

# LECCIONES DE LA CRISIS ARGENTINA: LA RECURRENTE INSOLVENCIA FISCAL<sup>1</sup>

ALDO LEMA<sup>2</sup>

Debo reconocer que luego de las sesiones de Dolarización y Sistema Financiero celebradas en estas Jornadas de Economía y las presentaciones de Guillermo Escudé y Eduardo Fernández Arias en este panel, me siento como el octavo marido de Elizabeth Taylor en la noche de bodas: sin muchas posibilidades de innovar. Por lo mismo, voy a abordar el tema de “Las Lecciones de la Crisis Argentina” desde una perspectiva diferente, recurriendo a un *benchmark*: el desempeño económico de Chile en los últimos 20 años. A diferencia de Argentina y otros países de la región, Chile no repitió la crisis de principios de los ochenta.

Cuando se resumen las posibles causas de la crisis que han estado en debate: calidad de las políticas públicas; debilidad para enfrentar shocks externos negativos; rigidez cambiaria en un contexto de fuerte apreciación del dólar en el mundo; alta dolarización y vulnerabilidad del sistema financiero; insolvencia fiscal y sostenibilidad de la deuda pública; entre otros; se comprueba que Chile ha tenido 20 años de experiencia exitosa de la que tenemos que aprender. Y no sólo el sistema político tiene que aprender, sino también la profesión, o más que la profesión, los profesionales en economía que hemos sido muy poco persuasivos con el sistema político para prevenir la repetición de grandes errores. Esta crisis tiene muchos puntos en común con la registrada por la región a principios de los '80. Basta observar nuevamente la incidencia de un proceso de fuerte apreciación del dólar frente a las principales paridades en un contexto de adopción de regímenes de tipos de cambio fijo o administrado.

---

1 Conferencia corregida por el autor.

2 Director Ejecutivo del Centro de Investigación en Economía y Finanzas de la Universidad Andrés Bello de Chile.

Así entonces, para darle un tono más optimista a la presentación en el sentido de que las crisis son oportunidades para enmendar el rumbo, voy a mezclar las lecciones de la crisis argentina con las derivadas del éxito chileno de las últimas dos décadas luego de enfrentar en 1982 un colapso igual o de mayor profundidad. Es indiscutible que el desempeño económico chileno ha superado largamente al observado por América Latina en dicho período. Además de no repetir la crisis, Chile logró que su ingreso per cápita creciera a una tasa tres veces superior al de la región (4% versus 1,3%).<sup>3</sup> En consecuencia, hay elementos para rescatar de su manejo económico en estos últimos 20 años.

### **¿El Modelo? La Calidad de las Políticas Públicas**

La comparación con Chile permite descartar una de las razones que ha ganado mucho terreno en el debate reciente para explicar la crisis argentina. Desde algunos sectores políticos, y también económicos, tanto fuera como dentro de Argentina, se ha postulado que la elección del modelo de libre mercado ha sido la principal razón de la crisis. También “el modelo” explicaría la debacle de otros países de la región. Con el éxito alcanzado por Chile en los últimos 20 años creo que podemos rechazar fácilmente esta hipótesis.

En ese sentido, las diferencias de calidad en la ejecución de las políticas públicas, tema que Guillermo Escudé abordó tangencialmente, parecen el elemento fundamental para explicar las trayectorias divergentes entre Chile y América Latina. No fue la heterodoxia lo que cimentó el éxito chileno, como ha planteado recientemente el economista Ricardo Ffrench Davis, sino la alta calidad de sus políticas públicas. De hecho, éstas fueron en un 90% claramente ortodoxas y sólo en un 10% heterodoxas (por ejemplo en el manejo de los flujos de capital). Por lo tanto, el mejor desempeño relativo de Chile exculpa al modelo de libre mercado y nos obliga a buscar causas en otro lado.

---

<sup>3</sup> En dólares corrientes, Chile ha cuadruplicado el ingreso per cápita entre el 1985 y 1997 llevándolo a cerca de US\$ 5000, nivel en el que se ha mantenido en los años recientes pese a la desaceleración registrada en el crecimiento económico. Paralelamente el país ha mejorado sus indicadores en desarrollo humano, competitividad y protección social

De hecho, he leído en este último tiempo muchas frases y conceptos que no definen al «modelo argentino» precisamente como uno de libre mercado. Se lo menciona como corporativista, prebendario, corrupto, clientelístico, etc; pero quizás la frase que mejor lo califica fue la usada por el economista Martín Rama en 1991 para explicar el mal desempeño económico de Uruguay desde 1960 en adelante: «El país de los vivos».<sup>4</sup> Esta fue una primera alusión al rol de la calidad de las políticas públicas para explicar el estancamiento económico en Uruguay, dado el énfasis que ello empezaba a adquirir en la nueva teoría del crecimiento económico impulsada por Romer, Lucas y otros. En Argentina la mala calidad de las políticas públicas también dio lugar endógenamente a «un país de vivos» que socavó las perspectivas de crecimiento de largo plazo.

Por lo tanto, **la primera lección** es que si hay algo que cambiar en Argentina es “su modelo”, “el modelo argentino” o el modelo que adoptaron algunos países de la región y que en varios aspectos estuvo lejos de un modelo de libre mercado con alta calidad de políticas públicas. Es necesario resistir planteos populistas que sugieren girar hacia modelos alternativos que ya fueron probados y fracasaron rotundamente. La verdadera alternativa pasa por mejorar la calidad de las políticas públicas dentro del modelo de libre mercado, como base para estimular el crecimiento. Si eso no ocurre, la brecha con países que desarrollan políticas públicas de primera se seguirá ampliando. A modo de ejemplo, basta mencionar que si la brecha de crecimiento observada entre Chile y el resto de América Latina en las últimas dos décadas se mantuviera en las próximas dos generaciones, la diferencia entre ingresos per cápita se amplificaría en casi 4 veces.

