

---

# COMENTARIO DE GUILLERMO ROZENWURCEL AL TRABAJO DE TOMAS J. BALIÑO \*

Rozenwurcel, Guillermo:

Egresado de la Universidad de Buenos Aires y de la Pontificia Universidad Católica de Río de Janeiro. Fue profesor Adjunto de la Universidad de Buenos Aires e Investigador del Centro de Estudios de Estado y Sociedad.

\* Trabajo presentado en las X Jornadas de Economía Monetaria y Sector Externo 28 y 29 de abril de 1988 - ORGANIZADAS POR EL BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA.

---

El trabajo se propone estudiar las causas y consecuencias de la crisis financiera desencadenada en marzo de 1980, analizando para ello tanto los factores externos como los factores internos al sistema financiero que pudieran estar vinculados con el origen y desarrollo de dicha crisis.

Lo que primero salta a la vista es su carácter sumamente completo y detallado. En tal sentido, puede decirse que el trabajo toma en cuenta prácticamente toda la literatura relevante, cubre la mayor parte de los aspectos asociados a dicha crisis y sustenta todos sus argumentos con las cifras y datos estadísticos pertinentes.

En síntesis, el trabajo logra reunir, sistematizar y analizar prácticamente todos los argumentos presentados hasta el momento sobre la crisis financiera iniciada en 1980 y, desde ese punto de vista, constituye un muy valioso aporte al debate del tema en cuestión.

A partir de esta apreciación, expondré a continuación algunas de las reflexiones y comentarios que me suscita el trabajo.

1. En relación a la revisión de la literatura teórica que se desarrolla en la primera parte y que sirve de marco para el análisis posterior, tal vez sería conveniente explicitar las siguientes cuestiones:

a. las teorías que pretenden explicar las crisis en un plano de análisis muy general o sistémico (tanto las de cuño monetarista como las que asocian las crisis a la evolución del ciclo económico), pueden, a lo sumo, demostrar la posibilidad de las crisis, pero de ninguna manera su inevitabilidad. Esto es de obvia importancia si uno está preocupado, como lo está el autor, por extraer del análisis enseñanzas útiles para la prevención de futuras crisis.

b. siguiendo con esta línea de razonamiento, el desencadenamiento efectivo de una crisis está estrechamente asociado a dos factores: i) el grado de reversibilidad de las decisiones tomadas por los agentes económicos y, ii) la frustración y el cambio brusco de las expectativas de dichos agentes. El primer punto alude a la extrema dificultad y elevado costo de revertir cierto tipo de decisiones (por ejemplo las inversiones en activos fijos) ante cambios imprevistos; el segundo a la incertidumbre inherente al funcionamiento de la economía cuyas raíces están en el carácter no-recurrente de dicho funcionamiento. Evidentemente, no es mucho lo que la política económica puede hacer para enfrentar el problema de la irreversibilidad de las decisiones de inversión, pero, en cambio, es mucha la influencia que la misma puede tener sobre la mayor o menos previsibilidad de la economía.

c. lo dicho hasta aquí destaca, por otra parte, el carácter históricamente condicionado de las crisis y la importancia del contexto institucional prevaleciente en cada caso. No es casual, en este sentido, que no exista nada parecido a una "teoría general" de las crisis y que los mejores análisis de este fenómeno, incluso

desde el punto vista de la formulación de recomendaciones de política, sean análisis basados en el estudio de casos concretos que, por otra parte, es la perspectiva adoptada por Baliño.

2. En cuanto al análisis de la crisis del '80 propiamente dicha, mi primer comentario se refiere a la clasificación que el autor realiza entre factores exógenos y endógenos al sistema financiero. Toda clasificación tiene, necesariamente, cierta dosis de arbitrariedad pero a mi juicio, tal vez sería más pertinente dividir los factores vinculados a la crisis entre los de carácter macroeconómico y aquéllos asociados al diseño institucional y al funcionamiento del sistema financiero. En esta clasificación sería posible, en principio, separar el impacto que tuvieron sobre la evolución de las tasas de interés (uno de los aspectos fundamentales de la crisis) la política cambiaria por un lado y la reforma financiera de 1977 por el otro.

3. El segundo comentario referido al análisis de la crisis propiamente dicho tiene que ver con el hecho de que si bien Baliño describe y explica prácticamente todos los fenómenos vinculados con la crisis, del texto es muy difícil concluir cuáles fueron, en opinión del autor, los factores causales fundamentales, que elementos operaron como causas secundarias y cuáles actuaron, finalmente, como mecanismos de propagación de la crisis. Esta distinción no sólo es importante para tener una mejor comprensión del fenómeno analizado, sino también desde el punto vista de las enseñanzas para el futuro, sobre todo si se tiene en cuenta que también en la formulación e implementación de políticas los recursos disponibles son escasos.

