

## **La Argentina sin convertibilidad: mejores o peores chances de estabilidad y crecimiento?**

Por Domingo Cavallo

Quienes decidieron el abandono de la convertibilidad y los que siempre criticaron a las reformas económicas de los 90's sostienen que la fuerte recuperación del nivel de actividad económica que se viene dando desde 2003, fue resultado del nuevo "modelo económico", inaugurado en enero de 2002. A este modelo lo califican de "productivo", en contraste con el anterior, al que caracterizan como de "especulación financiera".

Muestran, como prueba de este argumento, el crecimiento del PBI del 9 % anual que se viene observando desde 2003, en contraste con la depresión económica que caracterizó al período 1998-2002.

En esta nota se contra-argumenta que la mayor caída del PBI, el mayor aumento del desempleo y de la pobreza, y la peor redistribución regresiva del ingreso, dentro de los años de depresión, se produjo en el primer semestre de 2002, precisamente como consecuencia de la hiperdevaluación que resultó del abandono de la convertibilidad y dió nacimiento al "nuevo modelo económico".

Como parte del contra-argumento se sostiene que el crecimiento de los últimos tres años es consecuencia de la bonanza mundial que benefició a Argentina más que a otros países, porque, gracias precisamente a la convertibilidad y las reglas de juego de los 90's, Argentina estaba bien capitalizada y se había modernizado. Como durante varios años había subutilizado su capacidad instalada a causa de la larga recesión, cuando la bonanza económica mundial permitió la recuperación, ésta fue vigorosa.

El crecimiento habría sido aún mayor y se habrían evitado los nuevos problemas que han ido apareciendo en la economía argentina desde 2002, si se hubiera continuado con el manejo dentro de las reglas que estuvieron vigentes durante casi 11 años y dos administraciones de signo político opuestos.

En este artículo se comienza explorando si habría sido técnicamente posible evitar el abandono de la convertibilidad frente a la situación económica y social que se vivía en Diciembre de 2001, cuando se produjo la caída del Gobierno de Fernando De La Rúa y su reemplazo, luego de varios presidentes interinos, por el Gobierno de Eduardo Duhalde.

A continuación se trata de responder la siguiente pregunta: ¿qué habría pasado si se hubiese seguido manejando la economía dentro de las reglas de juego de los 90's, como ocurrió hasta el 19 de Diciembre de 2001?

Finalmente se trata de predecir cuál sería la situación actual de la economía Argentina, si la convertibilidad y las reglas de los 90's no hubieran sido abandonadas.

## Evolución de la deuda pública.

En el segundo semestre de 2001, cuando Argentina perdió el crédito, el problema más grave era la pesada carga de la deuda pública que se había acumulado como consecuencia de los elevados déficits fiscales desde 1995. La deuda más onerosa y que estaba creando más problemas era la de las provincias, contraída en su mayoría con los bancos del sistema financiero Argentino.

La deuda pública provincial ascendía a 16 mil millones de dólares y durante el año 2001 había significado pago de intereses por 3.500 millones de dólares. Hacia mediados de diciembre, los acreedores de las provincias, fundamentalmente los bancos comerciales locales, habían aceptado canjear voluntariamente sus acreencias por el préstamo consolidado, conforme la propuesta de reestructuración de deuda que había sido lanzada el 1 de noviembre anterior. De esta forma, esa deuda había sido transformada en un préstamo consolidado al 7 % de interés anual y a plazos 3 años más largos que los originalmente pactados. Es decir que las provincias recién deberían afrontar vencimientos de capital a partir del año 2005 y desde diciembre de 2001 gozarían de una reducción de gastos por intereses de más de 2 mil millones anuales.

La deuda pública nacional, que ascendía a 128 mil millones de dólares, constaba de tres componentes: a) la deuda con organismos multilaterales y gobiernos del exterior por 36 mil millones de dólares, cuyos términos contractuales no incluían una prima de riesgo elevada, y podía ser refinanciada en forma normal; b) La deuda con acreedores no oficiales que había sido transformada en un préstamo garantizado, a tasa de interés no superiores al 7 % anual y a plazos 3 años más largos que los originalmente planeados. Se habían presentado voluntariamente a este canje acreedores por 39 mil millones de dólares, entre los cuales estaban los bancos locales, los fondos de pensiones y tenedores de bonos, residentes en Argentina y en el exterior, que decidieron aceptar la ley argentina y la garantía ofrecida por el gobierno Argentino<sup>1</sup>; c) Los bonos en manos de tenedores, preponderantemente del exterior, que no habían participado en el canje por el préstamo garantizado, que ascendían a 44 mil millones de dólares. Estos bonos devengaban una tasa de interés promedio del 10 % anual.

