

## **Régimen monetario y política cambiaria: lecciones de la experiencia Argentina**

Por Domingo F. Cavallo  
Anuario Elcano – América Latina 2002-03<sup>1</sup>

*“La Argentina ha caído en la insignificancia...quizás para siempre”  
Hans Tietmeyer, 9-16-2002<sup>2</sup>*

*“La recuperación argentina ha comenzado”  
Joseph Stiglitz, 9-20-2002<sup>3</sup>*

Las citas de Hans Tietmeyer y Joseph Stiglitz reflejan opiniones muy divergentes sobre la situación Argentina hacia el mes de setiembre de 2002. Es como si estuvieran observando dos realidades distintas. ¿Cómo se explica que dos expertos del máximo nivel internacional tengan opiniones tan diferentes siendo que se refieren al mismo país en un mismo momento de su historia? La razón radica en que mientras Tietmeyer centró su atención en el cambio de instituciones monetarias y financieras que se produjo a principios de aquel año, Stiglitz derivó sus comentarios del cambio en la política cambiaria que lo acompañó. Una valoración balanceada de la crisis Argentina que alcanzó su punto culminante en el primer trimestre de 2002 requiere prestar atención tanto al régimen monetario como a la política cambiaria. Pero, sobre todo, a los cambios introducidos en ambos en forma simultánea. En este trabajo procuraré ubicar a la experiencia Argentina en el contexto más amplio de la discusión sobre política cambiaria e instituciones monetarias en economías emergentes.

Las discusiones sobre política cambiaria en economías emergentes se basan en un análisis de las ventajas y desventajas del tipo de cambio fijo versus el tipo de cambio flexible. Cuando las economías estaban azotadas por la inflación, el tipo de cambio fijo ofrecía la posibilidad de ayudar a quebrar la inercia inflacionaria y por esa razón la mayor parte de los planes de estabilización de los países emergentes se basaron en esa política cambiaria. Actualmente, cuando son muy pocas las economías emergentes que todavía sufren alta inflación, la mayor parte de los países tienden a aplicar una política de cambio flexible.

---

<sup>1</sup> Documento exclusivo del Real Instituto Elcano publicado en “Anuario Elcano– América Latina 2002–03”, Madrid, diciembre de 2003.

<sup>2</sup> Ver Die Welt, Alemania, 9-16-2002.

<sup>3</sup> Ver El País, España, 9-20-2002

Las ventajas y desventajas de los diferentes tipos de política cambiaria se analizan prestando atención al efecto del valor de la moneda nacional en relación a las monedas extranjeras sobre los precios de los bienes y servicios. Cuando el principal problema es la inflación, la atención se centra en el efecto sobre el nivel general de precios. Cuando el principal problema es la competitividad, la atención se desplaza al efecto sobre los precios relativos, particularmente al precio de los bienes transables internacionalmente en relación al precio de los bienes y servicios domésticos. Es natural que en épocas de inflación el fiel de la balanza se incline hacia la fijación del tipo de cambio nominal y en épocas de crisis de competitividad hacia el cambio flexible.

Lamentablemente la modificación de la política cambiaria, una vez que una economía ha resuelto su problema inflacionario pero enfrenta un problema de competitividad casi siempre resulta traumática. Prácticamente todas las crisis monetarias y financieras de las economías emergentes, desde principios de los 90s, se produjeron como consecuencia de la decisión de dejar flotar la moneda nacional que había estado previamente fijada a una moneda extranjera. La severidad de estas crisis y sus consecuencias sobre el crecimiento futuro de estas economías dependen del grado de destrucción de riqueza financiera que provocan y de su efecto sobre los derechos de propiedad de los ahorristas internos y externos que habían invertido sus ahorros en el país.

La crisis Argentina de fines del 2001 y principios del 2002 fue particularmente severa y puede deteriorar mucho las perspectivas de crecimiento futuro de su economía, porque provocó una terrible destrucción de riqueza financiera y de derechos de propiedad de ahorristas. Pero esto no ocurrió tanto como consecuencia de la introducción de flexibilidad en el tipo de cambio sino mucho más como consecuencia de la destrucción del régimen monetario de los 90s que se había caracterizado por permitir a los ahorristas la libre elección de la moneda para sus contratos financieros. Hacia el año 2001 Argentina podía, y muy probablemente debía, modificar su política cambiaria, pero nunca debió haberlo hecho en un contexto de destrucción del régimen monetario que había permitido la estabilización y el crecimiento durante la década del 90.

