

cerraron, pero los diferenciales de tasas de interés subieron. A pesar de estos acontecimientos desfavorables, el gobierno de Menem, en medio de la campaña electoral de 1999, continuó emitiendo bonos e implementando canjes para financiar el creciente déficit fiscal.

**Tabla 14.10.** Evolución de la deuda pública entre 1996 y 2001

	1996	1999	2001
	(En miles de millones de dólares)		
Bilateral	10	6	4
Multilateral	16	20	32
Bancos y proveedores	1	6	4
Bonos y letras	62	79	52
En pesos	8	11	8
Bocones	7	5	1
Otros	1	5	7
En moneda extranjera	53	68	44
Brady	24	17	6
Bonos consolidados	11	6	2
Otros bonos y letras	19	46	35
Ley doméstica	8	13	6
Ley extranjera	11	33	29
Préstamos garantizados	0	0	42
Deuda pública neta	90	111	135

*Fuente:* propia, basada en material originalmente publicado en Ministerio de Economía.

La deuda pública total, que no había aumentado entre 1989 y 1996, subió de 90.000 millones de dólares en 1996 a 111.000 millones de dólares en 1999. La mayor parte de ese incremento provino de la emisión de nuevos bonos y préstamos bancarios, en particular a las provincias. El aumento fue particularmente grande en bonos y letras de tesorería que ya no eran bonos Brady ni BOCONES. Como los bonos Brady bajaron de 24.000 mi-

llones dólares a 17.000 millones y los bonos de consolidación de 11.000 millones de dólares a 6.000 millones, los nuevos bonos y tesoros en circulación aumentaron de 19.000 millones dólares a 46.000 millones. La mayoría de esos bonos se emitieron bajo ley extranjera ya que los principales compradores operaban en los mercados internacionales.

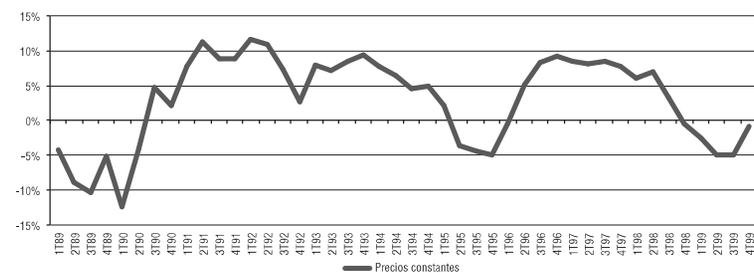
### El inicio de la gestión De la Rúa con recesión

El PBI, que había crecido hasta el tercer trimestre de 1998, comenzó a declinar al final de ese año. En el cuarto trimestre de 1998 cayó 0,4% en comparación con el mismo trimestre del año anterior. En el primer trimestre de 1999 cayó 2,5%; en el segundo, 4,9%, y en el tercero, 5,1%. Recién en el cuarto trimestre, cuando De la Rúa ganó la elección y se instaló una esperanza de recuperación, la caída con respecto al mismo trimestre del año anterior se atemperó. Fue del 0,9%, es decir, menos de una quinta parte de la caída que se había observado en el trimestre anterior.

Vista en perspectiva histórica, esta recesión se parecía mucho a la que había provocado la crisis mexicana en 1995. Esto se percibe claramente en el Gráfico 14.8 que muestra las tasas de crecimiento trimestral del PBI. Como en 1995, la mayoría de los economistas, comenzando por los del gobierno menemista, atribuían la recesión al impacto interno de las crisis de Rusia y del Brasil. Todos argumentaban que saldríamos de la recesión como en 1996, cuando en el segundo trimestre la economía ya estaba creciendo al 5,1% anual en comparación con el mismo trimestre del año anterior. Es decir, la recesión había durado exactamente 4 trimestres.

La fuerte atenuación de la caída en el cuarto trimestre de 1999, cuando ya los empresarios, consumidores y productores recibieron con esperanza el triunfo electoral de la Alianza, indujo a pensar a muchos economistas, incluidos a los que tendrían a su cargo el manejo de la economía en el gobierno de De la Rúa, que podría reeditarse la fuerte recuperación que había seguido a la crisis de 1995.

**Gráfico 14.8.** Variación PBI 1989-1999 (año base 1993)



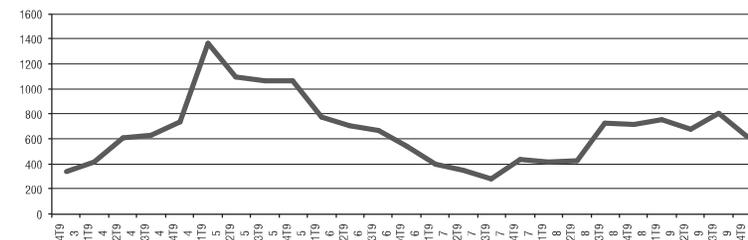
Fuente: propia, basada en material originalmente publicado en INDEC.

También los mercados de bonos reflejaron optimismo cuando quedó claro que Fernando De la Rúa ganaría las elecciones, tal como se puede apreciar en la evolución del margen financiero entre los bonos argentinos y los de los Estados Unidos, indicador del “riesgo país”.

Lamentablemente, la economía argentina enfrentaba una situación muy diferente de la de 1996. En aquel entonces el nivel de deuda pública y en especial su composición distaba de la que el gobierno de De la Rúa heredaba a fines de 1999. Además, en 1994 el déficit fiscal había sido de solo el 0,8% y durante la crisis mexicana aumentó al 1,7% del PBI. En 1999 el déficit, si se corregía por el ingreso extraordinario por venta de las acciones remanentes de YPF, era más del doble: 4% del PBI. Incluso

la factura de intereses que el país soportaba era muy diferente. En 1994 había sido de 7.000 millones de dólares mientras que en 1999 ascendía a 11.000 millones.

**Gráfico 14.9.** Margen entre las tasas de los bonos a 10 años de los EE. UU. y de la Argentina (prima de “riesgo país”) 1993-1999



Fuente: propia, basada en material originalmente publicado en *Ámbito Financiero*.

En realidad, el endeudamiento de los tres últimos años (1997 a 1999) había hecho estragos, pero a esa altura los asesores de De la Rúa no lo advertían. Recién comenzaron a hacerlo a mediados de 2000, cuando les estaba costando mucho sacar al país de la recesión y los mercados de capitales del exterior comenzaron a apostar en contra. A partir de ese momento, los analistas financieros comenzaron a destacar el aumento del “riesgo país”, un latiguillo que torturó a la administración De la Rúa durante todo el resto de su gobierno.

### La legislación laboral obstaculizaba la recuperación

La Argentina siempre tuvo, desde el primer gobierno de Perón, una legislación laboral que imponía costos adicionales a las

empresas, bastante por arriba del salario de bolsillo del trabajador y que dificultaba la organización del personal necesaria para conquistar crecientes niveles de productividad.