La transformación de 39 mil millones de bonos y préstamos anteriores al préstamo garantizado suponía una economía de intereses, esta vez para el presupuesto nacional, de algo menos de 2 mil millones de dólares, es decir una reducción absoluta, muy parecida a la que obtenían las provincias por su deuda<sup>2</sup>.

El 15 de enero de 2002 se iba a lanzar una propuesta de canje para los bonos aún no transformados en préstamo garantizado, que en la práctica significaría una reducción a la mitad de su factura de intereses. Es decir que se esperaba conseguir otra reducción

---

<sup>1</sup> Ya habían sido transformados en préstamo garantizado, 26 mil de los 30 mil millones de dólares de bonos emitidos con motivo del mega-canje de mayo de 2001

<sup>2</sup> Proporcionalmente la reducción de intereses para la Nación resultaba menor, porque las tasas de interés de los bonos y préstamos originales, habían sido significativamente menores a las que habían venido pagando las provincias.

adicional de 2 mil millones de dólares en el costo anual de intereses para el presupuesto nacional<sup>3</sup>. Para esta oferta ya se había designado un comité de asesores financieros que habían aceptado integrar: Jacob Frenkel de Merrill Lynch, Bill Rhodes de Citigroup y Joe Ackerman del Deutsch Bank. Planeábamos utilizar “exit consent clauses” para asegurar una participación completa de los acreedores cuyas acreencias aún no habían sido reestructuradas.

En definitiva, la deuda pública de la Nación y de las provincias seguiría siendo de 144 mil millones de dólares, pero con un costo anual de intereses inferior al de 2001 en 6 mil millones de dólares. Ello haría posible alcanzar la meta del déficit cero en todas las jurisdicciones desde 2002.

Con déficit cero, este nivel de deuda se mantendría constante hasta 2005. A partir de allí la Nación y las provincias deberían generar superávit fiscal, para afrontar las amortizaciones del capital adeudado o acceder nuevamente al mercado voluntario de crédito demandando montos equivalentes a esas amortizaciones.

Déficit fiscal de la Nación y de las provincias.

Las reducciones de gastos primarios decididas e implementadas por las provincias y la Nación durante 2001- ya aprobadas por el Congreso al tratar la Ley del Déficit Cero-, equivalente a 6 mil millones de dólares anuales, más la reducción de la factura de intereses en otros 6 mil millones de dólares anuales, permitía planear el déficit cero con alta probabilidad de ser alcanzado.

En el corto plazo existían dudas derivadas de la caída de la recaudación impositiva que se había producido durante el cuarto trimestre de 2001 y que tenía como causa principal, precisamente a la crisis financiera desatada a partir de mediados de año. Como financiamiento puente para un eventual déficit transitorio de las provincias durante los primeros meses de 2002, se había previsto la emisión de letras de consolidación de deudas provinciales (LECOPs), las que por algún tiempo servirían como monedas no convertibles, que serían rescatadas con superávits fiscales, una vez superada la crisis financiera y normalizada la recaudación impositiva.

Restricciones cambiarias y a la extracción de dinero en efectivo de los bancos.

Los controles de cambios establecidos el 1 de diciembre de 2001 y las restricciones al retiro de dinero en efectivo de los bancos, que habían sido introducidas con motivo del agotamiento de la liquidez del sistema financiero durante los últimos días de noviembre, se iban a levantar el 1 de marzo, fecha para la que se esperaba tener cerrada la segunda etapa de la reestructuración de la deuda y conseguida la reducción anual de intereses de 6 mil millones de dólares. Mientras tanto los pagos internos de la economía podrían

---

<sup>3</sup> Para justificar la diferencia de 2 puntos porcentuales anuales entre el 7 % del préstamo garantizado y el 5 % de los nuevos bonos a entregar en el canje por ofrecerse, contábamos con el argumento de la mayor liquidez de los bonos y el hecho que ellos serían emitidos bajo ley extranjera

continuar haciéndose, sin restricciones, a través de transferencias bancarias y los pagos internacionales según las autorizaciones del Bango Central.

Los Bancos que luego de levantarse las restricciones tuvieran dificultades para atender el retiro de depósitos por falta de liquidez, deberían reestructurar sus obligaciones según el procedimiento contemplado en el artículo 35 bis de la Ley de entidades financieras, pero era perfectamente posible evitar la reestructuración forzosa de los depósitos bancarios que tanto afectó a los ahorristas en enero de 2002.

