EQUILIBRIO PRESUPUESTARIO Y LA DEUDA PÚBLICA EN LAS CRISIS CAMBIARIAS RECIENTES

Witold Malecki
Profesor de Economía en el Instituto de Finanzas asociado a la Escuela Superior de Seguros y Negocios Bancarios en Varsovia y el Consejero del Ministro de Finanzas de Polonia
Urszula Zulawska
Directora del Instituto de los Países en Vías de Desarrolo de la Universidad de Varsovia y profesora en el Instituto de Finanzas

Introducción

El presente trabajo tiene como propósito: a) estudiar las interrelaciones básicas entre el equilibrio presupuestario y el nivel de la deuda pública, por un lado, y las crisis cambiarias recientes, por el otro; y b) formular las recomendaciones de cómo llevar a cabo la política fiscal para minimizar el riesgo de la aparición de una crisis cambiaria, o atenuar sus consecuencias en el caso en que la crisis ya se haya producido.

El texto se compone de siete capítulos. En los dos primeros se analizan en particular: 1) el papel del déficit presupuestario como factor que favorece la aparición de la crisis; 2) la importancia del equilibrio presupuestario y del nivel relativamente bajo de la deuda pública como condiciones que permiten resistir la crisis, cuando ésta ya se produce; y 3) el impacto reversible de la crisis cambiaria en el equilibrio presupuestario y el nivel de la deuda pública.

Los cinco capítulos siguientes están dedicados al estudio de las relaciones caracterizadas en el primer capítulo, sobre la base de ejemplos de cuatro crisis monetarias contemporáneas: en México en 1994 (capítulo 2), en la República Checa en 1997 (capítulo 3), en Corea del Sur en 1997 (capítulo 4), en Brasil en los años 1998-1999 (capítulo 5) y la actual crisis en Argentina (capitulo 6). En el caso de cada una de las crisis contempladas se presentan brevemente también las principales causas de las crisis, distintas de un posible déficit presupuestario.

El último capítulo contiene las conclusiones más importantes del análisis realizado y las recomendaciones concernientes a la política fiscal. Las recomendaciones se refieren ante todo a la política que limitará el riesgo de la aparición de la crisis cambiaria, y como ayudará a contrarrestarla, cuando ésta se produce. Las conclusiones y recomendaciones se basan principalmente en el análisis llevado a cabo en los capítulos 2 al 6; sin embargo, al formularlos se han tomado en cuenta también las experiencias resultantes de otras crisis monetarias contemporáneas (en Tailandia, Indonesia, Malasia y en Rusia).

1. Característica de las interrelaciones más importantes existentes entre el equilibrio presupuestario y la deuda pública, por un lado, y las crisis cambiarias por el otro

a. El papel del desequilibrio presupuestario en la aparición de las crisis cambiarias

Los primeros intentos de presentar los mecanismos que llevan a las crisis cambiarias en forma de modelos aparecieron durante las décadas de los años 70 y 80, como respuesta a las crisis en países como México (1982) y Argentina (1978-1981). Estos modelos, denominados actualmente modelos de primera generación o modelos canónicos, fueron obras de economistas como Paul Krugman, Robert Flood y Peter Garber. Los modelos en cuestión presentaban las crisis monetarias como consecuencia de contradicciones entre la política del curso monetario fijo y la política macroeconómica excesivamente expansiva (y en especial grandes déficits presupuestarios financiados por la emisión de moneda). Cuando la contradicción mencionada arriba se hacía evidente a los participantes de mercados financieros, llegaba un ataque especulativo y la crisis cambiaria. Así que los modelos de primera generación consideraban como causas de la crisis cambiaria errores en la política macroeconómica de un país dado, y en especial el desequilibrio presupuestario crónico (Flood, 1998:4).

El siguiente grupo de modelos, los llamados modelos de segunda generación, suponían una flexibilidad mucho más grande, tanto de las actividades del gobierno como del banco central. Frente a la amenaza de la crisis cambiaria, las dos instituciones pueden agudizar su política (fiscal y monetaria, respectivamente). Sin embargo, incluso en tales condiciones puede producirse un ataque especulativo contra la moneda del país, si los participantes de los mercados financieros llegan en algún momento a la conclusión que el gobierno del país en cuestión tiende a sacrificar en un futuro próximo la estabilidad del tipo de cambio y permitir la depreciación de la moneda nacional para realizar algún otro fin económico. Tal fin lo puede constituir la reactivación de la economía nacional, la disminución del desempleo gracias al crecimiento de exportaciones, la erosión de la deuda pública interna considerada como excesiva, o la reducción de los salarios reales (Rybiński, 1998a:2). Desde el punto de vista del presente trabajo vale la pena fijarse en el hecho de que, según estos modelos, el alto nivel de la deuda pública interna puede constituir el factor favorable a la aparición de una crisis cambiaria.

El tercer grupo de modelos explicaba las crisis cambiarias más bien en las categorías de las expectativas que se cumplen, 'comportamientos gregarios' y otros factores psicológicos, y no en las categorías de fundamentos macroeconómicos (Rybiński, 1998a:2).

Frente a la utilidad limitada de todos los modelos enumerados arriba para la explicación de la mayoría de las crisis cambiarias que tuvieron lugar en los años 90, recientemente se ha procedido a indicar otras posibles causas. En particular se ha prestado atención a las debilidades en la esfera macroeconómica, a la debilidad estructural de la economía (en especial el subdesarrollo de los mercados financieros) y diferentes variantes del fenómeno denominado *moral hazard* (Rybiński, 1998b:3-4).

Independientemente de los modelos presentados arriba, vale la pena contemplar la importancia del desequilibrio presupuestario desde una perspectiva un poco distinta, es decir, desde el punto de vista del impacto que tiene el desequilibrio en la formación del déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos. A las crisis cambiarias, por lo general, las precede el crecimiento del déficit en la cuenta corriente, que llega a tal volumen que el financiamiento del déficit gracias al flujo del capital extranjero resultante de la actividad económica normal (inversiones extranjeras directas, la mayoría de créditos a mediano y largo plazo, una parte del capital de cartera) se vuelve imposible. Cuando el déficit en la cuenta corriente empieza a ser financiado, aunque sea en parte, por el flujo del capital a corto plazo, del capital especulativo de cartera y/o la caída de reservas internacionales oficiales, enfrentamos la situación conocida como el déficit de la balanza de pagos. Como es sabido, tal situación no puede mantenerse por mucho tiempo ya que socava la confianza de los participantes de mercados financieros en la capacidad de mantener el curso estable de la moneda nacional por parte de las autoridades monetarias del país. Esto lleva a un ataque especulativo y, por lo general, a una crisis cambiaria.[1]

Así que el volumen del déficit en la cuenta corriente tiene un impacto considerable en la posibilidad de estallido de una crisis cambiaria. Es bien conocida la fórmula siguiente que describe las fuentes de aparición del déficit de la cuenta corriente:[2]

$$CA=(G - T) + (I - S)$$

Donde

CA - déficit en la cuenta corriente
G - gastos del sector público
T - ingresos del sector público
(G - T) - déficit consolidado del sector público
I - inversiones privadas
S - ahorros privados
(I - S) - financiamiento externo del sector privado

La relación presentada arriba indica claramente el papel que tiene el déficit fiscal, y más concretamente el déficit del sector público en el surgimiento del déficit en la cuenta corriente, y por lo tanto en el peligro de una crisis cambiaria. Incluso en el caso cuando la razón principal del desequilibrio está situada en el sector privado, que invirtiendo más de lo que ahorra presenta una demanda considerable del financiamiento externo, el saldo del sector público sigue teniendo importancia. Cada déficit que pueda aparecer empeora el desequilibrio de pagos, mientras que el superávit del sector público puede atenuar dicho desequilibrio.

Si queremos ser precisos, hay que recordar que la relación analizada arriba tiene el carácter puramente estático. Siendo indudablemente verdadera *ex post,* no toma en cuenta la interrelación entre el saldo en la cuenta corriente (y otras variables que aparecen en la fórmula) y el aflujo del capital extranjero. En realidad, en la economía contemporánea cada vez más a menudo el aflujo del capital no tanto financia el déficit en la cuenta corriente, sino lo genera por sí sólo (Lutkowski, 1999:12-13). El mecanismo de esta interrelación suele ser bastante complejo; viéndolo incluso solamente a través del prisma de la interrelación en cuestión, hay que recordar que el aflujo del capital extranjero puede influir también en el nivel de inversiones y ahorros privados, así como en el saldo del sector público. A pesar de estas reservas, la interrelación analizada resulta útil desde el punto de vista de nuestro análisis.

b. La importancia del equilibrio presupuestario y del nivel relativamente bajo de la deuda pública como condiciones que permiten resistir la crisis, después de su estallido

Una crisis cambiaria es a menudo consecuencia directa de la crisis bancaria. La crisis de liquidez en el sector bancario puede aparecer como efecto de la fuga violenta del capital extranjero, dificultades en el acceso a las fuentes del financiamiento externo y, ante todo, un empeoramiento brusco de resultados financieros de empresas. Cuanto peor la condición del sector bancario antes de la crisis, cuanto más débil e imperfecto el control sobre este sector, cuanto más rápido la crisis se transfiere a la esfera de la economía real, tanto más probable la crisis bancaria, y más grave su escala (Slawinski, 1998:18-20).

Si la crisis bancaria tiene lugar, sus consecuencias para el carácter y la duración de la recesión económica dependen en grado considerable de que el presupuesto del país en cuestión sea capaz de proporcionar apoyo adecuado a los bancos. Esto depende del estado de las finanzas públicas, y en especial de la falta de un déficit presupuestario serio y/o una deuda pública excesivamente alta antes de la crisis.

Cuando por el estado de finanzas públicas es imposible que el gobierno ayude a salvar los bancos en peligro, es el banco central quien tiene que emprender esta tarea, recurriendo para este fin al crédito de refinanciación. Por lo general esto agudiza la inflación y prolonga la recesión, ya que el banco central está obligado a mantener tasas de interés de alto nivel por mucho más tiempo que en el caso cuando es el presupuesto quien apoya a los bancos (Slawinski, 1998:18-20). Al mismo tiempo, la alternativa de una falta absoluta de cualquier intervención (tanto por parte del presupuesto como por la del banco central) y el permiso para la quiebra de una parte considerable del sistema bancario tendría consecuencias peores todavía para la economía.

El nivel bajo de la deuda pública facilita también el proceso de agudización de la política monetaria indispensable en la fase temprana de la crisis cambiaria (primero para defender la moneda nacional, después para recuperar la confianza en ella y equilibrar la balanza de pagos). Cuando la deuda pública es muy grande, las autoridades tienen que tomar en cuenta el incremento de costos de su servicio como consecuencia del alza en las tasas de interés. De esta manera la flexibilidad de las reacciones de las autoridades frente a una crisis cambiaria queda, hasta cierto punto, limitada.

Así que el mantenimiento del superávit (o, de por lo menos, equilibrio) presupuestario y el control sobre el volumen de la deuda pública, que no puede ser excesivamente alta, amplían de una manera consi-

dèrable las posibilidades de llevar a cabo una política efectiva contra la crisis al momento que ésta estalla. Ante todo, se trata de la posibilidad de proporcionar, de parte del presupuesto, la ayuda indispensable al sector bancario, si en éste se produce la crisis de liquidez.

c. El impacto de la crisis cambiaria en el equilibrio presupuestal y el nivel de la deuda pública

La reacción directa de las autoridades frente a una crisis cambiaria consiste por lo general en agudizar la política macroeconómica, lo que queda justificado por la necesidad de recuperar la confianza en la moneda nacional y el equilibrio de la balanza de pagos. Las recomendaciones del Fondo Monetario Internacional a los países afectados por la crisis y obligados a recurrir a la ayuda de dicha institución por lo general siguen esta línea. La agudización de la política macroeconómica concierne ante todo a la política monetaria, mientras que en el caso de la política fiscal, ésta muy a menudo se reduce a declaraciones, y el desarrollo de la situación real las contradice.

