

# ¿SON LAS CRISIS POLÍTICAS CAUSA DE LAS CRISIS FINANCIERAS? EVIDENCIAS DEL GOBIERNO DE LA ALIANZA (1999-2001)\*

Por Carlos Gervasoni\*\*

Este trabajo tiene como objetivo plantear hipótesis y presentar evidencia empírica preliminar sobre el impacto de los factores políticos en la génesis de las crisis financieras en los países en desarrollo. Para ello se presenta brevemente un modelo teórico de colapsos financieros y se recurre, como estudio de caso, a la descripción de los eventos políticos y económicos que marcaron el gobierno de la Alianza en la Argentina (10/12/1999 al 20/12/2001), y que desembocaron en un derrumbe financiero con pocos precedentes en el mundo (cuyas manifestaciones más salientes fueron una corrida bancaria, el *default* sobre la abultada deuda pública y una megadevaluación).

La relevancia del tema es tanto teórica como práctica. Las crisis financieras no sólo han sido eventos históricamente frecuentes, sino que han caracterizado la evolución económica de muchos de los más importantes países en desarrollo durante la última década, de Tailandia a México, de Rusia a Corea del Sur, y de Brasil a Turquía.

Estas crisis no sólo tienen consecuencias negativas en lo económico, ya que van típicamente acompañadas de grandes caídas del PBI y de picos inflacionarios, sino también en lo político: los gobiernos a menudo se ven debilitados por el embate de cataclismos financieros que corroen tanto su popularidad como su capacidad de gobernar. Existe, por ejemplo, un bastante firme consenso sobre el papel de la crisis de la deuda en la caída de los numerosos gobiernos militares en América Latina durante los 80<sup>1</sup>. Aunque

---

\* Agradezco el apoyo del Teresa Lozano Long Institute for Latin American Studies, The University of Texas at Austin, que mediante su programa de Visiting Resource Professors contribuyó a financiar una primera versión de este artículo (Gervasoni 2003). Una segunda versión fue presentada con el título de "Debilidad Política y Crisis Financieras: Una Explicación del Fracaso de De la Rúa en Argentina" en el Congreso de Latin American Studies Association, Dallas, Texas, Marzo 27-29, 2003. Agradezco también los comentarios entonces realizados por Leslie Elliot Armijo, Luiz Carlos Bresser-Pereira y Bill Smith.

\*\* Profesor de ciencia política, UCA, UTDT y UCEMA. E-mail: gervasoni@infovia.com.ar

<sup>1</sup> Ver, por ejemplo, Huntington (1991) y Remmer (1992-1993).

los regímenes democráticos han dado muestras de ser más resistentes a las crisis, es claro que los gobernantes electos pierden votos, apoyo y poder cuando las finanzas nacionales colapsan. El temprano derrumbe del gobierno de Fernando De la Rúa en Argentina es un claro ejemplo del potencial de desestabilización política de los cataclismos financieros. En otras palabras, eventos tales como grandes y súbitas devaluaciones o incontenibles corridas bancarias no sólo empeoran las condiciones económicas (y por lo tanto sociales) de un país, sino que generalmente también provocan inestabilidad política y/o debilidad gubernamental.

Nótese que el tema es particularmente relevante para la mayoría de los países latinoamericanos que, dadas su baja tasa de ahorro interno (privado y público) y su generalmente elevada apertura al ingreso de inversiones foráneas, han sido y son muy dependientes del capital extranjero. Los ciclos de crecimiento y depresión en los países de la región han estado fuertemente asociados a los de entrada y salida de capitales, sea en la forma de inversión directa (es decir, en activos reales) o en la de inversión financiera (en depósitos bancarios, bonos, obligaciones negociables, acciones, etc.). Dada la cada vez mayor magnitud y movilidad de estos capitales en la actual era de impetuosa globalización financiera, la vulnerabilidad de los países capital-dependientes en los años recientes ha sido alta y creciente.

Existe un importante cuerpo de investigación sobre las causas económicas de las crisis financieras. Poca duda cabe de que esas causas son generalmente las más relevantes. Se le ha prestado menos atención, sin embargo, al papel de las variables políticas en la generación de crisis financieras. Es habitual, sin embargo, que los analistas de mercado o periodistas económicos den explicaciones políticas cuando se produce algún deterioro en las variables financieras de un país. Así, por ejemplo, nadie dudó en atribuir la caída, a mediados de 2002, del Real y de los bonos soberanos brasileños a las encuestas que mostraban a Lula en un muy cómodo primer lugar.

¿Cuál es la relación causal entre variables políticas y crisis financieras? ¿Pueden eventos tales como resultados electorales, cambios de gobierno o crisis gubernamentales contribuir a desencadenar crisis financieras? ¿Existe evidencia empírica de tal conexión? Y en caso afirmativo: ¿cuál es la cadena causal que lleva de un suceso político a un resultado financiero?

## Marco teórico

La expresión “crisis financiera” no escapa a las generales de la ley: es un concepto ambiguo, confuso y equívoco, que requiere ser precisado. Aquí

se lo definirá como la situación en la cual los inversores (locales o extranjeros) en activos financieros de un cierto país venden rápida, masiva y generalizadamente esos activos, produciendo de esa forma una fuerte reducción en el valor de los mismos<sup>2</sup>. Los "activos financieros" son inversiones no "reales", en depósitos bancarios, acciones, bonos del gobierno, obligaciones negociables de las empresas, etc. Nótese que la exigencia de venta "rápida, masiva y generalizada" implica que la misma afecta fuerte y repentinamente a todos o la mayoría de los activos financieros de un país. Puede perfectamente imaginarse una situación en la que los inversores transfieren sus activos de, digamos, acciones a depósitos bancarios. Esto podría producir una crisis bursátil, pero no una crisis financiera en el sentido aquí definido. Las crisis financieras son "soberanas", es decir, implican una retirada de todos o casi todos los activos financieros asociados a un cierto país.

Es importante señalar que los inversores que venden estos activos a menudo los convierten a alguna moneda extranjera confiable (como el dólar), provocando así una disminución de las reservas internacionales del país y/o una devaluación. Esto significa que las "fuga de capitales" son fenómenos estrechamente vinculados a las crisis financieras, algo así como la otra cara de la moneda. Como queda dicho, en las economías en desarrollo (aunque no sólo allí) buena parte de los inversores financieros son extranjeros (bancos, fondos de pensión, inversores institucionales, etc.) o locales con tendencia a refugiarse en activos más seguros en el exterior. Desde este punto de vista, y dada la alta correlación entre ventas masivas de activos financieros y fuga de capitales, una crisis financiera generalmente implica una salida neta "rápida, masiva y generalizada" de capitales invertidos en activos financieros de un país.

Las manifestaciones de una crisis financiera, entonces, serían las siguientes:

1. Caída fuerte, generalizada y abrupta en la demanda (y aumento en la oferta) de acciones, bonos, obligaciones negociables, etc.
2. Caída fuerte, generalizada y abrupta en el precio de acciones, bonos, obligaciones negociables, etc.
3. Caída fuerte, generalizada y abrupta de los depósitos bancarios y/o fuerte aumento de las tasas de interés.
4. Caída significativa de las reservas internacionales y/o del valor de la moneda local.

<sup>2</sup> Nótese que esta es una definición estrecha de la expresión "crisis financiera". Existen definiciones clásicas que son más amplias, en el sentido que incluyen como posibles activos no sólo los estrictamente financieros, sino también los reales, como tierra, edificios, *commodities*, etc. Ver Kindleberger (1989).

¿Qué es lo que lleva a los inversores a deshacerse de activos financieros, aun en un momento en el que los mismos están perdiendo valor?: la expectativa de una pérdida mayor, es decir, el convencimiento de que los activos financieros de ese país reducirán su valor aún más en el futuro. Tal expectativa se genera cuando se espera una mayor devaluación (que implica una pérdida de valor de cualquier activo denominado en moneda local) o cuando hay dudas sobre la capacidad de repago de las instituciones que emiten los activos (fundamentalmente gobiernos, empresas y bancos).

¿Y qué factores pueden deteriorar las expectativas? Un candidato son los llamados *fundamentals* de la economía, es decir, el estado de los grandes equilibrios macroeconómicos. Aunque no cabe duda que tienen algún efecto<sup>3</sup>, ocurre que los *fundamentals* tienden a cambiar gradualmente, mientras que las crisis se desencadenan abruptamente (Larrain 2000: 8). Quedaría entonces por explicar cómo un deterioro lento de variables económicas provoca un rapidísimo estallido financiero. Un posible argumento diría que aunque los *fundamentals* se deterioren gradualmente, en algún momento alcanzan un nivel crítico que hace que los inversores se asusten. También podría postularse que, dada cierta acumulación de desequilibrios macroeconómicos, existen eventos claves que desencadenan las crisis. En realidad, y como se verá más adelante, las crisis financieras son a menudo asimiladas a burbujas o globos que primero crecen y después explotan, generalmente por la intervención de una “aguja” que las pincha.

Se trata entonces de determinar qué eventos pueden funcionar como “agujas”, “gatillos” o hechos desencadenantes de una crisis financiera. Algunas posibilidades, sugeridas por la experiencia o la teoría, son:

1. Un shock macroeconómico exógeno, como un contagio de crisis internacional (por ejemplo México-Argentina en 1994-95 o Tailandia-Corea del Sur en 1997-98), un aumento de las tasas de interés internacionales, una mala cosecha, una caída del precio de *commodities*, etc.
2. Un cambio o expectativa de cambio en la política económica en un sentido perjudicial para los inversores financieros: por ejemplo un aumento excesivo del gasto público, una gran emisión monetaria, una fuerte devaluación de la moneda, la imposición de controles de cambio, o una reestructuración o repudio de la deuda pública. Muchas veces las expectativas sobre este tipo de políticas están vinculadas a la percepción del mercado sobre la orientación de la próxima

<sup>3</sup> Así, por ejemplo, Corbo y Hernández (2000), utilizando un modelo econométrico basado en 73 países en desarrollo durante la década 1985-1994, encuentran una “muy fuerte asociación entre *fundamentals* económicos y el flujo de capital privado hacia los países en desarrollo” (traducción del autor).

administración (como en el ejemplo dado sobre Lula en Brasil) o sobre posibles cambios en la actual. Nótese que los cambios en la política económica no dependen sólo de la voluntad de la administración sino también de su fortaleza o debilidad porque, más allá de las intenciones de un cierto presidente, puede ocurrir que las limitaciones políticas que enfrenta lo lleven a cambiar su política económica (como cuando, luego de una derrota electoral, un quiebre en la coalición de gobierno o una huelga general exitosa se buscan nuevos aliados ofreciéndoseles, a cambio, ciertas concesiones económicas).

3. Un fenómeno puramente psicológico de contagio o “manada”, que resulta en una profecía autocumplida: la salida de algunos inversores dubitativos contagia a otros, y éstos a otros, en un fenómeno tipo “bola de nieve”. La idea clave aquí es la de equilibrios múltiples: la situación se podría mantener si todos los inversores se quedaran, pero existe también un equilibrio subóptimo si todos se van masivamente, temerosos de ser los últimos en salir del mercado. Tanto Kindleberger (1989) como Larrain (2000: 8-9) dan crédito a explicaciones de las crisis financieras basadas en fenómenos tales como las expectativas autocumplidas, el “instinto de manada” y la propensión al pánico.

Nótese que los posibles “gatillos” incluyen fenómenos económicos pero también variables de otra índole, como las políticas. Como queda dicho, frecuentemente los análisis académicos o periodísticos recurren a factores políticos para explicar el comportamiento de los mercados de capital. Así, por ejemplo, analizando las causas del aumento de los flujos de capital hacia las economías en desarrollo durante los 90, un autor dice que “en algunos países (por ejemplo Chile), el retorno a la democracia también parece haber tenido un efecto significativo” (Larrain 2000: 3). Eichengreen, analizando la crisis asiática, dice que “en Corea, una elección inminente y la incertidumbre sobre la composición e intenciones del nuevo gobierno contribuyeron a inquietar aún más a los inversores” (1998: 189).

## **El modelo de crisis de Kindleberger-Minsky**

De acuerdo con Hyman Minsky (seguido por Kindleberger 1989: 17-27), las crisis son precedidas por un proceso que comienza con un shock exógeno que modifica (“desplaza”, en la jerga del modelo) las oportunidades de ganancia en una cierta economía. Tales shocks pueden ser producidos

por fenómenos tales como una guerra, una cosecha récord o fracasada, la difusión de una nueva tecnología productiva o incluso algún evento político. Los inversores se lanzan a aprovechar las nuevas oportunidades de negocios, contagiando a otros y provocando un gran incremento en la demanda de ciertos activos reales o financieros. Si este incremento es realmente de grandes proporciones, se genera un *boom*.