Dada su incidencia en el desempeño económico de largo plazo, como ha sido documentado en la literatura más reciente sobre crecimiento, el mejoramiento de la mala calidad en las políticas públicas es el punto de partida inexorable para asegurar una senda de expansión sostenida. Y ello no sólo tiene consecuencias dramáticas sobre el bienestar, sino también sobre la administración de los equilibrios macroeconómicos. Basta mencionar el efecto de diferentes sendas de crecimiento sobre la solvencia fiscal de un país.

---

4 Al respecto véase Martín Rama, *El país de los vivos: un enfoque económico*; Revista Suma N°11, 1991.

Hemos aprendido que la convergencia es condicional a la calidad de las políticas públicas. Países que desarrollan malas políticas públicas pueden seguir teniendo un magro desempeño económico y no converger a países con ingreso *per cápita* alto. Al respecto, es incuestionable que con la Convertibilidad se produjo un progreso significativo en la calidad de las políticas públicas argentinas (privatizaciones, liberalización de mercados, abatimiento de la inflación tras eliminar el financiamiento monetario para los déficit fiscales), pero los pilares fundamentales de la estabilidad económica (solventía fiscal) y el crecimiento (apertura comercial, reformas institucionales) se mantuvieron tambaleantes. Persistieron políticas públicas mediocres, en vez de un modelo y una calidad de políticas públicas de primera que, privilegiando el bienestar general por encima de intereses sectoriales y corporativos, asegurara una senda de crecimiento alto en el mediano plazo y no transitorio. No un *boom* como el del período 1975-82 o el de la década de los '90, financiado por flujo de capitales externos. Si no se mejoran la calidad de las políticas públicas, es obvio que estas crisis van a ser recurrentes. Fue la siembra de políticas adecuadas en las décadas previas, en el medio de la cosecha devastada, lo que ha diferenciado a Chile del resto. Una siembra que, con el buen clima de los '90, arrojó resultados notablemente superiores a los de la región.

¿Cuáles fueron estas semillas que se sembraron en el medio de la cosecha devastada?

Hubo algunas destinadas a preservar la estabilidad macroeconómica: *disciplina fiscal* que inhibió el recurso a endeudarse; *desdolarización* que minimizó los costos de ajuste de precios relativos; *adecuada regulación y normas prudenciales* que han hecho inquebrantable la fortaleza del sistema financiero; *una fuerte autonomía del Banco Central*<sup>5</sup> y *otras reformas destinadas a asegurar un alto crecimiento económico* (la apertura comercial unilateral, una reforma institucional que aumentó la independencia del Estado de los grupos de presión, etc). Por lo tanto,

---

5 Basta notar que la falta de autonomía del Banco Central de Argentina pavimentó el camino para que el Poder Ejecutivo terminara recurriendo al uso de la política monetaria durante 2001, acelerando el colapso. Como contrapartida, durante los últimos doce años en Chile se afianzó la independencia del Banco Central, se profesionalizaron aún más sus tareas, se profundizó la transparencia de sus políticas y se potenciaron las tareas de regulación financiera establecidas en su Carta Orgánica.

volviendo al tema de Ffrench Davis, parece claro que el éxito de Chile obedeció a la consecución de una línea ortodoxa, de apego estricto al modelo de libre mercado, más que a un manejo heterodoxo como planteó en una reciente visita a Argentina.

### **El Shock Externo, La Rigidez Cambiaria y el Alto Grado de Dolarización del Sistema Financiero**

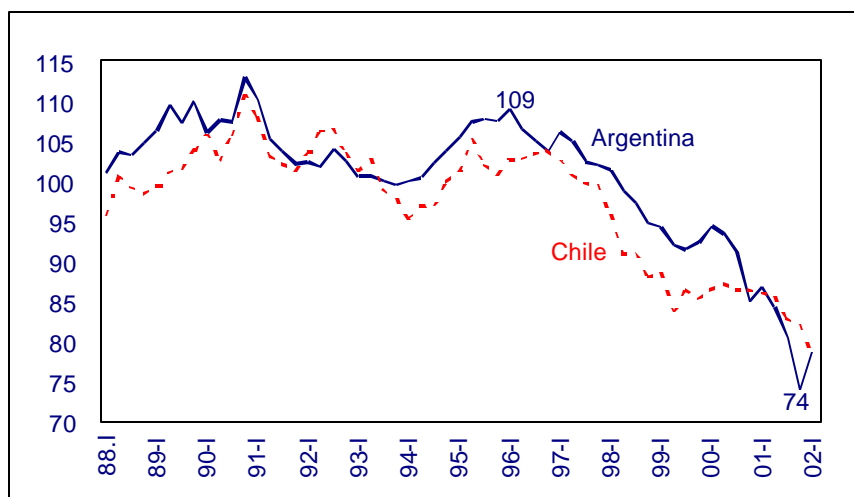
El ejemplo chileno también es clarificador para descartar el planteo de un origen externo de la crisis. La economía chilena sufrió a partir de 1997 un shock externo de magnitud igual o mayor que el enfrentado por Argentina, en cuanto a fortaleza global del dólar, deflación externa, caída de términos de intercambio, recesión mundial y repliegue de capitales. Si bien se observó una desaceleración en el ritmo de crecimiento económico, desde 7,5% en la década previa a 2,5% en el último quinquenio, y un aumento de 3 puntos porcentuales en la tasa de desempleo, Chile no repitió el colapso de principios de los ochenta. Por lo tanto, ha sido la vulnerabilidad interna donde ha estado el problema, más que en la magnitud del shock externo absorbido. La diferencia sustancial es que Chile estaba bien preparado para tiempos turbulentos.

Por razones de tiempo voy a profundizar sólo un aspecto del deterioro internacional: la apreciación del dólar frente a las principales paridades y sus efectos sobre los precios externos. En el gráfico 1 se observa que los índices de valor unitario de importaciones de Chile y Argentina mostraron caídas similares a partir de 1997. El sólo hecho de enfrentar deflación externa de 40% bajo tipo de cambio fijo dejaba a Argentina en una situación altamente compleja. De partida, los precios de los no transables debían ajustarse en igual magnitud para mantener el nivel del TCR.<sup>6</sup>

---

<sup>6</sup> En estricto rigor, como veremos más adelante, el tipo de cambio real debía subir dada la evolución de sus fundamentos.