### **Elección del régimen monetario**

La elección del régimen monetario es una decisión institucional de mayor jerarquía que la decisión sobre fijación o flexibilidad del tipo de cambio. El régimen monetario puede facilitar o entorpecer, e incluso impedir, la existencia de transacciones y contratos en una economía. Sin al menos una moneda confiable en la que puedan formularse los contratos que crean obligaciones y derechos financieros hacia el futuro, no puede existir crédito. Y sin crédito, la inversión familiar y empresaria se limitará al ahorro que generen los miembros de la familia y la empresa. En esas condiciones, la economía se estancará por falta de inversión productiva. Normalmente, la inversión que financia el Estado a través del impuesto inflacionario termina siendo improductiva y no compensa el déficit de inversión privada derivado de la ausencia de crédito. Esto se observa claramente en las economías azotadas por alta inflación. La moneda nacional se transforma en la base de recaudación del impuesto inflacionario por lo que los ahorristas no la aceptan como base

de sus contratos de depósitos. Mucho menos la aceptan los inversores financieros del exterior, por lo que no existe demanda alguna de títulos de deuda denominados en la moneda nacional.

Por el contrario, si la moneda nacional inspira confianza y su valor frente a otras monedas se fija en mercados libres, la economía no sólo cuenta con el instrumento que permitirá la existencia de contratos financieros de mediano y largo plazo, sino que su Banco Central podrá utilizar la política monetaria para atenuar el efecto negativo de los ciclos económicos y de los “shocks” inesperados a los que pueda verse sometida la economía. Entran en esta categoría las economías nacionales de los Estados Unidos de Norteamérica, Japón, el Reino Unido, Suiza, Canadá, Australia, Singapur, Taiwán y el grueso de las economías europeas antes de la creación del Euro.

En estos países, las discusiones sobre el régimen monetario y la política cambiaria sólo incluyen dos temas importantes: si les conviene o no incorporarse a un área monetaria (esto ocurre particularmente en el Reino Unido y Suiza en relación al Euro) y cuál debe ser el grado de coordinación de las políticas monetarias nacionales entre sí (esto se da principalmente entre Estados Unidos, Japón y Alemania dentro del G-7). En ambos temas está implícita la discusión sobre el tipo de política cambiaria (cambio fijo versus cambio flotante) pero en un sentido limitado: a lo sumo se habla de cambio fijo dentro de un área monetaria o de establecer bandas de flotación para las principales monedas. La vuelta a un régimen global de cambios fijos como el Patrón Oro o el sistema de Bretton Woods, prácticamente está fuera de agenda.

Por consiguiente, pese a lo mucho que se habla de un nuevo sistema monetario internacional o de una nueva arquitectura financiera mundial, no puede esperarse mucho más que un mantenimiento del actual sistema de monedas convertibles y flotantes con, probablemente, un agrandamiento de las áreas monetarias y algún grado mayor de coordinación de políticas monetarias entre los principales Bancos Centrales. Pero no mucho más. En este sentido, las instituciones monetarias de las naciones más avanzadas parecen ser bastante estables y predecibles en su evolución.

### **Instituciones monetarias en economías emergentes**

El panorama es muy diferente en las economías emergentes. La experiencia inflacionaria del pasado y la falta de estabilidad institucional, ha determinado que no cuenten con una moneda propia que pueda cumplir la misión de las monedas nacionales en las economías avanzadas. Los contratos financieros de mediano y largo plazo en la moneda local son muy precarios o inexistentes y la política monetaria enderezada a mantener baja la inflación conduce a tasas de interés sumamente elevadas en términos reales durante largos períodos de tiempo. Estos fenómenos no ayudan sino que entorpecen la consecución de tasas elevadas y sostenibles de crecimiento económico. Por esta razón, las economías emergentes, con mayor o menor énfasis, están tratando de crear instituciones monetarias de mejor calidad.