Los sindicatos peronistas, lejos de aceptar modificaciones, habían utilizado siempre su poder político y corporativo para impedir las reformas imprescindibles para luchar contra la informalidad y el desempleo. Pero luego de la crisis mexicana, momento en el cual la desocupación había saltado al 18,4% de la población activa, Armando Caro Figueroa, un ministro de Trabajo que había conocido la experiencia de España como asesor de la UGT y del gobierno socialista de Felipe González, logró introducir reformas parciales que permitieron que la tasa de desocupación descendiera de aquel 18,4% en el mes de mayo de 1995 al 12,3% en el mes de octubre de 1998, cuando se iniciaba la recesión.

Lamentablemente, luego de perder la elección de 1997, presionado por los sindicatos y por la competencia con Duhalde, Menem decidió reemplazar a Armando Caro Figueroa por Antonio Erman González, quien de inmediato revirtió todas las reformas que había introducido su predecesor. Por consiguiente, a lo largo de 1998, rigió la legislación laboral que en el pasado había creado mucha informalidad y desalentado el empleo. Los efectos de esta contrarreforma laboral y de la recesión se harían ver tempranamente en 1999, cuando la tasa de desempleo pasó de 12,4% en octubre de 1998 a 14,5% en mayo de 1999.

El gobierno de De la Rúa heredaría no solo la recesión y el aumento de la desocupación a lo largo de 1999, sino también el aumento de la pobreza, que en octubre de 1999 alcanzaba al 26,7% de la población activa, tan alta como la que había resultado a la salida de la crisis mexicana.

### Las primeras medidas fiscales del gobierno de De la Rúa

De la Rúa quiso cumplir con sus promesas electorales, en particular en materia educativa. Por eso, como primera medida presupuestaria asignó una partida adicional de 600 millones de pesos a las provincias para que pudieran pagar el aumento a los docentes, dado que el impuesto a automóviles y camiones que Menem había creado para financiarlo era imposible de cobrar. Este aumento de transferencias a las provincias significó una suerte de sinceramiento de un déficit heredado que había estado escondido durante todo el año 1999.

Conscientes de que el déficit se estaba constituyendo en un problema grave, el ministro de Economía, José Luis Machinea, propuso un aumento del impuesto a las ganancias de las personas. Si bien este aumento aportó recursos fiscales y permitió compensar los que en 1999 habían generado la venta de las acciones remanentes de YPF, tuvo el efecto de golpear precisamente a los sectores de ingresos medios de la población que habían votado por la Alianza: un primer costo político que el gobierno de De la Rúa tuvo que afrontar.

Durante 2000, se adoptaron también muchas decisiones para recortar gastos, entre ellas la reducción a la mitad de las partidas de gastos reservados y la reducción de las remuneraciones a los funcionarios políticos y de las escalas más altas de la administración. En la práctica, De la Rúa impuso una política de máxima austeridad en todas las esferas del sector público nacional.

Como puede verse en la Tabla 14.12, logró reducir el gasto primario (es decir, el gasto excluido intereses de la deuda) en 2.500 millones de dólares, pasando de 75.300 millones en 1999 a 72.800 millones en 2000. Como la recaudación aumentó de 72.800 a 74.400 millones, el déficit primario que había sido

de 2.500 millones de dólares en 1989 se transformó en un superávit primario de 1.600 millones de dólares en el año 2000.

Lamentablemente, la mitad de este esfuerzo fiscal se vio neutralizado por la factura de intereses de la deuda que aumentó de 9.800 millones en 1999 a 11.700 millones en 2000. El endeudamiento heredado comenzaba a ponerse de manifiesto con crudeza. Gran parte del esfuerzo para reducir gastos y aumentar ingresos solo servía para pagar cada vez más intereses.

**Tabla 14.11.** Cuentas fiscales para el sector público consolidado 1999-2001

Año	Gasto primario	Gasto total	Ingrsos totales	Déficit primario	Intereses	Déficit total
1999	24,5	27,7	23,7	0,8	3,2	4,0
2000	23,6	27,4	24,2	-0,5	3,8	3,3
2001	23,8	28,6	23,4	0,4	4,8	5,2

*Fuente:* propia, basada en material originalmente publicado en Ministerio de Economía.

**Tabla 14.12.** Cuentas fiscales para el sector público consolidado 1999-2001

Año	PBI a precios corrientes	Gasto primario	Gasto total	Ingrsos totales	Déficit primario	Intereses	Déficit total
1999	307,3	75,3	85,1	72,8	2,5	9,8	12,3
2000	308,0	72,8	84,5	74,4	-1,6	11,7	10,1
2001	291,2	69,3	83,3	68,2	1,1	14,0	15,1

*Fuente:* propia, basada en material originalmente publicado en Ministerio de Economía.

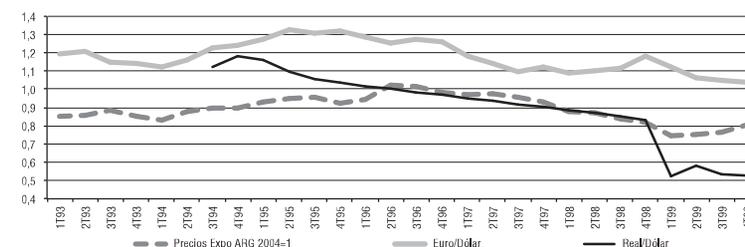
Durante ese año, el nuevo gobierno apenas consiguió atenuar la recesión, pero el PBI siguió declinando a diferencia del fuerte crecimiento que se había logrado a la salida de la crisis de 1995.

### ¿Por qué no se logró reactivar la economía en 2000?

Por un lado, el gran esfuerzo fiscal, reflejado en la reducción del gasto primario y el aumento de la recaudación, produjo efectos recesivos por el lado de la demanda de consumo y de inversión. Por otro lado, el bajo nivel de precios de las exportaciones y la caída del euro y del real, las monedas de dos mercados importantes para las exportaciones argentinas, no permitió que la actividad exportadora compensara la caída de la demanda interna. Tanto la herencia fiscal como el contexto internacional atentaron contra la reactivación de la economía, de una forma que no lo había hecho en 1996.

El Gráfico 14.10 muestra lo que ocurrió con el euro, el real y los precios de exportación. Si bien estos últimos experimentaron una leve recuperación durante 2000, volvieron a caer a lo largo de 2001 y, en promedio, se mantuvieron en niveles muy bajos.

**Gráfico 14.10.** Euro/dólar, real/dólar y precios de exportación 1993 a 1999

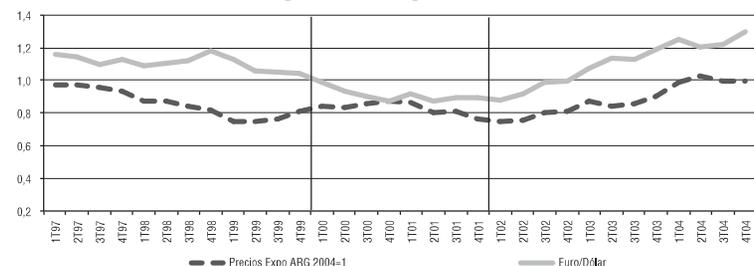


*Fuente:* propia, basada en material originalmente publicado en Ferreres (2010).