**GRÁFICO 1**  
**ARGENTINA Y CHILE: PRECIOS EXTERNOS**  
**(Índice de Precios de Importaciones en Dólares, 1993=100)**



Argentina y Chile dejan de absorber inflación externa a fines de 1995 y pasan a absorber deflación externa como consecuencia del cambio en la tendencia de la cotización del dólar frente a las principales paridades. La deflación externa absorbida por Argentina en el período 1997-2001 fue similar a la enfrentada por Chile y en última instancia obedeció al fuerte proceso de apreciación del dólar registrado a nivel global.<sup>7</sup> Observen incluso que los procesos de deflación externa son similares a pesar de la mayor importancia relativa de Brasil para Argentina.

La diferencia sustancial es que Chile estaba bien preparado para resistir este shock, en parte producto de una lectura adecuada sobre los orígenes de la debacle de principios de los '80, y en parte originada también por la aguda apreciación del dólar frente a las principales monedas.<sup>8</sup> En este aspecto, el camino escogido por Chile volvió a discrepar del elegido

<sup>7</sup> Entre abril de 1995 y el año 2001, el dólar pasó desde 1,4 a 2,2 marcos y desde 80 a 125 yenes, habiendo incluso bordeado los 150 yenes hacia mediados de 1998.

<sup>8</sup> En dicho ciclo, el dólar pasó de cotizar a 1,7 marcos alemanes a principios de 1980 a 3,3 marcos alemanes a principios de 1985. Una fortalecimiento similar mostró respecto al yen.

por Argentina y otros países de la región (México, Uruguay, incluso Brasil) que sí han incurrido en crisis similares a las observadas en los '80.

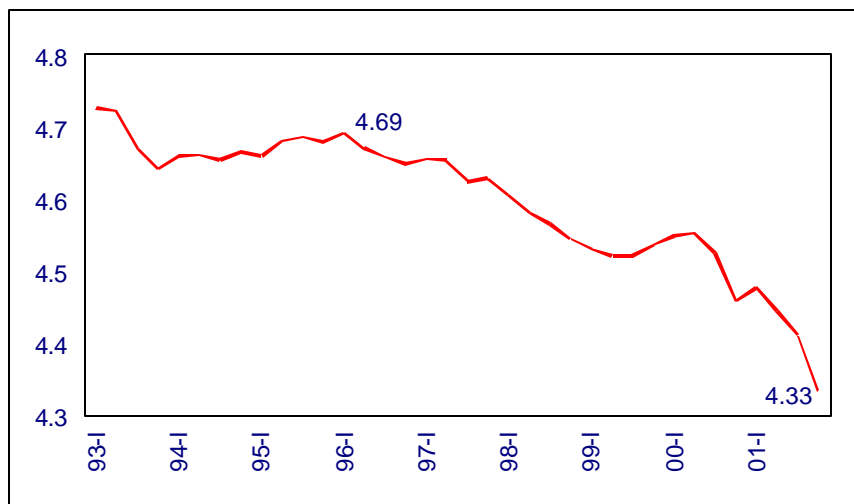
Chile privilegió la flexibilidad cambiaria como mecanismo para atenuar las presiones deflacionarias derivadas del fortalecimiento internacional del dólar. Como era esperable, el resto de los países, que optó por sistemas cambiarios más rígidos, sucumbieron ante el renovado proceso de apreciación de la moneda norteamericana.

En el caso de Argentina, la caja de conversión tuvo una «etapa fácil» mientras el dólar se debilitaba en el mundo (1992-1996), o la moneda del principal socio comercial (Brasil) se mantuvo artificialmente fuerte. Sin embargo, en la segunda mitad de los '90, con la apreciación del dólar primero y la devaluación del real después, la rigidez del esquema cambiario dificultó los ajustes de precios relativos, ya muy traumáticos por tratarse de una economía relativamente cerrada.

Creo que de comparar estas dos experiencias y examinar la literatura más reciente sobre crecimiento económico, es claro que estas divergencias, estas no convergencias, obedecen a políticas públicas; entre ellas yo diría que hay que considerar también la lección que derivó de la crisis del año '82.

En el Gráfico 2 se observa que desde inicios de 1996, cuando el dólar comenzó a apreciarse en el mundo, hasta fines de 2001, el tipo cambio real argentino cayó en más de 35%. Dicha caída se evitó en Chile debido a que el régimen de flexibilidad cambiaria permitió que la deflación externa se fuera compensando con depreciación del peso.

**GRÁFICO 2**  
**ARGENTINA: TCR**  
 (En base a Índice de Precios de Importaciones, Escala Logarítmica)



Es evidente que la elevada dolarización de la deuda pública y del sistema financiero en general en Argentina, hizo impensable salir a tiempo del tipo de cambio fijo sin costos patrimoniales significativos para las familias, las empresas y el sistema bancario. Analizado ex post, queda la sensación de que el único momento para escapar de la camisa de fuerza pudo haber sido en 1995, cuando el dólar se debilitó significativamente en el mundo, pero el contagio de la crisis mexicana lo hizo inviable.