Las economías emergentes de Europa Oriental tienen una buena solución al alcance de su mano: incorporarse plenamente a la Unión Europea y adoptar el Euro como su moneda. Mientras tanto, es natural que procuren tener sus monedas nacionales lo más atadas posible al Euro. Los ejemplos de Italia, España, Irlanda, Grecia y Portugal son alentadores. La incorporación de estas naciones al Euro, trajo consigo la reducción de las tasas de interés nacionales al nivel de las tasas de Alemania y Francia, con lo que no sólo se hicieron posibles nuevos contratos financieros de largo plazo que antes no existían, sino que la repactación de los existentes significó para familias y empresas fuertes ganancias de capital. Las naciones emergentes de Europa Oriental no tienen las dudas que han demorado la incorporación del Reino Unido y Suiza al Euro, por la simple razón que sus monedas nunca han tenido la calidad de la Libra Esterlina o del Franco Suizo. Estas dos naciones se plantean con razón que su incorporación al Euro, si bien puede traerles algunos beneficios, significa resignar la utilización de la política monetaria para atenuar ciclos económicos que pueden ser diferentes a los del resto de Europa. Las naciones emergentes no hacen este análisis porque no tienen ninguna posibilidad de aplicar políticas monetarias nacionales más adecuadas a sus necesidades que la que instrumentará el Banco Central Europeo, como no lo hicieron Italia, España, Irlanda, Grecia y Portugal. Y, hasta el presente, no existen argumentos para sostener que estas naciones se equivocaron, sino todo lo contrario.

### **El Dólar y el régimen monetario de las economías emergentes**

Las economías emergentes tienen o han tenido monedas nacionales que durante periodos largos fueron degradadas por la inflación. Debido a esa razón, dichas monedas no han permitido la existencia de contratos de mediano y largo plazo, ni siquiera cuando las partes contratantes eran nacionales. Mucho menos si el prestamista era extranjero. Por consiguiente, para conseguir financiamiento a mediano y largo plazo debieron recurrir a la moneda de los Estados Unidos de América. Por eso, en mayor o menor medida, las economías emergentes tienen deudas públicas y privadas en dólares. Dado que los ahorristas nacionales también demostraron sentirse más protegidos por el dólar que por la moneda local, formal o informalmente una buena parte de la riqueza financiera nacional esta constituida por depósitos o tenencias de dólares. Si la legislación no ofrece protección a dichas tenencias en el país, la riqueza financiera se mantiene en dólares billetes o emigra al exterior. En cualquiera de estos dos casos, dicha riqueza financiera no permite la creación de crédito dentro del país. Por esa razón, muchas economías emergentes han dado legalidad a la utilización del dólar como moneda para transacciones financieras dentro del país. El resultado es un régimen monetario que permite la utilización del dólar o la moneda local, indistintamente, en los contratos financieros internos de la economía, además del extendido uso del dólar en los contratos externos. Este constituye de hecho o de derecho el régimen monetario típico de una economía emergente. Por eso se habla de la “dolarización” de las economías emergentes.

Existen distintos grados de dolarización de las economías emergentes. Como mínimo están dolarizadas la mayor parte de las deudas externas de esas economías. Los casos típicos de esta dolarización restringida son los de Chile, México y Brasil. En el otro

extremo está la dolarización completa de las economías, como ocurre en Panamá, Ecuador y El Salvador. Y hay muchas economías que al admitir la presencia de contratos en dólares en las transacciones internas tienen un grado intermedio de dolarización entre estos extremos. Por ejemplo Argentina, Perú, Bolivia, Uruguay, Paraguay, Colombia y Venezuela. En Europa, Turquía tiene un grado relativamente elevado de dolarización y en Asia se dan situaciones parecidas a las de Latinoamérica, pero con mayor frecuencia de casos de dolarización restringida.

### **Dolarización restringida, dolarización completa y libre elección de la moneda o “convertibilidad”**

La decisión sobre el grado de dolarización admitida o impuesta por la ley es la clave del régimen monetario de las economías emergentes. Hay naciones para las que la dolarización restringida ha sido un régimen muy eficaz. El mejor ejemplo es Chile. Se trata de una economía que, a pesar de haber sufrido alta inflación durante los 70's y haber necesitado un periodo de tipo de cambio fijo para reducir drásticamente la tasa de inflación, nunca tuvo un alto grado de dolarización de hecho de su economía interna. Por consiguiente, pudo mantener restringido el uso del dólar a las transacciones financieras externas y sin embargo pudo desarrollar intermediación financiera interna de mediano y largo plazo basada en la moneda local y en el uso extendido de la indexación como forma de atenuar el efecto de la incertidumbre sobre su valor futuro.