El Gráfico 14.11 pone en perspectiva el negativo contexto internacional en el que le tocó a De la Rúa adoptar las decisiones económicas. Muy negativo tanto con respecto a los tres años

que precedieron a su gobierno como a los tres años que siguieron a su gestión.

**Gráfico 14.11.** Euro, real y precios de exportación 1997 a 2004



Fuente: propia, basada en material originalmente publicado en Ferreres (2010).

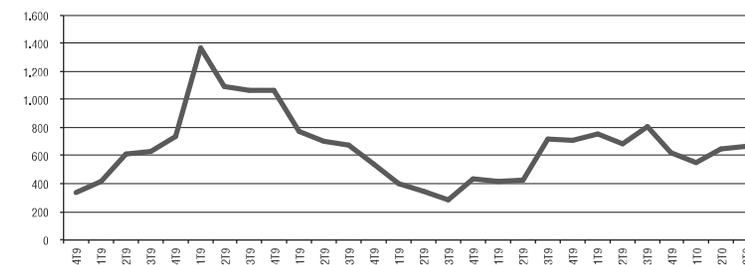
### Los acontecimientos políticos que aumentaron la prima de riesgo país

Otra gran diferencia con la salida de la crisis de 1995 se relaciona con la evolución de la confianza de los mercados financieros reflejada en la dominada prima de “riesgo país”. La prima de riesgo país y su evolución trimestral desde 1994 hasta el tercer trimestre de 2000 se muestra en el Gráfico 14.12.

La prima de riesgo país que había descendido en el cuarto trimestre de 1999 reflejando la confianza conseguida con el resultado de la elección presidencial, siguió bajando durante el primer trimestre y subió moderadamente en el segundo y tercer trimestre de 2000, subas que reflejaron el impacto en todas las economías emergentes del colapso de Wall Street<sup>18</sup> por las crisis de las punto.com y la caída de Enron.

18. <http://www.lanacion.com.ar/13077-se-desplomo-wall-street-y-temblo-todo-el-mundo>.

**Gráfico 14.12.** Prima de riesgo 1993- 3T2000



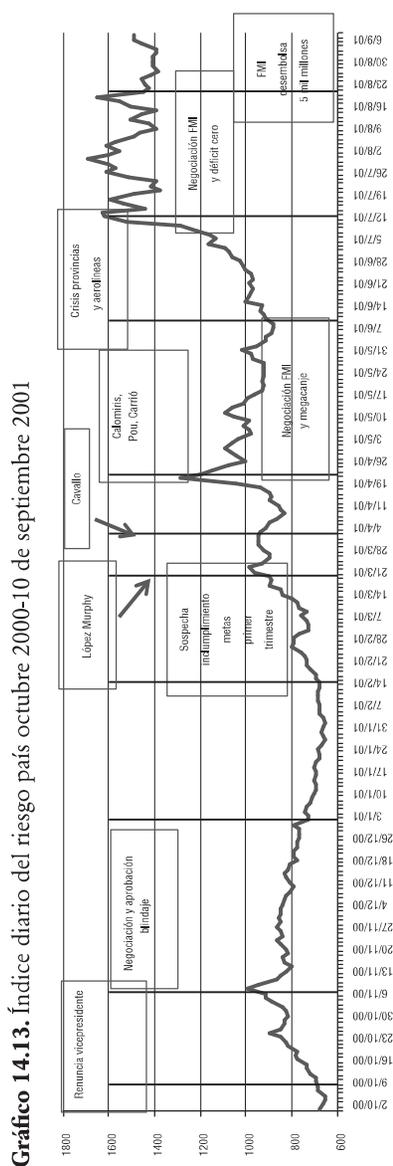
Fuente: propia, basada en material originalmente publicado en *Ámbito Financiero*.

En septiembre de 2000, a pesar del clima de crisis en los Estados Unidos, la prima de riesgo país se ubicaba en 670 puntos básicos, un escalón más abajo del nivel que había alcanzado en el tercer trimestre de 1999, inmediato anterior a la elección presidencial. Pero los acontecimientos políticos argentinos comenzaron a generar desconfianza a partir del 6 de octubre de 2000, el día de la renuncia del vicepresidente Carlos Álvarez.

La evolución diaria del mismo índice desde esa renuncia hasta el ataque a las Torres Gemelas, coincidente con el inicio de la campaña electoral de 2001, se muestra en el Gráfico 14.13.

Para comprender por qué el riesgo país comenzó a subir, hay que relacionar el índice con los principales acontecimientos políticos y económicos del período octubre de 2000-septiembre de 2001.

La primera suba rápida de la prima de riesgo se produjo a partir de la renuncia de Chacho Álvarez a la vicepresidencia. En el transcurso de los 30 días siguientes la prima de riesgo país trepó desde los 670 puntos básicos a los 1.000 puntos básicos el 8 de noviembre. El problema no solo se centró en que cayera abruptamente el precio de los bonos argentinos, sino que



Fuente: propia, basada en material originalmente publicado en *Ámbito Financiero* (2010).

comenzaran a salir los depósitos del sistema bancario en cifras millonarias. En octubre salieron 639 millones de pesos y en noviembre 804 millones más (Tabla 14.13).

**Tabla 14.13.** Variación mensual de los depósitos bancarios del sector privado

Mes de 2000	Variación en millones de pesos	Mes de 2001	Variación en millones de pesos
Enero	2.130	Enero	1.727
Febrero	274	Febrero	321
Marzo	76	Marzo	-3.122
Abril	107	Abril	-266
Mayo	1.154	Mayo	832
Junio	503	Junio	82
Julio	277	Julio	-4.603
Agosto	99	Agosto	-2.985
Septiembre	376	Septiembre	931
Octubre	-639	Octubre	-1.630
Noviembre	-804	Noviembre	-3.405
Diciembre	277	Diciembre	-1.226

Fuente: propia, basada en material originalmente publicado en BCRA.

La actitud irresponsable del vicepresidente se originó en el tratamiento legislativo de la ley de reforma laboral que el gobierno presentó para revertir la contrarreforma de Erman González a principios de 1998, cuando Menem en su competencia con Duhalde había buscado el apoyo de los sindicatos.

En aras de dificultar su aprobación, Hugo Moyano, el dirigente del gremio de los camioneros, inventó la historia de “la Banelco”<sup>19</sup> para impedir que los senadores peronistas apoyaran la ley de reforma laboral. No consiguieron su objetivo, pero dieron lugar a acusaciones falsas de pagos de la SIDE a un grupo de

19. Dijo que el ministro de trabajo Alberto Flamarique les había mostrado una tarjeta de débito Banelco para sugerir que pagaría un soborno a los senadores.

senadores, que, inexplicablemente, Carlos Álvarez avaló cuando decidió presentar su sorpresiva renuncia con el argumento de que el presidente había decidido retener en su gabinete a Flamarique, un hombre del FrePaSo al que Moyano había acusado.