En realidad son muy probables las tendencias hacia el empeoramiento del saldo presupuestario ya que por un lado, en el momento de trasladarse la crisis a la esfera real de la economía y de iniciarse la recesión, los ingresos presupuéstales van disminuyendo; por el otro lado, puede presentarse la necesidad de aumentar algunos gastos del presupuesto. Primero, esto puede relacionarse con la posible crisis del sector bancario y con la necesidad de su reestructuración. Segundo, algunos otros sectores de la economía (tales como las instituciones financieras no-bancarias) pueden requerir reestructuración también. Tercero, el incremento de gastos presupuestarios resulta del incremento del nivel del desempleo. Cuarto, si la crisis hizo evidente la necesidad de realizar las reformas estructurales determinadas, su aplicación, por lo general, requiere gastos financieros de parte del presupuesto.

La adopción de la política fiscal más expansiva es favorable desde el punto de vista de la lucha contra la recesión económica. La recuperación del equilibrio presupuestario en tal situación debería realizarse poco a poco y a lo largo de cierto período de tiempo. Sin embargo, en el caso cuando antes de la crisis existía una deuda pública considerable, la situación es diferente. En estas circunstancias el mantenimiento del déficit presupuestario por un período largo puede resultar desfavorable porque la deuda pública va creciendo por encima del nivel posible de aceptación.

2. La crisis cambiaria en México en el año 1994/95

La crisis cambiaria en México empezó el 20 de diciembre de 1994, llevando no sólo a una devaluación profunda de la moneda nacional y la pérdida de liquidez de todo el sistema financiero del país, sino también al pánico en el mercado financiero internacional. El pánico se justifica por el hecho de que doce años antes, después de la suspensión del servicio de la deuda externa y de la convertibilidad de la moneda, había empezado la crisis mundial del endeudamiento.

En 1982, la causa principal de la crisis consistió en el mantenimiento prolongado del alto déficit de finanzas públicas (en 1982 un 16% del PIB), y el siguiente crecimiento de la deuda pública (cerca de un 85% del PIB), financiado anteriormente en el mercado exterior. La crisis cambiaria provocó la crisis del endeudamiento, una crisis bancaria (con la nacionalización de bancos) y una recesión económica profunda. La política presupuestaria realizada después de la crisis ha llevado a un decrecimiento radical del déficit, a un 4.8% del PIB en 1989. En consecuencia de la crisis del endeudamiento el refinanciamiento de la deuda pública existente, y su aumento, se trasladó al mercado interno. Los años 90, con la mejora de la coyuntura, y ante todo, con la renovación del acceso a las fuentes de financiamiento externas (la reducción de los costos del servicio de la deuda) permitieron mejorar considerablemente el equilibrio del presupuesto estatal, que en los años 1992 y 1993 ha anotado incluso cierto saldo positivo.

CUADRO 1
El presupuesto de México 1990-1998
(mil millones de nuevos pesos)

	Ingresos	Gastos	Déficit o Superávit ( )	Déficit como % PIB
1990	117.7	137.1	19.4	2.8
1991	147.5	14.4	19.9	0.2
1992	180.3	164.4	(16.0)	(1.6)
1993	194.8	190.7	(41.6)	(0.4)
1994	215.3	225.2	9.9	0.8
1995	280.1	294.9	14.7	0.8
1996	392.6	404.0	11.5	0.5
1197	503.6	546.7	43.2	1.4
1998	769.6	815.1	45.5	1.1

Fuente: IMF, International Financial Statics –años diversos, 1998– Banco de México "Indicadores económicos" abril 1999.

Al mismo tiempo, desde mediados de los años 80, la política económica mexicana se encaminaba hacia la sofocación de la inflación, y desde 1987 la cotización fija del peso (después depreciada levemente según la tabla aceptada) constituyó uno de los pilares de la política dirigida contra la inflación. Esto causó la apreciación real de la moneda mexicana (en un 30% de 1989 a 1993). La apreciación era también favorecida por el incremento del aflujo de los capitales extranjeros observado desde los inicios de la década de los 90 (del orden de un 6 a 8% del PIB en los años 1990–94).

El 20 de diciembre de 1994, la nueva administración mexicana –en función desde hace tan sólo 20 días– en respuesta a una reducción drástica del nivel de reservas internacionales (10 mil millones de dólares, respecto a 29 mil millones en febrero del mismo año y 16 mil millones de dólares en agosto) amplió el límite inferior de la fluctuación de la cotización del peso en un 15% (de 3.45 peso por 1 dólar, que fue efecto de la devaluación contenida en cerca de un 3% anual a 3.97 peso por dólar), lo que correspondía a la devaluación del peso en el mismo grado. La credibilidad de México en el mercado financiero internacional de un día para otro cambió de ser alta a ser muy baja, lo que causó en tan sólo dos días la fuga de capitales del valor de 4,5 mil millones de dólares. El gobierno tomó la decisión sobre la liberalización de las cotizaciones del peso. Esto profundizó la desconfianza frente a la economía mexicana. Las reservas internacionales para finales de diciembre de 1994 disminuyeron hasta 6.3 mil millones de dólares americanos. La depreciación del peso sobrepasó el 70% de su valor.

CUADRO 2
Fuentes del déficit en la cuenta corriente de México en los añis 1993-1997 (en % del PIB)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Déficit en la cuenta corriente	5.1	7.4	6.4	7.0	0.6	0.7	1.8
Déficit consolidado del sector público (–corresponde al superávit)	0.2	-1.6	-0.4	0.8	0.8	0.5	1.4
Inversiones del sector privado	14.6	15.8	14.8	15.6	12.8	13.5	Bd
Ahorros del sector privado	9.7	6.8	8.0	9.4	13.0	13.3	Ad
Financiamiento externo del sector privado	4.9	9.0	6.8	6.2	0.2	0.2	0.4

Fuente: IMF, Banco de México.

El proceso de la decaída de la credibilidad de México, y en especial de los valores emitidos por el gobierno del país, se frenó tan sólo después de la puesta en marcha de un paquete de ayuda organizado por los EU y el FMI, que en gran parte consistió en garantías de la deuda. A pesar de ello el volumen de los valores emitidos por el gobierno mexicano en manos de inversionistas extranjeros disminuyó de unos 21 mil millones de dólares en diciembre de 1994 a 14 mil millones en abril de 1995 y 7 mil millones en septiembre de 1995.

Gracias a la ayuda extranjera se frenó la fuga de capitales de México. Durante el año 1995 el nivel de reservas internacionales creció en 9.6 mil millones de dólares hasta el nivel de 15.9 mil millones. La economía mexicana sufrió pérdidas considerables. El PIB en 1995 disminuyó en un 6.2%; en el mismo año el peso perdió un 40% siguiente de su valor respecto al dólar americano, la tasa del interés creció de un 17 a 20% hasta un 42 a 49%,[3] el incremento de los precios al consumidor fue de más de un 50%, las inversiones disminuyeron en un 30%.[4] Sin embargo el año siguiente trajo un mejoramiento económico visible: el PIB creció en un 5.2%, con la cotización libre del peso, éste perdió tan sólo un 2.6% del valor frente al dólar (en el período e 31.12.1995 – 31.12 1998 la depreciación nominal conjunta del peso frente al dólar equivalía a un 30%), las tasas de interés casi recuperaron su nivel de 1994 (25–27%), el incremento de precios al consumidor fue de un 28%, las inversiones aumentaron en un 15%. Las reservas internacionales crecieron en 1.8 mil millones de dólares hasta 17.7 mil millones.

Las causas principales de la crisis consistían en el sobrecalentamiento de la coyuntura económica, en el boom de créditos y el amplio uso del crédito externo por empresas y otros agentes económicos, en las condiciones de la apreciación real de la moneda nacional. Hablando de las causas de la crisis en términos más generales, éstas consistían en: la liberalización del sector financiero en las condiciones de su baja eficacia, como efecto de la nacionalización de las instituciones financieras en los años 80 y de la política económica subordinada a la lucha contra la inflación. El estado de finanzas públicas no fue la causa principal de la crisis, aunque el modo de refinanciamiento de la deuda pública profundizó la crisis cuando ésta ya se había manifestado.

CUADRO 3
Deuda pública de México 1989-1998

	Deuda pública interna (mil millones pesos)	Como % del PIB	Deuda pública externa (mil millones pesos)	Como % del PIB	Deuda pública como % PIB
1989	99.4	18.1	202.8	37.0	55.1
1990	128.1	17.3	210.5	28.5	45.8
1991	131.3	13.8	208.3	21.9	35.8
1992	89.7	8.0	211.0	18.7	26.7
1993	61.5	4.9	213.1	17.0	21.9
1994*	54.5	3.8	256.5	18.1	21.9
1995	67.4	4.7	400.1	28.2	32.9
1996	21.7	1.2	669.8	36.5	37.7
1997	90.6	3.6	626.9	25.0	28.6
1998	123.3	3.9	618.8	29.5	23.4
Febrero	210.7	5.6	792.9	20.9	26.5
1999	232.9		789.3		

*– por cambios de metodología los datos para 1994 se representan dos veces, según el antiguo y según el nuevo sistema.
Fuente: Banco de México, "The mexican economy" así como "Indicadores económicos".

La decaída de la credibilidad económica de México tuvo consecuencias fatales para las posibilidades del refinanciamiento de la deuda pública, ya que en 1994 el 70% de los valores emitidos por el gobierno se encontraba en manos de los inversionistas extranjeros (Griffith, 1997:132). El método de refinanciamiento de la deuda pública también tuvo suma importancia. En diciembre de 1993, el 70% del financiamiento externo de la deuda pública correspondía a CETES –bonos fiscales denominados en pesos, y sólo un 6% a Tesobonos– bonos de 182 días denominados en dólares. Por causa de la inestabilidad política en la primavera de 1994 la tasa de interés de CETES creció de 10.1% a 17.8%.

Las autoridades mexicanas opinaban que las dificultades de acceso a los recursos financieros externos tenían el carácter transitorio, por lo tanto, para atenuar los costos del servicio de la deuda pública, e incrementaron la emisión de Tesobonos. Efectivamente, los inversionistas extranjeros transformaron la estructura de sus carteras, transfiriendo las inversiones hacia Tesobonos –en diciembre de 1994 el financiamiento externo de la deuda pública en un 87% se realizaba por medio de los Tesobonos. Desgraciadamente, fue en el primer trimestre de 1995 cuando tocaba el plazo del vencimiento de las acciones emitidas por el gobierno, del valor de 9.9 mil millones de dólares. Frente a la crisis de confianza de los inversionistas extranjeros no se ha logrado realizar la renovación de la deuda: sólo se vendió un 5% de la emisión nueva de Tesobonos ofrecida el 27 de diciembre (Griffith, 1997:132).

Junto con la desaparición de las manifestaciones más agudas de la crisis aparecieron nuevas posibilidades del financiamiento del déficit presupuestario que iba creciendo lentamente, y del refinanciamiento de la deuda pública. Aunque los ingresos del presupuesto iban creciendo (tanto en su dimensión nominal como la real y en la relacionada al PIB) los gastos crecían más rápidamente, principalmente por causa del incremento considerable de pagos de intereses de la deuda pública (hasta más del 4% del PIB en los años 1995–97). Se han realizado intentos de mejorar la forma de su refinanciamiento, emitiendo valores de mediano plazo: de los anuales hasta los del plazo de cinco años. Se ha renunciado a los Tesobonos, sustituidos en 1996 por Udibonos, valores a largo plazo, denominados "en unidades de inversión".

Durante su segundo año de circulación éstos últimos se convirtieron en el tercer valor mexicano, según su popularidad en el mercado. A pesar del déficit del presupuesto, la deuda pública extranjera en relación al PIB en 1996 y en 1997 ha disminuido considerablemente, y en 1998 creció en un 1.1 del punto porcentual del PIB. La deuda pública interna, en cambio, iba creciendo continuamente desde 1995. La deuda pública total, en comparación al PIB, decrecía en los años 1996 y 1997, y en 1998 aumentó.