Los *booms* sólo ocurren si son alimentados por una expansión del crédito bancario, que aumenta la oferta monetaria y provee los medios de pago para financiar el frenesí inversor. Los bancos tienen muchas formas de expandir el crédito, lo cual hace muy probable la aparición y continuidad de un *boom*. El aumento de precios de los activos lleva a la “euforia”, la cual provoca más demanda y más aumento de precios. Incluso algunos inversores poco sofisticados e informados (por ejemplo pequeños ahorristas individuales) se tientean y compran. Kindleberger llama a este fenómeno “manía” (palabra que enfatiza lo irracional del comportamiento) o “burbuja” (expresión que resalta el peligro de estallido). Los inversores ambicionan, envidian, imitan y se masifican durante el *boom*, pero no actúan racionalmente.

En un cierto punto, algunos *insiders* que entraron temprano al mercado deciden tomar ganancias y vender. Aún con esta corriente de ventas es probable que los precios se mantengan por el ingreso de nuevos compradores que se incorporan tardíamente a la manía. La estabilización del mercado hace que algunos inversores, típicamente los más conocedores e informados, comiencen a dudar. En algún momento abandonan sus activos para cambiarlos por dinero. Pero la cantidad de dinero es limitada y no es suficiente para que todos vendan al tope del mercado. Rápidamente los demás inversores se dan cuenta que pueden estar frente al comienzo de una tendencia descendente del mercado y, temerosos de no salir a tiempo, venden, provocando una estampida. El valor de los activos se derrumba, haciendo imposible que los que se endeudaron para comprar puedan repagar sus créditos (lo cual a menudo resulta en crisis bancarias).

El factor desencadenante puede ser la quiebra de un banco, la revelación de un fraude financiero o aun la misma caída en el precio del activo objeto de la euforia. Esto lleva al pánico, que sólo se acaba cuando los activos se hacen tentadoramente baratos, cuando el gobierno interrumpe los mercados o cuando un prestamista de última instancia convence al mercado que habrá dinero disponible para satisfacer la demanda de todos (Kindleberger 1989: 22).

El Cuadro 1 esquematiza, con alguna elaboración propia, el modelo aquí bautizado como de Kindleberger-Minsky<sup>4</sup>. Aunque estos autores basan

<sup>4</sup> El cuadro 1 y su descripción en el texto se basan a grandes rasgos en el modelo de Kindleberger (1989) quien, a su vez, sigue a Hyman Minsky, aunque sin citar ninguna obra de ese autor.

el modelo en el estudio de crisis generalmente lejanas en el tiempo, y asociadas tanto a activos reales (como tierras o *commodities*) como a activos financieros, la descripción parece lo suficientemente general y flexible como para adecuarse a las recientes crisis de los países en desarrollo, típicamente asociadas a activos financieros tales como depósitos bancarios, acciones y bonos del gobierno. Más adelante se intenta aplicar el modelo de Kindleberger-Minsky a la crisis argentina de 2001.

Varios análisis de las recientes crisis financieras latinoamericanas coinciden con el esquema general del Cuadro 1, especialmente en su énfasis en el rol central de la sobreexpansión del crédito y de los hechos desencadenantes. Por ejemplo Gil-Díaz (1998) y Meigs (1998) localizan el origen de la crisis mexicana de 1994 en el fuerte crecimiento del crédito entre 1988 y 1994 –y no en la sobrevaluación del tipo de cambio, como hace por ejemplo Sachs (1999)–, y atribuyen poder desencadenante al aumento de las tasas de interés estadounidenses y a los sucesos políticos mexicanos de 1994.

## **De la entrada a la salida de capitales: las crisis financieras latinoamericanas**

Desde el estallido de la crisis de la deuda de 1982 muchos países de América Latina han sufrido crisis financieras vinculadas a los vaivenes en los flujos de capital<sup>5</sup>. Las crisis de la última década (México 1994-95, Argentina 1995 y 2001-02, Brasil 1999, Brasil y Uruguay 2002) compartieron varias características: ocurrieron en países fuertemente dependientes del capital extranjero que habían disfrutado de un *boom* de inversiones directas y financieras, las cuales contribuyeron a sostener el valor de la moneda local (generalmente sobrevaluada), financiar proyectos de inversión privada, cubrir déficit de cuenta corriente y satisfacer las necesidades de financiamiento del sector público. Dicho de otra manera, los flujos de capital en la primera parte de los 90 se tradujeron en privatizaciones, nuevos emprendimientos productivos, un creciente nivel de importaciones y una importante expansión de la deuda pública.

En particular interesa, para el contexto latinoamericano y el caso argentino que analizaremos más adelante, centrarse en el tipo de cambio y en la deuda pública. Tanto la moneda de un país como los bonos de un gobierno son activos financieros fácilmente liquidables y sujetos, por lo tanto, a manías y pánicos. En efecto, los inversores pueden arrojarse en masa sobre

---

<sup>5</sup> Para una descripción más detallada, ver Gervasoni (2003).

una moneda o sobre los bonos de un gobierno si los intereses pagados son atractivos y las perspectivas de devaluación escasas (o si los instrumentos financieros se pactan en alguna divisa fuerte). Con la misma facilidad pueden deshacerse de esa moneda o esos bonos si perciben riesgo de devaluación o incumplimiento crediticio.

Las recientes crisis financieras de los países emergentes (como las latinoamericanas mencionadas más arriba, Sudeste Asiático 1997-98, Rusia 1998) no fueron precedidas por grandes déficit fiscales ni por la emisión de moneda para financiarlos<sup>6</sup>. De hecho poco tiempo antes de esas crisis la comunidad financiera internacional hacía evaluaciones positivas sobre el futuro de la mayoría de esos países, todos los cuales se encontraban bajo la intensa atención de esa comunidad (Larrain 2000: 6). Los elementos comunes a todos estos casos y que, efectivamente, originaron alguna preocupación sobre su futuro, fueron la sobrevaluación de la moneda y la persistencia de importantes déficit de cuenta corriente.

Otro elemento común en las recientes crisis financieras latinoamericanas ha sido la presencia de una importante y creciente deuda pública, en buena medida denominada en moneda extranjera. Este fenómeno es, en alguna medida, la contracara de los déficit de cuenta corriente: el equilibrio de la balanza de pagos se reestablecía mediante el ingreso de capitales de diversa índole, incluyendo los destinados al financiamiento del sector público. El aumento de la deuda pública previo a las crisis financieras latinoamericanas provino en alguna medida de los déficit fiscales primarios nacionales (que, como queda dicho, no habían sido de gran magnitud), pero también de los abultados pagos de intereses de deudas anteriores, del reconocimiento de deudas previamente no registradas (por ejemplo, en Argentina, a los jubilados que ganaron juicios contra el Estado) y del endeudamiento de unidades subnacionales como provincias y municipios. Los bonos soberanos de gobiernos como los de Argentina, Brasil o México típicamente pagan una tasa de interés bastante superior a la de un bono emitido por un país desarrollado. Esta diferencia, que refleja el riesgo de prestarle a un gobierno considerado menos confiable y/o a una economía más frágil, convierte a los bonos latinoamericanos en activos muy atractivos para inversores dispuestos a tomar algún riesgo. Bancos, inversores institucionales, fondos de pensión y ahorristas particulares, tanto locales como extranjeros, decidieron aprovechar las oportunidades de ganancias asociadas a los bonos y proveyeron el crédito requeridos por el modelo de Kindleberger-Minsky para sostener la demanda y el precio de estos activos.

<sup>6</sup> Este párrafo sigue a Larrain (2000), pero extiende sus análisis a casos de crisis posteriores a la aparición de la obra citada.



El repago en tiempo y forma de los intereses y el capital de estos bonos depende de 1) la capacidad de pago de un gobierno y 2) la voluntad de pago de un gobierno. La capacidad de pago depende, a su vez, del resultado fiscal primario de ese gobierno, de su capacidad de tomar deuda nueva para cancelar deuda vieja, del nivel de reservas internacionales (que puedan ser utilizadas para la cancelación de deuda) y del tipo de cambio. Dado que en la mayoría de los casos los países latinoamericanos tenían déficit primarios o superávit demasiado pequeños como para afrontar todos los vencimientos de intereses y capital, buena parte de los compromisos asumidos eran honrados mediante la colocación de nuevos bonos o la obtención de nuevos préstamos. Es decir que las chances de recuperación de la inversión en bonos dependía, en buena medida, de la confianza de nuevos prestamistas (o de la renovada confianza de los anteriores). El tipo de cambio entra en juego en los muy frecuentes casos de créditos o bonos en moneda extranjera: si un país decide o es obligado a devaluar, el peso de esta deuda aumentará proporcionalmente a la magnitud de la devaluación, dificultando tanto la obtención de superávit primarios suficientes como la obtención de nuevos créditos.

El segundo factor mencionado más arriba, la voluntad de pago, no ha sido muy importante en los últimos años: no han aparecido líderes políticos que, al estilo de Alan García en los 80, decidieran suspender o limitar los pagos de la deuda. El reciente compromiso de pago por parte del presidente "Lula" Da Silva, aun luego de años de retórica anti-deuda, confirma que el repudio de la deuda pública no aparece como una opción política probable en estos tiempos (aunque a nivel teórico siga siendo uno de los determinantes del riesgo de *default*).

En resumen, la probabilidad de que un gobierno no honre sus compromisos financieros depende de:

1. El resultado fiscal primario
2. La capacidad del gobierno de obtener nuevos créditos
3. El nivel de reservas internacionales
4. El nivel del tipo de cambio real
5. La voluntad política de pago

Consecuentemente, los tenedores de bonos de un gobierno comenzarán a desconfiar y, eventualmente, a vender sus activos si ven que el resultado fiscal se deteriora y/o los mercados financieros se cierran para el país y/o descende el nivel de reservas y/o se devalúa la moneda local y/o aparece un líder o fuerza política relevante que propone limitar los pagos de la deuda pública.

## La política como factor desencadenante de las crisis financieras

Las crisis financieras recientes en América Latina tienen casi siempre un origen político: las *causas remotas* de los colapsos financieros son en buena medida políticas o, dicho de otra manera, los desequilibrios macroeconómicos que crean las condiciones para las crisis son parcialmente consecuencia de consideraciones políticas y/o electorales de los gobiernos democráticos<sup>7</sup>. Ahora bien ¿puede ocurrir que el *factor desencadenante* sea también político? ¿Puede ser que, dados los desequilibrios macroeconómicos conducentes a una crisis financiera, sean eventos políticos los que gatillan el pánico?

Pocos negarían el posible rol desencadenante de eventos tales como una guerra internacional o civil, o del ascenso de un líder de izquierda radical. De hecho hay evidencia muy concreta de este último caso en la experiencia reciente de Brasil: a medida que durante el 2002 los sondeos de opinión comenzaron a mostrar el liderazgo de Lula en la intención de voto y sus buenas chances de ganar una segunda vuelta, se registró en Brasil una fuga de inversores financieros que provocó la debilidad del Real y un muy fuerte aumento en el riesgo-país. Sólo la intervención del FMI y los compromisos asumidos públicamente por Lula y el resto de los candidatos en el sentido de honrar los compromisos asumidos lograron controlar la situación.

Pero la pregunta que aquí se formula va más allá de eventos políticos obviamente desestabilizantes como los mencionados en el párrafo anterior. Por ejemplo, aun los análisis más estrictamente económicos de la crisis mexicana de 1994-95 tienden a destacar el rol desencadenante de los eventos políticos de 1994, como la aparición de la guerrilla zapatista y los asesinatos del candidato presidencial y del Secretario General del PRI (Gil-Díaz 1998: 308). ¿Pueden este tipo de eventos políticos desencadenar crisis financieras? ¿Puede hacerlo, por ejemplo, el debilitamiento de un gobierno? ¿Puede una crisis de gabinete

<sup>7</sup> Los gobernantes democráticos tienden a mantener, mientras les es posible, condiciones macroeconómicas populares para aumentar su nivel de apoyo y ganar elecciones. Así, es habitual que sostengan tipos de cambio sobrevaluados, déficit fiscales y de cuenta corriente, y niveles estables o crecientes de deuda pública. Hacer lo contrario implicaría la implementación de dos medidas muy impopulares: la devaluación y el ajuste fiscal. Ahora bien, los desequilibrios macroeconómicos tarde o temprano son eliminados por la vía de un ajuste ejecutado por el gobierno, o por la de una crisis fuera de su control. Los gobernantes democráticos tienen fuertes incentivos para que esos ajustes o crisis ocurran luego del fin de su gobierno o, por lo menos, luego de las elecciones (por ejemplo, las maxidevaluaciones del Peso Mexicano y del Real ocurrieron unos meses después de las elecciones presidenciales de 1994 y 1998, respectivamente). La postergación del inevitable ajuste macroeconómico hace que, cuando finalmente llega, sea de mayor magnitud (para una explicación más detallada de este punto, ver Gervasoni 2003).

convertir una situación de “tensión” financiera en una de “pánico”? En este trabajo se sugiere que sí, recurriendo para ello a argumentos teóricos y a un breve estudio de caso –la crisis argentina de 2001–. Es claro que la evidencia surgida de un solo caso no puede ser concluyente ni generalizable. Sin embargo, sí puede constituirse en una rica fuente de hipótesis, de refinamiento conceptual y teórico, y de evidencia empírica parcial.