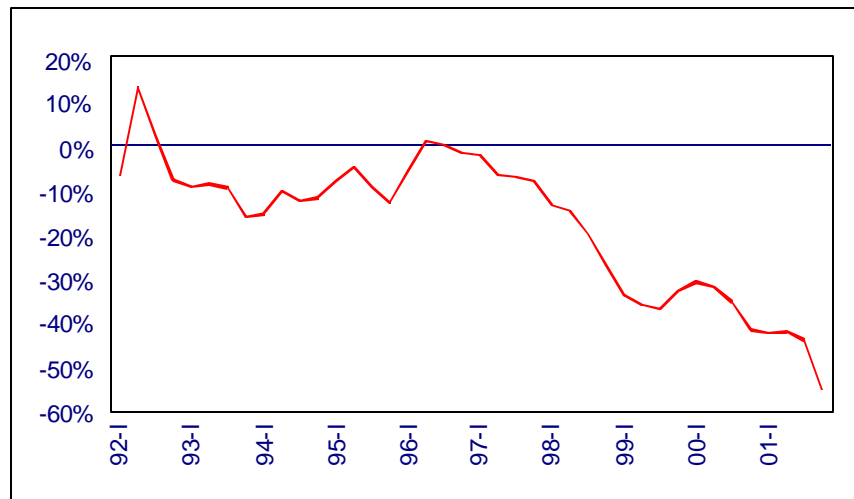
Entonces, la **segunda lección** es que, en un mundo de paridades internacionales (y regionales) volátiles, para países con una alta rigidez a la baja en salarios nominales, son preferibles los esquemas cambiarios flexibles (paridades ajustables o flotación cambiaria), acompañados de una alta participación de la moneda nacional en el sistema financiero (ya sea en términos nominales o en instrumentos indizados a alguna unidad de cuenta como es la UF en Chile). Esto no significa flotación limpia, podría ser un esquema de paridad ajustable o flotación sucia.

En el gráfico 3 se presenta una estimación del desalineamiento cambiario en base a un modelo de determinación del TCR que recoge



como variables explicativas el diferencial de productividad (efecto Balassa Samuelson), la relación gasto producto (efecto Salter-Swan) y los términos de intercambio. Véase que hacia finales de 2001 el desalineamiento del peso en Argentina superaba el 50% y el desequilibrio cambiario (usando valores de largo plazo para los fundamentos y no sus niveles corrientes) debía ser probablemente mayor.

**GRÁFICO 3**  
**DESALINEAMIENTO CAMBIARIO (%)**



Vayamos al rol de la apertura, un tema central dentro de la calidad de las políticas públicas, que lo abordé tangencialmente por su efecto positivo sobre el crecimiento de largo plazo, pero que además importa en el manejo macro.

A diferencia de Chile, que durante los setenta inició un proceso de apertura unilateral de la economía que lo ha dejado actualmente con un arancel efectivo inferior a 4%, Argentina se mantuvo relativamente cerrado -se abrió sólo en la región-, perpetuó las ineficiencias y desaprovechó la oportunidad de explotar sus ventajas comparativas y diversificar sectorial y geográficamente sus exportaciones.

Esta política comercial, que exacerbó la dependencia regional, terminó por socavar el crecimiento económico (lo que profundizó los

problemas fiscales). Si el nivel de deuda pública aparecía como insostenible en términos de producto, más lo era en términos de exportaciones. Pero más que el efecto sobre el crecimiento quiero resaltar el rol de la apertura en el manejo macro, como amortiguadora de *shocks* externos de proporción.

Existe evidencia que demuestra que, enfrentadas a shocks externos significativos, las economías relativamente cerradas y con una alta participación de los sectores no transables en la producción, requieren ajustes (de precios relativos y de reasignación de recursos entre sectores) considerablemente superiores a los que mostrarían aquellas muy abiertas.

Dicho de otra forma, el efecto Salter-Swan podría diferir según la composición sectorial de la producción (tamaño relativo del sector transable). Las estimaciones de Larry Sjaastad para Argentina, Suiza y Canadá<sup>9</sup>, demuestran la hipótesis de que un mayor tamaño relativo del sector transable en la economía atenúa el efecto Salter-Swan. Es decir, una caída en la relación gasto-producto asociada a una fuerte salida de capitales puede ser absorbida en mayor proporción por el sector transable, amortiguando por lo tanto el ajuste (al alza) del TCR.

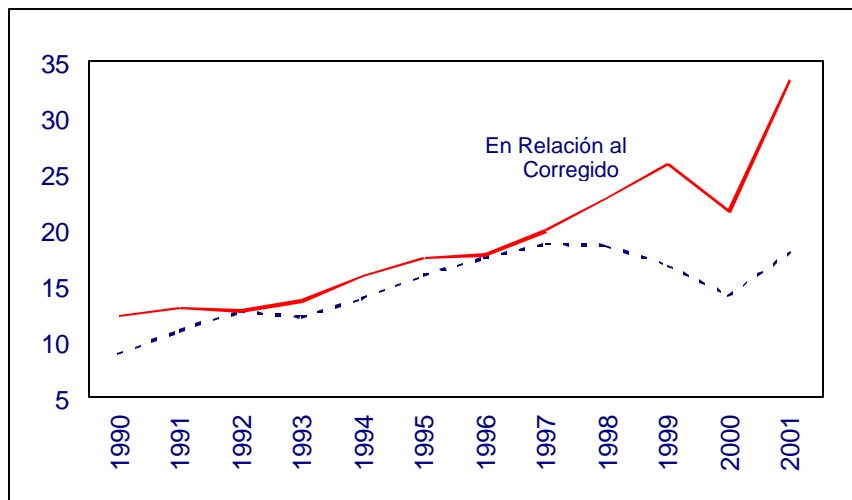
En los gráficos 4 y 5 se muestran indicadores de tamaño relativo del sector transable para Argentina y Chile, respectivamente, contruidos como el cociente entre la suma de exportaciones e importaciones y el producto. Para evitar alguna subestimación en el caso argentino, este indicador también se calcula usando el PIB corregido por el desalineamiento cambiario antes mencionado. Aún con esta corrección, este indicador sugiere que la importancia relativa del sector transable en Argentina es casi la mitad de la que registra en Chile. Mientras en Argentina no supera el 35%, incluso en los períodos de mayor apertura comercial, en Chile dicho nivel se observaba a mediados de los '60, subió fuertemente en la segunda mitad de los '70 con la apertura unilateral y siguió creciendo durante las últimas dos décadas. Un grado de apertura que es claramente el doble del que exhibe la economía argentina y que, por lo tanto, facilita los ajustes. Ante una fuerte contracción de la relación gasto-producto, por