El Banco Central habría dispuesto, como margen de maniobra, de reservas adicionales por más de 4 mil millones de dólares, porque para acompañar el proceso de reestructuración ordenada de la deuda, el FMI se había comprometido a desembolsar 3 mil millones de dólares cuando se aprobó el aumento de la asistencia en Agosto de 2001 y estaba pendiente el desembolso de la cuota del blindaje correspondiente al cuarto trimestre de 2001, por 1.260 millones de dólares.

Régimen monetario,

Simultáneamente con el levantamiento de los controles de cambio, se pensaba dejar flotar el Peso dentro de una banda definida por el valor del Dólar y el valor del Euro, con lo que mientras el Euro fuera más débil que el Dólar, el Peso podría devaluarse hasta alcanzar el valor del Euro. Si el Euro pasara a valer más que el Dólar, como efectivamente ocurrió en mayo de 2002, el Peso volvería a quedar pegado al Dólar, pero a un dólar más débil, y, por tanto, más favorable a las exportaciones argentinas. La flotación del Peso entre el Euro y el Dólar tendría por objeto eliminar el factor de convergencia con que se había tratado de alterar el tipo de cambio efectivo para exportaciones e importaciones a partir de junio de 2001, pero que había comenzado a producir un cierto costo fiscal a causa de la caída de las importaciones. Además la flotación del Peso entre el Dólar y el Euro duplicaría el efecto expansivo del factor de convergencia.

Si, después de reestructurada la deuda y alcanzado el déficit cero, al momento de levantarse los controles de cambio y las restricciones al retiro de efectivo de los bancos, la prima de futuro del dólar persistía en predecir una devaluación mayor a la del Euro, no se descartaba disponer la libre flotación del dólar acompañada por un mecanismo de ayuda a los endeudados en dólares del sector privado. Esta ayuda estaría condicionada al alargamiento de los plazos de pagos de las deudas en dólares, de tal manera que no hubiera desembolsos efectivos mientras el Peso pudiera estar exageradamente devaluado. Nadie esperaba por entonces una devaluación mayor al 20 % y de ninguna manera se hubiera dado la hiperdevaluación del Peso del principio de 2002. Lo que provocó la estampida del precio del dólar desde que comenzó a manejar la economía el gobierno de Duhalde, fue la combinación de pesificación asimétrica con suspensión de los pagos de la deuda, sin propuesta de reestructuración a la vista y con perspectivas de mantenimiento de un fuerte déficit fiscal, agravado por los costos de la pesificación asimétrica.

Inflación y nivel de actividad económica.

La inflación se habría mantenido al nivel del 2 o 3 % anual, como había ocurrido durante los años normales de la convertibilidad. La devaluación (acotada al valor del Euro o probablemente mayor si se hubiese ido a la libre flotación) habría revertido la deflación de los años anteriores, pero no habría provocado la inflación persistente que siguió a la hiperdevaluación de Duhalde, porque en caso de irse a la flotación, el Banco Central habría comenzado a manejar la política monetaria con metas de inflación, como en la mayor parte de los países del mundo que tienen moneda convertible y libre flotación.

El nivel de actividad no habría caído en la magnitud que lo hizo en el 2002, porque se habría evitado el efecto contractivo inicial de la hiperdevaluación y durante el mismo 2002 habría comenzado la recuperación, reestructurada la deuda y revertida la incertidumbre financiera, para transformarse en crecimiento vigoroso a partir del 2003.

Los favorables términos del intercambio externo que comenzaron a darse desde fines del 2002 y la gran liquidez de los mercados mundiales que predominó durante los años siguientes, habrían permitido una expansión de las exportaciones, la inversión y el consumo aún mayor que la que se dio desde 2003 en adelante. Se habría evitado la gran caída de la inversión, particularmente en los sectores de energía y servicios públicos, que sobrevino a la violación por parte del gobierno de Duhalde de todos los contratos de concesión.

La recaudación impositiva.

La recuperación de la normalidad financiera habría revertido la caída de la recaudación de IVA y Ganancias. El impuesto a las transacciones financieras, como mecanismo de pago a cuenta del IVA y Ganancias habría ayudado a evitar la evasión sin desalentar el uso del dinero bancario. El acostumbramiento de la gente al uso de la tarjeta de débito más la implementación completa de sistemas transparentes de subsidios sociales pagados a través de cuentas bancarias con tarjetas de débito, habría permitido reducir la evasión a un mínimo. Se podría haber seguido con la transformación de los aportes patronales jubilatorios en pagos a cuenta del IVA, tal como se lo había comenzado a hacer con los planes de competitividad y ello habría facilitado un mejoramiento genuino y sostenible de la capacidad de las empresas argentinas para competir con la producción extranjera, tanto en los mercados del exterior como en el mercado interno.