## Estudio de caso: la Alianza y la crisis del 2001

En diciembre de 1999 asumió la presidencia Fernando De la Rúa, candidato de la Alianza, un acuerdo entre los dos principales partidos de la oposición al gobierno peronista de Menem: la tradicional UCR y el nuevo Frepaso, una coalición de ex peronistas de centro-izquierda y pequeñas fuerzas de centroizquierda e izquierda. De la Rúa, un político tradicional y popular, de temperamento cauto y conservador, se ubicaba claramente en el centro del espectro político. El más “progresista” Carlos “Chacho” Álvarez, líder del Frepaso, ocupó la vicepresidencia.

De la Rúa no realizó grandes cambios en términos de política económica: su apoyo a la convertibilidad<sup>8</sup> estaba fuera de duda, así como también su compromiso con el equilibrio fiscal y el cumplimiento de las obligaciones del Estado. La situación económica, sin embargo, era delicada. Los 10 años de menemismo habían estabilizado y modernizado la economía, pero también dejado una herencia compleja: una combinación de deuda pública alta y creciente, un persistente déficit fiscal, un elevado desempleo y una gran rigidez en la política cambiaria y monetaria (debido a la ley de convertibilidad).

Este complejo cóctel macroeconómico se vio agravado por los *shocks* externos y la recesión. Luego de recuperarse del contagio de la crisis mexicana en 1995, Argentina retomó un crecimiento robusto en 1996, el cual continuó durante 1997 y la primera mitad de 1998. La crisis asiática y el *default* ruso golpearon a la Argentina y fueron probablemente las principales causas del

---

<sup>8</sup> La Ley de Convertibilidad, una creación del ministro Domingo Cavallo, fue aprobada en abril de 1991 durante la primera presidencia de Carlos Menem. Básicamente establecía un tipo de cambio atado al dólar (1 peso = 1 dólar) y obligaba al Banco Central a respaldar casi la totalidad de los pasivos monetarios con reservas en divisas u oro, permitiéndole sólo emitir pesos para comprar divisas. Así, la política monetaria argentina durante los 10 años de vigencia de la ley estuvo fuertemente condicionada por el nivel de flujo de capitales: cuando éstos entraban (como en 1991-1994 y 1996-1998) las reservas aumentaban, la oferta monetaria se expandía y la economía crecía. Cuando los flujos de capital se invertían (1995 y 1999-2001), las reservas caían, la oferta monetaria se contraía y la economía entraba en recesión.

comienzo de una nueva recesión en la segunda mitad de 1998. La devaluación brasileña de enero de 1999 complicó las cosas, tanto por la cercanía geográfica de los dos países como por su efecto sobre el valor del peso: al ser Brasil el principal socio comercial argentino, la devaluación del Real implicó un importante fortalecimiento relativo del peso, agudizando la sobrevaluación que la Argentina venía sufriendo desde varios años atrás.

Cuando De la Rúa asumió, sin embargo, había expectativas positivas: se suponía que el país retomaría el crecimiento, que la prudente política fiscal permitiría mejorar el resultado primario y que, tal como ocurrió luego del Tequila, se reiniciaría la entrada de capitales que, a su vez, relanzaría el crecimiento económico.

Dos años más tarde, sin embargo, el país estaba financiera y políticamente en ruinas: el riesgo-país alcanzó niveles estratosféricos, reflejando la certeza de los mercados sobre un *default*, las reservas del Banco Central se habían derrumbado, y los bancos sobrevivían sólo gracias a una fuerte limitación gubernamental sobre el retiro de dinero (conocida popularmente como *corralito*). Durante 2001 la recesión se había profundizado, la agitación social había ido en aumento y el gobierno se había debilitado al punto de caer por su propio peso. Aunque las relaciones de causa-efecto son difíciles de establecer (y seguramente hay causalidad bidireccional entre varios de estos fenómenos), está claro que el deterioro de los indicadores financieros contribuyó a la caída de la actividad económica, al aumento del desempleo y la pobreza, al estallido de grandes protestas sociales y al debilitamiento y muerte del gobierno de la Alianza.

Entre diciembre de 1999 y diciembre de 2001, sin embargo, nada fundamental había cambiado en la economía argentina o mundial. No hubo ninguna gran crisis internacional, ni ningún cambio importante en la política económica, ni un deterioro relevante en los términos de intercambio, ni una ruptura con los organismos internacionales de crédito, ni nada por el estilo. Por el contrario, el país accedió a fines de 2000 a un "blindaje" del FMI, que aportaba fondos para despejar las dudas sobre su capacidad de repago de la deuda pública. ¿Qué produjo entonces la debacle? ¿Cómo se explica semejante derrumbe financiero? ¿Existió un (o varios) hecho(s) desencadenante(s) de naturaleza no económica?

## El modelo de Kindleberger-Minsky aplicado a la Argentina

La interpretación que aquí se propone parte de la premisa de que desde finales de la década de 1990 estaban dadas las condiciones para una

crisis financiera. Durante varios años los inversores (y también las IFIs, lo que no es un dato menor) habían estado dispuestos a financiar al gobierno argentino. A diferencia de la ortodoxia que habitualmente se le atribuye a los dos gobiernos de Menem, durante ellos el gasto gubernamental creció como proporción del producto y la deuda pública en moneda extranjera (prácticamente equivalente al total de la deuda pública) aumentó tanto en términos absolutos como en relación al PBI. Este endeudamiento, junto con otros ingresos de capital por privatizaciones e inversiones en el sector privado, permitieron financiar el déficit de cuenta corriente y sostener el tipo de cambio sin problemas. Sin embargo está claro que la viabilidad de mantener la relación 1 peso = 1 dólar era más dudosa que nunca después de la ronda de devaluaciones de los países emergentes y en particular la de Brasil. La sustentabilidad del endeudamiento también era dudosa: la Argentina había estado aumentando su deuda pública por muchos años sin lograr eliminar un moderado pero persistente déficit fiscal primario. Aunque se ha argumentado que la deuda, como proporción del PBI, no era tan grande (algo más del 52% en 1999), numerosos factores hacían que el endeudamiento fuera particularmente grave: 1) el cronograma de vencimientos de intereses y capital suponía pagos muy importantes a partir del año 1999, 2) los servicios de la deuda en moneda extranjera como proporción de las exportaciones estaban entre los más altos del mundo y eran muy superiores a los de todos los países latinoamericanos importantes, 3) casi el total de la deuda pública estaba denominada en moneda extranjera (y, por lo tanto, implicaba una mayor proporción del PBI en caso de una devaluación) y 4) el tamaño del PBI argentino medido en dólares estaba algo sobrevaluado debido a la fortaleza del peso (esto es, una estimación del PBI con un tipo de cambio más realista hubiera supuesto un mayor peso relativo de la deuda).

La persistencia de la recesión y el déficit luego del cambio de gobierno en diciembre de 1999 debe haber contribuido a un suave pero continuado cambio en las expectativas de los inversores. Es posible que los primeros meses del gobierno de De la Rúa hayan inaugurado el período de “inquietud” o “tensión”. Con estas consideraciones en mente se procede a aplicar el modelo de crisis financiera de Kindleberger-Misky, tal como se los describió más arriba, al caso argentino (ver Cuadro 2).

Ahora bien, asumiendo que la descripción e interpretación de los hechos realizada hasta aquí es aproximadamente correcta, se plantea el interrogante respecto de la fase VII del esquema, esto es, el hecho desencadenante. Está claro que las fases VIII a X ocurrieron: hubo un “efecto manada II” y un pánico o estampida (los inversores se retiraron

precipitadamente a partir de mediados de 2001, lo cual se reflejó en la caída de los depósitos bancarios, en la pérdida de reservas y fundamentalmente en el derrumbe del precio de los bonos soberanos o, lo que es lo mismo, en el espectacular aumento del riesgo-país), y también hubo un fin del pánico por intervención del gobierno (*corralito*), y por el enorme abaratamiento de los activos involucrados (los bonos y, en menor medida, el peso). El Cuadro 3 completa la secuencia del Cuadro 2, pero dejando una incógnita en la etapa VII: el hecho desencadenante.

Se trata entonces, de *resolver el interrogante planteado por la fase VII*, de rastrear el o los eventos X que funcionaron como gatillo, desencadenante o catalizador de la crisis. Más específicamente, ¿tuvieron algún papel los eventos políticos de 2000 o 2001 en el deterioro de las expectativas y en el subsiguiente pánico financiero? Para resolver esta pregunta se procede en la siguiente sección a analizar la evolución de algunos indicadores económicos y financieros claves, y a identificar los momentos de mayor deterioro de los mismos. De esa manera se espera poder asociar esos deterioros a eventos relevantes (económicos, políticos, internacionales) que los hayan precedido<sup>9</sup>.

## Los posibles catalizadores de la crisis financiera de 2001

Lo que puede denominarse “crisis argentina de 2001” fue en realidad un conjunto de crisis de diferente índole que ocurrieron al mismo tiempo, y

<sup>9</sup> Dos advertencias metodológicas importantes; 1) las relaciones causa-efecto son siempre muy difíciles de establecer. Las metodologías experimentales son las más apropiadas para ello. Cuando experimentar no es posible existe una segunda mejor alternativa, que son los diseños cuantitativos con control de las variables teóricamente relevantes. Los estudios de caso, en cambio, son inadecuados para probar o refutar relaciones causales. No se puede con uno o unos pocos casos establecer correlaciones ni realizar control experimental o estadístico. En un cierto país, por ejemplo, dos eventos que la teoría supone relacionados pueden ocurrir aproximadamente al mismo tiempo sin que exista ninguna relación causal entre ellos (por ejemplo, podría pensarse razonablemente que el levantamiento zapatista o los asesinatos de Colosio y Ruiz Massieu desencadenaron la crisis de diciembre de 1994 en México, pero también podría ser que la crisis haya sido gatillada por algún otro factor, o que hubiera ocurrido de todas formas sin aquellos acontecimientos; el punto es que no hay forma rigurosa de comprobarlo); 2) es muy dificultoso establecer la temporalidad de los efectos causales, es decir, el lapso que transcurre entre una causa y un efecto. ¿Cuánto tarda la difusión de una estadística macroeconómica desfavorable provocar una caída en la bolsa? ¿Qué tiempo le toma a un aumento de las tasas de interés internacionales en provocar una salida de capitales? La dificultad en estimar estos tiempos con precisión dificulta aún más la dilucidación de las relaciones causales.

que en muchos casos se reforzaron unas a otras. Hubo crisis económica (agravamiento de la recesión), crisis financiera (huida de capitales, explosión del riesgo-país, corrida bancaria, *default* y maxidevaluación), crisis social (aumento del desempleo y la pobreza; correlativo aumento en el nivel de protesta social) y una o varias crisis políticas (la renuncia del vicepresidente y líder de uno de los dos partidos de la coalición gobernante en octubre de 2000, la renuncia de varios ministros en protesta por los anuncios de ajuste fiscal del nuevo ministro de Economía López Murphy en marzo de 2001, la inmediata renuncia del propio López Murphy, y la caída del gobierno de la Alianza en diciembre de ese año).

Interesa aquí centrarse en la crisis financiera. Las demás crisis importan en tanto que factores causales de ella. ¿En qué consistió la crisis financiera argentina? La respuesta se encuentra en sus dos resultados más graves y, hasta poco tiempo antes, inesperados: el *default* sobre la mayor parte de la deuda pública y la devaluación del peso, que durante 10 años había estado firme y confiablemente atado al dólar. ¿Cuáles fueron las causas inmediatas de estos fenómenos? La respuesta es la misma en ambos casos: la reversión de los flujos de capital. El capital financiero comenzó a retirarse del país. Los bonos del gobierno lograban colocarse sólo a tasas muy elevadas o directamente no encontraban compradores, mientras que los ahorristas, institucionales o individuales, argentinos o extranjeros, comenzaron a retirar sus depósitos del sistema bancario, temerosos de una caída del sistema financiero, de una apropiación de los depósitos por parte del Estado y/o de una devaluación (aunque la mayoría de los depósitos estaban denominados en dólares, una parte importante seguía en pesos). Los inversores comenzaron en algún momento del 2001 a liquidar sus tenencias de bonos, pesos y otros activos riesgosos, convirtiéndolos en dólares y sacándolos del sistema financiero y/o del país. El Estado se quedó sin financiamiento de los mercados voluntarios y, luego de recurrir a mercados especiales (primero una ayuda del FMI en septiembre y luego a la apropiación de una creciente proporción de los fondos de pensión locales) que le permitieron postergar el *default* por unos meses, declaró la suspensión de pagos de la deuda pública a partir de fines de diciembre (durante la brevísima presidencia de Adolfo Rodríguez Saá). Dada la magnitud de los pagos a realizar, la imposibilidad de generar rápidamente un superávit fiscal primario para enfrentarlos, el cierre de los mercados de deuda y el reducido y decreciente nivel de reservas internacionales, el gobierno nacional no tuvo más opción que discontinuar el pago de sus obligaciones.