A pesar de que resulta claro que lo óptimo para una economía emergente sería lograr tener una moneda que inspire confianza tanto a ahorristas nacionales como a inversores extranjeros como ocurre en las economías avanzadas, de tal manera que el grado efectivo de dolarización sea mínimo, no se puede argumentar que para todas las economías emergentes sea conveniente restringir el uso del dólar en los contratos internos ni que sea siempre inconveniente la dolarización completa. En otros términos, hay economías emergentes para las que la dolarización completa es una alternativa tan conveniente como la incorporación de las economías emergentes de Europa Oriental al Euro y hay otras economías en las que la imposición de restricciones legales al uso del dólar en contratos internos impide la existencia de crédito a mediano y largo plazo, por lo que no se puede establecer una regla absoluta y única en materia de régimen monetario óptimo para las economías emergentes. No todas las economías emergentes son como Chile.

Para una economía emergente que no elige incorporarse al Euro ni dolarizar de manera completa su economía pero que de hecho tiene un alto grado de dolarización, el objetivo en materia de régimen monetario debería ser llegar a contar con una moneda nacional que inspire confianza a todo tipo de ahorristas e inversores, de tal manera de pasar a formar parte del club de naciones que tienen una moneda prácticamente única para todos sus contratos financieros y pueden llevar a cabo políticas monetarias soberanas. Esto es lo que se propuso Argentina al lanzar su Plan de Competitividad en 1991. Pero como demuestra una lectura cuidadosa de la experiencia reciente de Argentina, para lograr este objetivo no es cierto que la libre elección de la moneda conduzca necesariamente a mayor confianza en la moneda local de manera permanente. La existencia de persistentes

déficits fiscales y las devaluaciones de las monedas de los principales socios comerciales pueden minar esa confianza. Pero la misma experiencia Argentina demuestra que la reimplantación de restricciones al uso del dólar luego de un período en el que su utilización estuvo permitido, aleja a la economía emergente de la posibilidad de tener una moneda confiable y poder llevar a cabo una política monetaria soberana. Por lo tanto, la clave para encontrar soluciones superadoras está en el diseño de un régimen monetario que sea capaz de conciliar la libre elección de la moneda con la flexibilidad cambiaria.

## La experiencia Argentina reciente

La década de los noventa<sup>4</sup> se caracterizó por la vigencia de una ley de 14 artículos aprobada por el Congreso Nacional el 28 de marzo de 1991. Esa norma, llamada “Ley de Convertibilidad” dio protección legal a un derecho que habían hecho suyo los argentinos, aún cuando la normativa anterior se lo negaba: poder utilizar a las monedas extranjeras, y en particular, al dólar, para proteger sus ahorros y contratar a mediano y largo plazo. La Ley de Convertibilidad fue una de las pocas normas nacidas de los “usos y costumbres” en un país de tradición jurídica napoleónica. Por haber legalizado un uso y una costumbre decidida por la gente, fue desde el vamos una norma muy popular.<sup>5,6</sup>

De la Ley de Convertibilidad se ha destacado, especialmente en el exterior, la supuesta fijación por ley del tipo de cambio en la relación 1 peso = 1 dólar y se la ha analizado como “La Caja de Conversión Argentina” (the “Argentinean Currency Board”). En varias oportunidades expliqué que no había tal fijación del tipo de cambio, porque a lo sumo se ponía un techo a la cotización del peso en dólares (el 1 a 1) pero no se ponía un piso. Es decir, que el peso, en momentos de fuerte entrada de capitales, podía muy bien flotar para apreciarse. Ése constituía el mecanismo natural de salida (exit) del tipo de cambio fijo, sin abandonar la convertibilidad. Es decir, sin quitarle legalidad al uso de monedas extranjeras.<sup>7</sup>

<sup>4</sup> En perspectiva histórica la década del 90 en Argentina comenzó el 1 de abril de 1991 y finalizó el 20 de diciembre de 2001.