Ni el Gobierno Nacional ni los gobiernos provinciales habrían necesitado recurrir a la aplicación de impuestos distorsivos. La regla del déficit cero se podría haber cumplido con un sistema impositivo normal y la bonanza internacional de los últimos años habría permitido generar superávits fiscales, los que deberían haber sido utilizados para alimentar un fondo de estabilización fiscal, como el que desde hace varios años funciona en Chile.

Reglas de juego de la economía y seguridad jurídica.

Si se hubiera seguido el camino que estaba planeado a fines del 2001, hoy continuarían vigente las reglas de juego de los años noventa, sin el desaliento estructural a las exportaciones y las inversiones más productivas que hoy generan las retenciones a las exportaciones, las prohibiciones para exportar, los congelamientos de tarifas, los controles de precios, las regulaciones laborales que están recreando la industria del juicio y los subsidios e inversiones en servicios públicos financiados y decididos por el Estado, que están recreando los mecanismos de ineficiencia y corrupción que en las décadas del 70 y del 80 predominaban en las viejas empresas del Estado.

La situación actual.

Lamentablemente, a mediados de 2007, Argentina enfrenta muchos problemas por haberse abandonado las reglas de juego de los 90's.

La inflación se ha transformado nuevamente en una enfermedad crónica de la economía. Si se revirtiera la holgada situación fiscal actual, que se ha producido exclusivamente por la bonanza internacional y por la reducción de los salarios públicos y las jubilaciones, que además de injusta es sólo transitoria, reaparecería el fenómeno de la stagflación que caracterizó a las décadas de los 70's y 80's.

Como consecuencia de la hiperdevaluación, se produjo una redistribución regresiva del ingreso y de la riqueza que aún persiste en la forma de salarios reales muy bajos en sectores de servicios y en la economía informal, así como en las jubilaciones superiores a la mínima.

Si bien la pesificación combinada con devaluación bajó significativamente el costo anual de intereses, lo hizo a costa de un aumento significativo del stock de deuda, por el costo fiscal de la pesificación asimétrica. Esto significa que aumentó el costo de la amortización futura del capital adeudado. Además quedan pendientes bonos que no se presentaron al canje por más de 24 mil millones de dólares de capital, muchos de los cuales han iniciado trámites judiciales de cobro. Esta discusión no permite normalizar la relación financiera de Argentina con el mundo y dificultará la entrada de inversiones extranjeras.

Están caídos y pendientes de renegociación casi todos los contratos con las empresas privadas que operan los servicios públicos y la energía. Existe una enorme distorsión de precios relativos, se ha paralizado la inversión privada desde 2002 en estos sectores y hay millonarios reclamos ante el CIADI. Esta situación resentirá la capacidad productiva en los próximos años.

El esquema de integración energética del Cono Sur, que Argentina había comenzado a promover, de manera ejemplar, durante los noventa, está no sólo estancado sino en franco proceso de desaparición. También están en franco retroceso todos los procesos de integración regional, bilateral y multilateral en los que Argentina había sido un promotor

entusiasta. En síntesis, la Economía Argentina se está desintegrando del Mundo, precisamente en un momento en que el proceso de globalización avanza con todo vigor y está produciendo una bonanza mundial.

#### Conclusión.

Las decisiones de Eduardo Duhalde como presidente designado por el Congreso para completar el mandato de Fernando de la Rúa, si bien resolvieron el problema de las empresas y provincias fuertemente endeudadas, que fueron quienes le dieron el apoyo político y económico para sostenerse en el poder, no contribuyeron a avanzar hacia la solución de los problemas económicos y sociales de la Argentina.

Los resultados positivos que hoy se muestran son fruto de circunstancias externas muy favorables que habrían producido efectos aún mejores si no se hubieran destruido las reglas de juego económico de los 90's.

Los problemas que hoy afectan a la economía, desde la inflación hasta la descapitalización de los sectores de servicios públicos y privados, pasando por los muchos reclamos judiciales de acreedores, inversores externos y jubilados, no existirían si se hubiese continuado con aquellas reglas de juego. La solución de estos problemas a través de decisiones estatales requerirá un fuerte aumento del gasto público.

Los beneficios macroeconómicos que se suelen señalar como resultado del cambio de modelo económico: reducción del gasto público real, aumento de la recaudación impositiva y mejora en los estímulos para producir bienes competitivos con importaciones y de exportación, son frutos de distorsiones en precios y salarios relativos, impuestos autoritariamente y de forma poco transparente, que tienden a eliminarse en el tiempo. Lo más probable es que al final del proceso de ajuste de precios relativos, la situación fiscal y el sesgo anti-exportador de la economía se compararán desfavorablemente con lo ocurrido durante la década de los 90's.