En consecuencia de la crisis cambiaria se ha revelado la debilidad del sistema bancario mexicano. En el período precedente a la crisis se había observado un incremento espectacular de actividades crediticias de los bancos comerciales: en 1991 crecimiento real en un 34% (nominal en 59,9%); en 1992 en 33%; en 1993 en 10.7%; en 1994 en 17.8%.[5] Al mismo tiempo empeoraba la calidad de la cartera bancaria: la participación de los créditos caducados creció de un 1.2% en 1989 a un 7% en 1993. No ayudó mucho la introducción de la obligación de dividir activos en 5 grupos y cargarlos de acuerdo con el grado de riesgo con reservas obligatorias desde 0 a 100% (Solis, 1998).

El empeoramiento del reembolso de créditos fue efecto del aumento –de cerca de tres veces– de la tasa porcentual nominal, lo que puso en tela de juicio la solvencia de muchos de los clientes de los bancos. En el caso de los créditos denominados en dólares

la devaluación del peso en más de 80% tuvo el mismo efecto. Tanto más que antes de la crisis los bancos recurrían al financiamiento externo, cuyos costos quedaban restringidos solamente por el límite para los pasivos denominados en dólares introducido por el banco central en 1992. También los costos de financiamiento en el mercado nacional seguían creciendo. En febrero de 1995 La Comisión Nacional de Valores y Bancos introdujo la obligación de crear reservas adicionales equivalentes al 60% de créditos atrasados o al 4% del total de activos.

La bolsa mexicana también vivía su crisis. Ya el 21 de diciembre de 1994 los indicadores –transfiriendo su valor a dólares– empeoraron en un 35%.

En efecto de las circunstancias descritas arriba, según el Banco de México ya en febrero de 1995 la mitad de los bancos comerciales no cumplían con los criterios de capitalización. En esta situación el gobierno decidió intervenir para salvar el sistema bancario. Teóricamente fue el órgano interbancario establecido en 1990 bajo el nombre de Fondo Bancario de Protección al Ahorro (FOBAPROA), que, disponiendo de ingresos provenientes de los bancos debería haberles brindado ayuda. Los recursos que se encontraban en su gestión no correspondían sin embargo a la escala de necesidades del sistema bancario a la hora de la crisis y FOBAPROA se convirtió en el órgano mediante el cual el Estado concedió garantías al 100% de pasivos bancarios y realizaba las acciones encaminadas hacia el socorro a los bancos. Estas consistían en las actividades siguientes:

- conceder créditos preferenciales para aumentar el capital de los mejores bancos (en aquel tiempo se suponía que el tesoro del Estado iba a pagar solamente el costo correspondiente a la diferencia entre los intereses comerciales y los preferenciales –154 mil millones de pesos).
- comprar a los bancos una parte de los créditos caducados (se ha estimado que el Estado contaba con posibilidades de rescatar en el futuro cerca de un 30% del valor nominal de las deudas) por el precio en un 20% más bajo del nominal
- 168 mil millones de pesos.
- comprar acciones y obligaciones de los bancos para aumentar su capital –185 mil millones de pesos.

En los dos últimos casos se ha previsto la toma de gestión de los bancos por otras instituciones, por lo general por los bancos extranjeros, y se requería el aumento de su capital de las fuentes privadas por el valor del 50% de los créditos atrasados comprados. En el caso de los bancos incapaces de cumplir con las condiciones expuestas arriba el gobierno se limitaba a ayudar en su liquidación (mediante el pago de los depósitos), lo que costó en total 1.8 mil millones de pesos. La ayuda a los bancos realizada mediante FOBAPROA sumó en total 493.6 mil millones de pesos (frente al total de gastos del presupuesto estatal de 583 mil millones de pesos en 1996). La actividad de FOBAPRO ha suscitado muchas dudas, y desde 1998 éste fue sustituido por el Instituto Nacional de Apoyo al Ahorro (INAP). Según las estimaciones publicadas en el informe de Mackey,[6] el total de costos de apoyo a los bancos cubiertos por el presupuesto del Estado desde 1995 hasta la mitad de 1998 por medio de FOBAPROA equivalió de 545 a 633 mil millones de pesos (para comparar; el total de los gastos del presupuesto en los años 1995–1998 según los precios corrientes fue de 2059 mil millones de pesos, y el déficit del presupuesto generado en estos años, de 114 mil millones de pesos).

Desgraciadamente, los costos exorbitantes gastados para salvar el sistema bancario mexicano no han traído resultados esperados: según los datos del INAP en julio de 1999 el 11.5% de los activos bancarios lo constituía los créditos caducados, y en el caso del 57% de los activos las previsiones fueron malas. En junio de 1999 el INAP tuvo que intervenir en el tercer banco comercial mexicano en importancia, Serfín, y gastar 29 mil millones de pesos para crear la posibilidad de la toma del banco por propietarios nuevos (con la alternativa de la bancarrota del banco que, tomando en cuenta las garantías gubernamentales a los depósitos significaría, según los especialistas del banco central, costos más altos todavía).[7]

Resumiendo, aunque en 1994 el estado de finanzas públicas no constituyó la causa principal de la crisis, la favoreció por culpa de las dificultades con el refinanciamiento de la deuda pública, resultante de una alta participación de la deuda monetaria a corto plazo. En la perspectiva del período más largo, el fenómeno de la carga que para el presupuesto significaban los costos del mantenimiento del sector bancario, parecen tener mayor relevancia. Se convierten en la fuente principal del déficit presupuestario, obligando al gobierno a recurrir, cada vez más intensamente, al refinanciamiento externo de la deuda.

3. La crisis cambiaria en la República Checa en mayo de 1997

La crisis cambiaria en la República Checa tuvo lugar en la segunda mitad de mayo de 1997 y en su consecuencia las autoridades checas abandonaron la cotización fija de la moneda, sustituyéndola con la cotización libre de la corona. La crisis, en comparación con las otras crisis de los años 90, no fue particularmente drástica, considerando tanto la escala de la depreciación de la moneda nacional como la escala de la pérdida de reservas monetarias. Durante la misma crisis, la depreciación de la corona checa fue de cerca de un 9%, y comparando al nivel más alto de la mitad de febrero de 1997, cerca de 17.5 %. Aunque la defensa de la moneda nacional a lo largo de la crisis costó el banco central checo cerca de 4 mil millones de dólares americanos, es decir un poco más que un tercio del nivel anterior a la crisis (cerca de 11.5 mil millones de dólares), gracias a los préstamos en los bancos extranjeros y a las transacciones *swap* el banco central logró mantener las reservas en el nivel considerado como seguro, que equivalía a 10 mil millones de dólares (Czech Republic,1998:112 y 149-152).[8]

Otro rasgo característico de la crisis cambiaria en la república Checa consistió en que ésta no se ha transformado ni en una crisis bancaria ni en la crisis del endeudamiento. La consecuencia de la crisis fue en cambio una recesión económica prolongada. En 1998, el producto interno bruto (PIB) disminuyó en un 2.7% en términos reales; el año 1999 se cerró también con una caída del PIB (de por lo menos 1%).[9]

A continuación se analizará la condición de las finanzas públicas en la República Checa en el período precedente a la crisis cambiaria, lo que permitirá definir el papel del déficit del presupuesto y/o el nivel de la deuda pública en la manifestación de la crisis en cuestión.

Primero es necesario subrayar que la República Checa, a diferencia de la mayoría de los demás países postsocialistas europeos, no ha heredado del período de la economía de planeación central deuda externa pública considerable. En efecto, en 1993 toda la deuda pública constituía un poco más del 15% del PIB. Como se ve a continuación, en los años siguientes se ha realizado una política fiscal bastante dura, la relación de la deuda pública al PIB bajaba sistemáticamente, alcanzando tan sólo un 10 a 11% del PIB en los años 1995–1996.

Una de las prioridades de la política económica realizada por las autoridades checas consistió en mantener el equilibrio del presupuesto. Desde 1993 el presupuesto realmente manifestaba un superávit: 0.4% del PIB en 1993, 0.9% del PIB en 1994, 0.5% del PIB en 1995, mientras que el año 1996 terminó con un déficit mínimo de 0.1% del PIB. Aunque se ha logrado mantener el equilibrio del presupuesto, todo el sector público manifestaba cierto déficit a partir de 1994: 1.2% del PIB en 1994, 1.8% del PIB en 1995 y 1.2% del PIB en 1996. Eso fue efecto de los déficits de presupuestos de las autoridades locales y de los diversos fondos no-presupuestarios. La tabla 4 contiene datos más detallados al respecto.

CUADRO 4
Saldo del sector público en la República Checa en los años 1993-1996 y su estructura (en % del PIB)

	1993	1994	1995	1996
Saldo del sector público	0.5	-1.2	-1.8	-1.2
Saldo del presupuesto del estado	0.4	0.9	0.5	-0.1
Saldo del presupuesto de las autoridades locales	0.5	-0.1	-0.1	-0.6
Saldo de fondos no-presupuestarios	0.0	0.0	0.0	0.1
Gastos netos en la cuenta de Activos Financieros Estatales (-)	-0.2	-0.2	-0.9	-0.2
Uso de ingresos provenientes de la privatización (-)	-0.5	-1.6	-1.1	-0.2
Saldo del fondo de la salud	0.3	-0.2	0.3	-0.1

Fuente: Czech Republic... op. cit. s. 32.

En el cuadro 5 se presenta la participación del sector público y del sector privado en el origen del déficit en la cuenta corriente, en los años 1993–1996, de acuerdo con la fórmula citada en el párrafo 1.1.

CUADRO 5
Fuentes del déficti en la cuenta corriente en los años 1993-1996 (en % del PIB)

	1993	1994	1995	1996
Déficit en la cuenta corriente (CA) (-superávit)	-1.5	1.9	2.7	7.6
Déficit consolidado del sector público (GT) (-corresponde al superávit)	-0.5	1.2	1.8	1.2
Inversiones del sector privado (I)	24.2	24.6	27.8	28.4
Ahorros del sector privado (S)	25.2	23.9	26.9	22.0
Financiamiento externo del sector privado (I-S) (-significa las inversiones extranjeras del sector privado)	-1.0	0.7	0.9	6.4

Fuente: datos del CNB y de la Oficina Estadística Checa, Czech Republic..., op. cit. p. 118 y los cálculos propios.

Tal como se nota hasta el año 1995 inclusive, el déficit en la cuenta corriente creció todavía de forma moderada, y fue generado por la demanda. El financiamiento externo, manifestado tanto por el sector público como por el privado correspondió, en cuanto al sector público, a los efectos de los saldos negativos de otras instituciones del presupuesto central (ver tabla 4), mientras que en el sector privado el incremento de ahorros internos no iba al compás con el rápido crecimiento de las inversiones.

El crecimiento drástico del déficit en la cuenta corriente en 1996 fue causado evidentemente por un incremento considerable de la demanda al financiamiento externo, manifestada por el sector privado (de un 1.7% del PIB a un 6.4%). Al aumento del valor de las inversiones privadas que seguía lo acompañaba una fuerte caída de los ahorros privados internos (en casi 5 puntos porcentuales del PIB).

Resumiendo, se puede decir de manera inequívoca que en el caso de la crisis cambiaria en la República Checa, entre los factores que la causaron no aparece ni la falta del equilibrio del presupuesto ni el nivel de la deuda pública. El presupuesto del Estado manifestaba incluso cierto superávit, y el nivel de la deuda pública fue tan bajo que ni en mínimo grado pudo haber sido fundamento de preocupaciones de que las tendencias hacia su erosión hubieran podido ser el factor que decidiese sobre el abandono de la política de cotizaciones fijas por las autoridades checas. Podemos notar solamente que el sector público consolidado demostraba cierto déficit y, por lo tanto, la demanda de financiamiento externo, que contribuía en cierto grado a la profundización del déficit en la cuenta corriente, aunque fue indudablemente el sector privado el culpable principal de ello.

