
**Crisis política y crisis financiera en el
Gobierno de la *Alianza* en la Argentina (1999-2001)**

Carlos Gervasoni*

Teresa Lozano Long Institute of Latin American Studies

The University of Texas at Austin

February 2002

* Universidad Católica Argentina / Universidad Torcuato Di Tella / Universidad del CEMA.
Visiting Resource Professor at LLILAS/UT-Austin. October, 2002.
E-mail: gervasoni@infovia.com.ar

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

La relevancia del tema es tanto teórica como práctica. Las crisis financieras no sólo han sido eventos relativamente frecuentes en el mundo durante muchas décadas, sino que han caracterizado la evolución económica de muchos de los más importantes países en desarrollo durante los últimos años, de Tailandia a México, de Rusia a Corea del Sur, y de Brasil a Turquía. Casi todas las naciones latinoamericanas, por ejemplo, fueron golpeadas por la crisis de la deuda y cayeron en *default* a partir de 1982, y varias de ellas sufrieron crisis financieras durante los años 90 y principios del nuevo siglo (México en 1994, Argentina en 1995 y 2001, Brasil 1999, Brasil y Uruguay en 2002).

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 80¹. Aunque 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 entran en crisis. 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, incontenibles corridas bancarias o masivos *defaults* no sólo empeoran las condiciones económicas (y por lo tanto sociales) de un país, sino que a 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, inversiones bursátiles, etc.). Dada la creciente magnitud y movilidad de estos capitales (y especialmente de los financieros), la vulnerabilidad financiera de los países capital-dependientes es particularmente alta.

¹ Ver, por ejemplo, Huntington, S.: *The Third Wave. Democratization in the late twentieth century*. University of Oklahoma Press. 1991 y Remmer, K.: "The Process of Democratization in Latin America". En *Studies in Comparative International Development*, Winter 1992-93, Vol.27, No. 4, 3-24.

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 aquella 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 mismos². 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 de su moneda. 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 puede ser definida como 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:

² 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 reales, como tierra, edificios, *commodities*, etc. Ver Kindleberger (1989).

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.

¿Qué es lo que lleva a los inversores a deshacerse de activos financieros, aún en un momento en el que los mismos están perdiendo valor? La respuesta evidente es la siguiente: la expectativa de una pérdida mayor, es decir, el convencimiento de que los activos financieros de ese país reducirán su valor fuerte y prolongadamente en el futuro. Los fenómenos más típicamente asociados a esas expectativas son la desconfianza sobre el futuro valor de la moneda (ya que una devaluación implica una pérdida de valor de cualquier activo financiero denominado en moneda local) y la desconfianza en 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 efecto³, 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, quizás por la influencia de alguna “aguja” que las pincha.

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

1. Un shock macroeconómico exógeno (contagio de crisis internacional como Tailandia-Corea o México-Argentina, aumento de las tasas de interés internacionales, mala cosecha, reducción del precio de *commodities* de exportación, etc.).
2. Un cambio o expectativa de cambio de 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 administración (como en el ejemplo dado sobre Lula en Brasil) o sobre posibles cambios en la

³ 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).

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: 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 contagia a otros que creen que los activos seguirán perdiendo valor. 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, sea porque los inversores extranjeros tienen poca información y son fácil presa de rumores o prejuicios, o sea porque hay contagio vía comercio o devaluación de una moneda cercana (en estos últimos casos la explicación “psicológica” se combina con un hecho macroeconómico real).

Nótese que los posibles “gatillos” incluyen fenómenos económicos pero también variables de otra índole, como las políticas. No es extraño que los análisis académicos o periodísticos sobre el comportamiento de los inversores recurran 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; T. del A.).

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 a la macroeconomía 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 record 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” que hace que haya más demanda, más aumento de precios, etc. Incluso se tientan algunos inversores, como las familias, que no tienen demasiada

información o conocimiento del mercado al que ingresan. Kindleberger llama a este fenómeno “manía” (palabra que enfatiza lo irracional del comportamiento) o “burbuja” (expresión que resalta el peligro de estallido). Los inversores imitan, envidian, 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 inversores 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 del pánico puede ser la quiebra de un banco, la revelación de un fraude financiero o aún 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 interviene interrumpe los mercados o 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-Minsky⁴. Aunque estos autores basan 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 la moneda, las acciones y los bonos del gobierno. Más adelante se intenta aplicar el modelo de Kindleberger-Minsky a la crisis argentina de 2001.

⁴ La tabla 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.

Cuadro 1. Esquema descriptivo de las crisis financieras (modelo Kindleberger-Minsky)

I. Desplazamiento:

cambio en las oportunidad 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:

fenómenos irracionales: 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: estabilización de los precios; concluye la euforia y más inversores comienzan a retirarse

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 aún 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, 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

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 originadas en los vaivenes de los flujos de capital. Durante la segunda mitad de la década del 70 y los dos primeros años de la del 80 la mayoría de los gobiernos de la región obtuvieron generosos préstamos con atractivas tasas de interés. Sin embargo, el deterioro de las condiciones económicas mundiales posterior al segundo shock petrolero y el abrupto aumento de las tasas de interés en los Estados Unidos por parte del presidente Regan (junto con la maduración de los préstamos obtenidos años antes) pusieron en problemas a varios países altamente endeudados. Cuando uno de los más importantes, México, declaró en agosto de 1982 que no podía seguir sirviendo su deuda pública, los flujos de capital hacia Latinoamérica se detuvieron repentinamente, lo que derivó en grandes devaluaciones, fuertes y persistentes recesiones, altas tasas de inflación y generalizados *defaults*.

Como era de prever, el regreso de los capitales a la región hacia fines de los 80 y principios de los 90 iba a generar, algunos años más tarde, otras crisis financieras. Aunque no hubo una caída generalizada como en 1982, sí se dieron episodios importantes en ciertos países, como la crisis mexicana (y después argentina) de 1994-95, la brasileña de 1999, la argentina de 2001-2003, y la brasileña y uruguaya de 2002-2003. Lo que tienen de común todos estos casos es que se dieron en países fuertemente dependientes del capital extranjero, que habían disfrutado de un *boom* de inversiones directas y financieras que contribuyeron a sostener el valor de la moneda local (generalmente sobrevaluado), financiar proyectos de inversión privada, a cubrir déficits de cuenta corriente y a satisfacer las necesidades de financiamiento del sector público. Dicho de otra manera, los flujos de capitales en la primera parte de los 90 se tradujeron en privatizaciones, nuevos emprendimientos productivos, un creciente flujo 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 puede arrojarse en masa sobre 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.