La inevitabilidad de la devaluación es algo menos clara. Pero sí es claro que las presiones devaluatorias, de índole política y económica, eran formidables. Luego del colapso del Real y de tres años de recesión, los mercados

comenzaban a dudar seriamente de la sustentabilidad de la convertibilidad. El clima de opinión entre los economistas locales estaba modificándose a favor de una corrección cambiaria, e inclusive las autoridades del FMI sostenían en reuniones privadas que, aunque iba a ser doloroso, no había otra salida que devaluar para que la Argentina retomara la senda del crecimiento. La fuerte y persistente pérdida de reservas del Banco Central, sólo temporalmente detenida por el paquete de ayuda del FMI, constituyó una prueba más de la intensidad de las fuerzas devaluatorias.

A los fines de ilustrar el desarrollo de la crisis se muestra a continuación la evolución durante el período considerado de un indicador muy relevante, el riesgo-país<sup>10</sup>. Este índice se construye sobre la base del valor de los principales bonos de deuda pública de un gobierno y puede ser interpretado como el interés adicional que un gobierno tiene que pagar por sobre el interés de un bono seguro (bonos del gobierno de los Estados Unidos) para que los inversores acepten el riesgo de invertir en ese país. A medida que el precio de un bono soberano en el mercado secundario baja, la tasa de interés implícita (y por lo tanto el riesgo-país) sube, indicando que los inversores reclaman un mayor retorno por lo que perciben como un mayor riesgo<sup>11</sup>.

El Gráfico 1 muestra la evolución del riesgo-país de Argentina desde enero de 1998, cuando el país no se hallaba todavía en recesión y no habían ocurrido ni el *default* ruso ni la devaluación mexicana, hasta enero de 2002, mes posterior a la caída de De la Rúa y la suspensión de pagos de la deuda pública (y durante el cual se anunció el fin de la convertibilidad y la devaluación del peso). Se presentan dos líneas: una correspondiente al riesgo-país argentino en términos absolutos y otra que lo expresa en términos relativos, como una diferencia respecto del promedio ponderado de los 27 países incluidos. La primera (línea fina) muestra la cantidad de puntos básicos (o pb; 100 puntos básicos = 1%) que los bonos soberanos argentinos pagaban en promedio por sobre un bono del gobierno estadounidense. La segunda (línea gruesa) expresa la cantidad de puntos básicos que los bonos argentinos pagaban por encima o por debajo del promedio de los bonos de los 27 países considerados por el EMBI Global.

De esta forma se observa que, por ejemplo, al inicio del período el riesgo-país argentino en términos absolutos era de cerca de 500 puntos

<sup>10</sup> Fuente: J.P.Morgan (1999).

<sup>11</sup> El riesgo-país es un indicador confiable del riesgo percibido de incumplimiento crediticio: a mayor desconfianza de los inversores sobre la voluntad o posibilidad de un país de cumplir con sus obligaciones, mayor riesgo-país. Este indicador tiene varias ventajas: es fácil de medir, se calcula en forma diaria, está disponible para muchos países emergentes (lo cual permite la comparabilidad) y es público.



básicos. El riesgo-país relativo al resto de los mercados emergentes mostraba que el riesgo argentino estaba levemente por debajo del promedio. El efecto de la crisis rusa permite entender más acabadamente el significado de cada indicador: cuando Rusia declara el *default* en agosto de 1998, el riesgo argentino absoluto aumenta hasta aproximarse a los 1500 pb. Sin embargo, el riesgo argentino cae en relación al promedio de los mercados emergentes, indicando que el deterioro en el valor de los bonos argentinos fue menor que el del resto de los países.

El riesgo-país relativo, entonces, muestra más acabadamente las oscilaciones atribuibles a factores que afectan específicamente a la Argentina. Los crecimientos o caídas de ese indicador no pueden ser atribuidos a fenómenos mundiales que afectan a todos los países emergentes, sino a fenómenos argentinos (o internacionales que afectan con particular intensidad a la Argentina). De aquí en adelante el análisis se concentra en el riesgo-país relativo, con ocasionales referencias al absoluto.

Se observa que la crisis rusa, aunque produce un generalizado aumento del riesgo-país global, tiene un efecto positivo sobre el riesgo-país relativo argentino, que se ubica 300 y hasta 500 puntos básicos por debajo del promedio en los meses finales de 1998. La devaluación brasileña, en cambio, no parece afectar el riesgo relativo en febrero y marzo de 1999, aunque sí aumenta levemente entre ese mes y julio, para luego caer (tanto en términos absolutos como relativos) hasta octubre de 1999. Nótese que, a partir de ese mes (dos antes de la asunción de De la Rúa), el riesgo relativo comienza un suave pero sostenido ascenso que alcanza su pico en las semanas posteriores a la renuncia del vice-presidente "Chacho" Álvarez (6-10-2000). A partir de ese momento se da un leve respiro en ambos indicadores, aparentemente como consecuencia de la expectativa, primero, y el anuncio, después (el 18-12-00), de un enorme paquete de ayuda financiera a la Argentina liderado por el FMI (el así llamado "Blindaje Financiero"). La tendencia, por motivos difíciles de explicar (ya que no hay eventos económicos o políticos muy relevantes durante ese mes) comienza a invertirse suavemente en febrero de 2001. A mediados de marzo se da un pico de riesgo que parece claramente asociado a la "crisis de los tres ministros". El viernes 2 de marzo renuncia el ministro de Economía José Luis Machinea, y es reemplazado el domingo 4 por el ortodoxo Ricardo López Murphy, quien a su vez es despedido a dos semanas de asumir, luego de anunciar el viernes 16 de marzo un plan de recortes fiscales de moderada dimensión pero que generó enorme resistencia política aun dentro del propio gobierno. La inmediata llegada del prestigioso Domingo Cavallo, con una buena reputación en los mercados financieros y una clara imagen pública de enérgico piloto de tormentas, no fue suficiente

para calmar la ansiedad financiera: el riesgo-país subió lenta pero persistentemente desde los últimos días de febrero hasta el 23 de marzo. Luego bajó un poco (aunque sin volver a sus niveles de febrero), pero esta vez el respiro fue más precario aún que el asociado al “Blindaje”. Hacia fines de abril hay un nuevo y más elevado pico de riesgo, produciéndose otro todavía más pronunciado a partir de fines de junio, otro aún mayor en los primeros días de octubre, y el final y más explosivo desde fines de octubre hasta la caída del gobierno el 20 de diciembre.

## Hipótesis preliminares sobre la crisis del 2001: desencadenantes económicos

Como queda dicho, en el breve lapso de un año la situación financiera argentina pasó de una relativa normalidad a una inusitada crisis. Sólo para ilustrar el punto comparamos en el Cuadro 4 el nivel de algunos indicadores financieros el 31 de enero de 2001 con su nivel el 3 de diciembre del mismo año, cuando todavía no había caído el gobierno, ni se habían suspendido los pagos de la deuda, ni se había devaluado el peso. El cuadro muestra el agudísimo deterioro del crédito público y de la confianza en la paridad peso-dólar, así como también una importante corrida contra los depósitos bancarios y contra las reservas del Banco Central (que no cayeron más gracias a un préstamo concedido por el FMI en el segundo semestre de 2001).

El riesgo-país pasa de casi 7% por encima de un bono del tesoro estadounidense, un *spread* elevado pero no raro en economías emergentes, a un estratosférico 32%, el *spread* más alto del mundo, que en los hechos indica el cierre del crédito público para la Argentina y la certeza del *default*. Luego de años de gran confianza en el tipo de cambio de la convertibilidad, el dólar futuro se cotiza en diciembre a 1,6 pesos, indicando una expectativa de devaluación a un año de casi el 40%. Es también importante la caída en los depósitos bancarios y en las reservas del Banco Central.

Para dar cuenta de la crisis financiera de 2001 corresponde, en primer lugar, evaluar el poder explicativo de factores vinculados a la economía real. En particular, y dado que el rasgo central de la crisis fue el deterioro del crédito público, es necesario observar la evolución de variables vinculadas a la capacidad de pago del gobierno. Esta, a su vez, depende del nivel de gasto y de recaudación. Y la recaudación es en buena medida afectada por el nivel de actividad. En el Gráfico 2 se presentan tres indicadores vinculados a estos factores, la evolución de la recaudación impositiva nacional, el índice de producción industrial (Estimador Mensual Industrial, o EMI) y el índice

de actividad de la construcción<sup>12</sup>. Se eligieron estos indicadores por ser oficiales, confiables y por estar disponibles en forma pública y mensual.

Quizás simplificando demasiado las cosas, se podría decir que hubo un período de tensión durante el año 2000, con un pico asociado a la renuncia de Álvarez y una mejora inducida por la intervención del “prestamista de última instancia” (el FMI), y que ese período de tensión fue seguido por un hecho desencadenante (el “marzo de los tres ministros”), que inició el “efecto manada”, el cual se convirtió en pánico en la segunda mitad del año y en un *crash* en diciembre. Es cierto que el pánico del segundo semestre es de alguna manera “controlado” hasta octubre, y totalmente descontrolado a partir de allí. No pueden descartarse, entonces, eventos adicionales que hayan impulsado aún más la crisis luego de los sucesos de marzo. En lo que sigue se formulan algunas hipótesis respecto de hechos políticos que pueden haber contribuido a agravar las cosas o a acelerar el desenlace.

Los dos indicadores que reflejan el nivel de actividad económica, el industrial (EMI) y el de la construcción, se encontraban por debajo de su nivel de 1998 en los meses anteriores a la llegada de De la Rúa y, aunque la industria estaba en recuperación en la segunda mitad de 1999, la construcción venía cayendo. A partir de comienzos de 2000, sin embargo, ambos indicadores declinan y lo hacen con particular intensidad a partir de abril-mayo, estabilizándose en un nivel bajo hasta octubre. A partir de allí hay una leve y breve recuperación que coincide con el blindaje, reiniciándose a partir del comienzo de 2001 una clara tendencia descendente en la actividad industrial y de la construcción que continuará, muy pronunciadamente, hasta fin de año.

La recaudación impositiva nacional fue en 1999 más débil que durante el año anterior. Cuando asume el gobierno de la Alianza se mantiene en niveles similares excepto por el pico de mediados de año (probablemente asociado a la liquidación anual del impuesto a las ganancias). La recaudación, sin embargo, se derrumba en febrero, marzo y abril de 2001, lo cual es en buena medida explicado por la incertidumbre producida por el “marzo de los tres ministros”. Aunque luego hay una recuperación producto de la liquidación anual de ganancias y de la puesta al día de impuestos que no se habían pagado durante los críticos meses de marzo y abril, el resultado fiscal del primer semestre fue muy débil. Luego de un julio-agosto de recaudación aceptable, los ingresos públicos se desploman en octubre y colapsan en el caótico mes de diciembre de 2001. Aunque seguramente la fuerte caída de los recursos tributarios nacionales en la segunda mitad del año está en parte

---

<sup>12</sup> Fuente: Ministerio de Economía (para la recaudación) e INDEC (Instituto Nacional de Estadísticas y Censos) para el EMI y el Índice de la Construcción.

explicada por la caída en el nivel de actividad, su magnitud parece indicar también la profundización de la evasión o de la postergación de impuestos (posiblemente una respuesta del sector privado frente a la retracción del crédito, la incertidumbre económica y la debilidad del poder político).

En resumen, los indicadores de la economía real no fueron demasiado alentadores durante el 2000, y fueron francamente negativos en el 2001. Durante el primer año de gobierno de la Alianza, la recesión industrial se mantuvo y la de la construcción se agudizó. La recaudación no mejoró sustancialmente. A partir de marzo del 2001, tanto la actividad económica como la recaudación declinan, tendencia que se agudiza a partir de agosto-septiembre. El 2000 fue un año de estancamiento, el 2001 de franca caída.

En otras palabras, la economía real aportó numerosas señales preocupantes, de esas que contribuyen a alterar las expectativas de los inversores y a provocar "tensión" financiera. Es más, el efecto de esas señales debe haber sido magnificado por el contraste con las expectativas asociadas al cambio de gobierno: es normal que la llegada de una nueva administración traiga renovados aires de confianza. En consecuencia, la escasez de señales de recuperación durante el 2000 debe haber convencido a los mercados de que la recesión argentina iba a ser más duradera que lo esperado. Por supuesto, la agudización de la caída de la economía real en 2001, indicando que la recesión se estaba convirtiendo en una aguda depresión, tuvo un efecto todavía mayor.

## **Hipótesis preliminares sobre la crisis del 2001: desencadenantes políticos**

La hipótesis que este trabajo intenta comprobar, es que la política tuvo algún rol en el estallido de la crisis financiera de 2001. Más concretamente: es razonable suponer que las fisuras en la coalición gobernante y las crisis de octubre de 2000 (renuncia del vicepresidente) y marzo de 2001 (sucesión Machinea-López Murphy-Cavallo y crisis de gabinete) contribuyeron al cambio de las expectativas de los inversores, y quizás hasta funcionaron como hechos desencadenantes de la crisis.