<sup>5</sup> La popularidad de la norma quedó demostrada en todas las elecciones desde su sanción, incluida la última que tuvo lugar en octubre de 2001. Los candidatos a senador por la Ciudad de Buenos Aires fueron preguntados en un debate y todos ellos contestaron que debía mantenerse la ley de convertibilidad.

<sup>6</sup> Hernando de Soto, estudioso peruano de la organización espontánea de los “pueblos jóvenes” de Perú, llegó a la conclusión que la legalidad formal de los países subdesarrollados no permite a las familias que operan en la economía informal hacer valer sus contratos y proteger sus derechos de propiedad. Y recomendó crear una nueva legalidad, copiando las normas espontáneamente creadas por la gente en esos pueblos jóvenes”. De esa forma, estas poblaciones marginadas podrían comenzar a acceder al crédito y eso permitiría incorporarlos a la economía capaz de acumular y crecer. En el caso de Argentina, la mejor forma de incorporar a la economía formal a millones de ahorristas e inversores que hasta ese momento habían sido expulsados al exterior u obligados a operar en la informalidad, fue legalizar el uso de las monedas extranjeras y, en particular, el dólar, dado que la expulsión y la informalidad habían tenido su principal origen en el persistente flagelo inflacionario y, últimamente, en el caos hiperinflacionario. Ver: De Soto, Hernando (2000) “The Mystery of Capital”. Basic Books. New York, USA.

<sup>7</sup> Ver: Lessons from the stabilization process in Argentina (1990-1996). En colaboración con Sonia Cavallo. Symposium on Achieving Price Stability - Jackson Hole, Wyoming. Federal Reserve Bank of Kansas City, 1996; La Qualité de la Monnaie (La Calidad del Dinero). Public. *Économie Internationale*, N° 80 – 4° trim. 1999 – Paris 1999. Discurso pronunciado en ocasión de la Ceremonia de Entrega del Doctorado Honoris Causa de la Universidad de Paris 1 – Panthéon Sorbonne- France; Pasión por Crear (Cavallo, Domingo Felipe y De Pablo, Juan Carlos (2001) Editorial Planeta. Buenos Aires, Argentina)

De hecho, en 1997, cuando la Argentina había superado totalmente la crisis Tequila y estaba creciendo vigorosamente, en lugar de absorber el impresionante ingreso de capitales que comenzó a producirse, podría haber dejado flotar el peso. En ese momento la flotación hubiera significado una apreciación y, por lo tanto, se podría haber planteado al Congreso la eliminación del techo 1 a 1 sin provocar ningún sobresalto. Y para sorpresa de todos los que habían confundido la convertibilidad con el cambio fijo, hubiéramos pasado a tener convertibilidad con tipo de cambio flotante, como la tienen la Europa del Euro, Canadá, Australia, El Reino Unido y Singapur. El caso de Singapur es particularmente interesante porque en ese país se salió del tipo de cambio fijo manteniendo la convertibilidad, precisamente a través de la flotación en momentos en que la moneda de Singapur necesitaba apreciarse frente a la Libra Esterlina primero, y frente al Dólar después.

Cabe preguntarse entonces, ¿por qué la Argentina no fue a la libre flotación en 1997, cuando ello hubiera removido del horizonte la Espada de Damocles de la salida traumática con devaluación? La razón es política-electoral. Hacia 1997 se había desatado ya la competencia entre Menem y Duhalde por la candidatura presidencial del Partido Justicialista para 1999, y ambos decidieron utilizar al gasto público provincial como instrumentos para prevalecer en esa contienda. La libre flotación y la apreciación del peso hubieran significado frenar la entrada de capitales financieros de corto plazo y, por consiguiente, la fuente de financiamiento del creciente gasto provincial. En lugar de pensar en consolidar el sistema monetario que había devuelto la confianza a los argentinos, el gobierno prefirió facilitar el financiamiento del creciente déficit fiscal de las provincias, con lo que se creó el problema del endeudamiento excesivo y oneroso que no sólo haría insostenible el tipo de cambio fijo, sino, lo que es mucho más grave, terminaría con la convertibilidad.