Los análisis académicos de los determinantes de la entrada y salida de capitales a los países en desarrollo identifica dos tipos de factores, los externos (o *push factors*) y los internos (o *pull factors*). Entre los primeros se destaca el nivel de tasas de interés en los países desarrollados. Entre los segundos se encuentran los ya mencionados *fundamentals* macroeconómicos, en particular los equilibrios (o desequilibrios) fiscales, monetarios y externos.

Los elementos comunes de las recientes crisis financieras de los países emergentes (México y Argentina 1995, Asia 1997-1998, Rusia 1998, Brasil 1999, Argentina, Brasil y Uruguay 2002) no han sido ni

grandes déficit fiscales ni políticas monetarias expansivas⁵. 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 déficits de cuenta corriente. Nótese que para las más recientes crisis financieras del Cono Sur, sólo una de las dos condiciones parece estar presente.

Otro elemento común en las recientes crisis financieras latinoamericanas ha sido la presencia de una importante, 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 por 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 proviene en alguna medida de los déficit fiscales primarios de la nación (que, como queda dicho, no habían sido de gran magnitud), pero también del pago de intereses de deudas anteriores, del reconocimiento de deudas anteriormente no registradas (por ejemplo, en Argentina, con jubilados que ganan juicios al estado) y del endeudamiento de unidades subnacionales como provincias y municipios. Los bonos soberanos de gobiernos como el 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, deciden aprovechar las oportunidades de ganancias asociadas a los bonos y proveen el crédito o expansión de los medios de pagos (requeridos por el modelo de Kindleberger-Minsky) para sostener la demanda y el precio de estos activos.

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, de la magnitud del superávit (o déficit) 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 déficits primarios o superávits 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 depende, en buena medida, de la confianza de nuevos inversores (o de la renovada confianza de los anteriores). El tipo de cambio entra en juego en los muy frecuentes casos de préstamos 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 superávits primarios suficientes como la obtención de nuevos créditos.

⁵ Este párrafo sigue a Larrain (2000), pero extiende sus análisis a casos de crisis posteriores a la aparición de la obra citada.

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, decidan suspender o limitar los pagos de la deuda. El reciente compromiso de pago por parte del presidente “Lula” Da Silva, aún 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 dimensión política de la sobrevaluación, el déficit y el endeudamiento

El sentido común y la experiencia reciente indican que los gobernantes democráticos tratan de mantener, mientras les es posible, condiciones macroeconómicas populares para aumentar su nivel de apoyo y ganar elecciones. Así, es probable que tiendan a sostener tipos de cambio sobrevaluados, a mantener déficit fiscales y de cuenta corriente, y a aumentar el nivel de la deuda pública. Hacer lo contrario implicaría la implementación de dos medidas muy impopulares: la devaluación de la moneda (para equilibrar la cuenta corriente y/o impulsar el sector exportador) y la ejecución de ajustes fiscales (para cerrar el déficit y/o reducir el peso de la deuda).

Ahora bien, los tipos de cambio sobrevaluados, los déficit de cuenta corriente persistentes y el crecimiento de la deuda pública no son sostenibles indefinidamente. En algún momento debe reestablecerse el equilibrio, sea por la vía de un ajuste ejecutado por el gobierno, o por la de una crisis financiera fuera del control de éste. Es natural, entonces, que un gobernante democrático que termina su mandato en poco tiempo busque evitar que esos ajustes o crisis ocurran durante su gobierno. Así, intentará sostener el tipo de cambio, el déficit y/o el endeudamiento hasta, por lo menos, el día de las elecciones. Para ello un gobierno puede recurrir a varias medidas de política económica, a saber: 1) elevar las tasas de interés (perjudicando el nivel de actividad y aumentando los servicios de la deuda pública), 2) elevar el rendimiento de los bonos del gobierno (transfiriendo a futuros gobiernos y generaciones un endeudamiento más caro), 3) buscar capitales de origen político (básicamente préstamos bilaterales o de las IFIs) y 4) recurrir a las reservas internacionales del Banco Central. Todos

estos elementos han estado presentes en las crisis latinoamericanas de los últimos años. Así, por ejemplo, Brasil sostuvo tasas de interés consistentemente altas antes de la devaluación de 1999, el *spread* de los bonos soberanos de Brasil y Argentina crecieron sustancialmente después de la crisis de 1997-1998 (es decir, pagaron más para endeudarse), la Argentina (2000), Brasil (2002) y Uruguay (2003) obtuvieron paquetes especiales por parte del FMI, y México vendió una alta proporción de sus reservas durante 1994 antes de que prácticamente se acabaran y el peso se desbarrancara frente al dólar.

No es casual, desde este punto de vista, que las máximas devaluaciones del peso mexicano y del real ocurrieran unos meses después de las elecciones presidenciales de 1994 y 1998, respectivamente. La devaluación argentina de 2002 ocurrió unos meses después de las elecciones legislativas de 2001. El *timing* de estas devaluaciones tiene seguramente mucho que ver con factores no macroeconómicos sino estrictamente políticos. Es posible que los gobiernos involucrados no hayan podido evitarlas, pero hay pocas dudas de que utilizaron los instrumentos de política económica señalados más arriba para postergarlas.

Ahora bien, la postergación de un ajuste macroeconómico que es inevitable hace que cuando ese ajuste llega sea mayor o, peor aún, que el ajuste ocurra aún contra la voluntad del gobierno en la forma de una crisis financiera. En efecto, la postergación contribuye al incremento de las tensiones macroeconómicas: aumenta la tasa de interés, se acumula más deuda pública, aumenta el déficit acumulado de la cuenta corriente, se reducen las reservas, etc. Consecuentemente, o el ajuste posterior es mayor que el que hubiera sido necesario anteriormente, o los desequilibrios se hacen tan agudos que el ajuste es inducido, en la forma de una crisis, por fuerzas del mercado que el gobierno no puede controlar (por ejemplo corridas contra la moneda local, cierre de los mercados de deuda pública, etc.).

La política como factor desencadenante de las crisis financieras

Las crisis financieras recientes en América Latina tienen casi siempre un origen político como el descrito en la sección anterior. Podría decirse que la causa remota de los colapsos financieros son en buena medida políticas o, dicho de otra manera, que los desequilibrios macroeconómicos que crean las condiciones para las crisis son consecuencia de consideraciones estrictamente políticas y/o electorales de los gobiernos democráticos. 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?