Con estas acusaciones falsas los sindicalistas no consiguieron frenar la ley de reforma laboral, pero encendieron la mecha de la crisis financiera que a partir de allí transformaría al gobierno de De la Rúa en una carrera con obstáculos cada vez más difíciles de superar.

### **El gobierno recurre al FMI en búsqueda de apoyo**

Como se trataba de una incipiente crisis de balanza de pagos, el gobierno decidió recurrir al FMI. La institución había apoyado al país a fines de 1991, luego de que el gobierno demostrara su compromiso en derrotar a la inflación. Años después, había vuelto a apoyar al país en 1995 para que no sucumbiera ante la crisis mexicana. Durante 1997, hasta mediados de 2000, la Argentina no había necesitado recurrir a fondos del FMI porque los banqueros seguían ofreciendo la colocación de bonos en los mercados.

El ministro de Economía, José Luis Machinea, y el secretario de finanzas, Daniel Marx, lograron negociar un programa de apoyo con el FMI, al que le pusieron el nombre de “blindaje”, porque supusieron que a partir de ese momento los recursos comprometidos podrían evitar futuros sobresaltos como los que habían acontecido a partir de la renuncia del vicepresidente.

El programa blindaje preveía desembolsar el apoyo financiero en cuotas durante 2001 y 2002 bajo un conjunto de condicio-

nes. Para evitar el default, además de recibir estos desembolsos, los bancos comerciales debían renovar los 10.000 millones de dólares de bonos de tesorería que vencían en 2001 y el mercado debía proporcionar nuevos fondos para pagar la amortización de capital que se produciría en 2001, en un monto estimado de 7.000 millones de dólares.

El FMI se mostró mucho menos generoso que en el pasado, frente a circunstancias semejantes. En los años anteriores, el Congreso de los Estados Unidos había creado una comisión encargada de evaluar el apoyo a los países emergentes durante la gestión de Michel Camdessus, como director de la institución. Esta comisión, dirigida por Allan Meltzer, había criticado el “riesgo moral” ante la magnitud de los préstamos, porque los acreedores confiaban en un sistema de alivio frente a las crisis; en pocas palabras, los países y sus financistas asumían riesgos desmedidos, porque sabían de antemano que alguien los rescataría.

Horst Köhler compartía la opinión de esta comisión, de modo que durante su gestión enfrentaría las crisis exigiendo la participación del sector privado en su solución. Hablaba del PSI (*Private Sector Involvement*; en inglés, “involucramiento del sector privado”, en español), pero no aclaraba cómo lo instrumentaría. De hecho, en la negociación del blindaje el FMI entendió que el supuesto compromiso de los tenedores de letras y bonos del Tesoro de renovar sus acreencias al vencimiento o aportar nuevo financiamiento era suficiente PSI, aunque no había ninguna seguridad de que los acreedores cumplieran con ese compromiso. A los negociadores argentinos no les parecía muy razonable, pero no tenían otra alternativa que aceptar, porque de otra manera no iban a conseguir ningún apoyo.

El blindaje revirtió el retiro de depósitos hasta marzo de 2001. A comienzos de ese mes, varias señales sugirieron que la Argentina no podría cumplir con las metas de gasto público y déficit fiscal, ambas condiciones del blindaje. En consecuencia, probablemente el FMI decidiría retener los desembolsos previstos para abril.

Los rumores de un default reaparecieron, lo que provocó una nueva salida de depósitos. En este contexto, José Luis Machinea renunció y Ricardo López Murphy pasó del Ministerio de Defensa al Ministerio de Economía. Cuando el nuevo ministro anunció su programa, consistente en una reducción del déficit fiscal de 2.000 millones de pesos para el resto del año, se produjeron grandes protestas callejeras, y varios miembros del Gabinete nacional, entre ellos, miembros clave de la ya debilitada Alianza, renunciaron a sus cargos. Todos estos hechos acentuaron el pronóstico negativo, tanto político como económico.

### **El llamado de De la Rúa para que participara de su gobierno**

Asumí como nuevo ministro de Economía el 20 de marzo de 2001, convencido de que se podía reducir el gasto fiscal con una reestructuración ordenada de la deuda y, al mismo tiempo, reactivar la economía mediante la aplicación de un plan de competitividad. Mientras todos estos cambios políticos ocurrían, salieron 3.122 millones de pesos en marzo y 266 millones en abril (Tabla 14.13).

Revertir las expectativas de incumplimiento y evitar el drenaje continuo de depósitos resultó la misión más ardua que tuve que abordar. Enfrenté el desafío confiado en la experiencia del

manejo exitoso de la repercusión de la crisis mexicana en la Argentina. En 1995, desde el Ministerio de Economía y con la colaboración de Roque Maccarone, entonces secretario de Finanzas, pudimos crear un programa que obtuvo el apoyo de las organizaciones financieras internacionales y los bancos comerciales, que nos permitió enfrentar la crisis financiera de manera eficaz.

También tuve en cuenta las experiencias traumáticas de México en diciembre de 1994 y el Brasil en febrero de 1999, cuando la decisión de devaluar generó o agravó sendas crisis financieras. Estaba convencido de que, para evitar agravarla, teníamos que posponer cualquier devaluación del peso. Solo después de eliminar el déficit fiscal y reestructurar la deuda para postergar los grandes vencimientos de capital denominados en dólares durante tres o cuatro años, podríamos pensar en dejar flotar al peso y aceptar su depreciación. Además, la reestructuración evitaría un default desordenado de la deuda.

### **El intento De la Rúa-Cavallo de evitar el default de la deuda**

*Default* significa la suspensión de pagos sobre la deuda del sector público. Sin duda causa un gran daño económico a los acreedores. Algunos líderes políticos argumentaban que el incumplimiento beneficiaría al país porque aliviaría de inmediato el servicio de la deuda. Se equivocaban por cuatro razones fundamentales.

Primero, los ahorristas argentinos componían un gran segmento de los acreedores del gobierno. En su papel de intermediarios financieros, los bancos prestan los depósitos de los ciuda-

danos al sector público en forma de bonos y préstamos para los gobiernos nacionales y provinciales. Por lo tanto, cuando los rumores sobre el riesgo de default se propagan, algunos ahorristas se asustan y retiran su dinero de los bancos. Además, el sistema de seguridad social mantiene una alta proporción de las contribuciones de los trabajadores invertidas en bonos del Estado.

En segundo lugar, los acreedores externos no aceptarían la suspensión de pagos de forma pasiva, y los acreedores tomarían medidas que impedirían la recuperación del crédito público y privado mientras siguiera el estado de incumplimiento. Cabe tener en cuenta que, desde la década de 1990, los tenedores de bonos externos se componían, en gran medida, de fondos de jubilaciones privados, fondos de inversión e inversionistas individuales que se negarían a comprar bonos de un país que suspende los pagos de su deuda.