¿Por qué contribuirían eventos políticos a provocar una crisis financiera? La hipótesis que aquí se plantea es que, dada la necesidad de llevar adelante complejas y dificultosas reformas económicas para asegurar el mantenimiento de la solvencia fiscal y de la convertibilidad (como por ejemplo una reforma tributaria o una importante reducción del gasto público), la confianza de los inversores era en alguna medida función de la fortaleza del gobierno. Si es cierto que tales reformas eran necesarias y que sólo podían ser llevadas adelante por un gobierno poderoso,

cualquier señal de debilitamiento político funcionaría como una alarma para los inversores, ya que tal situación frenaría o imposibilitaría las reformas y, tarde o temprano, implicaría una devaluación, una cesación de pagos, o ambas.

No hay dudas que los dos principales eventos que minaron al gobierno de la Alianza fueron la renuncia del vicepresidente Álvarez y la crisis de gabinete de marzo de 2001, iniciada con la renuncia del ministro de Economía José Luis Machinea, continuada con la renuncia de tres otros ministros luego de los anuncios de recortes presupuestarios del nuevo titular de Economía, Ricardo López Murphy, y finalizada con el reemplazo de éste por Domingo Cavallo. Estos dos períodos, y otros dos durante los cuales también se registraron importantes deterioros del riesgo-país (junio-julio y octubre-diciembre de 2001), son objeto de análisis más pormenorizado en la siguiente sección.

### **Refinando el análisis: estudio de cuatro períodos de aumento en el riesgo-país**

Para poder obtener conclusiones más precisas acerca de la relación entre riesgo-país (como indicador de la evolución de la situación financiera) y eventos políticos, se procede a continuación a realizar un análisis más detallado de cuatro períodos relativamente breves (de aproximadamente 2 meses cada uno) en los cuales hubo importantes eventos políticos y/o importantes aumentos en el riesgo-país. El primero de estos períodos es el que enmarca a la renuncia de Álvarez, el segundo es el “marzo de los tres ministros”, el tercero, junio y julio de 2001, gira en torno del *megacanje* y el Déficit Cero<sup>13</sup>, y el cuarto transcurre entre las elecciones de octubre y la caída del gobierno. Para realizar este análisis se presentan 4 gráficos (3 a 6), uno para cada período, que representan ampliaciones de las partes correspondientes del Gráfico 1, pudiéndose de esa manera estudiar con más detalle la secuencia y posible encadenamiento causal entre eventos políticos o económicos y riesgo-país. Debe recordarse, sin embargo, que dicho análisis debe tener en cuenta las siguientes consideraciones metodológicas:

1. No es sencillo determinar el tiempo que tarda una causa en producir un efecto. El pico de un indicador 20 días después de un cierto acontecimiento puede ser un efecto del mismo, o puede no serlo.

---

<sup>13</sup> Cuando en el mes de julio los mercados financieros se cerraron para la Argentina, Cavallo hizo aprobar en el Congreso la Ley de Déficit Cero, que permitía reducir jubilaciones y salarios públicos para lograr un resultado fiscal primario equilibrado.

2. Además de los acontecimientos destacados en los gráficos, que aquí se consideran relevantes, puede haber habido otros que hayan impactado sobre el riesgo-país. Una profundización de la presente investigación debería rastrear tales acontecimientos.
3. A menudo los eventos son anticipados por los actores y, por lo tanto, su efecto puede ocurrir aún antes que el evento en sí. Dicho en otras palabras, la certeza sobre la ocurrencia de un hecho puede tener el mismo efecto que el hecho en sí. Este parece ser el caso de la renuncia de Pedro Pou a la presidencia del Banco Central y el de la derrota electoral de la Alianza. Contra lo que podría esperarse, ambos eventos son seguidos de una reducción en el riesgo-país. Sin embargo es probable que su efecto haya tenido lugar aún antes de que ocurran, ya que los mercados financieros los daban por descontados (en ambos ejemplos el riesgo-país subió durante los días anteriores al hecho).

### **Período crítico I: La renuncia del vicepresidente Álvarez (de aproximadamente -80 a +100 puntos básicos respecto del promedio del EMBI)**

Carlos “Chacho” Álvarez era el jefe del Frepaso, una fuerza de centroizquierda fuertemente identificada con la transparencia y la lucha contra la corrupción. Hacia agosto de 2000 tomó impulso una investigación sobre el presunto pago de sobornos por parte del poder ejecutivo a varios senadores (mayoritariamente peronistas, pero también algunos radicales) para que aprobaran una ley de reforma laboral. Denuncias periodísticas y sindicales muy verosímiles, sumadas a la mala fama de muchos de los legisladores involucrados, contribuyeron a convencer a la opinión pública de la veracidad de las denuncias. Álvarez encabezó una ofensiva política para esclarecer el caso, presionando al gobierno para que impulsara la investigación y comenzando él mismo, como presidente del cuerpo, una en el Senado. Pronto quedó claro que el vicepresidente estaba políticamente aislado: los senadores (mayoritariamente peronistas y radicales; sólo había uno del Frepaso y unos pocos de partidos provinciales) se abroquelaron en defensa de sus pares acusados, y De la Rúa tomó similar actitud respecto de su ministro de Trabajo y su jefe de inteligencia (Alberto Flamarique y Fernando de Santibáñes, respectivamente), los principales sospechosos de haber efectivizado los pagos. Cuando De la Rúa realizó a principios de octubre de 2000 una renovación del gabinete que, en contra de las fuertes presiones de la opinión pública y de Álvarez, no afectaba a los acusados (Santibáñes permanecía en su puesto y Flamarique era trasladado de su ministerio a la Secretaría General de la Presidencia), el vicepresidente presentó sorpresivamente su renuncia

indeclinable al cargo. Álvarez aclaró que su partida era una decisión personal que no implicaba el retiro del Frepaso del gobierno (de hecho la misma se mantuvo en la cámara baja y los funcionarios del ejecutivo pertenecientes al Frepaso permanecieron mayoritariamente en sus cargos). La partida de Álvarez, sin embargo, fue un duro golpe en sí mismo para el gobierno, y constituyó una muy creíble amenaza de debilitamiento del compromiso del Frepaso con el gobierno, al tiempo que presagiaba futuros conflictos similares. El terremoto político provocado por la renuncia fue tal que De la Rúa terminó expulsando a Flamarique y Santibáñes de su gobierno a los pocos días. El daño a su gobierno, sin embargo, ya estaba hecho. El análisis del Gráfico 3 muestra que el riesgo-país tenía una tendencia declinante hasta que comienzan las escaramuzas entre Álvarez y el Senado. La renuncia del vicepresidente está asociada<sup>14</sup> a un inmediato pero pequeño aumento del indicador, seguido unos días más tarde del inicio de una tendencia ascendente que, con alzas y bajas, sólo se detendrá con los rumores, primero, y el anuncio, después, del enorme paquete de rescate financiero liderado por el FMI llamado “Blindaje Financiero”. Ahora bien, los picos del riesgo-país en la última parte de octubre y los primeros días de noviembre de 2000 están asociados a algunos eventos políticos importantes: la caída de Santibáñes (el funcionario y amigo de De la Rúa acusado de pagar los sobornos a los senadores) y/o los rumores de renuncia del ministro de Economía Machinea, un *warning* de la calificadora Standard & Poor’s sobre el alto nivel de endeudamiento argentino y una poco feliz declaración del influyente ex presidente y líder del partido gobernante, Raúl Alfonsín, en el sentido de “que sería lindo dejar de pagar la deuda por 2 años”. A partir del 9 de noviembre el riesgo-país baja, seguramente debido a los rumores sobre el mencionado “Blindaje”, oficialmente anunciado en diciembre. Es de destacar, sin embargo, que semejante apoyo financiero no logró disminuir el riesgo-país por debajo de los niveles previos a la renuncia de Álvarez.

Es muy razonable suponer, en base a los datos del Gráfico 3, que dos eventos de naturaleza claramente política, la salida de Álvarez y las declaraciones de Alfonsín (dos de los tres hombres claves de la coalición gobernante, junto con el presidente), contribuyeron a deteriorar el clima inversor. Es posible que estos eventos hubieran tenido escaso o ningún impacto en la presencia de indicadores macroeconómicos claramente positivos o de evaluaciones optimistas sobre las perspectivas de la economía. Sin embargo, la economía real no lograba salir de su estancamiento (ver Gráfico 2) y las perspectivas, al menos según las evaluaba la influyente Standard & Poor’s, no resultaban positivas. En octubre de 2000, entonces, coincidieron

---

<sup>14</sup> Se utiliza la palabra “asociado” en el sentido de co-ocurrencia o covariación. La misma no implica un juicio sobre causalidad: dos eventos pueden estar asociados porque uno es la causa del otro, porque un tercero es la causa de ambos o por azar.

por primera vez durante la administración de la Alianza malas noticias económicas y una crisis política. Es muy posible que esta combinación explique los picos de riesgo-país de fines de octubre y comienzos de noviembre.

## **Período crítico 2: el “marzo de los tres ministros”: Machinea, López Murphy y Cavallo; renuncia de Pou (de aproximadamente -40 a +300 puntos básicos respecto del promedio del EMBI)**

El 2 de marzo de 2001 renunció el ministro de Economía Machinea, debido a la ausencia de resultados en términos de reactivación y a la tendencia creciente del riesgo-país aun después del “Blindaje”. El presidente designó en su reemplazo al hasta entonces ministro de Defensa, Ricardo López Murphy, un prestigioso economista ortodoxo perteneciente a la UCR. Luego de varios días de elaboración, el viernes 16 de marzo López Murphy lanzó un plan cuyo punto central (pero no el único) era una reducción del gasto público de 2.000 millones de pesos o dólares, el cual afectaba fundamentalmente a las universidades públicas y a las transferencias a las provincias para aumentar los salarios docentes. Inmediatamente renunciaron tres ministros “progresistas” del gabinete: los radicales Federico Storani (Interior) y Hugo Juri (Educación) y el frepasista Marcos Makón (Desarrollo Social). Frente a la presión de los partidos de su coalición y la de los gobernadores, indirectamente afectados por el ajuste fiscal, De la Rúa expulsó a López Murphy el lunes 19 de marzo y designó en el cargo a Domingo Cavallo. El episodio envió señales ambiguas a los mercados: por un lado indicó claramente que la etapa Machinea había fracasado y que el gobierno de la Alianza no tenía ni la voluntad ni el poder políticos para cerrar la brecha fiscal rápida y decisivamente. Por otra parte la llegada de Cavallo comunicaba un compromiso con la ortodoxia y las políticas pro-mercado. De a poco comenzó a ser claro que, más allá de la creación de un nuevo impuesto (a las transacciones financieras) el plan de Cavallo tenía poco de ortodoxo: mezclaba desgravaciones impositivas sectoriales (los *planes de competitividad*), con medidas arancelarias discrecionales (más protección a los bienes de consumo y menos a los de capital), con una alteración de la convertibilidad (reemplazo del dólar por una combinación de dólar y euro), y con una propuesta de reestructuración voluntaria de la deuda (el *megacanje*). Cavallo no llegaba para hacer lo que López Murphy no había podido, sino para tratar de evitar el ajuste en el gasto por la vía de un nuevo impuesto y de la reactivación inducida por estímulos impositivos y arancelarios sectoriales, y por la confianza inversora que se suponía que su regreso al ministerio debería generar.



El Gráfico 4 muestra que el reemplazo de Machinea por el prestigioso (y admirado por los inversores) López Murphy estuvo asociado a una inmediata disminución del riesgo. Sin embargo, el mismo comenzaría a subir a los pocos días, en parte quizás por la caída de Wall Street el 12 de marzo. La crisis ministerial gatillada por sus anuncios de recortes fiscales fue inmediatamente seguida de un aumento adicional del riesgo-país, brevemente interrumpido por la llegada de Cavallo. El indicador alcanza un pico el 23 de marzo, cuatro días luego del nombramiento del ex ministro de Menem. La subsecuente disminución puede estar explicada por la aprobación de varias de las medidas solicitadas por Cavallo al Congreso (Ley de Competitividad, creación del impuesto a las transacciones financieras, etc.). El anuncio, a principios de abril, de la convertibilidad ampliada (del dólar a una combinación de dólar y euro) y de una fuerte caída de la recaudación impositiva (mes de marzo), no impidió que el indicador siguiera descendiendo. El ánimo inversor parecía haber mejorado en respuesta a la afirmación de Cavallo en su cargo y al respaldo político conseguido. Un masivo crédito de bancos locales al gobierno por \$3.500 millones pareciera haber colaborado a la caída del riesgo-país.

Ahora bien, del 10 de abril en adelante la tendencia se invirtió, aparentemente en respuesta a rumores de devaluación y renuncia de Cavallo, a la recomendación de Menem de “comprar dólares” (es decir, “va a haber devaluación”) y a la intensificación del enfrentamiento entre el ministro de Economía y el menemista y ortodoxo presidente del Banco Central, Pedro Pou. Este conflicto escaló hasta que De la Rúa le pidió la renuncia a Pou el 24 de abril. Es muy posible que este hecho haya sido anticipado por los mercados financieros y que la trepada del riesgo-país en los días previos a la salida de Pou esté explicada por temores sobre autoridades monetarias más laxas o menos comprometidas con el sostenimiento de la convertibilidad<sup>15</sup>. El pico de riesgo del 23 de abril fue seguido por una disminución quizás asociada al nombre del nuevo presidente del Banco Central (Roque Maccarone un hombre cercano a Cavallo pero también un prestigioso banquero), y seguramente vinculada con la confirmación de una masiva reestructuración de buena parte de la deuda pública (el *megacanje*) y con el anuncio de un acuerdo con el FMI, el BM y el BID para que Argentina reciba un préstamo por U\$2.700 millones. Nótese, sin embargo, que aún teniendo en cuenta esta mejora en el riesgo-país, el mismo se ubicaba a fines de abril muy por encima del nivel previo al “marzo de los tres ministros”.