Este *paper* presume que la respuesta es afirmativa. 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. ¿Puede, por ejemplo, el debilitamiento de un gobierno desencadenar una crisis financiera? ¿Puede una crisis de gabinete 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 2001-2002–. Es claro que la evidencia surgida de un solo caso no puede aportar evidencia concluyente ni generalizable. Sin embargo, sí puede ser una rica fuente de hipótesis, de refinamiento conceptual y teórico, y de evidencia empírica parcial.

Estudio de caso: la *Alianza* argentina 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 (un antiguo partido “atrapado” ubicado entre el centro y el centroizquierda, y generalmente fuerte entre las clases medias) y el nuevo Frepaso, una coalición de peronistas de centro-izquierda disidentes del menemismo 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. Carlos “Chacho” Alvarez, el moderadamente progresista líder del Frepaso, ocupó la vicepresidencia.

De la Rúa no realizó grandes cambios en términos de política económica: su apoyo a la convertibilidad⁶ 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 alto desempleo y una gran rigidez en la política cambiaria y monetaria (debido a la ley de convertibilidad, que fijó el tipo de cambio y ató la evolución de la oferta monetaria al flujo de capitales; ver nota 6).

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 comienzo de una nueva recesión en la segunda mitad de 1998. La devaluación brasileña de enero de 1999 complicó las cosas,

⁶ 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. La ley de convertibilidad (junto con otras reformas fiscales y estructurales) tuvo un enorme éxito en términos de estabilidad de precios, en un país que había sufrido inflación muy alta e hiperinflación por más de 3 décadas. Consecuentemente, tanto la clase política como la opinión pública (y también la mayor parte de la comunidad académica) apoyaban fuertemente la convertibilidad.

tanto por la cercanía geográfica de los dos países como por su efecto sobre el valor del peso argentino: al ser Brasil el principal destino de las exportaciones, la devaluación del *Real* implicó un importante fortalecimiento 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 superávit 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*). Paralelamente al desarrollo de la crisis en la segunda mitad de 2001, la recesión se profundizó, la agitación social fue en aumento y el gobierno se debilitó 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*.

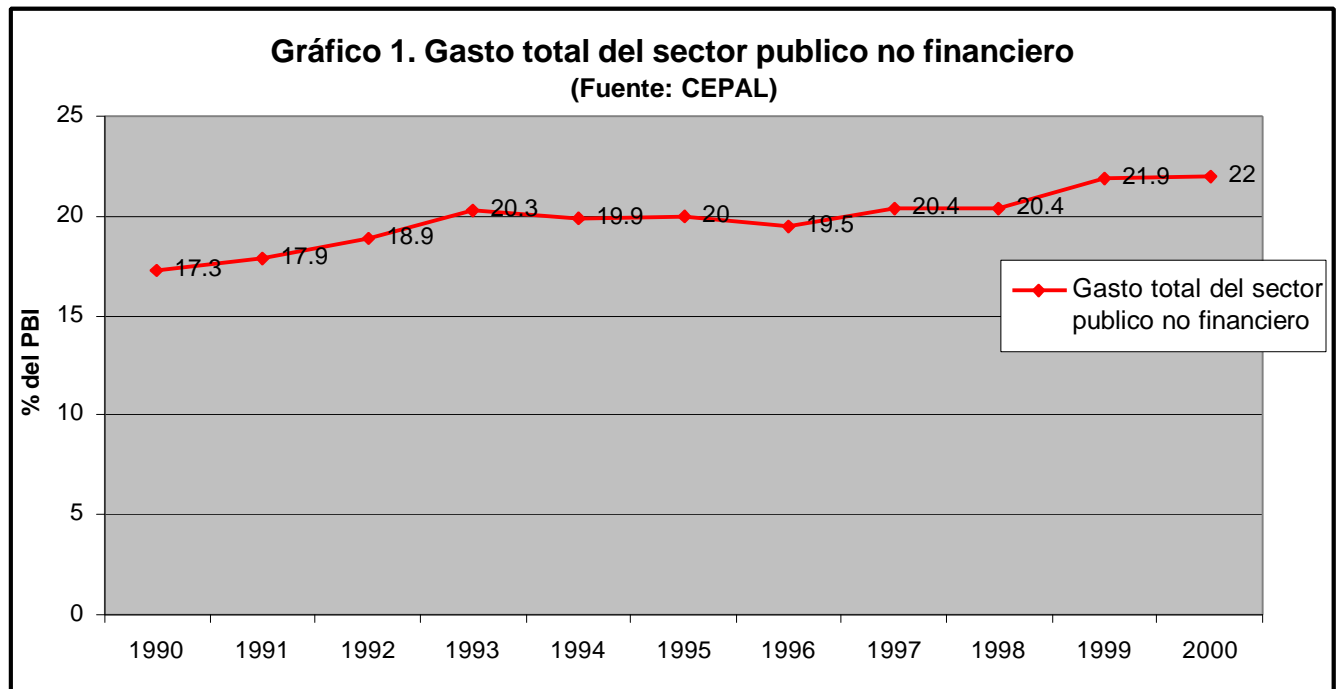
Entre diciembre de 1999 y diciembre de 2001, sin embargo, nada fundamental había cambiado en la economía argentina o mundial. No hubo ninguna gran crisis internacional, ni ningún cambio importante en la política económica, ni un deterioro importante en los términos de intercambio, ni una ruptura con 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.