En tercer lugar, la suspensión de pagos del sector público provocaría el incumplimiento de muchas empresas privadas, lo que dificultaría aún más el funcionamiento del sistema productivo.

Por último, el default provoca una depreciación de los activos del país, lo que a su vez acentúa las expectativas de devaluación de la moneda nacional, que –a su vez– exacerban las tendencias recesivas y provocan una caída de los ingresos fiscales, lo cual debilita aún más la situación fiscal y la tendencia recesiva.

En síntesis, el default, generalmente, termina en devaluación, y ambos crean un verdadero caos económico y social del que cuesta recuperarse. Debíamos evitarlo. Eso intenté como ministro de Economía.

A lo largo de los nueve meses, dirigí tres negociaciones con el FMI para evitar el default y revertir la salida de los depósitos. Dos de las negociaciones tuvieron éxito y la última quedó sin

terminar cuando me vi obligado a renunciar. Los gobiernos que vinieron después del presidente De la Rúa formalmente declararon el default y devaluaron la moneda.

### ***Primer intento: acuerdo con el FMI en mayo***

Tan pronto como asumí el cargo, traté de restaurar el blindaje para evitar la interrupción de los desembolsos acordados. Dado que las metas de gasto público y déficit fiscal para el primer trimestre de 2001 no se habían cumplido, debíamos tomar medidas firmes para controlar el gasto, así como para aumentar los recursos impositivos, de tal forma que al final del primer semestre pudiéramos cumplir con las metas acordadas para ese período. Es decir, podríamos revertir el desempeño negativo del primer trimestre del año mejorando el desempeño en el segundo. También teníamos que demostrar a la comunidad internacional que podríamos obtener el financiamiento para pagar amortizaciones de capital sobre la deuda pública que vencía a partir de 2001.

La Constitución Nacional establece que en el momento de una emergencia nacional el Congreso puede delegar al presidente parte de sus poderes legislativos por un período limitado. El Congreso Nacional aprobó estas facultades especiales con una sola limitación importante: no autorizó al Ejecutivo a utilizar las recaudaciones tributarias como garantía de la deuda pública, a pesar de que dispuso la creación de un Fondo Fiduciario de Crédito Público que recibiría los ingresos del nuevo impuesto sobre las transacciones financieras. Al menos, el Congreso creó el nuevo impuesto y los ingresos ayudaron a cumplir las metas fiscales.

Los poderes especiales nos permitieron tomar medidas para alentar las inversiones y la recuperación de la competitividad, para reformar el aparato estatal y reorganizar la administración tributaria. La decisión de reestructurar la deuda pública, incluida la deuda de las provincias, para reducir la amortización de capital durante los próximos años, así como para reducir los pagos de intereses, fue central en el Plan de Competitividad que presenté cuando asumí el cargo. Sin embargo, las limitaciones del Congreso no permitieron ofrecer los impuestos como una garantía, lo que impidió la inclusión de la deuda provincial en la oferta de canje e hizo imposible obtener reducciones voluntarias de la tasa de interés pagada sobre la deuda pública.

La deuda pública provincial no pudo incluirse en el canje propuesto, debido a que la coparticipación federal de impuestos ya la garantizaba, y sus tenedores no estarían dispuestos a aceptar en canje bonos nacionales sin garantía. No podíamos esperar reducir la tasa de interés porque, sin garantías especiales, teníamos que ofrecer tasas de mercado para convencer a los tenedores de bonos de que participaran en el canje. Por lo tanto, el denominado *global bond exchange*, conocido como “megacanje”, excluyó la deuda pública provincial y se convirtió en una operación basada en la tasa de mercado no muy diferente de los varios canjes de bonos de los años anteriores. Aunque no se incluyera la deuda provincial y no pudiéramos esperar una reducción del costo de intereses, necesitábamos seguir adelante con esta operación limitada, a fin de que el FMI considerara aceptable el plan económico para restablecer el blindaje.

La Argentina no habría recibido la aprobación del FMI el 21 de mayo de 2001 si no hubiéramos realizado el megacanje. Por otra parte, el informe oficial de la reunión del comité ejecutivo

del FMI del 21 de mayo de 2001 declaró: “Los ejecutivos elogiaron los esfuerzos de las autoridades [argentinas] para interesar a los acreedores en una operación de canje voluntario dirigida a reducir las necesidades financieras del gobierno durante los próximos tres o cuatro años. Hicieron hincapié en la necesidad de terminar esta operación voluntaria rápidamente para reducir las incertidumbres y avanzar hacia un escenario financiero sostenible en términos promedio”.<sup>20</sup>

Los *road shows* diseñados para convencer a los tenedores de bonos de participar en el megacanje significaron una oportunidad para dar a conocer el Plan de Competitividad del gobierno y mostrar al mundo que la Argentina aún tenía suficiente cohesión política para encontrar soluciones a su crisis. No solo participaron funcionarios del Ministerio de Economía, agentes de calificadoras de riesgo y funcionarios del FMI, sino también los gobernadores peronistas José Manuel de la Sota y Carlos Reutemann, así como el gobernador Ángel Rozas, importante dirigente radical, quienes asistieron como muestra de apoyo y consenso. El gobernador Carlos Ruckauf había visitado el Ministerio de Economía un par de días antes y pedido una conferencia de prensa para ofrecer su apoyo explícito al megacanje.

El Plan de Competitividad, incluido el megacanje, logró revertir la salida de depósitos bancarios e incluso permitió una importante recuperación fiscal durante los meses de abril, mayo y junio de 2001. De esta manera, a la fuerte salida de depósitos en marzo le siguieron aumentos de depósitos de 832 millones en mayo y 82 millones en junio. El déficit fiscal del sector pú-

20. Fondo Monetario Internacional (2001), “Resumen de noticias: El FMI concluye la tercera revisión de la Argentina”, noticias breves No. 01/44, 21 de mayo de 2001, Washington DC.

blico nacional, que había registrado 3.000 millones de dólares en el primer trimestre, cayó a 2.200 millones de dólares en el segundo trimestre. Lamentablemente, ese semestre fue, desde el comienzo, un infierno. En la primera semana de julio, la provincia de Buenos Aires y otras provincias que se habían endeudado con el sistema bancario local declararon que necesitaban al menos 3.000 millones de dólares para satisfacer sus necesidades para el segundo semestre y solicitaron al gobierno nacional 300 millones de dólares esa semana. A pesar del apoyo del Ministerio de Economía y del jefe de Gabinete, fue imposible obtener esa cantidad en el mercado y el Banco de la Nación extendió un préstamo, aun cuando no tenía capacidad prestable suficiente.

Los sindicatos de Aerolíneas Argentinas, que había sido privatizada, pero cuyos propietarios españoles no habían logrado manejar con efectividad, venían demandando la reestatización desde bastante tiempo atrás, cada vez con más virulencia. No solo declararon una huelga, sino que organizaron piquetes en la ruta a Ezeiza y cruzaron un jumbo en la pista principal del aeropuerto. Hicimos malabarismos para lograr convencer al gobierno español de que aportara fondos para una solución, pero de todas maneras se vivieron semanas de un clima de conflictos desestabilizadores.