Si quisiéramos caracterizar de la manera más breve posible las razones principales de la crisis cambiaria en la República Checa, deberíamos indicar la apertura radical de la economía (incluyendo la apertura de mercados financieros) al intercambio internacional, sin que previamente se hubiese realizado una reestructuración microeconómica adecuada. El "pecado original" lo constituyó la privatización realizada de una forma inadecuada. Su base fue la privatización popular (la llamada privatización de cupones), intento sin precedentes y fracasado, de introducir una especie del "capitalismo popular", en el cual la propiedad estaría dispersa entre la mayoría de la sociedad. En realidad la propiedad se ha concentrado en los fondos inversionistas controlados por los bancos, en los que el Estado tenía participación mayoritaria. De esta manera la privatización popular resultó ser una privatización ficticia. Las empresas privatizadas de este modo no tenían verdaderos propietarios que dispusieran de posibilidades (principalmente financieras), capacidades y voluntad indispensables para realizar el proceso de reestructuración.

Esta debilidad económica en la esfera microeconómica se convirtió en la fuente principal de tales fenómenos desfavorables como el ritmo bajo del crecimiento de la efectividad laboral, el crecimiento excesivo de sueldos, dificultades en la extinción de la inflación, empeoramiento de la competitividad de la economía, profundización del déficit comercial y del déficit en la cuenta corriente. La situación se hacía tanto más difícil, que en las condiciones de la apertura radical de economía al intercambio internacional tuvo lugar un aflujo considerable del capital extranjero que tenía impacto en el aumento de la inflación, apreciación real de la cotización de la moneda, empeoramiento de la competitividad de la economía checa y el crecimiento del déficit comercial y del déficit en la cuenta corriente. En efecto, fue imposible mantener la política de la cotización fija, hasta cierto punto justificada en las condiciones de la economía checa que es una economía pequeña, abierta al intercambio internacional, y que basa su estrategia de desarrollo en las exportaciones y en las importaciones de inversión.

Tal como ya se ha dicho antes, la crisis cambiaria en la República Checa no se ha transformado en una crisis general de liquidez en el sector bancario. No hubo, por lo tanto, necesidad de apoyo de este sector de parte del presupuesto. Sin embargo, en 1997 una buena condición de finanzas públicas permitió la continuación (en el caso del llamado Programa II de consolidación) y realización (en el caso del Programa de Estabilización) de los programas de apoyo y reestructuración de los bancos pequeños y medianos que tenían dificultades, aceptados con anterioridad. En total, en los años 1996–1997 esta ayuda equivalió a 3.5% del PIB, más las garantías gubernamentales equivalentes a cerca de 1% del PIB (Czech, 1998:97-98).

Tal como se ha podido esperar, la crisis cambiaria y la consiguiente recesión económica tuvieron impacto en el equilibrio del presupuesto. A partir de 1997 la realización del presupuesto empezó a diferir

de los planes de presupuesto para cada año y empezó a manifestarse el déficit presupuestario.

Para el año 1997 se previó el presupuesto equilibrado con un déficit mínimo de todo el sector público (-0.2% del PIB). En realidad el año terminó con el déficit presupuestario del Estado equivalente a 1.0% del PIB y el déficit del sector público de 2.1% del PIB, efecto de una serie de factores.

Ya en la primera mitad del año dos veces se ha endurecido la política fiscal: anunciando las limitaciones de los gastos presupuestarios: el 16 de abril por el valor de 25.5 mil millones de coronas checas (1.75% del PIB) y el 28 de mayo por el siguiente 0.75% del PIB. En ambos casos se trataba de intentos de mantener el equilibrio del presupuesto en la situación cuando frente a la falta de información sobre el ritmo más lento del crecimiento económico se sabía ya que los ingresos del presupuesto serían más bajos de los previstos,[10].[11]

Luego, la situación del presupuesto empeoró por causa de las inundaciones que tuvieron lugar en julio. En efectobajaron los ingresos del presupuesto y –en menor grado– subieron los gastos. Se estima que el impacto negativo de la inundación en el presupuesto de 1997 fue de cerca de 1% del PIB; es decir, si no hubiese sido por la inundación, después de los cortes de gastos presupuestarios realizados durante el año, es posible que en 1997 el presupuesto del Estado se hubiera equilibrado, aunque el déficit de todo el sector público hubiese sido mayor al previsto.

También para el año 1998 se había previsto el equilibrio del presupuesto del Estado y un mínimo de déficit (1.0% del PIB) del sector público consolidado. Esta vez la discrepancia entre las previsiones y su cumplimiento fue más grande aún que en el año anterior. No resulta difícil entenderlo si se toma en cuenta que la construcción del presupuesto se basaba en la premisa del incremento del PIB en un 2.2%, mientras que en realidad se ha observado su disminución en un 2.7%. El impacto de la recesión en los ingresos y en los gastos del presupuesto resultó ser tan considerable que finalmente el déficit del presupuesto estatal fue de un 2,1 % del PIB. En cuanto a todo el sector público consolidado, los datos iniciales indican un déficit del orden de 3.5% del PIB.[12]

Ciertos problemas con la evaluación del estado de finanzas públicas en la República Checa consisten en que ni los datos presentados arriba ni los datos oficiales sobre el nivel de la deuda pública dan una visión completa del fenómeno. Primero, el gobierno checo sigue siendo dueño legal de numerosas empresas e instituciones estatales deficitarias, cuyas deudas quedan incluidas en la deuda pública. Segundo, existen numerosas obligaciones del presupuesto resultantes de tipos diferentes de garantías concedidas. Ambas categorías de obligaciones crecieron considerablemente en los años 1997–98 y se ha estimado que cada una de ella ha alcanzado ya el nivel de la deuda pública oficial.[13] Esto significa que el nivel real de la deuda es tres veces mayor que el presentado según los datos oficiales. Al mismo tiempo hay que notar que solamente una parte de los compromisos adicionales surgieron después del estallido de la crisis en mayo de 1997 y que, además, incluso el nivel de la deuda pública estimado de esta manera (correspondiendo no a un 10% del PIB, sino a cerca de un 30%) sigue siendo relativamente bajo en comparación con la mayoría de otros países (tanto los desarrollados como los que se están integrando con la economía mundial).[14]

Resumiendo, de acuerdo con las expectativas, la crisis cambiaria y la recesión económica consiguiente fueron causas de la manifestación del déficit del presupuesto, de la profundización del déficit consolidado del sector público y del incremento de la deuda pública. Sin embargo, el empeoramiento del estado de finanzas públicas no fue drástico, y como anteriormente a la crisis la condición de finanzas había sido buena, las autoridades contaban con un amplio margen de posibilidades para formular las políticas fiscales adecuadas que habrían contrarrestado la recesión.

4. La crisis cambiaria en Corea del Sur en noviembre y diciembre de 1997

Después de 35 años del crecimiento económico incesante y dinámico, a finales de 1997 una crisi cambiaria violenta afectó a Corea del Sur. A mediados de noviembre, después de tres meses de intervenciones monetarias muy costosas, el banco central coreano renunció a la defensa del tipo de cambio de la moneda nacional. El margen de las fluctuaciones diarias del won coreano fue ampliado de 2.25% hasta 10%, pero incluso esta medida resultó insuficiente. En diciembre el sistema de tasas fue sustituido por el sistema de flotación libre, lo que tampoco tuvo efecto

inmediato de frenar la caída del curso de won coreano que se manifestaba hasta finales del año. En total, durante los dos últimos meses de 1997 la depreciación del won coreano fue de cerca de 100% (de casi mil wones por un dólar americano a principio de noviembre hasta cerca de mil 960 en los últimos días de diciembre). La crisis causó la pérdida de la mayor parte de las reservas internacionales del país. Las reservas, equivalentes a 34 mil millones de dólares americanos al final del año 1996 disminuyeron hasta tan sólo 8 mil millones de dólares a principios de diciembre de 1997,[15,16,17].

La crisis cambiaria coreana trajo consecuencias muy graves en la forma de crisis de endeudamiento, y de la crisis bancaria aguda y una recesión económica profunda. A principios de diciembre de 1997 Corea enfrentó una amenaza de verse obligada a suspender el servicio de la deuda externa equivalente a cerca de 160 mil millones de dólares americanos, de los cuales más de la mitad correspondía a deudas a corto plazo. Las autoridades coreanas tuvieron que dirigirse sumariamente al Fondo Monetario Internacional pidiendo su ayuda. Bajo el patrocinio del FMI se ha preparado un paquete de ayuda financiera a Corea, en la cantidad récord de 57 mil millones de dólares americanos. Esto creó la posibilidad de negociar a principios de enero de 1998 con los 13 bancos internacionales principales la prórroga del plazo del pago de los 24 mil millones de dólares de la deuda coreana a corto plazo en los bancos extranjeros. Otra secuela de la crisis cambiaria fue la crisis en el sector bancario coreano, que se explica a continuación: la crisis se transfirió rápidamente a la esfera real, llevando a una profunda recesión económica. En 1998, el producto interno bruto (PIB) disminuyó en casi 6% en términos reales. Sin embargo, los resultados económicos de los primeros meses de 1999 indican que ya se superó la recesión.[18]

Las autoridades coreanas tradicionalmente llevaban a cabo una política fiscal cautelosa tratando de obtener superávit o por lo menos equilibrio del presupuesto. El fin principal de esta política consistía en mantener el equilibrio del presupuesto consolidado del Estado y durante unos 15 años precedentes la crisis se lograba cumplir con esa tarea, lo que al mismo tiempo significaba un superávit considerable en la escala del todo el sector público. Los datos correspondientes a los tres últimos años precedentes a la crisis se presentan en la tabla 6.

CUADRO 6

El presupuesto del Estado y el saldo del sector público en los años 1995-1997 (en % del PIB)

	1995	1996	1997
El presupuesto del Estado consolidado[a]			
Gastos	21.4	22.7	22.7
Ingresos	21.9	22.7	22.7
Saldo	0.5	0.0	0.0
Saldo del sector público			
El presupuesto del estado[a]	2.6	2.2	2.2
Autoridades locales	0.7	0.7	0.6
Seguros Social	1.4	1.3	1.4
Sector público total	4.7	4.2	4.2

El presupuesto del estado consolidado difiere del presupuesto no consolidado por el hecho de eliminar la doble aparición de algunos elementos que son efecto de las transferencias entre el presupuesto como tal y las veinte cuentas especiales que forman parte del presupuesto.

Fuente: OECD Economic Surveys 1997-1998... pp. 44-165.

El presupuesto del Estado consolidado se mantenía en los años 1995–1997 en un equilibrio casi ideal, mientras que todo el sector público manifestaba superávit considerable del orden de 4.2 a 4.7% del PIB. Unos superávit tan altos fueron raros tanto en los países desarrollados como en los países en desarrollo.

El nivel de los servicios sociales relativamente bajo y la política fiscal cautelosa mencionada ya contribuyeron a que la deuda pública en Corea se mantuviera en un nivel relativamente bajo. Los datos más detallados acerca de su nivel se presentan en la tabla 7.

CUADRO 7

La deuda pública hacia finales de 1997 (en % del PIB)

La deuda del presupuesto del Estado		
Incluyendo:		3.4
–en la moneda nacional	11.1	7.7
–en las monedas extranjeras[a]		
La deuda de autoridades locales		
Incluyendo:		3.3
–en la moneda nacional	3.6	0.3
–en las monedas extranjeras[a]		
La deuda garantizada por el gobierno		
Incluyendo:		2.5
–en la moneda nacional	2.9	0.4
–en las monedas extranjeras[a]		
La deuda del presupuesto estimada –efecto del endeudamiento de las empresas estatales		
Incluyendo:		15.3
–en la moneda nacional	21.8	6.5
–en las monedas extranjeras[a]		
Total:		
Incluyendo		28.9
–en la moneda nacional	39.4	10.5
–en las monedas extranjeras[a]		

[a] La deuda en las monedas extranjeras equivale a casi el 100% de la deuda denominada en dólares americanos

Fuente: OECD 1998-1999 Anual Review... op. cit. p. 13.

La deuda pública, según el enfoque tradicional (la deuda del presupuesto del Estado más la deuda de las autoridades locales) equivalía a tan sólo un 14.7% del PIB. Incluso tomando en cuenta las garantías gubernamentales obtenemos el aumento hasta 17.6% del PIB. La imagen cambia un poco si también se toman en cuenta los compromisos del presupuesto resultantes del endeudamiento de las empresas estatales.