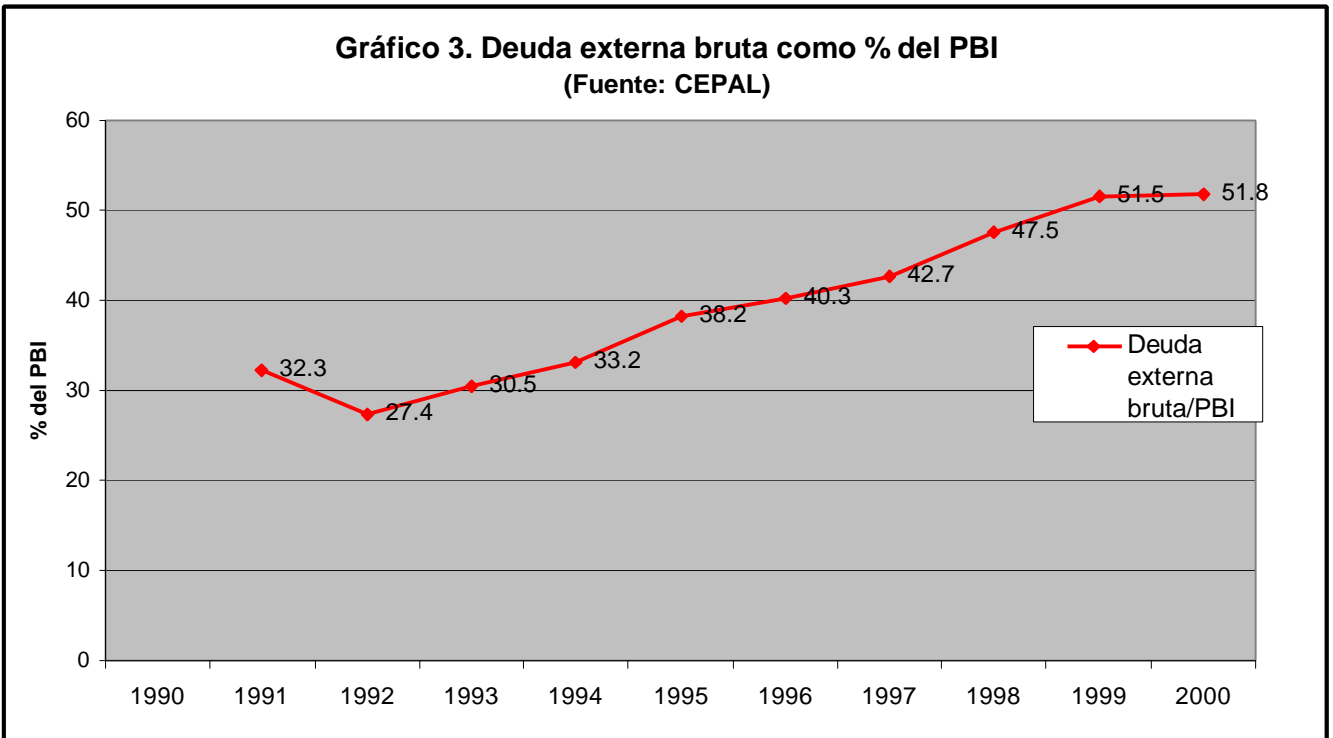
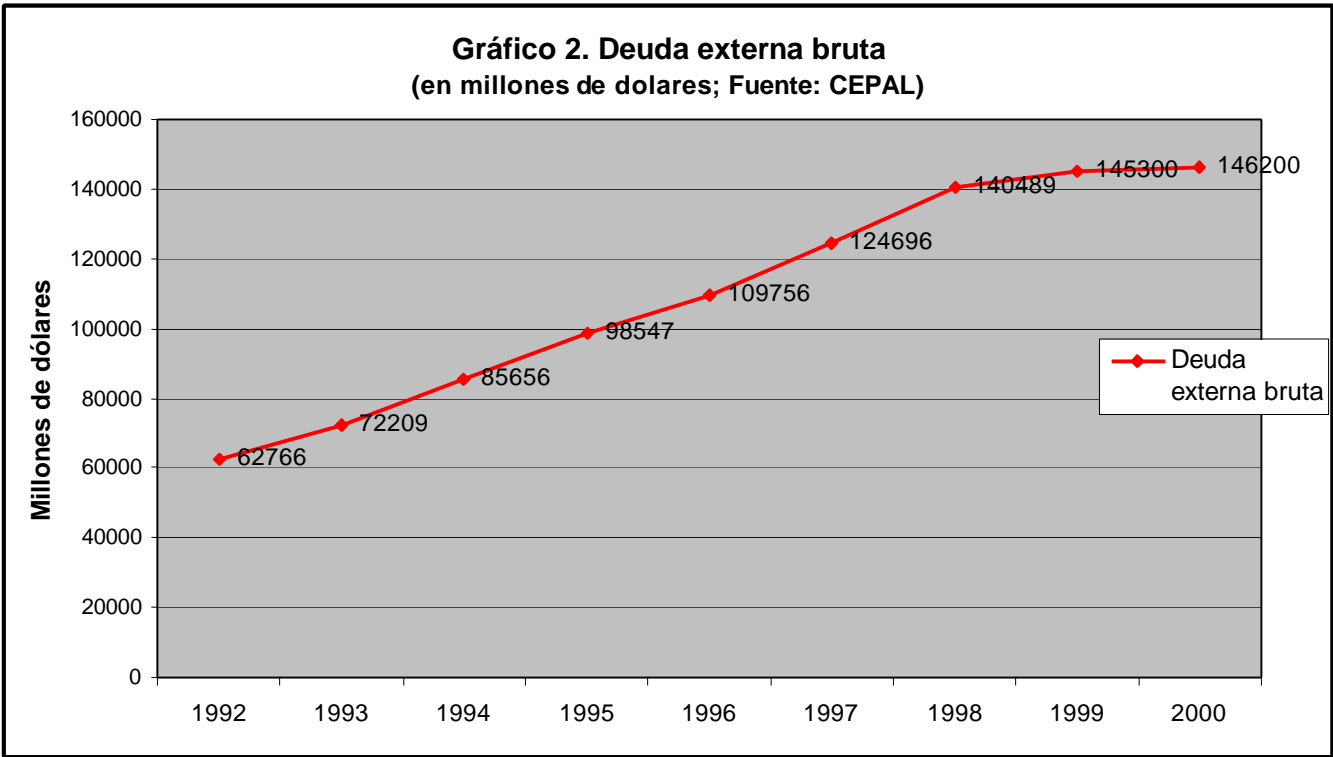
¿Qué produjo entonces la debacle? ¿Cómo se explica semejante derrumbe financiero? ¿Existió un (o varios) hecho(s) desencadenante(s) de naturaleza no económica?

El modelo de Kindleberger-Minsky aplicado a la Argentina

La interpretación que propone este *paper* parte de la premisa de que desde finales de la década de 1990 estaban dadas las condiciones para una crisis financieras. Durante varios años los inversores (y también las IFIs, lo que no es un dato menor) habían estado dispuestas a financiar al gobierno argentino. A diferencia de lo que podría suponer una interpretación “neoliberal” de los dos gobiernos de Menem, durante ellos el gasto gubernamental creció como proporción del producto (ver gráfico 1) 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 (ver gráficos 2 y 3). 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 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 50%, según muestra el gráfico 3), 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 de la deuda en términos del producto).