Aunque no es éste el lugar indicado para explayarme sobre la cuestión, en mi opinión la causa fundamental de la crisis fue la equivocada política de pautas cambiarias aplicada entre diciembre de 1978 y marzo de 1980 y la creciente incertidumbre asociada a su continuidad en función de sus negativos efectos sobre la cuenta corriente del balance de pagos. A mi juicio, en cambio, el diseño institucional del sistema financiero resultante de la reforma de 1977 (en particular la combinación de tasas libres, garantía de depósitos e insuficiente supervisión por parte del Banco Central) operó, más bien, como mecanismo propagador de la crisis. Al respecto, la comparación de la crisis argentina con los episodios ocurridos en Chile y Uruguay más o menos en el mismo período sería una vía interesante de testar esta hipótesis.

4. En lo que se refiere específicamente a los mecanismos de transmisión de las causas macroeconómicas, Baliño enfatiza el sobreendeudamiento que tuvo lugar durante el período de tasas reales negativas de interés y expansión del nivel de actividad entre la segunda mitad de 1978 y fines de 1979, sobreendeudamiento que pasó a afectar primero la solvencia y luego la liquidez de las empresas a medida que las tasas reales se volvían cada vez más positivas, pari passu con el aumento de la incertidumbre sobre la continuidad de la política cambiaria.

Sin duda este fue uno de los canales a través de los cuales la política macroeconómica incidió en el desencadenamiento de la crisis. Pero a mi juicio existió otro, tanto o más importante que éste, que el autor no destaca convenientemente. Me refiero a los cambios en los portafolios de activos y pasivos del sector privado inducidos por el atraso cambiario y que se manifestaron en una intensa fuga de capitales a partir del segundo semestre de 1980. Dicho sea de paso, el comienzo de la fuga de capitales marca, a mi juicio, el momento de profundización de la crisis y de pérdida de control de la situación por parte de la conducción económica, motivo por el cual concentrarse excesivamente en la liquidación del BIR como instante culminante de la crisis (postura que parece asumir el trabajo) en vez de concebir a ésta como un proceso que se extiende en el tiempo tiende a confundir en alguna medida el análisis.

La magnitud de la recomposición de los portafolios privados iniciada en la segunda mitad del '80, y su importancia en la profundización de la crisis se manifiestan, por otra parte, en la evolución de algunas series, como por ejemplo la de inversión que comienza a caer fuertemente a partir del III.1980, y las de composición del endeudamiento total del sector privado y de composición del endeudamiento externo total, que también experimentan cambios significativos consistentes con la recomposición de los portafolios privados arriba mencionada a partir de dicho trimestre. Por otra parte, la evolución de los balances de una muestra de grandes empresas analizada en Damill-Fanelli (1987)<sup>1/</sup> sugiere que, al menos en dichas empresas, el nivel de endeudamiento no fue un problema demasiado serio (muchas de ellas eran, en realidad, acreedores netas del sistema financiero) y, en cambio, los ajustes de portafolio fueron de dimensiones muy significativas.

5. Mi último comentario se refiere al papel del sector público. Ya destacué más arriba la importancia que, a mi juicio, tienen las políticas macroeconómicas en el desencadenamiento de una crisis. No es menos decisiva su intervención como mecanismo explícito de coordinación de las decisiones privadas, prestamista de última instancia y socializador de pérdidas, en la forma en que se produce el desenlace y la superación de las crisis.

En el caso de la crisis de 1980, el autor señala con acierto varias de las consecuencias de la intervención del estado. Al menos tres de ellas son, a mi juicio, de singular importancia para entender la evolución reciente de la economía argentina: a) la combinación del salvataje generalizado de entidades financieras instrumentado a través de la política de redescuentos con posterioridad a la liquidación del BIR fue efectiva, como destaca Baliño, para contener el pánico de los depositantes, pero su combinación con el régimen de libertad cambiaria vigente en ese entonces (que sólo se modificó al desencadenarse el conflicto del Atlántico Sur) facilitó enormemente la fuga de capitales por parte del sector privado, b) la política de endeudamiento externo del sector público que paralelamente siguió el gobierno para sostener su política cambiaria en medio de la crisis financiera, culminó con la estatización prácticamente total de la deuda externa del país, hecho que está en la raíz del agravamiento de los desequilibrios fiscales posteriores a la crisis y, c) la licuación indiscriminada de pasivos domésticos propiciada en 1982 para solucionar el problema del sobreendeudamiento empresario generó, como correctamente puntualiza Baliño, una enorme transferencia de riqueza de acreedores a deudores y ocasionó un acelerado proceso de desmonetización que aún hoy sufre la economía argentina.

## NOTAS

<sup>1/</sup> Damill, M. y Fanelli, J.M. (1987), "Decisiones de cartera y transferencias de riqueza en un período de inestabilidad macroeconómica", Serie Seminarios N° 12/1987, ITDT.