riesgo implícita en los bonos en situación regular emitidos después del default ya refleja una importante reducción del riesgo soberano.

¹⁸ Por su parte, el superávit de la cuenta corriente del balance cambiario, base caja, ascendió a un total de aproximadamente US\$ 8.871 millones.

“factibles” cuando se integran consideraciones de índole económica en un sentido más amplio, así como variables políticas y sociales. Por ello, es conveniente adoptar una perspectiva integral, que no sólo incluya las restricciones fiscal y externa sino también el cumplimiento de objetivos relacionados con la generación de empleo, la disminución de la pobreza y la distribución del ingreso (sea ésta personal, funcional o regional), lo cual implica restringir los rangos de proyecciones para los precios relativos de los bienes y factores para que sean consistentes con dichos objetivos.

Por ello, a fin de construir ejercicios de proyección que cumplan con los objetivos mencionados se requiere asumir que los precios relativos entre bienes transables y no transables (tipo de cambio real) y de los servicios factoriales (salario real sobre renta del capital) convergerán a valores de largo plazo sensiblemente distintos a los que prevalecieron durante los años noventa. Estos precios relativos incluyen, obviamente, la “prima de riesgo soberano”. En particular, en el esquema de proyecciones hay una prima de riesgo implícita de “equilibrio”¹⁹, más reducida que la actual, que resulta consistente con el crecimiento del PIB y el tipo de cambio a los cuales se converge en el “largo plazo”. Por el contrario, el salario en términos reales se ubicará necesariamente en niveles más elevados que los actuales.

De acuerdo a los ejercicios realizados, el nuevo equilibrio macroeconómico al cual se convergería tendría las siguientes características en términos del crecimiento de la actividad y los precios relativos:

- Crecimiento de “largo plazo” mínimo del PIB: 3%

anual²⁰. Esta estimación surge del análisis de las fuentes del crecimiento económico argentino en las últimas cuatro décadas, esto es de la adopción de supuestos muy moderados respecto a la evolución de los factores básicos de producción, capital y trabajo, y del crecimiento de la productividad total de factores de la economía, especialmente si se tienen en cuenta las dotaciones de factores y capacidades que posee el país, y cuando se compara con las proyecciones realizadas por diversas fuentes para otros países, ya sean tanto de mayor como de menor desarrollo que el nuestro²¹.

- Tipo de cambio real de “largo plazo” mínimo: 1,65 (\$/US\$ corregido por índices de precios al consumidor). Esta estimación también surge del análisis histórico, y en el marco de consistencia macroeconómica se ajusta a la proyección de crecimiento del PIB. Una interpretación intuitiva de la proyección del tipo de cambio real al cual convergería la economía en relación con el crecimiento del PIB (3% anual) puede darse en los siguientes términos: así como es evidente que el ingreso per cápita próximo a los 9.000 dólares de fines de los ‘90 era “irreal”, tampoco podemos considerar que el ingreso actual, próximo a los 3.000 dólares per cápita, sea “realista”, particularmente cuando se realizan comparaciones con otros países de desarrollo similar. Se estima que en los primeros años de la próxima década, momento en que la economía convergería a su nuevo “equilibrio” en términos de crecimiento del PIB y del tipo de cambio real, el ingreso per cápita alcanzaría aproximadamente los 6.000 dólares.

¹⁹ Tras el default la prima de riesgo soberano, tal como se ve reflejada en los indicadores habituales, perdió gran parte de su relevancia, lo que no implica que el concepto teórico de diferenciales de riesgo entre activos locales vis a vis activos emitidos por las economías más desarrolladas no sea una variable importante. El problema es que no es tan sencillo resumir este concepto en un único indicador como antes de la cesación de pagos.

²⁰ Cabe destacar que, según la historia económica reciente, la tasa de crecimiento promedio del PIB en el período 1960-2000 fue del 2,5% anual. Si se toma un período mucho más prolongado (1901-2003), la tasa de crecimiento promedio anual se sitúa en torno de 3%. Por el contrario, si se considera el período 1975-2002 el crecimiento fue cercano al 1% anual.

²¹ En un escenario alternativo la tasa de crecimiento del PIB convergería a un valor aproximado al 4%.