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:

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:

Los fondos institucionales extranjeros y argentinos, los inversores privados extranjeros y argentinos y las IFIs proveen la liquidez 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 (lo cual también afectaría la capacidad de pago de la deuda)

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.

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 el 2000 y mediados del 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, se desata el pánico en el mercado de bonos: todos venden en anticipación de un *default*. También comienza un declive, menos acelerado, de los depósitos bancarios.

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.

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 realizar un somero análisis de 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.

Dos advertencias metodológicas importantes. La primera es que las relaciones de causa-efecto son siempre muy difíciles de establecer. Las metodologías experimentales son las más apropiadas para ello. Cuando experimentar no es posible, como es generalmente el caso en las Ciencias Sociales, existe una segunda mejor alternativa, que son los diseños metodológicos cuantitativos con control de las variables teóricamente relevantes. Las correlaciones que resisten al control de estas variables tienen una mayor probabilidad de reflejar causalidad que las simples correlaciones bivariadas (y las que no las resisten pueden considerarse con gran seguridad como no causales). Los estudios de caso, en cambio, son completamente 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 puede 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).

La segunda cuestión metodológica tiene que ver con la temporalidad de los efectos causales, es decir, con el lapso que transcurre entre una causa y un efecto. ¿Cuánto tarda la difusión de una estadística macroeconómica desfavorable en 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.

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 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, 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 jubilación 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 su deuda.

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 3 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 retome 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-país⁷. 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. En otras palabras, 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. El riesgo-país, entonces, es un indicador válido, confiable y ampliamente disponible de una dimensión clave de la crisis argentina de 2001: la reticencia de los mercados voluntarios de deuda pública y el riesgo de *default* sobre la misma.

El gráfico 4 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

⁷ Fuente: J.P.Morgan. EMBI: Emerging Market Bond Index Global. See J.P. Morgan: Methodology Brief. Introducing the J.P. Morgan Emerging Market Bond Index Global (EMBI Global). New York. August 3, 1999.

relativos, como una diferencia respecto del promedio ponderado de los 27 países incluidos. La primera (en color rojo) 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, en color azul, 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.

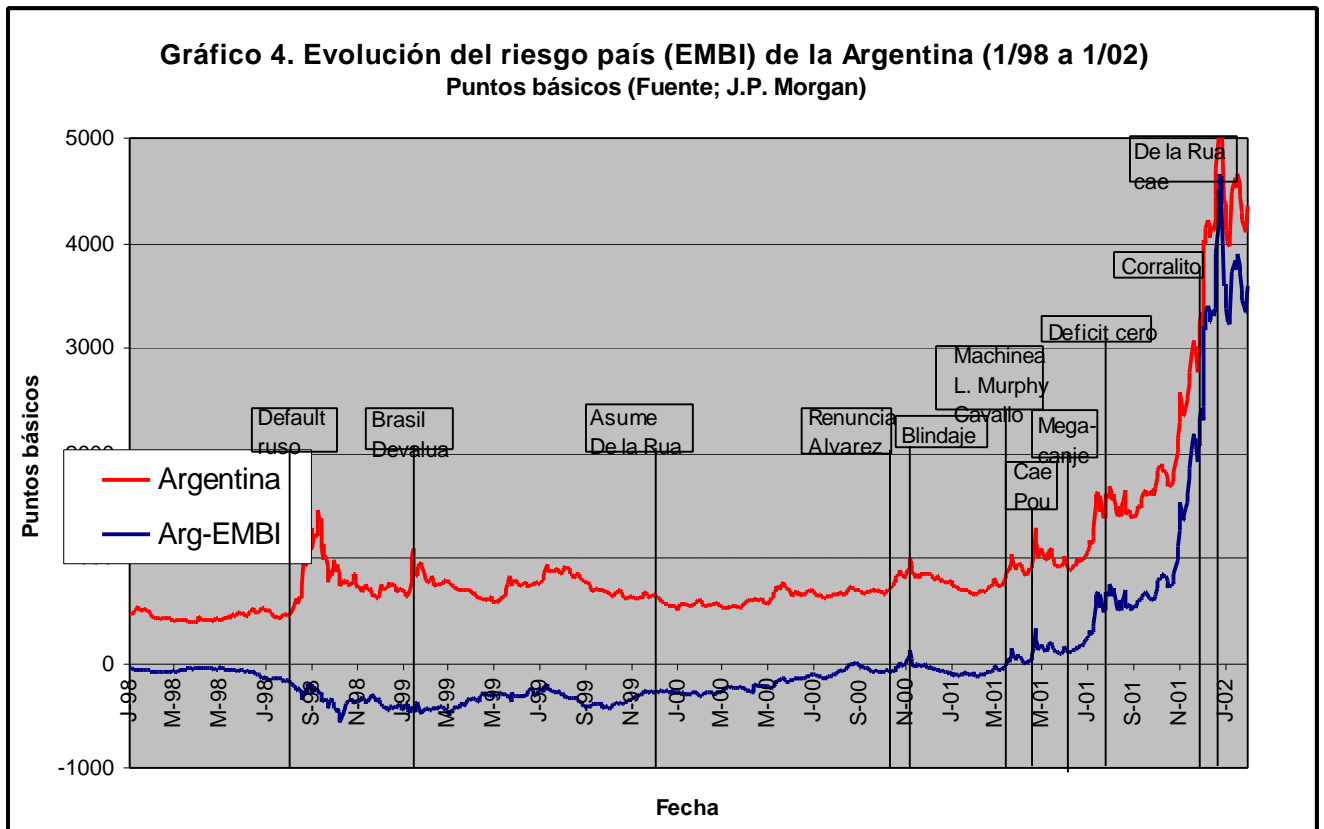
De esta forma se observa que, por ejemplo, al inicio del período el riesgo-país argentino en términos absolutos era de cerca de 500 puntos básicos. El riesgo-país relativo al resto de los mercados emergentes mostraba que el riesgo argentino estaba levemente por debajo del promedio. El efecto de la crisis 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, entonces, 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” Alvarez (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, quien a su vez es despedido a dos semanas de asumir, luego de anunciar el viernes 16 de marzo un plan de recortes fiscales moderado pero que generó enorme resistencia política aún 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 el riesgo-país baja un poco (aunque sin volver a sus niveles de febrero), pero esta vez el respiro es más precario todavía 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.