En síntesis, ésta digresión sobre lo que pudo haber sido y no fue, pretende argumentar, como punto de partida de este análisis, que lo permanente e importante para el buen funcionamiento de la economía argentina era la convertibilidad y no el tipo de cambio fijo. En otros términos, lo importante era la libre elección de la moneda y no que la moneda nacional fuera inicialmente creada a través de una caja de conversión. Al principio se necesitaba la caja de conversión, es decir el respaldo en dólares 1 a 1 y el tipo de cambio fijo, para que la gente confiara y utilizara el peso. Pero en épocas de fuerte entrada de dólares, la caja de conversión se tornaba innecesaria y el peso podría haber pasado a ser una moneda inspiradora de confianza por el manejo responsable de un Banco Central autónomo. Lamentablemente, la oportunidad de tener convertibilidad sin tipo de cambio fijo se perdió en 1997 y luego de las crisis rusa y brasileña nunca volvió a presentarse.

Pero, si el tipo de cambio fijo era prescindible, ¿por qué lamentarse por la pérdida de la convertibilidad? ¿Era acaso tan importante que los argentinos pudieran elegir libremente la moneda para sus ahorros y sus contratos? En la contestación a estas preguntas está la clave para entender qué es lo que pasó y qué es lo que está pasando en la economía argentina.

## La Convertibilidad y la inversión en los '90

El principal efecto de la ley de convertibilidad, además de eliminar el flagelo inflacionario que había afectado a la economía argentina durante 45 años y que había desembocado en hiperinflación, fue permitir un importante aumento de la inversión. Por primera vez en muchos años, el ahorro nacional pudo canalizarse a la inversión a través de la intermediación financiera que no existía antes, porque había estado prohibida o severamente restringida la captación de depósitos y el otorgamiento de crédito en monedas extranjeras. Cuando los inversores extranjeros vieron que los argentinos estábamos invirtiendo en nuestro país, comenzaron a evaluar inversiones directas y financieras que hasta entonces no habían estado en sus planes. Este proceso fue incentivado por la desregulación de la economía y por la privatización de las empresas del estado. La desregulación y las privatizaciones abrieron oportunidades de inversión al sector privado que antes habían estado monopolizadas por el estado.

<b>Inversión Anual per capita</b> (en dólares a precios constantes de 1995)		
Década	80s	90s
Argentina	1,134	1,421
Brasil	843	909

Fuente: IMF-IFC CD-ROM. 2002 World Development Indicators CD-ROM, World Bank.

Se produjeron fuertes inversiones en los sectores de la energía, los transportes, las comunicaciones, los servicios de almacenaje y comercialización, los servicios financieros, la minería, la agricultura y la industria manufacturera. Todos los indicadores de nivel y calidad de servicios, así como de producción de todo tipo de bienes, ponen de manifiesto el fuerte aumento de la capacidad productiva que se logró a través del aumento generalizado de las inversiones. Nada de esto hubiera ocurrido de no haberse creado la protección a los derechos de propiedad de ahorristas e inversores que se logró con la sanción de la ley de convertibilidad.

## La productividad y el crecimiento de la economía

En décadas anteriores, particularmente durante los '60, también se había logrado una alta tasa de inversión. Sin embargo el crecimiento había sido reducido. ¿Cuál es la explicación del mayor crecimiento durante la década de los '90? Sin lugar a dudas, la diferencia entre la década de los '90 y las décadas anteriores radica en el aumento de la productividad que se logró con la nueva inversión en un contexto de apertura de la economía, desregulación y privatizaciones.

La comparación entre la inversión per capita promedio anual en dólares constantes de 1995 entre la Argentina y Brasil demuestra que en Argentina el aumento de la inversión fue mayor. A pesar del Plan Real, la intermediación financiera en Brasil se siguió

desarrollando en forma similar a como lo había hecho en las décadas anteriores y, por consiguiente, no se produjo un aumento significativo de la disponibilidad de financiamiento para la inversión

<b>Ejercicio de Contabilidad del Crecimiento<sup>8</sup></b>		
<b>Argentina</b>	<b>1970 – 1990</b>	<b>1990 – 1998</b>
Tasa de crecimiento (anual promedio) del PBI	0.7	6.3
Tasa de crecimiento (anual promedio) del stock de capital <sup>9</sup>	0.9	0.6
Tasa de crecimiento (anual promedio) de la fuerza laboral <sup>10</sup>	0.9	1.4
Tasa de crecimiento (anual promedio) de la Productividad Total de los Factores (TFP) <sup>11</sup>	-1.1	4.3
<b>Brasil</b>		
Tasa de crecimiento (anual promedio) del PBI	4.9	2.7
Tasa de crecimiento (anual promedio) del stock de capital	1.9	0.8
Tasa de crecimiento (anual promedio) de la fuerza laboral	2.2	1.3
Tasa de crecimiento (anual promedio) de la Productividad Total de los Factores (TFP)	0.8	0.6