---

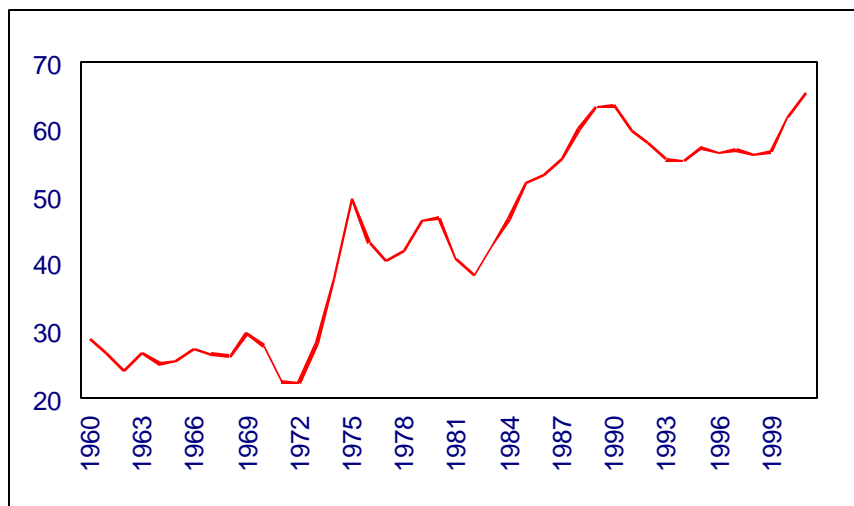
9 Al respecto véase Sjaastad, L. (1980) "Commercial Policy, 'True Tariffs' and Relative Prices" in *Current Issues in Commercial Policy and Diplomacy*, editado por J. Black y Brian Hindley; London; Macmilan, y Sjaastad, L. (1996) "Recent Evolution of the Chilean Real Exchange Rate", *Cuadernos de Economía PUC*, N° 98, Año 33, Abril.

ejemplo asociada a una salida de capitales de 10% del PIB, el ajuste de precios relativos (alza del TCR) es mucho menor en una economía más abierta como la chilena (donde el sector transable es más relevante) que en una más cerrada como es la argentina (donde el sector transable es menos relevante). Este es un punto importante dada vulnerabilidad del sistema financiero ante la necesidad de ajustar el TCR al alza.

**GRÁFICO 4**  
**ARGENTINA: TAMAÑO RELATIVO DEL SECTOR TRANSABLE**  
**(Exportaciones más Importaciones de Bienes y Servicios, % del PIB)**



**GRÁFICO 5**  
**CHILE: TAMAÑO RELATIVO DEL SECTOR TRANSABLE**  
**(Exportaciones más Importaciones de Bienes y Servicios, % del PIB)**



Por lo tanto, la **tercera lección** es que un alto grado de apertura comercial no sólo es importante por el efecto positivo sobre el nivel de ingreso per cápita, como bien ha sido documentado en la literatura reciente de crecimiento económico, sino para amortiguar la magnitud de los ajustes de precios relativos y aminorar la reasignación de recursos derivados de un fuerte shock externo (por ejemplo una aguda salida de capitales).

Otras razones frecuentemente mencionadas: Vulnerabilidad Financiera (Dolarización del Sistema Financiero y Pecado Original) y Crisis Monetaria

Hay otros factores que han sido mencionados como causas de las crisis, pero mi impresión es que han tenido un rol secundario respecto a las que ya mencioné y a la más importante que estoy dejando para el final, la insolvencia fiscal. En esa lista de factores de segundo orden cabría citar i) *incapacidad para emitir deuda pública en moneda doméstica* (“*pecado original*”) y ii) *el uso de política monetaria durante 2001*.

En tal sentido, estos factores y el sobredimensionamiento de la importancia del shock externo nos han distraído de los elementos de fondo:

la insolvencia fiscal, la rigidez cambiaria, la mala calidad las políticas públicas, y como ha sido discutido en detalle, la elevada vulnerabilidad del sistema financiero asociada a una alta dolarización.

Respecto al rol del pecado original, comparto la visión de Teijeiro, respecto a que se trata de un “*abuso del lenguaje*”. Teijeiro ha planteado que “*el concepto de pecado original tiene implícita la idea que no hay culpa propia, que es una herencia que no podemos evitar. Nada mas alejado de la realidad. La imposibilidad de financiar los déficits en el mercado local a tasa fija es producto de nuestra historia inflacionaria y de los déficits fiscales que provocaron esa historia inflacionaria. La posibilidad de redimirse de ese pecado original es sólo a través de décadas de genuina prudencia fiscal y estabilidad monetaria*”.<sup>10</sup>

En cuanto al uso de la política monetaria y el rol jugado por el Banco Central durante el año pasado- un tema que Guillermo Calvo lo sindicó como clave en la crisis-, si bien contribuyó al desenlace, estuvo lejos de ser una causa importante.<sup>11</sup>

Ante una salida de depósitos, una salida de capitales más o menos significativa como la que de todas maneras habría ocurrido por las dudas sobre la solvencia del sector público y del sistema financiero -dada la expectativa de corrección del desequilibrio cambiario-, el ajuste asociado de gasto (mejoramiento en la cuenta corriente) hubiera exacerbado la necesidad de un ajuste de un TCR. Por lo tanto, la compensación de dicha salida de depósitos con pérdida de reservas internacionales como ocurrió (incentivada por el relajamiento monetario), o permitir el ajuste violento de cuenta corriente que hubiera sido la alternativa más ortodoxa, hubiera arrojado el mismo resultado. Los plazos podrían haber diferido, pero el desenlace era inexorable. La expansión monetaria simplemente lo aceleró.