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 Alvarez 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.



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 la siguiente tabla el valor de algunos indicadores financieros el 31 de enero de 2001 con su valor el 1 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. La tabla 3 muestra el agudísimo deterioro del crédito público y de la credibilidad en la paridad del peso con el dólar, así como también una importante corrida contra los depósitos bancarios y contra las reservas del Banco Central (que no cayeron más gracias al préstamo concedido por el FMI en el segundo semestre de 2001).

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
Depósito en el sistema financiero	89.195 millones*	69.488 millones*
Reservas internacionales	27.341 millones de dólares	20.247 millones de dólares

Fuentes: J.P.Morgan y Banco Central de la República Argentina.

* Sumando depósitos denominados en dólares, la mayoría, y en pesos.

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 5 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 construcción⁸. Se eligieron estos indicadores por ser oficiales, confiables y por estar disponibles en forma pública y mensual.

⁸ Fuente: Ministerio de Economía (para la recaudación) e INDEC (Instituto Nacional de Estadísticas y Censos) para el EMI y el Índice de la Construcción.

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.

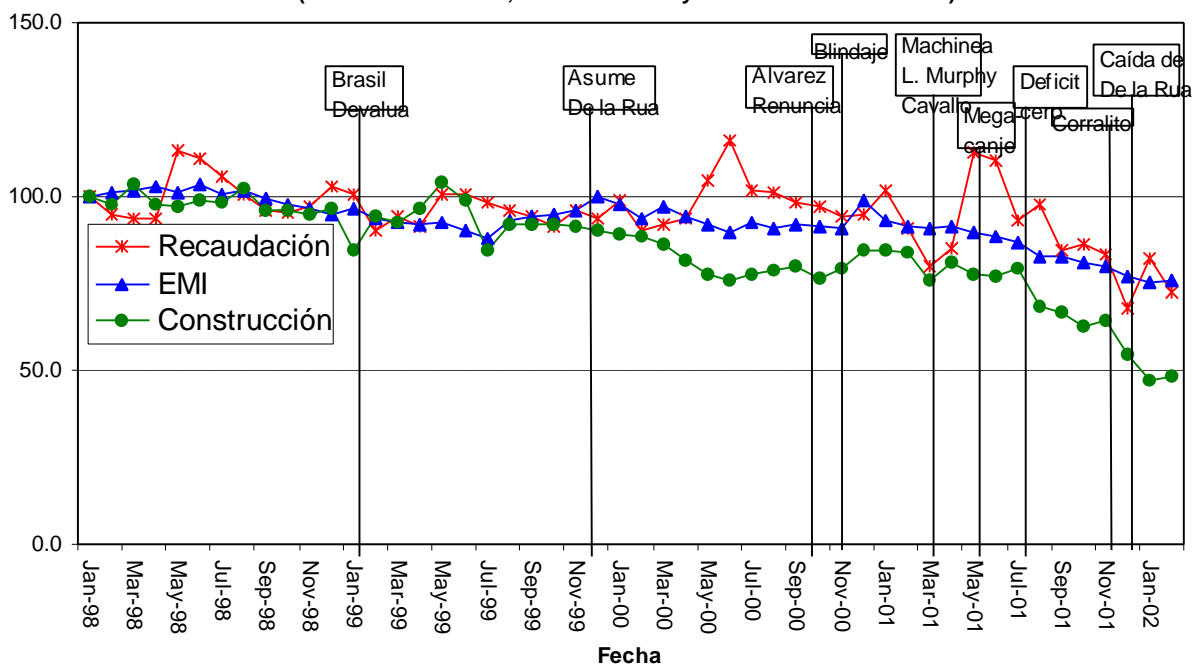
La recaudación impositiva nacional fue en 1999 más débil que durante el año anterior. Cuando asume el gobierno de la *Alianza* se mantiene en niveles similares excepto por el pico de mediados de año (probablemente asociado a la liquidación anual del impuesto a las ganancias). La recaudación, sin embargo, 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 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.

Gráfico 5. Evolución de la recaudación, la industria y la construcción

(Enero de 1998=100; Fuente: INDEC y Ministerio de Economía)



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 y marzo de 2001 contribuyeron al cambio de las expectativas de los inversores, y quizás hasta funcionaron como hechos desencadenantes de la crisis.

¿Porqué contribuirían eventos políticos a provocar una crisis financiera? La hipótesis que aquí se plantea es que, dada la necesidad de llevar adelante reformas económicas importantes 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 vice-presidente Alvarez 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. No resulta adecuado aquí hacer una descripción pormenorizada de estos eventos, pero sí destacar sus rasgos fundamentales.

Crisis política I: la renuncia del vice-presidente. Alvarez era el jefe del Frepaso, una fuerza de centroizquierda fuertemente identificada, por lo menos al nivel del discurso, con la transparencia y la lucha contra la corrupción. Hacia agosto de 2000 tomó impulso una denuncia y una investigación sobre el presunto pago de sobornos por parte del poder ejecutivo a varios senadores (mayoritariamente peronistas, pero también algunos radicales) para que apruebe una ley de reforma laboral. Denuncias periodísticas y sindicales muy versosímiles, y la mala fama de muchos de los senadores acusados, contribuyeron a convencer a la opinión pública de la veracidad de las acusaciones. “Chacho” Alvarez encabezó una ofensiva política para esclarecer el caso, presionando al gobierno para que impulse la investigación y comenzando una él mismo en el Senado (del cual Alvarez era el presidente). Pronto quedó claro que el vice-presidente estaba políticamente aislado: los senadores (mayoritariamente peronistas y radicales; sólo había un senador 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 Santibáñez, 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 Alvarez, no afectaba a los acusados (Santibáñez permanecía en su puesto y Flamarique era trasladado de su ministerio a la Secretaría General de la Presidencia), el vice-presidente presentó sorpresivamente su renuncia indeclinable al cargo. Es cierto que Alvarez aclaró que su partida era personal y que no implicaba el retiro del Frepaso de la coalición gobernante (de hecho la misma se mantuvo en diputados y los funcionarios del ejecutivo pertenecientes al Frepaso permanecieron

mayoritariamente en sus cargos). La partida de Alvarez, sin embargo, fue un duro golpe en sí mismo para el gobierno, y constituía 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 Santibáñez de su gobierno a los pocos días. El daño político, sin embargo, ya estaba hecho.