La deuda pública "más real" estimada de esta manera equivale a casi 40% del PIB, es decir, a dos veces más que según el enfoque tradicional (junto con las garantías gubernamentales), pero incluso este nivel de la deuda pública no es calificado como excesivo, según las normas internacionales.

Queda un asunto más a analizar, que es el saldo en la cuenta corriente de la balanza de pagos antes de la crisis y las fuentes de un posible déficit. Desde los inicios de los años 90 aparecían déficits reducidos en la cuenta corriente, correspondientes en los años enumerados a las cifras siguientes: (en % del PIB):[19]

1990	–0.9
1991	–3.0
1992	–1.5
1993	+0.1
1994	–1.2
1995	–1.9
1996	–4.4
1997	–1.5

El déficit se mantenía por lo general por debajo del 2% del PIB, y hasta el déficit más alto en 1996 (4.4% del PIB) cabía dentro de las normas aceptadas como seguras. Además, directamente antes del estallido de la crisis en 1997, el déficit bajó a tan sólo 1.5 % del PIB.

CUADRO 8
Fuentes del déficti en la cuenta corriente en los años 1995-1997 (en % del PIB)

	1995	1996	1997
Déficit en la cuenta corriente (CA) (-superávit)	1.9	4.4	1.5
Déficit consolidado del sector público (GT) (-corresponde al superávit)	-4.7	-4.2	-4.2
Inversiones del sector privado (I)	37.9	39.2	32.3
Ahorros del sector privado (S)	31.3	30.6	27.6
Financiamiento externo del sector privado (I-S) (-significa las inversiones extranjeras del sector privado)	6.6	8.6	5.7

Fuente: OECD Economic Surveys 1997-1998..., op. cit. pp. 44, 144, 165.

En la tabla 8 se presentan las fuentes del surgimiento del déficit en la cuenta corriente durante los tres últimos años antes de la crisis, con la división en la demanda de ahorros externos manifestada por el sector público y por el privado.

Los datos presentados en la tabla 8 indican claramente al sector privado como fuente del déficit en la cuenta corriente en Corea. Aunque los ahorros del sector privado fueron relativamente altos, las inversiones de este sector fueron más altas aún. En estas circunstancias, si no fuese por el superávit en el sector público, el déficit en la cuenta corriente no podría mantenerse en el nivel bajo o moderado, tal como fue en realidad.

Resumiendo, en el caso de la crisis coreana, ni el estado del presupuesto ni el nivel de la deuda pública, pueden considerarse en mínimo grado como causas de la crisis. Al contrario, el superávit del sector público consolidado permite mantener el déficit en la cuenta corriente dentro de márgenes considerados como adecuados, reduciendo de esta manera el peligro de la crisis. ¿Cuáles han sido las causas de la crisis? Ante todo, éstas consisten en los siguientes factores estructurales:

a) las relaciones cercanas, aunque a menudo informales, entre los consorcios coreanos más grandes (*cheboles*), las instituciones financieras y las autoridades políticas;
b) intensidad de capital del crecimiento económico muy alta;
c) la estrategia de consorcios coreanos de financiar su desarrollo mediante el endeudamiento, a menudo muy grande, en los bancos;
d) subdesarrollo el sector bancario y su regularización insuficiente, y
e) el grado considerable de intervenciones directas de las autoridades en los procesos económicos.

Para ser exactos, hay que mencionar que todos los rasgos enumerados caracterizaban la economía coreana desde hace mucho tiempo y no impedían su dinámico crecimiento económico en la década de los setenta y ochenta. Sin embargo, en los años noventa la situación cambió junto con la creciente integración de la economía coreana con la economía mundial global.

En las condiciones cambiadas, por causa de las debilidades estructurales enumeradas arriba, Corea resultó ser susceptible a una crisis cambiaria. En las condiciones del fácil acceso al financiamiento externo, la tendencia hacia el endeudamiento excesivo de

los empresarios coreanos se intensificó. La favorecían adicionalmente tanto el convencimiento de los bancos como de las empresas sobre la existencia de las garantías gubernamentales más o menos formales (el problema de los llamados *moral hazards*). En el caso de los bancos ésto significaba la concesión de créditos de alto riesgo y su refinanciamiento con los créditos extranjeros de fácil acceso. En el caso de las empresas, en consecuencia, se tomaban decisiones sobre inversiones excesivas y de mucho riesgo, financiadas por los créditos bancarios mencionados arriba. Las debilidades estructurales del sector bancario coreano incapaz de asignar efectivamente el capital extranjero que fluía masivamente hacia Corea también contribuyeron a los procesos mencionados.

La susceptibilidad a la crisis aumentó con los errores cometidos por las autoridades coreanas en el transcurso de la liberalización del mercado de divisas, aunque ésta parecía realizarse con cautela. El error básico consistió en la liberalización muy amplia del flujo del capital a corto plazo, manteniendo las limitaciones estrictas al flujo del capital a largo plazo, lo que cambió de una manera desfavorable la estructura del capital que llegaba y la estructura de plazos de la deuda externa creciente en el ritmo considerable.

Tomando en cuenta la gran susceptibilidad a la crisis, su aparición fue causada por una coincidencia de condiciones internas y externas desfavorables. Los factores externos consistían en la valoración del dólar, al cual se ajustaba el curso del won coreano y, en seguida, el "efecto de contagio", con las crisis a otros países asiáticos. Los errores en la política monetaria (ante todo los esfuerzos encaminados hacia el mantenimiento del tipo de cambio estable del won en respuesta a crisis en otros países asiáticos), la evaluación errónea del peligro de la crisis (y la solicitación tardía de la ayuda del FMI) y la situación política del país (la parálisis de las actividades de las autoridades por la cercanía de las elecciones presidenciales) fueron los principales factores internos.

Una crisis bancaria grave fue una de las primeras secuelas de la crisis cambiaria en Corea. En el momento cumbre de la crisis la participación de las "deudas malas" en todo el sector bancario alcanzó el 35% de toda la cartera de créditos. Había que cerrar o suspender a unos 100 bancos por causa de insolvencia, la rentabilidad de casi todos los bancos bajó drásticamente y la mayoría de ellos requería un aumento de capital.

En mayo de 1998 el gobierno anunció el programa de la reestructuración compleja del sector bancario. La emisión de obligaciones del valor de 64 billones de wonos (cerca de 14% del PIB) emitidas por dos agencias especializadas con las garantías gubernamentales, para aumentar el capital del sector bancario. El costo total directo (el costo del servicio de las obligaciones emitidas) e indirecto (garantías a las obligaciones) del programa para el presupuesto se previó como el del valor de 16% del PIB en 1998. En realidad el costo fue un poco más bajo ya que hasta finales de 1998 sólo se han emitido las obligaciones del valor de cerca de 41 billones de wonos.[20] Se puede decir que la excelente condición de las finanzas públicas antes de la crisis permitió al gobierno reestructurar rápida y efectivamente el sector bancario sumergido en una profunda crisis.

La primera reacción de las autoridades coreanas frente a la crisis consistió en mantener el carácter restrictivo de la política fiscal. Por eso, al construir el presupuesto para el año 1998, se supuso inicialmente el equilibrio del presupuesto del estado consolidado. Aquella actitud fue comprensible en las condiciones del pánico dominante en los mercados financieros de entonces. Se trataba también de aliviar la política monetaria (para que ésta no tuviera que ser tan restrictiva). Tales fueron por fin, las exigencias del Fondo Monetario Internacional relacionadas con la ayuda financiera concedida.

Cuando la escala de la recesión económica empezó a manifestarse paulatinamente, los supuestos iniciales se corrigieron varias veces. La primera corrección supuso el déficit del presupuesto del valor de 1% del PIB, para alcanzar el 5% del PIB. El déficit real del presupuesto consolidado en 1998 fue menor, es decir, llegó a un 4.2 % del PIB.

El cambio de la situación del presupuesto resultó tanto de la reducción de ingresos como de la necesidad de gastos adicionales y, en especial, de los que entraban dentro de las tres categorías siguientes:

- gastos relacionados a la reestructuración del sector bancario (se ha hablado de ellos en el texto);
- gastos para el apoyo de las empresas pequeñas y medianas, que han sufrido más el efecto de la pérdida inesperada del acceso al crédito bancario; y
- gastos del seguro social relacionados al desempleo creciente (tanto más que antes de la crisis, el sistema del seguro social casi no existía en Corea).

A pesar de las agudas restricciones en otras categorías de gastos del presupuesto, el déficit del presupuesto mencionado fue efecto de los factores enumerados.

En 1999 se previó un mayor déficit del presupuesto (5% del PIB). Para no amenazar cierta reactivación económica iniciada, se ha previsto el proceso de recuperación del equilibrio del presupuesto paulatino y distribuido en el tiempo. El déficit debió limitarse a la mitad (2.5% del PIB hasta el año 2002), y sólo se alcanzará el equilibrio del presupuesto en el año 2006.

El equilibrio del presupuesto, incluso en la perspectiva tan lejana, es indispensable para no permitir el crecimiento excesivo de la deuda pública. A pesar del nivel bajo de la deuda antes de la crisis (de lo que ya se ha hablado), los años 1998 y 1999 trajeron el aumento de la deuda hasta el doble de su valor y los déficits del presupuesto en los años siguientes seguirán causando su crecimiento ulterior.

5. La crisis cambiaria en Brasil en los años 1998-1999

A pesar de indudables logros en la estabilización de la economía brasileña desde la introducción del Plan Real el 1 de julio de 1994, a lo largo de los últimos tres años crecían las dificultades relacionadas con el mantenimiento de la liquidez monetaria. En noviembre de 1997 –por primera vez desde la puesta en marcha del Plan Real, en consecuencia de la crisis asiática, y ante todo la coreana– se pusieron de manifiesto las dificultades con la solvencia de pagos. (Cordonnier, 1999). En septiembre de 1998 se manifestaron problemas más graves: la economía brasileña no ha logrado recuperar plenamente el equilibrio del sector externo y en enero de 1999 estalló una crisis cambiaria abierta. Las situaciones críticas se resolvieron gracias a las reservas de divisas considerables, la devaluación de la moneda nacional y el flujo de los capitales extranjeros nuevos, logrado gracias la elevación de la tasa de interés. Sin embargo, la salida de las situaciones difíciles requería la reducción de la tasa de interés elevada, la devaluación más profunda y la mayor pérdida de las reservas de divisas.

En noviembre de 1997, el remendar la situación costó 10 mil millones de dólares de reservas, la depreciación (por medio del margen de oscilaciones del tipo de cambio más amplio) del real en un 10% y la elevación transitoria de la tasa de interés hasta el nivel de 45% (con la inflación de 1%). Gracias, entre otros factores, a las inversiones extranjeras que en 1997 –después de la crisis mexicana– otra vez fluyeron al país en el volumen correspondiente al 4% del PIB, Brasil salió de la crisis.

El programa gubernamental contra la crisis también preveía cortes en los gastos del presupuesto del orden del 2% del PIB, lo que desgraciadamente trajo en consecuencia el incremento el desempleo en 1 punto porcentual. La reacción positiva de la economía, y en especial la recuperación de la credibilidad en el mercado internacional, permitieron reducir paulatinamente las tasas de interés (hasta enero de 1998), que volvieron al nivel que tenían antes de la crisis. Según las normas internacionales éstas seguían siendo muy altas (cerca de 17% para los depósitos de ahorro).