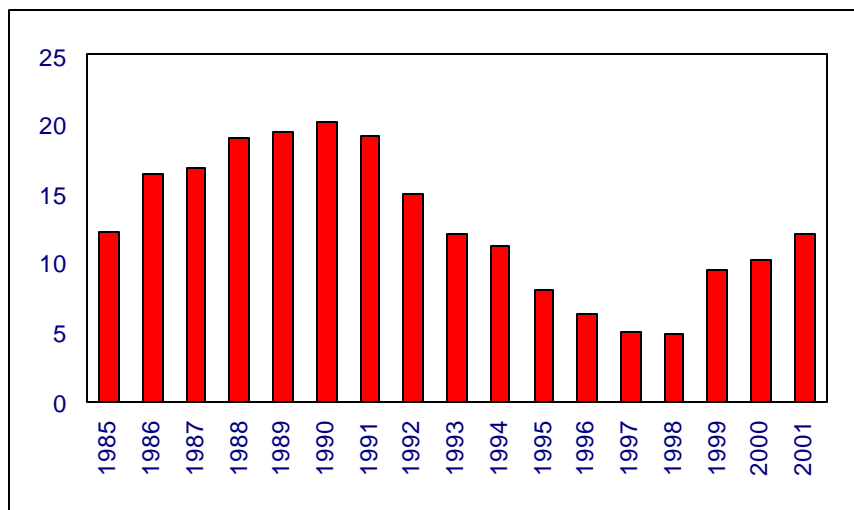
---

10 Al respecto véase Mario Teijeiro, *Comentario al paper “Unrewarded good fiscal behavior: the role of debt structure”* de Ricardo Hausmann. Mimeo.

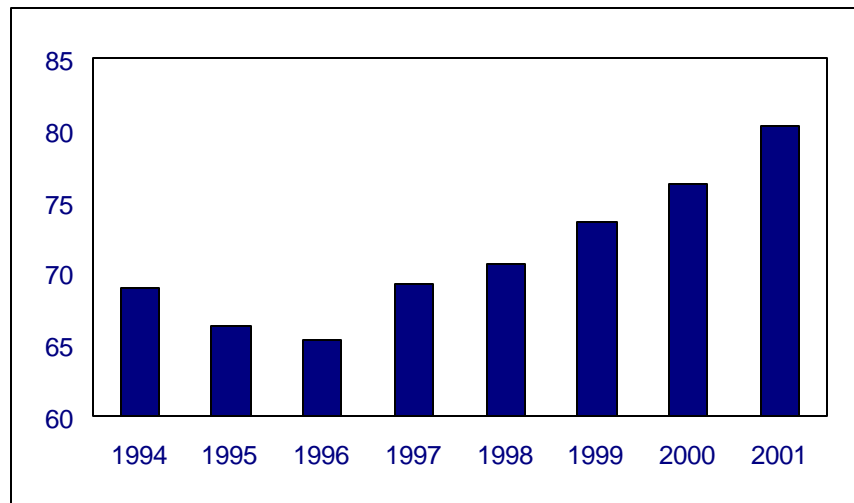
11 «El libertinaje fiscal en sí mismo no puede explicar el desmoronamiento de Argentina, sino al relajamiento de la política monetaria impulsada por Cavallo durante el año pasado, arrasando con la autonomía del Banco Central. A lo largo de la década de 1990 el déficit presupuestario de Argentina nunca excedió el 2% del PIB, excepto en 1999, cuando alcanzó 2,5%, antes de caer de vuelta a 2,4% en el 2000». Párrafo extraído del artículo ¿Qué estuvo mal en Argentina? de Guillermo Calvo y Alejandro Izquierdo, reproducido por el El Mercurio de Chile el 25 de abril de 2002.

Respecto a la dolarización en el sistema financiero, no voy a entrar en mayor detalle ya que mucho se ha mencionado en otras sesiones de esta conferencia y también en este mismo panel. Aquí también Chile escogió un camino diferente en las últimas décadas, profundizando el mercado de activos indizados a una unidad de cuenta ligada al IPC (la Unidad de Fomento o UF). El resultado fue que el sistema financiero chileno ha mostrado un grado de dolarización muy bajo como se observa en el Gráfico 6. Los depósitos en dólares en Chile, si bien mostraron en el último tiempo un moderado repunte debido a la depreciación del peso, todavía representan poco más del 10% del total. En Argentina, en cambio, nunca representaron menos del 65% del total durante los últimos años, alcanzando incluso cerca de 80% hacia 2001.

**GRÁFICO 6**  
**CHILE: DOLARIZACIÓN DE LOS DEPÓSITOS**  
**(% del PIB)**



**GRÁFICO 7**  
**ARGENTINA: DOLARIZACIÓN DE LOS DEPÓSITOS**  
**(% del PIB)**



### **La Insolvencia Fiscal**

Para terminar, voy a permitirme discrepar con Eduardo Fernández Arias en el sentido de que, a mi juicio, el elemento crucial en la mala calidad de las políticas públicas estuvo en la insolvencia de las finanzas públicas.

En la Argentina de los '80, el financiamiento del desequilibrio fiscal descansó mayoritariamente en emisión de dinero, a partir de lo cual el país desembocó en la hiperinflación. Durante los '90, mientras se acentuaba la irresponsabilidad fiscal y el aumento del tamaño del gasto público, el financiamiento inflacionario dio paso a un uso masivo de deuda pública. En Argentina este proceso fue acompañado por venta de empresas públicas que, como agravante, generó monopolios privados (mal regulados) y acrecentó focos de corrupción.

Según cálculos de Mario Teijeiro, una de las pocas voces que fue alertando desde mediados de los '90 sobre el deterioro de la situación fiscal desde el Centro de Estudios Públicos, el monto recaudado en las

privatizaciones (US\$ 25 mil millones) se destinó a financiar gasto corriente en vez de prepagar deuda pública, la que en 1991 alcanzaba a US\$ 60 mil millones (30% del PIB).