Crisis política II: la renuncia de los ministros de economía. Se trata de un episodio complejo, ocurrido en marzo de 2001. Frente a la ausencia de resultados en términos de reactivación y a la tendencia creciente del riesgo-país aún después del “Blindaje”, José Luis Machinea presenta su renuncia al ministerio de economía, y el presidente decide reemplazarlo por el hasta entonces ministro de defensa, Ricardo López Murphy, un prestigioso economista ortodoxo perteneciente a la UCR. Luego de varios días de elaboración, López Murphy lanza un plan cuyo punto central (pero no el único) es una reducción del gasto público por 2.000 millones de pesos o dólares, el cual afecta fundamentalmente a la universidad y transferencias a las provincias para aumentar los salarios docentes. Inmediatamente renuncian tres miembros “progresistas” del gabinete: los radicales ministros del interior (Federico Storani) y de Educación (Hugo Juri) y el frepasista ministro de desarrollo Social (Marcos Makón). Frente a la presión de los partidos de su coalición y la de los gobernadores de provincia, indirectamente afectados por el ajuste fiscal, De la Rúa expulsa a López Murphy y, luego de un fin de semana de febriles negociaciones, designa en el cargo a Domingo Cavallo. El episodio envió señales ambiguas a los mercados: por un lado indicó claramente 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. Inmediatamente luego de su designación el riesgo-país se mantuvo alto pero estable, pero un mes más tarde, el 23 de abril, tuvo un pico. 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 bienes 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*). Quedó claro entonces que 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.

A los efectos de interpretar la evolución del riesgo-país inmediatamente luego de la renuncia de Alvarez y del “marzo de los tres ministros”, así como también de los eventos que siguieron a la designación de Domingo Cavallo, es aconsejable presentar resumidamente los principales eventos y medidas, las fechas en qué ocurrieron y la reacción de riesgo-país. Dicha información se presenta en el cuadro 5, en el cual se indica el nivel del riesgo-país del día hábil anterior a cada evento, así como también el máximo aumento del indicador dentro de los 10 días hábiles posteriores al evento.

Cuadro 5. Eventos políticos y anuncios de medidas económicas, fechas y nivel de riesgo-país. Marzo a Diciembre de 2001

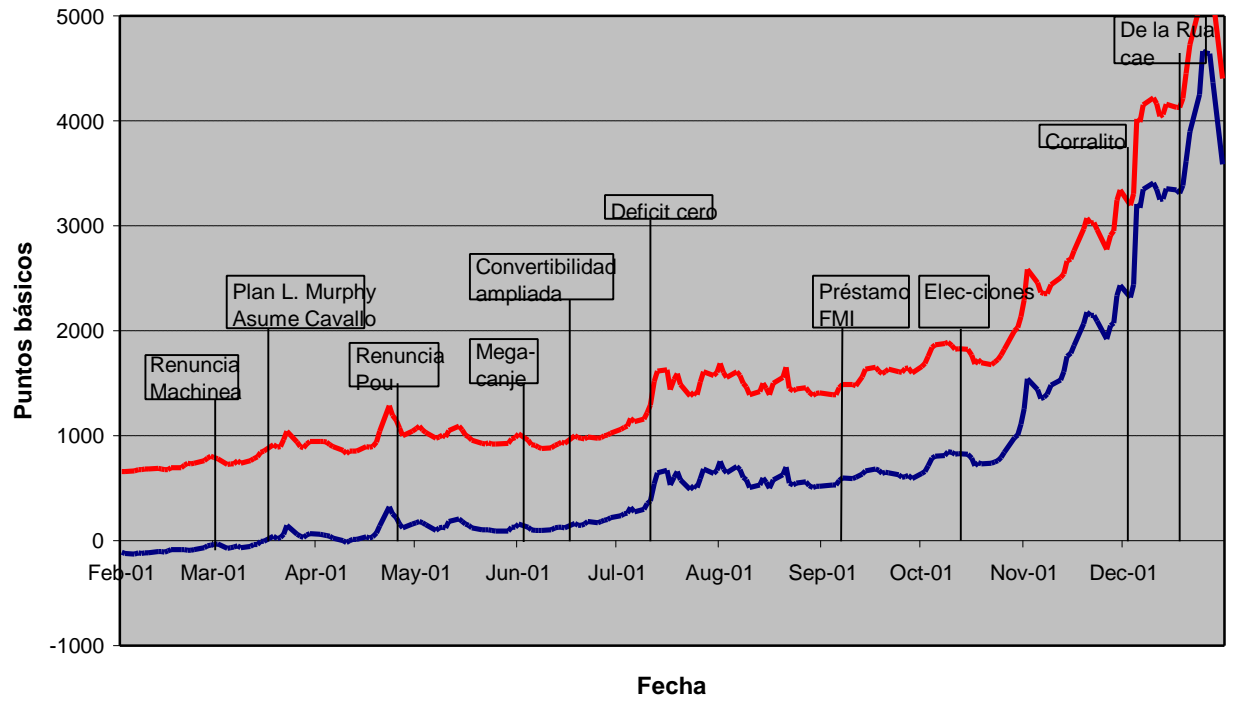
Evento	Fecha	Riesgo-país día anterior / máximo aumento*
Renuncia de Alvarez	Oct. 6-00	658pb / +162 pb
Renuncia de Machinea	Marzo 2-01	791 pb / + 64 pb
Anuncio de la designación de López Murphy	Marzo 4-01	782 pb / +73 pb
Anuncio de medidas de ajuste y renuncia de tres ministros	Marzo 16-01	845 pb / +200 pb
Renuncia de López Murphy	Marzo 19-01	855 pb / +190 pb
Anuncio de la designación de Cavallo	Marzo 20-01	914 pb / +131 pb
Anuncio del impuesto a las transferencias financieras y de modificaciones arancelarias	Marzo 22 y 23-01	896 pb / +50 pb
Renuncia el presidente del Banco Central (Pedro Pou) luego de disputas con Cavallo	Abril 25-01	1195 pb / -104 pb
Anuncio del megacanje	Junio 1-01	981 pb / -44 pb
Anuncio de la convertibilidad ampliada	Junio 15-01	937 pb / +72 pb
Anuncio de la ley de “déficit cero”	Julio 11-01	1217 pb / +412
Aprobación legislativa del “déficit cero”	Julio 23-01	1488 pb / +200
Aprobación de un crédito del FMI por u\$s 8.000 millones	Sept. 7-01	1455 pb / +197
Elecciones y derrota de la <i>Alianza</i> y del partido de Cavallo	Oct. 14-01	1832pb / -8 pb
Anuncio e implementación del <i>corralito</i>	Dic. 3-01	3340 pb / +878 pb
Caída del presidente De la Rúa	Dic. 20-01	4212 pb / +1278pb

* La primera cifra es el riesgo-país del día de cada evento, o del primer día hábil posterior (o del día hábil siguiente, si el evento ocurrió luego del cierre de los mercados); la segunda cifra es el máximo aumento (o la mínima disminución) del riesgo-país en los 10 días hábiles posteriores al evento.