Como si esto fuera poco, el secretario del Tesoro de los Estados Unidos, Paul O'Neill, hizo unas declaraciones infames, asegurando que de ninguna manera su gobierno permitiría que "los problemas de un país que, a diferencia del Brasil, había sido incapaz de desarrollar sectores de exportación eficientes, fueran resueltos con dinero de los plomeros y carpinteros de los Estados Unidos".

En la segunda semana de julio, el gobierno intentó vender letras del Tesoro a 180 días, pero los compradores solicitaron una tasa promedio anual del 16%. Entendimos que no podíamos contar con nuevos créditos, ni para las provincias ni para la nación. Nos quedó una sola opción: adelantar la meta de déficit cero establecida en la Ley de Responsabilidad Fiscal para 2003. La desaparición del crédito nos obligó a fijar ese objetivo a partir de la segunda mitad de 2001.

El instrumento para asegurar el déficit cero provino de una modificación de la Ley de Administración Financiera que autorizó al Poder Ejecutivo a reducir los gastos primarios, incluidos los salarios y jubilaciones del sector público. A pesar del anuncio de la política y de su aprobación en el Congreso tras el apoyo unánime de los gobernadores provinciales, surgieron dudas sobre la capacidad para pagar la amortización de capital de la deuda provincial, así como de la deuda nacional no diferida. Estas dudas, junto con un gran número de comentarios desfavorables sobre el riesgo de default y el abandono de la convertibilidad, provocaron un nuevo drenaje de depósitos bancarios que trepó a 4.603 millones de pesos en julio y 2.985 millones de pesos en agosto. Hasta entonces, la mayor salida de depósitos había ocurrido en marzo de 1995 durante la crisis mexicana. En aquel año, la salida de los depósitos había sido de 4.600 millones de pesos.

En las dos primeras semanas de julio, el riesgo país subió desde menos de 1000 puntos básicos, nivel al que había quedado luego de la conclusión relativamente exitosa del megacanje, hasta más de 1600 puntos básicos el día que los tenedores de letras demandaron una tasa del 16% a 30 días. Luego el riesgo país fluctuó entre 1400 y 1700 puntos básicos durante el resto

de julio y todo el mes de agosto. Se vivía un clima de default desordenado que parecía inminente.

***Segundo intento: nueva negociación con el FMI para conseguir apoyo adicional***

La crisis de confianza en julio requirió una nueva negociación con el FMI para obtener apoyo externo que nos permitiera dejar de drenar las reservas del Banco Central y del sistema financiero. La negociación incluiría no solo el programa de déficit cero, sino también la reestructuración ordenada de la deuda nacional y provincial, a fin de reducir los costos de intereses de los 14.000 millones de dólares que estábamos pagando en 2001 (10.000 millones a nivel federal y 4.000 millones de las provincias) a no más de 7.500 millones de dólares (5.500 millones a nivel federal y 2.000 millones a las provincias) en 2002.

Las complejas negociaciones dieron como resultado la aprobación de un nuevo préstamo del FMI por 8.000 millones de dólares, no sin fuertes discusiones entre el FMI y el Tesoro de los Estados Unidos. Horst Köhler quedó con la sensación de que el Tesoro de los Estados Unidos lo había presionado para que asumiera un riesgo que a él le parecía excesivo.

Después de demostrar a O'Neill que su opinión no se ajustaba a la realidad y hacerle ver el daño que nos había causado, el secretario del Tesoro cambió de actitud y se mostró dispuesto a ayudar a que el FMI apoyara a la Argentina siempre que lo hiciera para facilitar una reestructuración ordenada de la deuda. Él consideraba que no podríamos resolver los problemas a menos que consiguiéramos reducir el costo de la deuda. La posición

del Tesoro de los Estados Unidos, prácticamente, obligó al FMI a avanzar en el acuerdo; pero Horst Köhler lo hizo a regañadientes porque consideraba indispensable que el propio Tesoro norteamericano hiciera un aporte complementario de fondos.

La cuestión de la reestructuración de la deuda quedó como un tema pendiente, porque ni Köhler, ni ningún otro miembro del FMI, sabía cómo lograrlo en la práctica.

Se logró bosquejar una estrategia en una reunión promovida por Paul O'Neill y presidida por el prestigioso economista John Taylor. Asistieron miembros del FMI, así como Daniel Marx y Horacio Liendo entre otros funcionarios. El FMI desembolsó 5.000 millones el 10 de septiembre para fortalecer la liquidez del Banco Central y del sistema financiero y 3.000 millones se reservaron para desembolsar entre noviembre de 2001 y marzo de 2002 como apoyo a la reestructuración de la deuda en curso. Además de estos fondos adicionales, estaban pendientes los desembolsos trimestrales del blindaje.

Stanley Fisher, que estaba a punto de dejar la subgerencia ejecutiva del FMI, advirtió que no nos iban a ayudar a definir de la mejor forma la reestructuración de la deuda. Entonces, Jacob Frenkel, que había sido economista jefe del Fondo y presidente del Banco Central de Israel, nos ofreció asesoramiento. En ese momento Frenkel era el *chairman* del área deuda soberana de Merrill Lynch y trabajó codo a codo con Horacio Liendo, asesorándonos sobre cómo implementar la reestructuración ordenada de la deuda para conseguir la reducción de intereses y el alargamiento de los plazos de vencimiento.

Dentro del FMI, la nueva subgerente ejecutiva, Anne Krueger, advirtió que no existían procedimientos preestablecidos para reestructurar deuda soberana, pero en lugar de abocarse a ayudarnos

a llevar a cabo la primera reestructuración y hacer experiencia para luego establecer procedimientos de aplicación más general, se desentendió de nuestro caso y del de Turquía, que también estaba enfrentando una crisis de deuda, para abocarse a diseñar un mecanismo general de reestructuración de deuda soberana (*Sovereign Debt Restructuring Mechanism*, SDRM, en inglés). Este mecanismo, en el mejor de los casos, recién estaría disponible en dos años, si contaba con la aprobación de un acuerdo internacional para modificar la carta orgánica del FMI, que, de hecho, no obtuvo.

Seguimos adelante con las ideas que habían surgido en la reunión con John Taylor, con el asesoramiento de Horacio Liendo y Jacob Frenkel, esperando contar con el apoyo del FMI y del Tesoro de los Estados Unidos.

El atentado a las Torres Gemelas el 11 de septiembre de 2001 no solo resultó una tragedia para los Estados Unidos, sino también para nosotros, pues vimos cómo se derrumbaban con ellas todas las negociaciones. El nuevo acuerdo con el FMI dejó de drenar los depósitos durante los meses de septiembre y octubre, pero tuvimos que posponer la presentación de la reestructuración de la deuda hasta noviembre. Las elecciones parlamentarias de mediano plazo tendrían lugar el 14 de octubre, y muchos candidatos hicieron una campaña imprudente a favor del default. Necesitábamos la autorización para usar los impuestos, especialmente el fondo de crédito público, como garantía de pago para seguir adelante con la reestructuración ordenada de la deuda.