---

<sup>15</sup> Pedro Pou, un economista vinculado al ortodoxo Centro de Estudios Macroeconómicos Argentinos (CEMA), llegó a su cargo durante el segundo gobierno de Menem. Expresó su oposición a la ampliación de la convertibilidad y a reducir los encajes bancarios, una política que Cavallo impulsaba para dar un impulso monetario a la economía.

La información del Gráfico 4 sugiere, entonces, que dos fenómenos políticos (la falta de apoyo del gobierno al ajuste fiscal de López Murphy y el despido del presidente del Banco Central), pueden haber sido los responsables del fuerte ascenso en el indicador del ánimo de los mercados financieros entre principios de marzo y fines de abril. Es posible que también hayan tenido un papel importante los rumores “políticos” (sobre la posible renuncia de Cavallo, el fin de la convertibilidad, la declaración de *default*) y las “declaraciones políticas” (Menem alentando a comprar dólares).

### **Período crítico 3: Megacanje, convertibilidad ampliada y Déficit Cero** (de aproximadamente +100 a +600 puntos básicos respecto del promedio del EMBI)

Durante este período, junio y julio de 2001, el ministro Cavallo logra llevar adelante varias de sus iniciativas. Implementa el *megacanje* y logra aprobar la convertibilidad ampliada. En respuesta al irrefrenable aumento de las tasas de interés exigidas para prestarle al Estado, impulsa la ley de Déficit Cero que, con algunas modificaciones, logra ser aprobada en el Congreso. El principal acontecimiento político, más allá de una breve internación del presidente De la Rúa por una angioplastia, es la oposición de los gobernadores a las restricciones financieras a los que los somete el gobierno nacional (por escasez de fondos) y su dificultoso, parcial y crítico apoyo al Déficit Cero. Aunque la economía sigue declinando, no parece haber novedades de peso como para justificar el aumento del riesgo-país de julio.

Desde comienzos de junio se registra una tendencia ascendente del indicador que puede estar explicada en parte por las dudas que generó los cambios en la convertibilidad (o “convertibilidad ampliada”)<sup>16</sup> y quizás también por ciertas rebajas impositivas (en ganancias y combustibles) que no contribuían a la recuperación de las finanzas públicas. A fines de junio y principios de julio hay una ola de rumores, siempre desmentidos oficialmente, sobre posibles renuncias del presidente y/o su ministro de economía. Estos coinciden con el conflicto entre el gobierno nacional y los gobernadores por atrasos en el envío de fondos de coparticipación federal.

<sup>16</sup> Muchos analistas locales y extranjeros han argumentado que el lanzamiento de la convertibilidad ampliada fue un grave error, no por su contenido en sí sino por su rol en aumentar las dudas sobre el mantenimiento del tipo de cambio. El argumento es que muchos interpretaron esta iniciativa como un primer paso en la dirección de un abandono total de la convertibilidad y de la devaluación del peso. Por ejemplo, Schuler (2003: 33).

Más difícil de interpretar es el rápido aumento del riesgo-país inmediatamente antes y, especialmente, después del anuncio de la Ley de Déficit Cero<sup>17</sup>. Quizás el rechazo inicial de los gobernadores y los sindicatos conspiró contra la probabilidad percibida de que la ley fuera aprobada en el Congreso. De hecho cuando los gobernadores, algunos días más tarde, apoyan parcialmente la ley, el riesgo-país desciende brevemente.

El deterioro financiero de junio y julio, entonces, parece estar asociado a algunas decisiones de política económica (la modificación de la convertibilidad y las rebajas impositivas), pero también a factores de índole política, como la falta de apoyo de los gobernadores a la implementación de una regla de déficit cero. Entre estos últimos factores no debe dejar de dársele importancia a los rumores (que, según queda dicho, parecen haber tenido un papel también en el “período crítico 2”). Es muy probable que en épocas de “tensión” financiera, los rumores tengan un rol más importante que en períodos de normalidad.

#### **Período crítico 4: Elecciones, corralito, saqueos, cacerolazos y caída de De la Rúa** (de aproximadamente +600 a +3500 puntos básicos respecto del promedio del EMBI)

La aprobación de un crédito de U\$S8.000 millones por parte del FMI a principios de septiembre debe haber contribuido a mantener relativamente estable el riesgo-país en los días previos y posteriores al anuncio. Hacia fines de ese mes, sin embargo, recomienza una clara tendencia ascendente, quizás vinculada a la expectativa de derrota del gobierno en las elecciones legislativas del 14 de octubre<sup>18</sup> y a la continuidad de los ruidos

---

<sup>17</sup> Una explicación alternativa es que la Ley de Déficit Cero fue interpretada como una señal de desesperación y/o como una confirmación oficial de la gravedad de la crisis fiscal y de financiamiento. Así, la necesidad de esta ley aún después de haberse aprobado muchas de las iniciativas de Cavallo (los cambios arancelarios e impositivos, los planes de competitividad, el megacanje y la convertibilidad ampliada), puede haber alarmado a los inversores. Dada la habitual opacidad de las estadísticas oficiales en los países en desarrollo, es razonable pensar que existen situaciones en las que una medida del gobierno clarifica lo que antes resultaba oscuro. Sachs (1999) ha argumentado que la devaluación es lo que en las crisis financieras a menudo gatilla el pánico, ya que implica un reconocimiento oficial de que se han agotado las reservas utilizadas para defender el tipo de cambio.

<sup>18</sup> El clima social y todas las encuestas preelectorales apuntaban a una derrota importante del gobierno (además de a una explosión del voto “bronca”). Es probable, entonces, que el efecto del esperado fracaso electoral del gobierno de De la Rúa-Cavallo se haya dado antes del 14 de octubre. De hecho hay un deterioro del riesgo-país durante las semanas previas, seguido de una temporaria recuperación luego de los comicios. La escalada final del riesgo-país argentino comienza el 25 de octubre, diez días después de conocidos los resultados electorales.

políticos: a los rumores de renuncia de Cavallo se sumó el pedido en este sentido del candidato a senador porteño por la UCR (y ex Jefe de Gabinete de De la Rúa), Rodolfo Terragno. Además regresaron las malas noticias tributarias (se anunció una caída interanual del 14% en la recaudación de septiembre). La efectiva derrota electoral de la Alianza no empeoró las cosas (de hecho el riesgo-país cae en los días inmediatamente posteriores a los comicios). Sin embargo, una semana más tarde comienza el ascenso definitivo y final del indicador: entre fines de octubre y fines de noviembre el riesgo argentino respecto del promedio del EMBI sube desde unos 730 puntos básicos hasta más de 2.100 puntos básicos. En el mes siguiente subirá hasta los 3.500.

No se detecta ningún evento de la suficiente entidad como para explicar el fuerte deterioro financiero entre fines de octubre y fines de noviembre. Sí ocurren una serie de hechos políticos tendientes a confirmar la debilidad del gobierno: renuncia el ministro Juan Pablo Cafiero (Frepaso) el 20 de octubre, los gobernadores y Cavallo fracasan en conseguir un acuerdo sobre la coparticipación alrededor del 25, es desplazada Patricia Bullrich del Ministerio de Trabajo (desde el cual venía implementando una política hostil hacia los líderes sindicales tradicionales) el 28, renuncia Julio Dreizen<sup>19</sup>, subsecretario de Financiamiento y pieza clave en la renegociación de la deuda con los bancos, el 29, y abandonan el bloque de la Alianza 15 diputados del Frepaso el 31. *La Nación* resumía, en un artículo del 30 de octubre: “Lo que quedó en claro es que la crisis tomó un tinte dramático, con los inversores vendiendo sus bonos *ante las dificultades de gobernabilidad que muestra el oficialismo*” (itálicas del autor). Un empujón adicional provino de la negativa del FMI a adelantar un desembolso, condicionándolo al logro de un acuerdo del gobierno nacional con los gobernadores por la coparticipación (1 de noviembre).

La explicación de la empinada trayectoria ascendente del riesgo-país entre fines de octubre y fines de noviembre, entonces, parece estar asociada a la seguidilla de eventos políticos negativos para el gobierno y a la reticencia financiera del FMI (cuya asistencia era prácticamente el único recurso que le quedaba al gobierno para evitar el *default*). El éxito del tramo local del canje de deuda (por el cual los tenedores argentinos de bonos del gobierno, fundamentalmente bancos y AFJPs, aceptaban cambiarlos por otros de más largo plazo) provocó un temporario descenso del indicador, que retomó su tendencia ascendente en coincidencia con rumores de que el Fondo no

<sup>19</sup> De acuerdo a un diario Dreizen “mantenía un fluido diálogo con las entidades financieras, por lo que su dimisión fue interpretada como una derrota del sector más dialoguista de Economía con los bancos y la virtual vía libre a una reestructuración no voluntaria de la deuda”, *La Nación*, “La falta de anuncios hizo caer los mercados”, 30 de octubre de 2001.

liberaría los U\$S1.260 millones esperados en diciembre, y con la decisión del PJ de quedarse con la presidencia del Senado<sup>20</sup> (en uso de su mayoría, el bloque peronista designó a Ramón Puerta en reemplazo del radical Mario Losada el 29 de noviembre; esta decisión implicó imponerle un vicepresidente peronista a De la Rúa<sup>21</sup>). Estos eventos profundizaron la corrida bancaria que había comenzado tímidamente en los días previos y llevaron a Cavallo a implementar el *corralito* (restricciones a la cantidad de efectivo que se podía retirar de los bancos) a partir del primer día hábil de diciembre. Inmediatamente después el FMI confirmó que no enviaría los U\$S1.260 millones, lo que suponía el *default*: el riesgo-país inició entonces su escalada final (o, dicho de otra forma, los bonos soberanos argentinos se hundieron a precios de *default*). Las desesperadas medidas de ajuste fiscal lanzadas por el gobierno en los días posteriores para recuperar el apoyo del Fondo son rechazadas tanto por los legisladores del PJ como por los de la propia Alianza. De la Rúa y Cavallo se hallaban en una situación de casi total aislamiento político. El caos provocado por los saqueos de supermercados en barrios populares de varias ciudades y los cacerolazos de la clase media porteña apuraron la renuncia de Cavallo y la caída de De la Rúa.

En resumen, el momento culminante de la crisis financiera argentina parece explicarse en buena parte por el debilitamiento del gobierno posterior a las elecciones de octubre y por la negativa del FMI a seguir financiando al gobierno argentino (factores probablemente relacionados: es posible que el Fondo haya tomado en cuenta las bajas chances de supervivencia del gobierno a la hora de decidir).

## **Conclusión: hipótesis sobre los hechos desencadenantes de la crisis argentina de 2001**

¿Qué conclusiones pueden obtenerse del análisis de los datos de los gráficos? Este trabajo termina presentando una serie de hipótesis que son sugeridas por la teoría de que los eventos políticos pueden contribuir a generar crisis financieras, y que cuentan con algún sustento empírico en el caso

---

<sup>20</sup> “Los inversores parecieron tomar particular nota de una versión que indicaba que el FMI postergará el envío de los US\$ 1260 millones comprometidos en oportunidad del blindaje ... sin el ingreso de ese dinero en las arcas del estado ‘la Argentina no tendría los fondos necesarios para cumplir con sus pagos de deuda’ de diciembre, indicó José Srur ... Otro factor que contribuyó a tumbar las cotizaciones fue ... la asunción del senador misionero Ramón Puerta (PJ) como presidente provisional del Senado y virtual vicepresidente de la Nación”, en *La Nación*, 30 de noviembre de 2001.

analizado. Se trata, entonces, de hipótesis razonables y verosímiles, pero que en el futuro deberán ser puestas a prueba con mayor cantidad de casos y con métodos de análisis más rigurosos que los aquí utilizados.

**Hipótesis 1: El efecto de las crisis políticas.** Casi por definición, debilitan a un gobierno. Contribuyen a deteriorar las expectativas de los inversores, en particular en contextos en que los desafíos económicos y financieros requieren medidas que generan fuerte resistencia política (y que, consecuentemente, difícilmente sean decididas por un gobierno débil).