Las dificultades se manifestaron de nuevo en agosto de 1998, en relación –según se estima– a las perturbaciones en el mercado financiero internacional causadas por la crisis rusa. En septiembre de 1998 no aceleró la depreciación del real (que en el mismo año iba progresando a un ritmo aproximado de 0.8% al mes; en enero de 1998 el tipo de cambio fue de 1.13 reales por un dólar, en agosto del mismo año de 1.18 reales por un dólar, en septiembre de 1.188 reales por dólar);[21] sin embargo, para no perder las reservas internacionales se elevó la tasa de interés a un 50%, (42% para los préstamos "overnight"),[22] y el FMI concedió a Brasil un crédito de más de 40 mil millones de dólares. Se introdujeron nuevas reducciones de los gastos del presupuesto correspondientes a 2% del PBI. La crisis se pospuso unos cuantos meses. Durante cuatro meses las reservas en divisas quedaron reducidas de 70 mil millones de dólares (el nivel más alto se observó en julio de 1998) a 44 mil millones de dólares. La tasa de interés pudo haber bajado en unos 10 puntos porcentuales hasta finales del año, manteniéndose sin embargo en un nivel real muy alto (Sainz, 1999).

En enero de 1999 la crisis regresó. La ampliación del margen de las oscilaciones del real resultó insuficiente y el Banco Central tuvo que introducir el tipo de cambio libre, lo que equivalió a una depreciación del real de un 30% durante una semana y la pérdida consiguiente de su valor de 1.2 a 2 reales por un dólar

al final del mes. La depreciación total en enero de 1999 fue de 66%.[23] Las crisis cambiarias en Brasil causaron la aceleración limitada de la inflación (a un 9% en 1999) y el decrecimiento del nivel de actividad económica (el incremento del PIB en 1997 fue de un 2.2%, en 1998, y según distintas fuentes estuvo entre un –1.4% y +0.5%)[24]. La tasa de interés otra vez alcanzó el nivel de un 50%, asegurando el flujo del capital especulativo desde el extranjero.

El Plan Real se valía del tipo de cambio de la moneda como del ancla anti-inflacionaria principal. El segundo pilar de la política de estabilización lo fue la sanación de las finanzas públicas. El mantenimiento de la cotización fija nominal del real respecto al dólar significaba, a pesar de la extinción de la inflación, una apreciación real de la moneda nacional y, por lo tanto, un déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos. Se mantenía el equilibrio de la balanza de pagos gracias al flujo constante del capital extranjero, atraído por medio de la tasa de interés real alta y el riesgo de cotización bajo acompañado de las evaluaciones altas de las posibilidades del desarrollo del país. El flujo de inversiones directas quedó frenado como consecuencia de la crisis mexicana.

Aparte del crecimiento económico (incremento del PIB en un 6.2% en 1994, en un 4.2% en 1995 y en un 2.9% en 1996), entre las causas del mantenimiento de la tasa de interés alta estaba el incremento de la deuda pública interna (en 100 mil millones de reales, es decir, de menos del 20% del PIB en 1994 a 240 mil millones de reales, o más del 30% del PIB a mediados de 1997). La segunda parte del Plan Real, que tenía como el fin mejorar la situación en las finanzas públicas, no ha funcionado. Los costos del servicio de la deuda pública interna en 1995 alcanzaron casi el 5% del PIB (es decir, casi equivalían al déficit consolidado del Estado en el mismo año), y en 1996 disminuyeron hasta un poco más de un 3% del PIB, y en 1997 hasta menos de un 3% del PIB.

Al lado de los costos del servicio de la deuda pública entre las causas principales del desequilibrio de finanzas públicas estaba al principio el incremento de los gastos personales reales, de los salarios de los funcionarios de la administración estatal y de las prestaciones sociales que acompañaban la extinción de la inflación (por causa de la indexación). La recaudación de impuestos, a pesar de haber mejorado en 1995, fue peor de lo previsto. Las finanzas públicas también fueron afectadas por los costos de esterilización del incremento de reservas en divisas.

Las relaciones entre distintos niveles de la administración estatal de Brasil adquieren significado especial para la formación de finanzas públicas en el país. Los gobiernos de los estados –entidades federativas– crearon bancos estatales que financiaban ante todo la actividad de sus fundadores, aprovechándose de las garantías del banco central. Esto permitía a los gobiernos estatales gozar de una libertad financiera considerable, y en consecuencia llevó al incremento de una deuda pública global. Si se toma en cuenta el total de las deudas de los gobiernos locales, la deuda pública, según algunas estimaciones, alcanza el doble del valor. En la década de los años 90 se emprendió el programa de reestructuración de la banca con el fin de disciplinar las finanzas de las autoridades locales. El gobierno se hizo cargo de las deudas de las autoridades locales, mejorando a la vez la condición de los bancos estatales y preparándolos para la privatización. El costo de las operaciones mencionadas para el presupuesto federal fue de cerca de 100 mil millones de reales, lo que contribuyó al crecimiento de la deuda pública.

En el mismo período se realizó en Brasil la privatización, y los ingresos al presupuesto resultantes de ella en los años 1993–1998 equivalían a 68 mil millones de dólares, lo que desgraciadamente no ha permitido mejorar mucho el estado de finanzas públicas.

En un grado cada vez mayor, Brasil recurría al financiamiento externo y, en efecto, la deuda externa del país que se había estabilizado al nivel de 110 mil millones de dólares en los años 80, empezó a crecer a 150 mil millones en 1994 y 200 mil millones en 1997 , lo que correspondía a cerca de un 35% del PIB. El equipo político en el poder consideraba que el incremento del déficit en la cuenta corriente y el aumento de la deuda externa tienen el carácter transitorio, relacionado al período de la estabilización de economía y cambios en el sistema económico, la liberalización del comercio exterior y la privatización. El nivel de reservas en divisas (cuadro 9) en gran parte justificaba esta postura.

El estado de finanzas públicas contribuyó al surgimiento de la crisis cambiaria, aunque su razón principal la fue más bien la política de cotización de la moneda que llevó a una fuerte sobre valoración del real –15 a 30% (Piasecki,1999). La aparición de la crisis cambiaria y las estrategias de su extinción por

medio de incrementos de la tasa de interés a corto plazo –pero de volumen considerable– han empeorado el estado de las finanzas públicas, aumentando los costos del servicio de la deuda interna. En 1998 los costos de intereses sobre la deuda pública interna eran de cerca de un 7.5% del PIB, o solo un poco (cerca de un 0.3 del punto porcentual) menos del déficit de finanzas públicas. Por eso los proyectos gubernamentales de salir de la crisis ponen especial énfasis en la mejora del estado de finanzas públicas (éste es el motivo principal de la carta de intenciones dirigida por Brasil al FMI en noviembre de 1998, es decir, después de la crisis cambiaria de septiembre). La sanación de las finanzas públicas enfrenta, sin embargo, grandes dificultades, ya que requiere reformas a fondo del sistema de administración estatal, del servicio social, y la aceleración de la privatización. Requiere tiempo del cual Brasil no dispone por su situación financiera.

CUADRO 9
Reservas internacionales, el saldo del presupuesto y la deuda pública de Brasil

	Reservas internacionales (mil millones de dólares americanos) del Estado para fin de año	Saldo del presupuesto como % del PIB	La deuda pública interna (mil millones de reales)	La deuda pública externa (mil millones de dólares)
1993	32.2	0.2	Bd	90.1
1994	38.8	1.3	110	87.3
1995	51.8	-4.9	175	87.5
1996	60.1	-3.8	240	84.3
1997	52.2	-4.3	260	76.2
1998	44.6	-7.8	335	90.6
½1999	42.1		372	101.6

Fuente: CEPAL, Indicadores Económicos; Banco Central do Brasil, Boletin X 1999.

CUADRO 10
Fuentes del déficti en la cuenta corriente en Brasil en los años 1994-1998 (en % del PIB)

	1994	1994	1996	1997	1998
Déficit en la cuenta corriente	0.0	2.6	3.1	4.3	4.2
El déficit del sector público consolidado (-significa superávit)	-1.3	4.9	3.8	4.3	7.8
Financiamiento externo del sector privado	1.3	-2.3	-0.7	0.0	-3.6
La tasa de inversiones	20.7	20.5	19.2	19.6	21.2

Fuente: Banco Central do Brasil, Boletin.

Parece que la depreciación del real en un 30–40% que se permitió en enero y en febrero de 1999 constituye un remedio inmediato eficaz para la balanza brasileña de pagos. Causó un decrecimiento considerable de importaciones (en 21% en comparación con el primer semestre del año anterior). Según los expertos (CEPAL) el crecimiento del valor del endeudamiento nacional denominado o contratado en divisas afectó de una manera seria solamente al sector estatal: los bancos privados tienen sus pasivos en divisas equivalentes a los activos, por lo tanto los efectos positivos y negativos de la depreciación se anulan. La situación de finanzas públicas es en cambio mucho más grave. Como la tasa de interés promedio del primer semestre de 1999, se estableció en el nivel de cerca de 30% (cerca de 25% en términos reales) los costos de intereses de la deuda pública interna (370 mil millones de reales, es decir, 38% del PIB) llegan al 10% del PIB anual.

En esta situación la evaluación de la economía brasileña hecha por las instituciones internacionales se basa principalmente en el índice del saldo del presupuesto primario, lo que desgraciadamente no le quita al Brasil el deber de pagar los costos del servicio de la deuda pública. Los expertos de la CEPAL indican como posibles formas de salida de tan difícil situación el traslado del financiamiento de la deuda pública del mercado interno al internacional y la privatización. Hay que subrayar que fuera de las finanzas públicas los efectos de las crisis cambiarias en Brasil fueron menos graves de lo esperado: la inflación se limita al valor de una cifra, y el PIB, después de seguir estable o bajar un poco en 1998 en el primer semestre del año 1999, disminuyó en tan sólo 0.8%, tomando en cuenta las circunstancias.

Resumiendo, hay que constatar que a pesar del déficit del presupuesto existente en Brasil, éste no fue la razón principal de las crisis cambiarias; sin embargo, la acumulación de la deuda pública, y en especial de la externa, contribuyó a que se presentara una crisis. No cabe duda, en cambio, que el estado de finanzas públicas después de la crisis es mucho peor. Los costos del servicio de la deuda pública han crecido, lo que limita las posibilidades de realización de políticas dirigidas contra la crisis. En el caso de Brasil la tasa de interés fue la herramienta principal de esta política. Herramienta que parece ser poco efectiva incluso a plazo mediano, y que además resulta muy costosa. El estado de las finanzas públicas después de las tres oleadas de la crisis cambiaria no permite continuar las reformas estructurales e institucionales en Brasil. El ritmo de la reactivación de la economía

después de la recesión y su estabilidad pueden verse afectados por este factor.

5. La crisis cambiaria en Argentina en los años 2001-2002

A principios del 1991 se introdujo en Argentina el Plan de Convertibilidad, el más restrictivo de los programas anti-inflacionarios de América Latina. A pesar del tipo de cambio fijo de un peso por un dólar estadounidense se introdujo la caja de convertibilidad, lo que significa la estricta limitación de la emisión de dinero al nivel de las reservas internacionales y las limitaciones para el banco central en su función de prestamista de último recurso. Los efectos sobrepasaron las esperanzas. Ya en 1993 la inflación se redujo por vez primera desde hacía medio siglo a un dígito, se notó la entrada de los capitales extranjeros en forma de inversión directa y de portafolio, y en consecuencia apareció el crecimiento económico.

Gracias al crecimiento del PIB, se notó el mejoramiento en las finanzas públicas. Sin embargo, los primeros años del Plan de Convertibilidad fueron muy favorables para las finanzas públicas cuando se trataba del servicio de la deuda externa y la denominada en dólares, que en buena parte se renegoció a principios de la década de los 90. Además, dados los cambios positivos en la economía Argentina se logro pagar casi la tercera parte de la deuda externa pública con las entradas de las privatizaciones. En el proyecto económico se preveía que el auge de la inversión extranjera permitiría lograr el crecimiento económico significativo y estable, aumentar la competitividad de la economía Argentina a pesar de la fuerte valoración del peso, lo que en su turno a futuro permitiría cumplir con la deuda externa renegociada a principios de la década. Hasta el momento de la crisis mexicana (1994) estas metas económicas se cumplieron.