Después de las elecciones de octubre, De la Rúa consideró que se daban las condiciones para decretar una reestructuración de la deuda pública nacional y provincial con la inclusión de

garantías tributarias mediante el poder otorgado al presidente en la Constitución Nacional para casos de necesidad y urgencia. Así, el 1° de noviembre firmó el decreto 1387 que nos permitió ejecutar la primera fase de un canje total de la deuda pública nacional y provincial, por préstamos garantizados con impuestos federales.

Con el consentimiento del FMI y de otras organizaciones multilaterales de crédito, y el canje interno completo, podríamos entonces llevar a cabo la segunda fase para canjear todas las obligaciones restantes, gran parte de las cuales se encontraban fuera del país.

Llevamos a cabo la primera fase de la reestructuración ordenada de la deuda entre el 1° de noviembre y el 15 de diciembre. Para el 30 de noviembre, los tenedores de bonos y otros acreedores habían intercambiado un total de 42.000 millones de dólares por un préstamo garantizado que pagaba una tasa de interés anual del 7%. Para la nación, esta transacción exitosa significaba una reducción de más de 2.000 millones en costos de intereses anuales y el diferimiento de todos los pagos de amortización hasta después de 2005.

Los acreedores de las provincias, incluidos los bancos, tuvieron 15 días más para presentar sus créditos al canje por préstamos garantizados y, cuando lo hicieron, las provincias también obtuvieron una reducción de alrededor de 2.000 millones en costos de intereses anuales y un diferimiento de las amortizaciones por tres años. Seis meses después de completado el megacanje, quedó claro que la garantía de impuestos era el mecanismo capaz de producir una reducción voluntaria de intereses.

Los tenedores de bonos del megacanje decidieron intercambiarlos por préstamos garantizados con una tasa de interés anual

del 7%. Esto demostró que la alta tasa de mercado demandada durante la subasta del megacanje reflejaba la desconfianza del mercado generada por tantas demandas de default y la negativa del Congreso Nacional a ofrecer impuestos como garantía.

***Tercer intento: negociación con el FMI para lanzar la segunda fase de la reestructuración ordenada de la deuda***

Cuando lanzamos la primera fase de la reestructuración ordenada de la deuda, los bancos locales advirtieron que los préstamos garantizados reducirían la liquidez de sus activos, aunque más ilíquidas parecían las deudas incobrables de las provincias. Los analistas acentuaron su opinión negativa sobre los bancos que habían extendido préstamos a las provincias, pues estimaban que enfrentarían dificultades, lo que causó una nueva fuga de depósitos del sistema bancario.

Mientras que en septiembre el nivel de depósitos había aumentado 931 millones y en octubre había caído 1.630, durante noviembre se aceleró la fuga y se perdieron 3.405 millones de pesos de depósitos, principalmente durante la última semana de noviembre, momento en que los rumores de drenaje se hicieron más fuertes y los bancos tuvieron que decidir si participarían o no en la primera fase de la reestructuración.

También nos perjudicó que los líderes políticos que querían “cambiar el modelo económico” y los economistas y empresarios que se favorecerían con la devaluación después de una pesificación, se unieran para trabajar contra la reestructuración. Algunos de los principales grupos de medios de comunicación suscribieron las ideas de esta virtual “alianza táctica”, ya que

pensaban que abandonar la convertibilidad a través de la devaluación después de una pesificación forzosa sería una forma de reducir su excesivo endeudamiento. Esta coalición estratégica trató de obtener el apoyo de los deudores tanto públicos como privados, todos terminarían en incumplimiento simultáneo y generalizado, lo que conduciría a una reducción sustancial del valor real de sus deudas.

Muchas señales desalentadoras también vinieron del extranjero. En noviembre, Horst Köhler empezó a mostrar dudas sobre la posibilidad de continuar apoyando a la Argentina y retrasó el desembolso de 1.300 millones de dólares que debía realizarse en noviembre, a pesar de evidencias claras de que nuestro país había cumplido con la meta fiscal del tercer trimestre. Creía que la falta de voluntad del gobierno de los Estados Unidos para ayudar a la Argentina a enfrentar su crisis, en contraste con la presión que había ejercido sobre los gobiernos europeos para ayudar a Turquía, estaba llevando al FMI a tomar riesgos desproporcionados.

Se entiende también que la atención del gobierno estadounidense después de los ataques del 11 de septiembre se hubiera desplazado hacia la región que albergaba a Al Qaeda. Aunque en agosto el secretario del Tesoro de los Estados Unidos había insistido en la necesidad de ayudar a la Argentina a reestructurar su deuda, luego del ataque a las Torres Gemelas en Nueva York, el gobierno de los Estados Unidos no proporcionó ninguna ayuda específica.

Además, el FMI no apoyó públicamente el plan de reestructuración de deuda anunciado por el gobierno el 1° de noviembre. Por el contrario, algunos funcionarios del FMI comentaron informalmente que los tenedores de bonos en el extranjero no

recibirían el mismo trato que los tenedores de bonos nacionales. Ex funcionarios del FMI y del BID hicieron pública su opinión apoyando la devaluación y abogando por la pesificación forzosa.

Todas estas señales no solo impactaron sobre los titulares de los depósitos, sino que alimentaron la corrida bancaria. Las empresas muy endeudadas y los gobiernos provinciales tomaron como señales de Washington que el problema de la deuda de la Argentina solo podía resolverse a través de recortes significativos a los tenedores de bonos nacionales e internacionales. Por si el mensaje no hubiera quedado suficientemente claro para los dirigentes argentinos, Allan Meltzer, el economista que había hecho una propuesta de reestructuración inviable en abril de 2001, mencionó esta idea en entrevistas con la prensa argentina.<sup>21</sup> Además, durante un viaje a Buenos Aires, dijo a los senadores nacionales que el proceso de reestructuración en marcha no generaría un recorte suficiente. Implícitamente recomendó que el país dejara de pagar todas sus deudas.

### El “corralito”

Durante las tres primeras semanas de noviembre los bancos perdían depósitos, pero a un ritmo moderado. El 23 de noviembre, Anne Krueger presentó por primera vez su proyecto de mecanismo de reestructuración de deuda soberana, no aplicable ni a la Argentina ni a Turquía, porque antes debía aprobarse un tratado internacional que posiblemente demoraría dos años.

21. Cf. revista *3 Puntos*, año 4, n° 231, “Entrevista con Allan Meltzer” por Pablo Rosendo González, disponible en: [www.3puntos.com/seccion.php3?numero=231&seccion=protagonista](http://www.3puntos.com/seccion.php3?numero=231&seccion=protagonista).

Dicho esto, pasó a describir lo que debería hacer una economía que enfrentaba una cesación de pagos de su deuda soberana.