**CUADRO 1**  
**ARGENTINA: DÉFICIT FISCAL ACUMULADO EN LOS '90**  
**(Millones de Pesos)**

	91-00
<b>Déficit Oficial</b>	<b>33278</b>
<b>Déficit Ajustado</b>	<b>108634</b>
<b>Diferencia</b>	<b>75356</b>
<b>Fuentes de las Diferencias</b>	
Pagos con Bonos	31190
Déficit Provincias	16366
Diferencia de Intereses	6523
Diferencia de Ingresos	4152
Déficit de BCRA	3545
Préstamos Presupuestarios	1881
Diferencia de Gasto Primario	864
Otros	10834

Del examen del Cuadro 1, resulta evidente el carácter fuertemente expansivo exhibido por la política fiscal durante la década de los '90. La ortodoxia fiscal brilló por su ausencia. En la práctica, la convertibilidad fue exitosa en la batalla contra la hiperinflación al prohibir el financiamiento monetario de los déficits fiscales, pero no resolvió el mal endémico de la insolvencia fiscal.

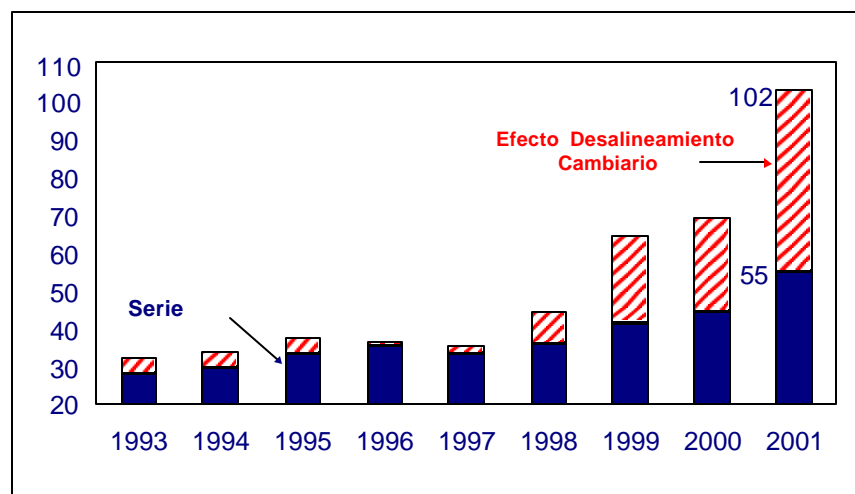
De hecho, el déficit acumulado entre 1991 y 2000 fue de casi US\$ 110 billones, equivalente a un promedio anual de 4,1% del PIB. El déficit consolidado del sector público fue creciendo sistemáticamente hasta alcanzar casi US\$ 20 billones en 1999. También fue subiendo como porcentaje del PIB. El gasto total creció entre el primer trimestre de 1991 y el año 2000 en US\$ 50 billones (152%), saltando desde 22% del PIB a casi 30% del PIB. La mayor parte del crecimiento del gasto público primario, excluyendo intereses, se explicó básicamente por el crecimiento



del gasto corriente ya que la inversión mostró una expansión muy moderada a lo largo del período.

Está claro que en Argentina durante los '90 –y este es el tema esencial– la política fiscal fue pro cíclica y dio lugar a un nivel insostenible de la relación deuda pública a producto. Insostenibilidad que estuvo disimulada transitoriamente por el impacto positivo sobre el valor del PIB en dólares asociado al desalineamiento cambiario. Es indudable, además, que este manejo fiscal profundizó el desequilibrio cambiario.

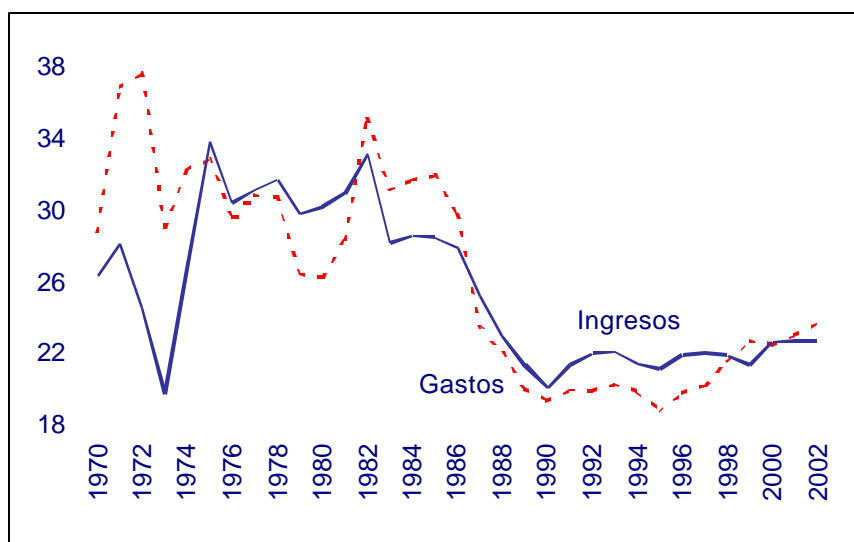
**GRÁFICO 8**  
**ARGENTINA: DEUDA PÚBLICA (% del PIB)**



Esta alta prociclicidad que mostró la política fiscal durante los '90 no fue advertida por organismos multilaterales de crédito, calificadoras de riesgo, analistas privados y académicos. Se asumió que el alto crecimiento tenía carácter permanente, omitiéndose la importancia del componente cíclico asociado a un escenario externo extranormal. Pocos fueron, a su vez, los que fueron evaluando el impacto que tenía el desalineamiento cambiario sobre la razón deuda pública a producto. Muchos fueron, en cambio, los que repentinamente descubrieron que esta razón dejaría de ser 50% del PIB y subiría a 100% del PIB, una vez sincerados los precios relativos.

En Chile en cambio, durante los '90, se reforzó la solvencia fiscal y se mantuvo la relación gasto fiscal fluctuando entre 18% y 23% del PIB, luego de la drástica reducción impulsada desde mediados de los '70 cuando bordeaba el 40% del PIB. (Ver Gráfico 9).