Desgraciadamente, en 1995 los capitales extranjeros, asustados por la falta de seguridad en el mercado mexicano, se escaparon también de Argentina, aunque las relaciones económicas directas entre los dos países son muy limitadas. Los capitales financieros a corto plazo se escaparon de Argentina, de igual forma disminuyeron las entradas derivadas de las privatizaciones. Aunque la convertibilidad no se veia amenazada por la crisis, surgió la dolarización de la economía que iba a profundizarse hasta fines de la década.

Los eventos de 1995 también enseñaron que bajo el régimen de convertibilidad la disminución de las reservas internacionales no lleva automáticamente –por medio de la disminución de base monetaria y del crédito– al equilibrio. En 1995 se notó en Argentina la dolarización no sólo de los montos iguales a la base monetaria, sino también al M3 (Calcagno, 2001).

Desde 1995 el saldo favorable en la cuenta de capitales de la balanza de pagos surgía solo gracias a la venta en el mercado internacional de los valores gubernamentales (Calcagno, 2001). El aumento de la deuda externa, tanto publica como privada, el aumento de los pagos de las regalías y los crecientes costos del servicio de la deuda en total llevaron a la situación, en la cual su conjunto a fines de la década sobrepasaría las entradas por las exportaciones.

Era imposible suponer que las entradas de capital iban a financiar en la manera permanente el saldo negativo de la cuenta corriente. Sólo un excepcional auge económico, relacionado además con las exportaciones, podría salvar la economía Argentina de la crisis. Paralelamente en la economía Argentina se notaba una serie de los fenómenos poco favorables a largo plazo. Primero, el crecimiento basado en la entrada de los capitales extranjeros causaba el aumento más que proporcional de las importaciones, que a su vez tuvo que ser financiado por la entrada de los capitales. Segundo, solo el rápido crecimiento económico podría financiar los crecientes gastos gubernamentales, entre otros relacionados con la deuda reestructurada en el principio de la década. Se debe recordar que bajo el régimen de convertibilidad el déficit presupuestario pudo ser financiado principalmente en el mercado internacional y que la economía podría sufrir por la falta de liquidez.

Desde la segunda mitad de 1995 se puede observar el regreso de los inversionistas extranjeros al mercado argentino. Sin embargo, desde este momento las inversiones extranjeras fueron dirigidas en su mayoría hacia a los valores gubernamentales. La entrada de los capitales –atraídos principalmente por la alta tasa de interés junto con un muy limitado riesgo cambiario– financiaba las inversiones, el déficit presupuestario y el saldo negativo en la cuenta corriente de la balanza de pagos.[25] En el mismo momento empezó a funcionar el MERCOSUR, que fortalecía las relaciones entre Argentina y Brasil. Mientras en Brasil funcionaba una política monetaria cercana a la de Argentina –el Plan Real– las relaciones comerciales

CUADRO 11
Argentina: los principales datos económicos

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002*
PIB real	9.6	5.7	5.8	-2.8	5.5	8.1	3.9	-3.4	-0.8	-4.4	-11.0
Precios al consumidor (XII/XII)	17.5	7.4	3.9	1.6	0.1	0.3	0.7	-1.8	-0.7	-1.5	40.6
Inversiones (en precios constantes en dólares de 1995)	32.2	15.1	13.5	-13.0	8.8	17.5	6.7	-12.8	-8.6	-15.7	-35.0
Tipo de cambio real efectivo de las importaciones (1995=100, CPI)	103	95.4	94.6	100	101.9	98.6	95.7	89.1	89.6	106.7	253.6
El resultado del sector público no financiero (% PIB)	-0.1	1.5	-0.3	-0.6	-1.9	-1.5	-1.4	-1.7	-2.5	-3.1	-1.4

*Estimaciones preliminares

Fuente: CEPAL, Panorama económico de América Latina y El Caribe, varios años; Balance preliminar de las economías de América Latina y del Caribe 2000.

CUADRO 12
Fuentes del déficit en la cuenta corriente de Argentina en los aos 1991-2001 (en % del PIB)

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Déficit en la cuenta corriente	.3	3.1	3.9	1.8	2.3	3.8	4.3	3.9	2.9	1.8
Déficit consolidado del sector público (-correspondiente al superávit)	.1	-1.5	0.3	0.6	1.9	1.5	1.4	1.7	2.4	3.5
Financiamiento externo del sector privado	.5	1.6	3.6	1.2	0.4	2.3	2.9	2.2	0.5	-1.7

Fuente: CEPAL, Balance preliminar de las economías de América Latina y El Caribe 2002, Panorama económico de las economías de América Latina y del Caribe varios años.

entre los dos países se desarrollaban en la manera favorable para Argentina.

La balanza comercial no solo se cerraba con saldo favorable para Argentina (aproximadamente mil millones de dólares) sino también las exportaciones hacia al mercado brasileño, gracias a su carácter industrial, tuvieron fuerte influencia hacia el conjunto de la economía Argentina. Bajo estas condiciones, el fundador de la convertibilidad, Domingo Cavallo, intentaba sobreponer las reformas dirigidas a la liberalización del mercado de trabajo, lo que a su juicio permitiría aumentar la competitividad de la economía Argentina y mejorar la balanza de pagos. Dados los favorables niveles de los fundamentales macroeconómicos el equipo en el poder no veía la necesidad de introducir estas reformas poco populares y Cavallo dejo el gobierno.

Los problemas surgieron durante 1998, cuando aparecieron los primeros resultados de los cambios desfavorables en el ambiente económico internacional: empeoramiento de los términos de intercambio, la crisis asiática y en seguida los ataques especulativos a la moneda brasileña y, en consecuencia, la devaluación del real.[26] Ya en el cuarto trimestre del año 1998, apareció la recesión, que se prolongó durante los próximos años.

En 1998 empeoró la situación en las finanzas públicas, aunque el saldo primario del presupuesto fue positivo, dados los crecientes costos del servicio de la deuda y debido a que el déficit presupuestal aumentó significativamente. Las condiciones para financiarlo por medio de la venta de los valores gubernamentales fueron cada vez más duros para Argentina. En 1999, la nueva administración del Presidente De la Rua propuso la reforma de las finanzas publicas, que tuvo como propósito principal mayor disciplina de las finanzas de gobiernos locales, responsables de aproximadamente la tercera parte del déficit presupuestal. Desgraciadamente, la reforma no entró plenamente en vigor y la situación de las finanzas públicas seguía delicada, lo que se podría observar a través de los precios de colocación de bonos gubernamentales. La recesión que se apoderó de la economía Argentina dio nuevos golpes a las finanzas públicas y el déficit presupuestal aumentó al 3.1% del PIB en 2001.

Los nueve meses del 2001 durante los cuales Domingo Cavallo regresó como jefe de la economía argentina fueron testigo de la lucha entre los esfuerzos para reanimar la economía y las dificultades de refinanciar la deuda externa. Los instrumentos como la introducción del euro como la segunda moneda frente a la cual se fijó el peso argentino o la búsqueda de los caminos para refinanciar la economía por el Banco Central sin romper con la convertibilidad fueron poco eficaces. Durante el año 2001 Argentina perdió

el financiamiento del mercado internacional. Sólo a principios del año el FMI respaldó la convertibilidad con el préstamo que en otoño del mismo año iba a retener.

La amenaza de la quiebra generalizada del sistema bancario (si no se rompe con el sistema de convertibilidad) llevó al "corralito", o congelación de las cuentas bancarias, en diciembre de 2001. El resultado fue una grave crisis política, que duró hasta enero de 2002. En su plenitud se declaró la moratoria de la deuda externa. La administración encabezada por Eduardo Duhalde liberalizó el tipo de cambio, lo que resultó en la fuerte devaluación del peso. El tipo de cambio en su extremo en abril y agosto de 2002 llegaba a 4 pesos por dólar. El gobierno intentó a salvar los deudores que tenían los pasivos en dólares, llevando a pesos los contratos de una manera asimétrica: un peso por dólar para los activos bancarios y 1.4 pesos por dólar para los pasivos. Los bonos gubernamentales cubreiron la diferencia. Esta solución no satisfizo a nadie: los bancos recibieron los bonos de tesorería de valor dudable, los depositarios preferirían recibir sus cuotas denominadas en dólares convertidos con el tipo de cambio corriente, en algunos momentos tres veces más alto que el sobrepuesto por el gobierno.

Desde el principio de la crisis cambiaria los sujetos económicos recurrieron al sistema judicial para proteger su interés. Primero se intentaba abolir el "corralito". Pero no había medida legal para obligar al cambio del decreto, pero si se podía usar el amparo constitucional para recuperar los depósitos. Sin embargo, en cada caso se necesita un juicio, lo que demora el proceso de recuperación de los depósitos bancarios. Más tarde el camino judicial se utilizó para abolir la conversión de los depósitos a pesos. El dictamen de la Corte Suprema de marzo de 2003 en el caso del Banco Nacional de San Luis, que obliga a la devolución de los depósitos en dólares o convertidos usando el tipo de cambio actual, abre el camino para la ola de los casos contra la conversión a pesos. Esto significó nuevos costos para las finanzas públicas, dado que sin respaldo gubernamental los bancos no podrían enfrentar los costos de tal decisión jurídica.

Desde el principio de la crisis cambiaria Argentina busco el apoyo del FMI. Varias veces las negociaciones parecían llegar al final, pero el acuerdo no se dio sino hasta enero de 2003. Las condiciones impuestas por el FMI fueron duras. Incluían tanto cambios en la legislación económica del país como en las exigencias de política económica, especialmente la de finanzas publicas. El acuerdo, en cierto grado forzado por la Argentina por no pagar desde noviembre de 2002 el principal de las deudas a los organismos internacionales, solo permitió a Argentina aplazar 10 meses el pago de la deuda a los organismos internacionales.

Gracias a la muy fuerte devaluación del peso la competitividad de la economía Argentina cambió radicalmente de un día a otro, lo que permitió una cierta revitalización de la economía en el segundo semestre de 2002. El fenómeno se ve claramente en el cambio de dirección del comercio transfronterizo y el aumento en las corrientes del turismo, entre otros.

En el 2001, la causa principal de la crisis cambiaria en Argentina fue la recesión, lo que en su turno empeoró la situación de las finanzas públicas, pero sólo en un grado limitado en comparación con los otros países. La causa inmediata de la crisis cambiaria fue la imposibilidad de refinanciar la deuda externa o la denominada en dólares, el servicio de la cual se acumuló desde principios de la década. La política económica en los años noventa fue dirigida – y no sin razón en el primer lapso del periodo– a la estabilización de la economía, descuidando los elementos que podrían estimular, o al menos no estorbar, al crecimiento económico, como por ejemplo la falta del crédito refinanciero a causa de la caja de convertibilidad.

La dolarización de la economía argentina dificultó la gestión de la crisis cambiaria cuando ésta apareció. La introducción del "corralito" la hizo todavía más difícil. La economía argentina durante el último año y en el futuro parece depender más de las decisiones de los jurados que de las medidas económicas. El peso de las recompensaciones para el sistema bancario puede llevar pronto a la crisis aguda e las finanzas públicas. Ésto llama la atención a la infraestructura institucional que se necesita en la temprana fase de la liberalización económica. En general, Argentina no aprovecho plenamente la oportunidad que le dieron los primeros años de la convertibilidad, de la influencia de capitales, limitada carga del servicio de la deuda y de crecimiento económico. Éste no se convirtió en el crecimiento estable y no dio la base para el equilibrio interno y externo a mediano plazo.

Conclusiones

Las conclusiones del análisis de las crisis cambiarias que tuvieron lugar en los años 1994–2002 en los países que se estaban integrando a la economía mundial confirman los fundamentos de la evolución de la teoría de las crisis cambiarias, iniciada hace poco. Se trata de abandonar un punto de vista limitado según el cual el déficit del presupuesto es la principal, o incluso la única, razón de las crisis cambiarias, tal como lo describen los llamados modelos de primera generación (modelos canónicos). En la mayoría de los países afectados por las crisis cambiarias en los años 1994–2002 el estado del presupuesto (o incluso, desde la perspectiva más amplia, el estado del saldo del sector público) no pudo constituir la causa principal de las crisis. La mayoría de los países mencionados mantenían el equilibrio del presupuesto antes de las crisis y los déficits del presupuesto posibles quedaban limitados. Algunos países (tales como México o Corea del Sur) notaban un superávit del sector público en los años anteriores al estallido de la crisis.