*Evidencia empírica:* Las dos grandes crisis políticas que golpearon al gobierno de la Alianza, la renuncia de Álvarez y el marzo de los tres ministros, fueron seguidos de aumentos importantes en el riesgo-país. En el primer caso se llegó a un incremento de la tasa de interés implícita de los bonos argentinos de más de un 1,5%, o 150 puntos básicos (entre principios de octubre y principios de noviembre de 2000), mientras que en el segundo caso hubo un aumento similar (entre principios y fines de marzo de 2001) y aún mayor, si se extiende el análisis hasta fines de abril. El fuerte ascenso del riesgo-país en la primera quincena de julio de 2001 coincide con el endurecimiento de la posición de los gobernadores frente al Ejecutivo nacional. Asimismo, los crecientes conflictos y deserciones que debilitan a la Alianza en los días anteriores y posteriores a la derrota electoral del 14 de octubre, parecen haber tenido un papel clave en la escalada final de la crisis financiera. El despido de Pedro Pou en abril, luego de fuertes enfrentamientos con el ministro Cavallo, tiene una interpretación menos clara. Los inversores pueden haber visto en ello tanto un hecho positivo, la eliminación de desacuerdos entre los principales responsables de la política económica, como uno negativo, la vulneración de la independencia del Banco Central y, consecuentemente, un posible debilitamiento de la disciplina monetaria y la convertibilidad. La evidencia empírica también es ambigua: el riesgo-país subió fuertemente en los días en que escaló la disputa entre Cavallo y Pou, descendiendo desde el día antes de la renuncia de éste.

De todas formas resulta claro que las crisis políticas que sufrió la Alianza estuvieron asociadas (presumiblemente en forma causal) a aumentos en el riesgo-país de magnitud considerable y efectos duraderos: el indicador nunca volvió a bajar a sus niveles anteriores luego de los eventos políticos de octubre de 2000, marzo de 2001 y octubre de 2001.

**Hipótesis 2: El efecto de las señales sobre falta de voluntad política.** Hay circunstancias en las que, sin mediar una crisis política, actores políticos relevantes emiten señales que indican fragilidad en el compromiso del

gobierno con cierta política favorecida por los inversores. Una opinión de un miembro del propio gobierno o de alguna personalidad presumiblemente bien informada, que sea contraria a la línea oficial, puede sembrar dudas entre los inversores.

*Evidencia empírica:* En las tres instancias analizadas hubo señales que pusieron en duda el compromiso del gobierno con el servicio de la deuda o la paridad cambiaria. Menos de un mes después de la renuncia de Álvarez, Alfonsín dijo que le gustaría “no pagar la deuda pública por dos años”. Un mes después de la renuncia de López Murphy, Menem aconsejó a la ciudadanía “comprar dólares”. En agosto Cavallo logró la aprobación legislativa de la convertibilidad ampliada, interpretada por muchos analistas como un primer paso hacia la devaluación del peso. En los tres casos el riesgo-país subió considerablemente en los días siguientes (en magnitudes de aproximadamente entre 0,5% y 1%). No cabe duda que Alfonsín, Menem y Cavallo estaban entre los actores políticos más relevantes del momento, y que los inversores presumían que sus opiniones eran informadas y también influyentes (es decir, que reflejaban una intención oculta del gobierno o que podían contribuir a cambiar el rumbo del gobierno).

**Hipótesis 3: El efecto de los rumores anti-inversores.** Los rumores tienen un efecto similar a las señales mencionadas en la hipótesis anterior, sólo que sin tener una fuente identificable. En la medida en que rumores sobre posibles eventos políticos contrarios a los intereses de los inversores logran cierta difusión, habrá un deterioro en las variables financieras.

*Evidencia empírica:* En los cuatro períodos críticos analizados hubo rumores verosímiles sobre eventos potencialmente adversos a los intereses de los inversores. Después de la crisis política de octubre de 2000, los hay sobre la renuncia del ministro de Economía Machinea. A mediados de abril de 2001, algunas semanas después de la salida de López Murphy, circulan rumores sobre la posible renuncia de Cavallo, y sobre un inminente *default* sobre la deuda pública y devaluación de la moneda. A fines de junio y principios de julio se habla sobre las renuncias del Presidente y el ministro de Economía. Los rumores sobre Cavallo arrecian nuevamente en el período septiembre-noviembre, acompañados a veces de rumores sobre la negativa del FMI a seguir apoyando a la Argentina. En casi todos los casos los rumores coinciden con días de alza en el riesgo país del orden de los 40 a los 300 puntos básicos.

**Hipótesis 4: Efectos de interacción entre fragilidad económica y fragilidad política.** A menudo no son los factores A o B los causantes de un

efecto, sino la interacción entre ambos. Es posible que un pobre desempeño macroeconómico o un importante debilitamiento del gobierno no sean suficientes para generar una crisis financiera, pero que la co-ocurrencia de ambos sí la provoque. Así, la debacle argentina podría provenir de la explosiva combinación de la negativa evolución macroeconómica desde 1998 en adelante y las crisis políticas que caracterizaron al gobierno de la Alianza (especialmente, pero no solamente, las de octubre de 2000 y marzo de 2001).

*Evidencia empírica:* Los indicadores del Gráfico 2, correspondientes a la economía real, muestran inequívocos signos de estancamiento y/o caída durante el 2000 y la primera parte del 2001, y un claro derrumbe económico en la segunda mitad de este año. En ese contexto, las crisis políticas provocadas por las renunciadas de Álvarez y López Murphy, o por el desmembramiento final de la Alianza hacia octubre de 2001, estuvieron asociadas con importantes y duraderos aumentos del riesgo-país. Los aumentos con los que comienza y termina el mes de noviembre de 2001, por ejemplo, están asociados a momentos en que coinciden malas noticias económicas y políticas: la ruptura de la mayoría de los diputados del Frepaso con el gobierno o la elección de Puerta como presidente del Senado ocurren junto con decisiones negativas (o rumores creíbles) por parte del FMI y también con la difusión de estadísticas desoladoras sobre la evolución de la recaudación. No hubo, en cambio, deterioros financieros importantes durante los primeros meses del gobierno de la Alianza, cuando el frente político no era un problema, ni tampoco antes, durante los años 1995 y 1998-1999, cuando la economía entró en crisis pero el gobierno se mantuvo fuerte y claramente comprometido con políticas favorables a los intereses de los inversores.

Un resultado empírico tendiente a confirmar el impacto de la debilidad política sobre las crisis financieras es la ineficacia de sucesivas medidas de política económica tendientes a reestablecer la confianza inversora. Si es cierto, como todo parece indicar, que desde octubre de 2000, y especialmente desde marzo de 2001, los mercados tuvieron muchas dudas sobre la fortaleza y la capacidad para implementar políticas del gobierno, entonces es posible que aun los anuncios más favorables a los intereses de los inversores no tengan efectos positivos sobre el riesgo-país. Así, por ejemplo, el lanzamiento del *megacanje* (un canje voluntario de bonos del gobierno tendiente a extender los plazos de pago) o de la ley de Déficit Cero lograron sólo muy modestas y breves mejoras del riesgo "puro" argentino, que fueron seguidas por nuevos aumentos. Algo similar puede decirse de las ayudas externas, como el "Blindaje" o el préstamo de las IFIs anunciado a fines de abril: la disminución del riesgo-país asociado a esos eventos fue pequeña y de breve duración.

Más aún, es posible que en condiciones de fragilidad política, medidas económicas drásticas que podrían normalmente tener efectos positivos sobre



el ánimo de los inversores, sean interpretadas como confirmaciones de la debilidad del gobierno, es decir, como jugadas desesperadas o “manotazos de ahogado” propios de quien ya no tiene mucho por perder. No sólo el *megacanje* y la ley de Déficit Cero, sino también el *corralito*, fueron medidas destinadas a contener la crisis financiera y evitar las consecuencias más temidas por los inversores, el *default* y la devaluación. Los resultados, como queda dicho, no fueron los esperados y, en los casos del megacanje y el *corralito*, hubo enseguida grandes aumento del riesgo-país difíciles de explicar de otra manera.

Como queda dicho, las hipótesis presentadas son sólo enunciados razonables a la luz de la experiencia de un solo caso. La evidencia empírica presentada es útil pero insuficiente. Deberá, entonces, avanzarse en dos direcciones: la de extraer más información del caso argentino (por ejemplo ampliando el número de indicadores financieros utilizados) y la de poner a prueba las hipótesis 1 a 4 en otros países comparables a la Argentina que hayan sufrido crisis financieras.

## CUADRO I

Esquema descriptivo de las crisis financieras (modelo Kindleberger-Minsky)

**I. Desplazamiento:** cambio en las oportunidades de ganancias. Ciertos sectores, activos reales o activos financieros se hacen más atractivos y otros menos atractivos (por ejemplo *commodities*, tierras, acciones, bonos, etc.).

**II. Expansión del crédito bancario:** produce el aumento de la oferta monetaria que financia la inversión en los nuevos activos.

**III. Aumento de la demanda (y del precio) de los sectores o activos atractivos.**

**IV. Efecto «manada» I:** el aumento de precios atrae nuevos inversores (quizás menos informados) que sostienen el aumento de la demanda y los precios.

**V. Boom y euforia:** los inversores son presa de una «manía» (demanda irracional de activos) y provocan una «burbuja» (los precios aumentan hasta el borde de la explosión).

**VI. Inquietud o tensión:** algunos inversores, informados e influyentes, comienzan a vender para tomar ganancias, pero son contrarrestados por nuevos inversores tardíos. Se estabilizan los precios y concluye la euforia.

**VII. Hecho desencadenante:** algún evento contribuye al cambio de expectativas: la quiebra de un banco, la revelación de una estafa o fraude financiero, un shock externo, o aun la misma estabilización o caída de los precios del activo.

**VIII. Efecto «manada» II:** el miedo a no retirarse a tiempo hace que muchos inversores liquiden sus activos, lo cual provoca o acentúa una caída en los precios.

**IX. Estampida o pánico:** la manía se revierte (ahora todos quieren vender al mismo tiempo) y la burbuja explota. Los precios del activo previamente atractivo se desmoronan.

**X. Fin del pánico:** finaliza por una caída tan grande en los precios que tienta a los inversores a volver, o por una intervención gubernamental que suspende el mercado, o por el éxito de un prestamista de última instancia en convencer a los inversores que puede proveer la liquidez deseada.

## CUADRO 2

Esquema descriptivo de las crisis financieras aplicado al caso argentino (etapas I-VI)

**I. Desplazamiento:** a principios de los 90 la recuperación de la estabilidad económica y el equilibrio fiscal, las privatizaciones, la reestructuración de la deuda pública (Plan Brady) y otras reformas estructurales pro-mercado generan nuevas oportunidades de ganancias en la Argentina, especialmente en activos financieros tales como acciones, bonos y depósitos bancarios.

**II. Expansión del crédito bancario:** en un contexto de gran liquidez global, los fondos institucionales extranjeros y argentinos, los inversores privados extranjeros y argentinos y las IFIs proveen el crédito que financia la inversión en los nuevos activos.

**III. Aumento de la demanda (y del precio) de los sectores o activos atractivos:** a principios de la década hay un gran aumento en el valor de las acciones, un fuerte aumento de los depósitos bancarios y un creciente mercado voluntario de deuda pública.

**IV. Efecto «manada» I:** los buenos rendimientos de las acciones, los plazos fijos y especialmente los bonos del gobierno atraen nuevos inversores que sostienen el aumento de la demanda y los precios.

**V. Boom y euforia:** es posible que sea exagerado hablar de un *boom*, pero sí hubo un optimismo no siempre justificado que podría ser descrito, siguiendo a Kindleberger, como una manía: se da en los años anteriores al efecto Tequila y se reinicia en 1996. Las acciones dejan de ser objeto de la manía, pero las grandes cantidades de bonos ofrecidos por el gobierno siguen siendo demandados por los inversores (a tasas de interés considerablemente superiores a las internacionales, típicamente entre 3% y 6% por encima de los bonos estadounidenses).

**VI. Inquietud o tensión:** las crisis asiáticas, rusa y brasileña, el inicio de la recesión en 1998 y la ausencia de recuperación económica o fiscal con el nuevo gobierno generan cierta desconfianza sobre la capacidad argentina de repagar su deuda y de sostener el tipo de cambio.

## CUADRO 3

Esquema descriptivo de las crisis financieras aplicado al caso argentino (etapas VII-X)

**VII. Hecho desencadenante:** el evento (o los eventos) X contribuye(n) decisivamente al cambio de expectativas.

**VIII. Efecto «manada» II:** entre 2000 y mediados de 2001 los inversores más informados o desconfiados comienzan a retirarse. En consecuencia aumenta suavemente el riesgo-país y disminuyen levemente los depósitos bancarios y las reservas.

**IX. Estampida o pánico:** en marzo de 2001, el mes de los tres ministros de Economía, comienza el pánico en el mercado de bonos: a partir de allí se registran fuertes ventas de bonos en anticipación de un *default*. También comienza un declive de los depósitos bancarios que se acelera hacia noviembre.

**X. Fin del pánico:** el *corralito* de diciembre de 2001 detiene coercitivamente la corrida bancaria, y la caída de De la Rúa más la declaración de *default* de Rodríguez Saá de fines de ese mes reducen el precio de los bonos a niveles bajísimos, en los cuales ya no vale la pena vender.