**GRÁFICO 9**  
**CHILE: GASTO E INGRESOS FISCALES DEL GOBIERNO GENERAL**  
**(% DEL PIB)**



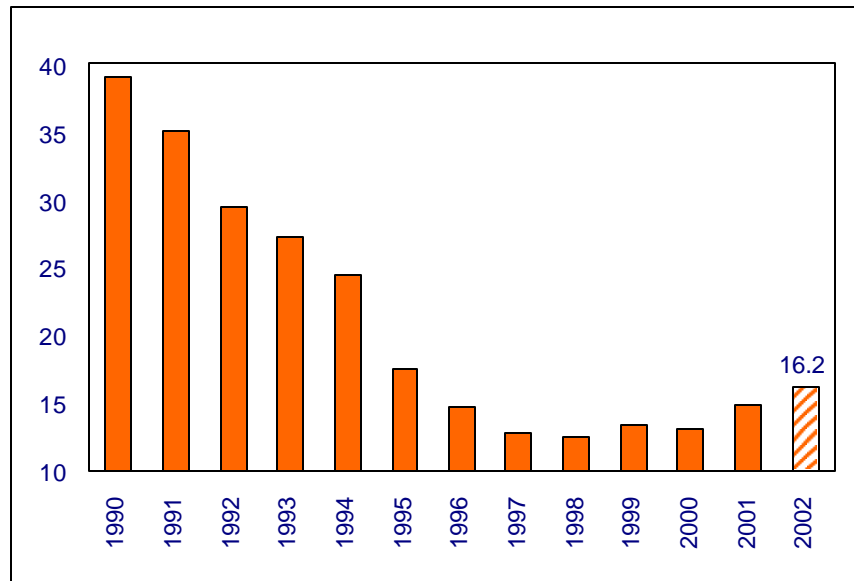
De hecho, Chile y también EE.UU. están siendo capaces de desarrollar una política fiscal expansiva en la actualidad, producto de la responsabilidad que mantuvieron en la década previa. Es claramente imposible que países en bancarrota fiscal (lo que se refleja en niveles insostenibles de deuda pública) puedan expandir el gasto público como ha sido demandado por personeros políticos o economistas.

En Chile, como se observa en el Gráfico 10, la deuda pública bruta del gobierno general se ubicará este año en torno a 16% del PIB, luego de mostrar un marcado descenso a lo largo de los '90. Siendo más estrictos e incorporando los pasivos del Banco Central (también sus activos), pasivos contingentes y deudas previsionales del sistema antiguo, la deuda pública neta se ubicaría en torno a 30% del PIB. Ahí está la gran diferencia entre

los 200 pbs de riesgo país que exhibe Chile y los 7000 pbs (*default*) que muestra Argentina.

Fue la generación de superávits gubernamentales durante los '90 – un manejo claramente opuesto al realizado por Argentina- lo que le permitió a Chile generar holguras fiscales, prepagar deuda y mantenerse alejado del mercado de préstamos soberanos.

**GRÁFICO 10**  
**CHILE: DEUDA BRUTA DEL GOBIERNO GENERAL**  
**(% del PIB)**



En definitiva, la insolvencia fiscal es la causa fundamental de la crisis y el mal endémico de la situación argentina. La lección más importante es que un manejo fiscal prudente resulta imprescindible para la estabilidad económica. El tamaño (del déficit fiscal y de la deuda pública) sí importa. La política fiscal debe estar orientada a mantener un nivel sostenible de deuda pública a producto, habiendo corregido éste por factores cíclicos. El problema de la composición del financiamiento (pecado original) es de segundo o tercer orden. La verdadera posibilidad de redimirse del pecado original es con años de prudencia fiscal.

Y vale acotar que, como ha mostrado la literatura más reciente sobre crecimiento económico, también importa el tamaño y la composición del gasto público, así como la estructura de impuestos para financiarlo. De hecho, se podrían cumplir las condiciones de solvencia en base a una estructura tributaria y de gastos tremendamente comprometedor del ritmo de crecimiento de largo plazo.

### **En conclusión**

La lección fundamental es que no hay política o régimen monetario que pueda contrarrestar la insolvencia fiscal. Por lo tanto, junto con una alta calidad en el resto de las políticas públicas, el mensaje debe ser solvencia fiscal, solvencia fiscal, solvencia fiscal. Eso tenemos que enseñarle a nuestros niños a los cinco años para que lo asimilen desde el primer dictado en el colegio. La insolvencia fiscal ha sido el mal endémico de las economías latinoamericanas y la raíz de la mayoría de nuestros problemas.

Tanto en materia fiscal como en el resto de los temas abordados, Chile es el ejemplo a seguir. En vez de promover una política fiscal imprudente a finales de los '70 y especialmente en los '90, cuando el financiamiento externo era abundante, Chile mantuvo un alto grado de disciplina fiscal que le generó espacios para desarrollar -en tiempos de crisis- una política contracíclica.

Paralelamente se hace imprescindible promover la desdolarización de las economías para minimizar los costos de ajustes de precios relativos. En las sesiones de Dolarización y Sistema Financiero realizadas en estas Jornadas de Economía se aportaron varios elementos interesantes. En este sentido, Chile es otra vez un buen ejemplo. En vez de profundizar la dolarización, durante las últimas dos décadas masificó el uso de la Unidad de Fomento y gracias a ello fue flexibilizando el sistema cambiario incorporando un esquema de metas de inflación (EMI). Cabe aquí otra señal de alerta en momentos en que se discute por parte de Argentina y Uruguay la eventual adopción de un EMI. Éste ayuda poco mientras exista dominancia fiscal e insolvencia de las finanzas públicas. Brasil nos provee un buen ejemplo a este respecto.

Por último, quiero insistir con el rol que le cabe a los profesionales de esta ciencia en convencer al sistema político respecto a la importancia en el crecimiento de una alta calidad de las políticas públicas, partiendo obviamente por un adecuado manejo macroeconómico. Muchas de las lecciones aquí expuestas, muchos de los ingredientes fundamentales de la crisis, ya habían estado presente en la crisis de los '80. Si fracasamos nuevamente en una lectura adecuada de ellas, si volvemos a cometer los mismos errores que en el pasado, convertiremos la crisis en recurrentes. Serán la norma y no la excepción.