Debía comenzar estableciendo controles de cambios para evitar la salida de divisas del país, luego suspender los pagos y convocar a los acreedores para ofrecerles una oferta de canje que –si la mayoría aceptaba– se impondría como obligatoria al resto de los acreedores. La idea no era mala; de haber estado disponible, la Argentina seguramente lo habría utilizado.

Fue terrible para nosotros que los periodistas argentinos especializados en economía y también los grandes depositantes en los bancos interpretaron que Anne Krueger sostenía que al canje que nosotros habíamos propuesto como la primera fase de la reestructuración le faltaba el complemento de los controles de cambio. En una economía que tiene un sector bancario fuertemente dolarizado, “controles de cambio” no significa otra cosa que la restricción al retiro de los depósitos, porque la transformación de un depósito en dólar billete equivale a una salida de capitales.

La reacción inmediata de los depositantes se materializó en el retiro de sus depósitos para mantener sus fondos en dólares billete. Para frenar la corrida letal no teníamos otra alternativa que imponer restricciones tanto a las transferencias financieras al exterior como al retiro de depósitos en efectivo por más de 250 dólares por semana y por persona. El sistema de pagos no se interrumpía porque los titulares de las cuentas bancarias podían seguir transfiriendo sus fondos a otras cuentas a través de cheques, transferencias electrónicas, tarjetas de débito y cualquier sistema de pago electrónico. Pero, obviamente, la limitación al retiro de fondos en efectivo creó dificultades a las actividades que no estaban organizadas para recibir pagos

electrónicos. Sobre todo, a los vendedores y compradores en la economía informal.

Para poder levantar el corralito y normalizar el sistema de pagos no teníamos otra opción que terminar la reestructuración de la deuda pública nacional y provincial, lo antes posible. En este contexto, viajé con urgencia a Washington a iniciar nuevas negociaciones con el FMI para obtener los pagos del blindaje y los 3.000 millones que ya se habían aprobado en agosto para apoyar la reestructuración de la deuda.

Consciente de su responsabilidad en la imposición de los controles de cambio y las restricciones al retiro de los depósitos bancarios en efectivo, Anne Krueger facilitó mi conversación con Horst Köhler. Llegamos a un acuerdo: el FMI reanuda su apoyo a la Argentina, con la condición de que el Congreso aprobase el proyecto de Ley de Presupuesto Nacional para 2002 y el Senado comenzara a discutir un nuevo plan de coparticipación de los ingresos fiscales federales para su aprobación antes de septiembre de 2002.

En una reunión con los gobernadores convocados por el senador Ramón Puerta, llegamos a un acuerdo para que el proyecto de Ley de Coparticipación Federal de Impuestos que había preparado la provincia de Salta con buen asesoramiento profesional se sometiera a la consideración del Congreso antes de fin de año.

En el anteproyecto de presupuesto presentado por el Poder Ejecutivo, se había incluido una asignación financiera de 5.500 millones para cubrir los pagos de intereses (la mitad exacta del presupuesto para 2001), debido a la reducción del costo de intereses que esperábamos como resultado del programa de reestructuración de deuda. Después de completar la segunda fase a

través del canje de los 52.000 millones en bonos no incluidos en la primera fase, el costo de intereses para 2002 no superaría los 5.500 millones.

La Cámara de Diputados debía integrar el nuevo comité de presupuesto el 10 de diciembre, después de que juraran los nuevos diputados, para que pudiera debatir el proyecto de ley de presupuesto el 19 de diciembre, con la participación del secretario de Hacienda, Jorge Baldrich. Con el presupuesto aprobado, el FMI apoyaría la segunda fase de la reestructuración. Habíamos planeado lanzarla el 15 de enero de 2002 y completarla en un mes.

Estábamos a solo dos meses de llegar al completo equilibrio fiscal y el restablecimiento de la confianza financiera a través de una transacción que reduciría a la mitad el costo anual de intereses de la deuda pública nacional y provincial y aliviaría al gobierno de los vencimientos de capital para los tres años siguientes.

Por desgracia, la restricción de cobro de depósitos bancarios y la discusión en la legislatura de la provincia de Buenos Aires sobre la reducción de los gastos generaron disturbios muy violentos el 19 de diciembre, precisamente el día en que se debía discutir el proyecto de ley de presupuesto.

### **El golpe institucional del 19 de diciembre de 2001**

El golpe institucional que transcurrió del 19 de diciembre al 30 de diciembre de 2001 nos impidió alcanzar estos importantes objetivos. En cambio, allanó el camino para una ruptura institucional sin precedentes en la historia argentina. Cuando los cons-

piradores golpistas y sus aliados por fin provocaron el default y la devaluación, la economía argentina se transformó en un caos.

De la Rúa tuvo que renunciar el 20 de diciembre. Tras una corta presidencia interina, Ramón Puerta, el presidente del Senado, el Congreso designó a Adolfo Rodríguez Saá como nuevo presidente y convocó a una nueva elección en dos meses. Rodríguez Saá declaró una moratoria de la deuda externa, pero decidió mantener la convertibilidad. Como esta decisión desagradó a los promotores del golpe institucional, los disturbios continuaron y Rodríguez Saá renunció el 30 de diciembre.

Eduardo Duhalde, ex candidato peronista, e Ignacio de Mendiguren, entonces jefe de la UIA (Unión Industrial Argentina), comprendieron que un golpe institucional les daría la oportunidad de acabar con todas las deudas, públicas y privadas, contraídas en el país y en el extranjero. Los benefició que el radicalismo de la provincia de Buenos Aires patrocinara el golpe, que por entonces tenía a Leopoldo Moreau como su vocero más locuaz, en contra de su propio correligionario, el presidente De La Rúa. Sin duda, el propósito del golpe consistía en poner fin al llamado “neoliberalismo de los noventa”.

## Capítulo 15

### El origen de las decisiones de Duhalde y la metamorfosis de Kirchner

En medio del caos político, después de que el Congreso lo nombrara nuevo presidente con el apoyo de los radicales, Eduardo Duhalde decidió abandonar la convertibilidad y transformar todas las obligaciones financieras denominadas en dólares, incluidos los depósitos bancarios, en obligaciones en pesos inconvertibles. Esto provocó una gran devaluación del peso. El precio del dólar saltó de 1 a 3,8 pesos entre enero y septiembre de 2002. La inflación reapareció con violencia. Durante 2002, el índice de precios al consumidor aumentó 41%.

La destrucción de la convertibilidad a través de la combinación de pesificación compulsiva de los contratos y devaluación y default de la deuda interna ya reestructurada, implicó la demolición de la base contractual de la economía, así como una violación extrema de los derechos de propiedad.

Los precios de los bienes de exportación aumentaron, los precios relativos de bienes transables y no transables se invirtieron y el desalineamiento cambiario fue mayor que antes, pero ahora en la dirección contraria. La crisis crediticia y las dificultades de importación de bienes impidieron una respuesta positiva de las exportaciones. La gran devaluación favoreció la sustitu-