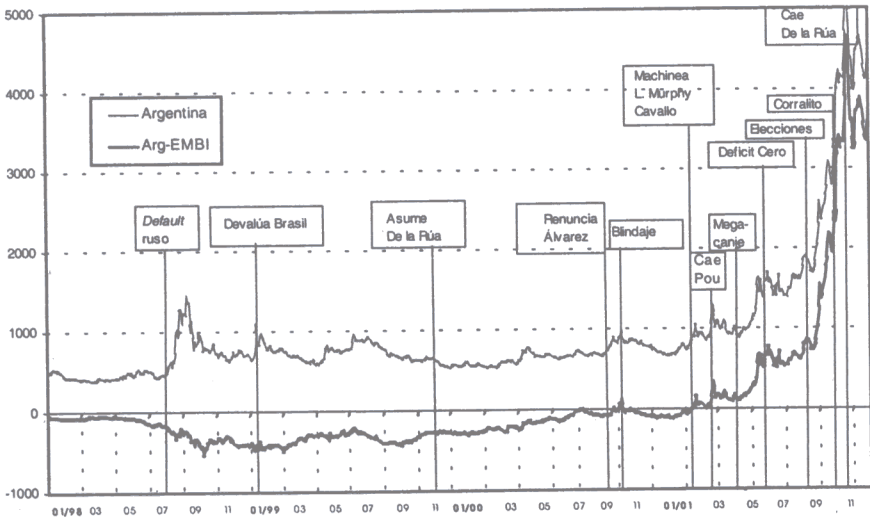
**CUADRO 4**

Indicadores financieros seleccionados.  
Argentina 31/1 y 3/12 de 2001.

	31/1/01	3/12/01
Riesgo-país	670 pb	3.196 pb
Valor del dólar futuro (a 1 año)	1,034 pesos	1,600 pesos
Depósitos en el sistema financiero	89.195 millones	69.488 millones
Reservas internacionales	U\$S 27.341 millones	U\$S 20.247 millones

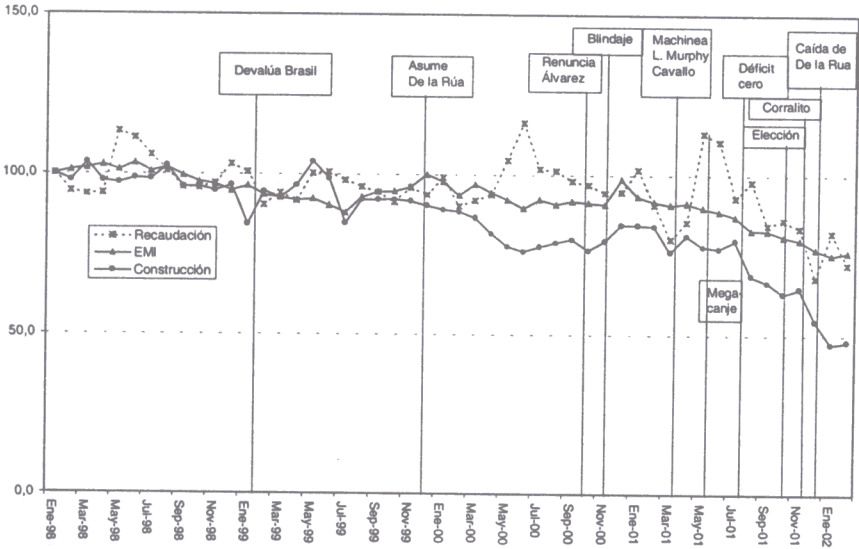
**GRÁFICO I**

Evolución del riesgo país (EMBI) de la Argentina (1/98 a 1/02), en puntos básicos.



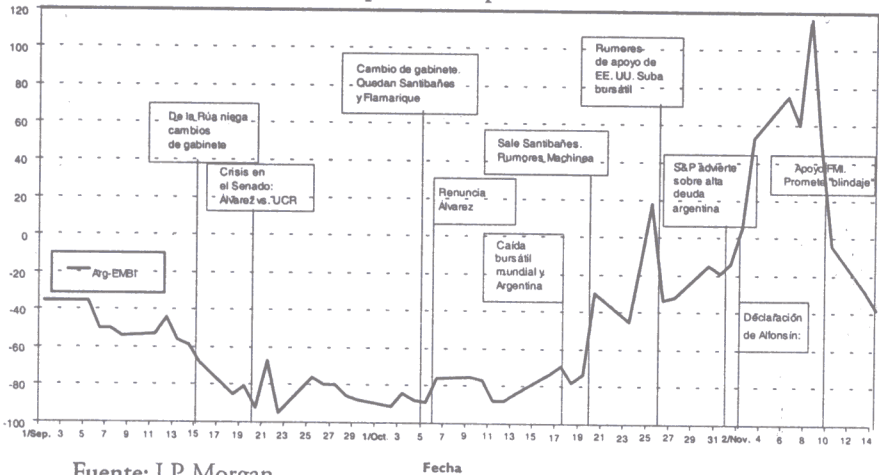
Fuente: J.P. Morgan.

**GRÁFICO 2**  
Evolución de la recaudación, industria y construcción  
(enero de 1998=100).



Fuente: INDEC y Ministerio de Economía.

**GRÁFICO 3**  
Evolución del riesgo país Argentina-EMBI (1/9/00 a 14/11/00).  
Puntos básicos respecto del promedio del EMBI.

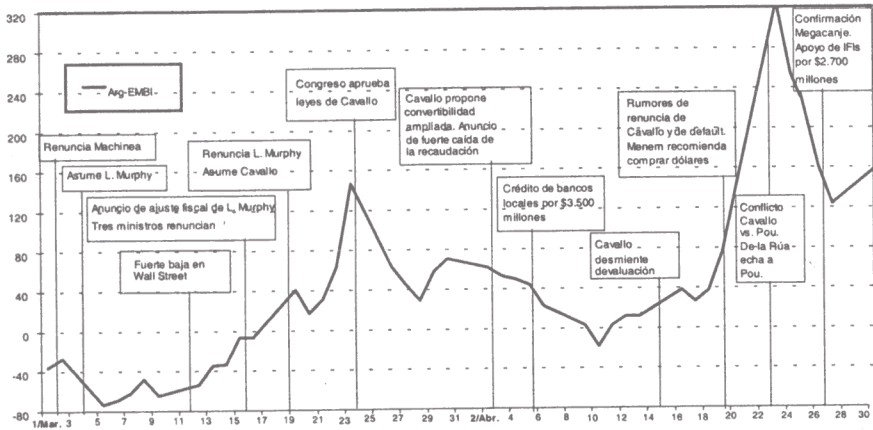


Fuente: J.P. Morgan.

Fecha

### GRÁFICO 4

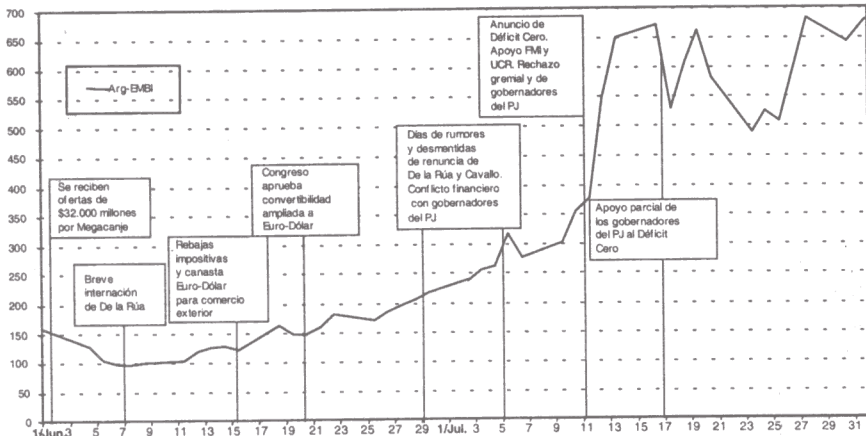
Evolución del riesgo país Argentina-EMBI (1/3/01 a 30/4/01).  
Puntos básicos respecto del promedio del EMBI.



Fuente: J.P. Morgan.

### GRÁFICO 5

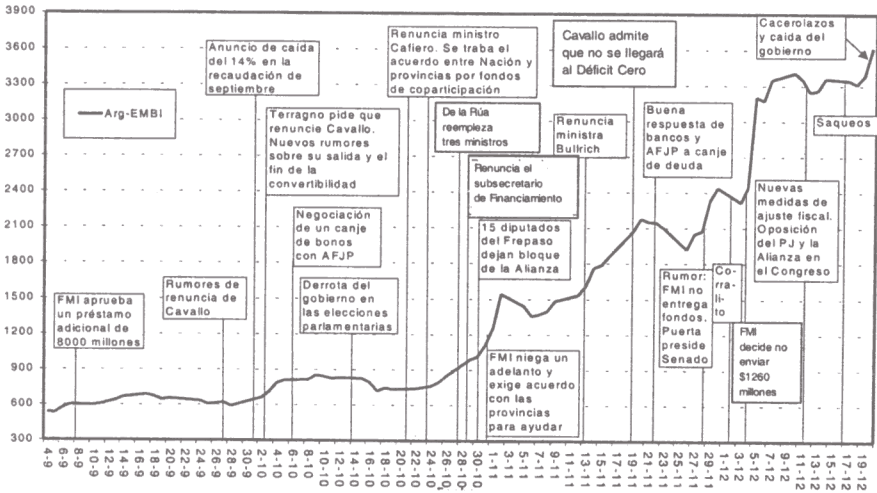
Evolución del riesgo país Argentina - EMBI (1/6/01 a 31/7/01)  
Puntos básicos respecto del promedio del EMBI.



Fuente: J.P. Morgan.

## GRÁFICO 6

Evolución del riesgo país Argentina - EMBI (1/9/01 a 20/12/01)  
Puntos básicos respecto del promedio del EMBI.



Fuente: J.P. Morgan.

## Bibliografía

- Bresser-Pereira, L. e Y. Nakano (2003) "Crecimiento Económico com Poupança Externa?", en *Revista de Economia Política*, Vol. 22, Nº2, abril.
- Corbo, V. y L. Hernández (2000) "Private Capital Inflows and the Role of Economic Fundamentals", en Larrain, F. (ed.), *Capital Flows, Capital Controls and Currency Crises. Latin American in the 1990s*, The University of Michigan Press.
- Eichengreen, B. (1998) *Globalizing Capital. A history of the International Monetary System*, Princeton University Press.
- Gervasoni, C. (2003) "Crisis política y crisis financiera en el Gobierno de la Alianza en la Argentina (1999-2001)", Electronic Paper Series, Teresa Lozano Long Institute of Latin American Studies, The University of Texas at Austin. [www.utexas.edu/cola/lilas/centers/publications/visitingpapers.html](http://www.utexas.edu/cola/lilas/centers/publications/visitingpapers.html), febrero.
- Gil Díaz, F. (1998) "The Origin of the Mexico's 1994 Financial Crisis", en *Cato Journal*, Vol. 17, Nº 3, invierno.
- Huntington, S. (1991) *The Third Wave. Democratization in the late twentieth century*, University of Oklahoma Press
- J.P. Morgan (1999) *Introducing the J.P. Morgan Emerging Market Bond Index Global (EMBI Global)*, Nueva York, Methodology briefing, 3 de agosto.
- Kindleberger, C. (1989) *Manias, Panics, and Crashes. A history of Financial Crises*, Revised Edition, Basic Books.
- Larrain, F. (2000) "Capital Flows, Capital Controls, and Currency Crises in Latin America", en Larrain, F. (ed.), *Capital Flows, Capital Controls and Currency Crises. Latin American in the 1990s*, The University of Michigan Press.
- Meigs, A.J. (1998) "Lessons for Asia from Mexico", en *Cato Journal*, Vol. 17, Nº 3, invierno.
- Remmer, K. (1992-1993) "The Process of Democratization in Latin America", en *Studies in Comparative International Development*, Vol. 27, Nº 4, invierno, págs. 3-24
- Sachs, J. (1999) "Creditor Panics: Causes and Remedies", en *Cato Journal*, Vol. 18, Nº 3, invierno.
- Schuler, K. (2003) "Argentina's Economic Crisis: Causes and Cures", Joint Economic Committee, United States Congress, junio. En <http://www.house.gov/jec>.

## Resumen

A partir de un modelo existente de crisis financieras el artículo explora el posible rol explicativo de la debilidad gubernamental y las crisis políticas en la agudización o desencadenamiento de las crisis financieras de los países en desarrollo. Como base empírica se recurre a un estudio de caso, la evolución del gobierno de la Alianza UCR-Frepaso (10/12/1999 al 20/12/2001), que cayó en medio de un derrumbe financiero con pocos precedentes. Se identifican cuatro períodos de fuerte deterioro de la situación financiera (medida mediante el indicador

riesgo-país) y, para cada uno de ellos, se intenta detectar asociaciones entre eventos políticos y tensiones financieras. A partir de las regularidades empíricas encontradas en ese análisis, se plantean cuatro hipótesis sobre el rol explicativo de 1) las crisis políticas, 2) los mensajes emitidos por políticos influyentes, 3) los rumores y 4) la interacción entre debilidad política y debilidad macroeconómica. Estos cuatro factores parecen ser parte de la explicación del estallido financiero argentino de fines de 2001.

## Palabras clave

crisis política - crisis financiera - Argentina - Alianza - riesgo-país