Las últimas crisis monetarias no dan bases para considerar la deuda pública excesivamente alta como una de sus fuentes principales. En la mayoría de los países afectados por las crisis, el nivel de la deuda pública fue moderado, o incluso muy bajo.

Del hecho que las crisis cambiarias han afectado también los países con buena condición de finanzas públicas no podemos sacar, sin embargo, conclusiones extremas de que dicha condición no tenga influencia en la susceptibilidad de los países a las crisis cambiarias y que desde ese punto de vista sea insignificante el carácter de la política fiscal adoptada.

Primero, todavía hoy se presentan las crisis cambiarias cuyos orígenes radican en el déficit del presupuesto alto y crónico. Tal fue la situación de Rusia en 1998. La crisis rusa demuestra similitud en particular con la crisis Argentina en 1981. No es extraño, por lo tanto que la crisis rusa no se preste a interpretaciones basadas en la teoría tradicional de las crisis cambiarias (modelos de primera generación) (Gruszczyñski, 1999: 13).

Desde este punto de vista el caso especial lo constituye Argentina. El déficit presupuestario que se puede observar en este país y el nivel de la deuda externa pública no hubieran formado la amenaza de la crisis cambiaria si no fuera por el sistema de caja de convertibilidad. Para mantener credibilidad a los ojos de los inversionistas bajo este sistema se necesita una reforma de las finanzas públicas mucho más profunda de la que se introdujo en Argentina.

Segundo, en el caso de las demás crisis la condición de las finanzas públicas siempre tuvo cierta influencia en la susceptibilidad de ese país a una crisis cambiaria. Por un lado es difícil no aceptar la tesis que en las condiciones de la globalización de mercados financieros, tanto el mecanismo mismo del estallido de una crisis cambiaria como su desarrollo, se explican mejor en las categorías de factores puramente monetarios (Lutkowski, 1998:4-7). Por el otro lado, aparecen múltiples elementos reales que deciden sobre la susceptibilidad de la economía dada a la crisis. La susceptibilidad a la crisis la incrementan en especial factores tales como:

- indicadores macroeconómicos débiles (entre ellos un alto déficit del presupuesto –tal como en el caso de Brasil– y el nivel alto de la deuda pública) y/o errores en la política macroeconómica;
- debilidades estructurales de la economía del país dado;
- debilidades de la economía en la esfera microeconómica,

Simplificando un poco se puede decir que en las condiciones de la globalización de los mercados financieros la política fiscal "sana" y creíble constituye una condición indispensable, pero insuficiente de la posibilidad de evitar una crisis cambiaria.

Tercero, es no sólo el nivel de la deuda pública lo que tiene importancia, sino también, su estructura de plazos y de monedas. Incluso si el nivel de la deuda no es excesivamente alto, pero su parte significativa la constituye el endeudamiento a corto plazo (y en especial si se trata del endeudamiento a corto plazo en divisas, tal como ocurrió en México en 1994) lo que puede contribuir al estallido de la crisis son las preocupaciones de los inversionistas concernientes a la capacidad del gobierno de mantener la fluidez financiera.

Cuarto, la buena condición de finanzas públicas crea mejores posibilidades a las autoridades del país para reducir la susceptibilidad a la crisis cambiaria. Se trata ante todo de la posibilidad de realizar reformas estructurales indispensables, que a corto plazo constituyen una carga considerable para el presupuesto. Además existen mayores posibilidades de pagar los costos de esterilización de las reservas interna-

cionales, es decir, de contrarrestar la apreciación real excesiva de la moneda nacional. En las condiciones del flujo masivo de capital extranjero a los países que se abren al intercambio internacional, este último factor puede tener singular importancia.

Quinto, la buena condición de las finanzas públicas aumenta considerablemente las capacidades de las autoridades del país para prevenir una crisis cambiaria y de contrarrestarla cuando ésta se produce. En la mayoría de los países asiáticos afectados por la crisis, como México y la República Checa, el presupuesto fue capaz de brindar ayuda indispensable al sector bancario, lo que indudablemente atenuaba las consecuencias ulteriores de la crisis. Además, mientras que por lo general es imposible hacerlo directamente después del estallido de una crisis cambiaria, es muy importante realizar cuanto antes un cambio en la política fiscal de tal modo que ésta facilite la salida de la recesión. Corea del Sur, en 1998, puede servir como ejemplo de un aflojamiento oportuno y eficaz de la política fiscal. En todos los casos antes mencionados las actividades adecuadas de las autoridades han sido posibles gracias el buen estado de las finanzas públicas antes de la crisis. Se puede citar el ejemplo negativo de Brasil, donde una condición difícil de las finanzas públicas antes de la crisis impide de una forma considerable la lucha contra sus efectos.

Notas

1 A veces el ataque especulativo contra la moneda del país se produce antes de que el déficit en la cuenta corriente se convierta en el déficit de la balanza de pagos. Esto ocurre cuando el déficit en la cuenta coriente llega a tal volúmen que, en la opinión de una gran parte de inversionistas, éste no podrá ser financiado por el flujo del capital extranjero resultante de una actividad económica normal.

2 R. Dornbusch: Open Economy Macroeconomics, citado por K. Rybiñski, Mateusz Szczurek, op. cit., p.2

3 En 1994 la tasa de interés de pagarés a 28 días era de 20.14%, en 1995 - 42.53%; el costo promedio del acceso al capital en 1994 roku era de 16.96%, en 1995 - 46.54%; el interés sobre los CETES a 28 días creció en este período de 18.51% a 48.62%. Banco de Mexico, Indicadores Económicos, abril 1999.

4 Banco de Mexico, Indicadores Económicos-números diferentes.

5 Banco de México, Indicadores Económicos, años diferentes.

6 En 1999 el parlamento mexicano encargó un análisis de la actividad de FOBAPROA a un auditor canadiense, Michael Mackey.

7 Veáse, *El Financiero* 23.06.1999.

8 Esto equivalía aproximadamente al valor de importaciones de mercancías de 4 meses.

9 PlanEcon Report, Volume XV No 14 p. 34.

10 En ambos casos las decisiones descritas formaban parte de paquetes más amplios de política económica. En abril se trataba de un intento fracasado para prevenir la crisis cambiaria. En mayo, después de la liberalización del curso de la corona checa se trataba de recobrar la confianza en la moneda nacional, prevenir su depreciación y recuperar el equilibrio de la balaza de pagos.

11 Czech Republic... op. cit. p. 32 y 51, y PlanEcon Report Volume XIII No 17–18 . 1–4.

12 *Ibidem.*

13 PlanEcon Report, Volume IV No 17–18 p. 19–20.

14 La falta de transparencia de las finanzas públicas constituía un problema más grave que el nivel real de la deuda pública.

15 Esto equivalía al valor de importaciones de un mes.

16 Una parte considerable de la caída de reservas (de por lo menos 10 mil millones de dólares) tuvo lugar entre mediados de agosto y mediados de noviembre de 1997 como resultado de las intervenciones monetarias realizadas por el gobierno coreano en defensa del won.

17 OECD Economic Surveys 1997–1998. Korea OECD, Paris 1998 p. 1, 32 y 179–180.

18 *Ibidem*, p. 180–181 y OECD 1998–1999 Annual Review – Korea OECD, Paris, July 1999 p. 2.

19 OECD Economic Surveys, 1995–1996, Korea. OECD, Paris 1996 s. 33 oraz OECD 1998–1999 Annual p. 3.

20 H.Reisen: After the Great Asian Slump Towards a Coherent Approach to Global Capital Flows. OECD, Paris 1999 p. 20 y OECD 1998–1999 Annual Review... op. cit. p. 15 (tabla 13).

21 Banco Central do Brasil, Boletín X.1999.

22 Letter of Intent of the governemnt of Brazil to the IMF, November 12, 1998.

23 Banco Central do Brasil, Boletín X.1999.

24 Los datos optimistas provienen de las publicaciones estadísticas de la CEPAL – Balance preliminar de las economías de America Latina y el Caribe en 1998" en las que basan sus análisis, entre otros, Sainz y Calcagno. Los datos pesimistas provienen del Banco Central do Brasil, Boletim X 1999. Desgraciadamente por el momento faltan posibilidades de explicar discrepancias tan grandes entre ambas fuentes.

25 Aunque se debe tener en cuenta que la entrada masiva del capital siempre ejerce presión hacia el aumento de las importaciones, aumentando asi el saldo negativo en la balanza de cuenta corriente.

26 Ampliamente sobre el tema en el artículo de Jose Maria Fanelli "Crecimiento, inestabilidad y crisis de la convertibilidad en Argentina " en: *Revista de la CEPAL*, no. 77, Agosto 2002.

Fuentes bibliográficas

Gruszczyński M. (1999), *Ontología de la crisis cambiaria en el contexto de liberalización de la rotación de los activo* [en polaco] (mimeógrafo), Varsovia.

Zeszyty Naukowe Kolegium Gospodarki Œwiatowej SGH, no. 6.

Lutkowski K. (1998), "Mecanismo de las crisis cambiarias a la luz de las últimas perturbaciones en los mercados financieros". Ponencia para la conferencia sobre Crisis financiera en los mercados emergentes . SGH, Varsovia, 6 de noviembre de 1998 p. 4–7 [en polaco].

Malecki W., Slawinski A., Piasecki R., Zulawska U. (2001) "Las crisis cambiarias" Warszawa, p.226 (en polaco).
Piasecki R. (1999), "Las crisis financiera en Brasil" [en polaco] mimeó, X.
H.Reisen (1999), *After the Great Asian Slump Towards a Coherent Approach to Global Capital Flows.* OECD, Paris.
Rybiński K., M. Szczurek: *Learning lessons from the Asian crisis,* w: ING Barings Capital and Money Markets Report, March.
Slawinski A., Dusza M. (1998), *Las crisis cambiarias en los países que se abren a la economía mundial,* [en polaco], Warszawa 1998.
Solis R. (1998), "La crisis bancaria en Mexico: alcances y limitaciones del FOBAPROA" en: Villareal D. ed. *Politica económica y crisis financiera en México,* México.

Publicaciones periódicas

Cordonnier Ch. (1999), "La crise economique bresilienne", en *Problemes d'Amerique Latin,* abril–junio.
Calcagno A., Manuelito S. (2001), "La convertibilidad Argentina: un antecedente relevante para la dolarizacion de Ecuador", *CEPAL,* Santiago, junio de 2001.
Fanelli J.M. (2002), "Crecimiento, inestabilidad y crisis de la convertibilidad en Argentina" en: *Revista de la CEPAL,* no. 77, Agosto.
Flood R.P., N.Marion (1998), *Perspectives on the recent Currency Crisis Literature.* IMF Working paper, no 130.
IMF, Czech Republic: Selected Issues (1998) IMF Staff Country Report No 98/36. IMF, Washington D.C. April 1998.
Letter of Intent of the government of Brazil to the IMF (1998), November 12, 1998.
Lutkowski K. (1999), "Mecanismos de las crisis cambiarias a la luz de las recientes perturbaciones en los mercados financieros internacionales" [en polaco],
PlanEcon Report, Volume XV No 14.
Sainz P., Calcagno A. (1999) "La economia brasileña ante el Plan Real y su crisis" CEPAL, Temas de Coyuntura , julio.
Zulawska U. (2002), "El analisis de las causas, transcurso y consecuencial de la crisis argentina. El papel del sistema previsional en la crisis. Lecciones para Polonia" *Reporte para El Centro Gubernamental de Estudios Estrategicos,* febrero, p.34 (en polaco).

Otras fuentes

Banco Central de Brasil, Boletín.
Banco de México, Indicadores Económicos, varios números.
Griffith–Jones S. (1997) *Causes and lessons of the Mexican peso Crisis,* WIDER Working Paper nr.132, Helsinki.
Ministerio de Economia, Republica Argentina, Indicadores económicos, varios números.
OECD Economic Surveys.
OECD Annual Review.