La evolución del riesgo-país en los días próximos a los eventos señalados en el cuadro puede ser visualizada en el gráfico 6, que básicamente es una ampliación del gráfico 4 (considerando sólo el período febrero-diciembre de 2001). El análisis de las correspondencias temporales entre eventos y variaciones en el riesgo-país deben tener en cuenta las siguientes consideraciones metodológicas:

1. Como se dijo más arriba, no es fácil determinar el tiempo que tarda una causa en producir un efecto. Un pico del indicador 20 días después de un cierto acontecimiento puede ser un efecto del mismo, o puede no serlo.
2. Además de los acontecimientos destacados en el cuadro y el gráfico, que aquí se consideran relevantes, puede haber habido otros de igual o mayor importancia en términos de su impacto 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

Gráfico 6. Evolución del riesgo país (EMBI) de la Argentina (2/01 a 12/01)
Puntos básicos (Fuente; J.P. Morgan)



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.

¿Qué conclusiones pueden obtenerse del análisis de los datos del cuadro y el gráfico? Este trabajo termina presentando una serie de hipótesis que son sugeridas por la teoría de que los eventos políticos tienen efectos en las variables financieras y que cuentan con, por lo menos, algún sustento empírico en el caso argentino. Se trata, entonces, de hipótesis razonables y verosímiles, pero que deberán en futuras investigaciones ser puestas a prueba con métodos de análisis más rigurosos que los aquí utilizados.

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

Hipótesis 1: las crisis políticas que, casi por definición, debilitan a un gobierno, tienen efectos negativos sobre las expectativas de los inversores, en particular en contextos en que los desafíos económicos y financieros requieren de medidas que generan resistencia política.

Evidencia empírica: Las dos grandes crisis políticas que golpearon al gobierno de la *Alianza*, la renuncia de Alvarez y el marzo de los tres ministros, fueron seguidos de aumentos importantes en el riesgo-país. En el primer caso se llegó aun incremento de la tasa de interés implícita de los bonos argentinos de más de un 1,5% (162 pb), mientras que en el segundo caso se alcanzaron aumentos de hasta el 2% (200 pb). La renuncia de Pedro Pou al Banco Central luego de fuertes enfrentamientos con el ministro Cavallo tienen una interpretación menos clara. Los inversores pueden haber visto en ella 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 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.

Hipótesis 2: Las medidas de política económica tendientes a reestablecer la confianza no logran su cometido cuando existen dudas básicas sobre la fortaleza y chances de supervivencia del gobierno. Los inversores no sólo desean políticas favorables a sus intereses, sino también gobiernos suficientemente sólidos como para poder implementarlas.

Evidencia empírica: numerosas medidas de política económica anunciadas y/o ejecutadas por el gobierno no lograron disminuir 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 (línea azul), que fueron seguidas por nuevos aumentos. El caso de la convertibilidad ampliada es más complejo porque no está

claro que fuera favorable para el incremento de la confianza. Muchos analistas e inversores interpretaron, correctamente o no, que esta flexibilización del rígido régimen de la convertibilidad era el primer paso en el abandono de la misma y, por lo tanto, un avance en la dirección de una devaluación. Quizás por ellos este evento no fue seguido por una caída del riesgo-país, sino por un persistente aumento.

Hipótesis 3: La derrota electoral del gobierno tiene un efecto negativo sobre la evolución de la crisis financiera. Se trata, sin embargo, de uno de esos casos de “efecto anticipado”. 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 (día de las elecciones).

Evidencia empírica: hay un deterioro del riesgo-país durante las semanas previas a las elecciones, seguido de una temporaria recuperación luego de ellas. La escalada final del riesgo-país argentino, que lo llevará de cerca de 2000 a más de 4000 pb, comienza el 25 de octubre, diez días después de conocidos los resultados electorales.

Hipótesis 4: en condiciones de fragilidad política, medidas económicas drásticas que podrían normalmente tener efectos positivos sobre el ánimo de los inversores, pueden ser 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.

Evidencia empírica: está claro que tanto el megacanje, como la ley de déficit cero, como el corralito fueron medidas destinadas a contener la crisis financiera y a evitar los resultados más temidos por los inversores, el *default* y la devaluación. Sin embargo, sólo lograron resultados muy modestos y breves en términos de riesgo país, o directamente fueron seguidos por grandes aumentos del indicador (lo que claramente ocurrió en el caso del corralito).

Estas cuatro hipótesis son primeras aproximaciones, casi exploratorias, al tema. Se trata de proposiciones muy tentativas y simplificadas. El perfeccionamiento de las mismas requerirá tanto un mayor refinamiento teórico como un más minucioso análisis de los datos. Una mayor profundización en la evidencia empírica permitirá fortalecer o debilitar las hipótesis planteadas, así como también reformularlas, calificarlas y complejizarlas. Para alcanzar tal objetivo debe expandirse el análisis empírico en por lo menos dos direcciones, a saber: 1) realizar análisis minuciosos de la evolución de los indicadores financieros en los días/semanas anteriores y posteriores a un evento (o a la anticipación de un evento), tratando de establecer conexiones más detalladas entre la ocurrencia de acontecimientos, la difusión de información, etc. y las variaciones en los índices financieros y, 2) incrementar el número de indicadores considerados más allá del riesgo país (en particular deberían ser particularmente relevantes para el caso aquí considerado la evolución del valor del dólar a futuro –una forma de medir las expectativas de devaluación–, la proporción de los depósitos bancarios denominados en moneda extranjera y alguna tasa de interés de referencia). Estas tareas serán realizadas en una futura versión ampliada de este trabajo.

BIBLIOGRAFIA

J.P. Morgan (1999): *Introducing the J.P. Morgan Emerging Market Bond Index Global (EMBI Global)*. New York. Methodology briefing, August 3, 1999.

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.

Corbo, V. and Hernández, L.: “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.