El cuadro anterior muestra como la durante la década de 1990, la Argentina logró revertir la tendencia histórica que, durante las dos décadas anteriores, arrojó una tasa de crecimiento promedio de la productividad negativa. A modo de comparación, se ve claramente cómo Brasil durante la década de 1990, lejos de mejorar la tendencia histórica, tuvo una performance promedio peor a la registrada durante las dos décadas anteriores. La clave para entender el crecimiento argentino durante los '90 está justamente en el aumento de la productividad de los factores.

La apertura de la economía no hubiera sido posible sin la reaparición del crédito que significó la puesta en marcha de la convertibilidad. Sin crédito, la agricultura y la industria manufacturera no hubieran podido modernizarse como lo iniciaron durante los primeros años de la década, y sin modernización, la competencia con el exterior hubiera sido imposible.

<sup>8</sup> Basado en la ecuación de Solow con la forma funcional:  $\partial Y/Y = \alpha(\partial K/K) + (1-\alpha)(\partial L/L) + (\partial B/B)$ . Nótese que Y es el PBI real; K es el stock de capital; L es el stock de la fuerza laboral y B es la productividad total de los factores. Se asume  $\alpha=1/3$ . La metodología utilizada sigue la desarrollada por Jones, Charles I. (1998) "Intorduction to Economic Growth". W.W.Norton & Company, Ins. New York. USA.

<sup>9</sup> Ponderado por la razón del factor capital en el producto igual a 1/3 (i.e.  $\alpha=1/3$ )

<sup>10</sup> Ponderado por la razón del factor trabajo en el producto igual a 2/3 (i.e.  $1-\alpha=2/3$ )

<sup>11</sup> Calculado como el Residuo de la ecuación estándar de Solow.

Las privatizaciones fueron posibles desde que se autorizó la firma de contratos de mediano y largo plazo en monedas extranjeras. Con la larga experiencia inflacionaria de la Argentina y con las distorsiones que había creado la combinación de indexación con control político de los precios y tarifas de los servicios públicos, hubiera sido imposible redactar contratos de concesión a 30 años de no haberse dictado la ley de convertibilidad

La desregulación, es decir, la eliminación de restricciones a la competencia y la organización de mercados donde antes sólo había decisiones administrativas adoptadas por el gobierno, fueron posibles en un contexto de estabilidad de precios. Bajo alta inflación la competencia hubiera sido muy imperfecta y muchos mercados no se habrían podido crear. Para lograr el clima de estabilidad luego de la hiperinflación, la ley de convertibilidad fue la herramienta clave.

<b>PBI y Exportaciones por décadas</b>		
Década	80s	90s
Tasa de crecimiento anual de PBI (a precios constantes)		
Argentina	-1.5	4.6
Brasil	1.5	2.7
Tasa de crecimiento anual de las exportaciones (en dólares corrientes)		
Argentina	4.4	7.9
Brasil	4.5	5.8

Fuente: IMF-IFC CD-ROM. 2002 World Development Indicators CD-ROM, World Bank.

En síntesis, tanto el aumento de la inversión como el incremento de la productividad fueron una consecuencia de la convertibilidad. Y sólo la inversión y la productividad pueden explicar que durante la década del '90 la Argentina haya superado en crecimiento de su economía y en aumento de sus exportaciones al Brasil. Además el crecimiento de la economía fue en la Argentina durante la década del '90 muy superior a lo que habían sido en las décadas anteriores.

### **Las causas de la recesión que se inició a mediados de 1998**

Así como durante la década de los '90 se eliminó la inflación y se recuperó un vigoroso crecimiento de la economía argentina, no es menos cierto que desde mediados de 1998 la

economía entró en recesión y, desde entonces, no ha logrado reactivarse. ¿Es la convertibilidad responsable de esta recesión? La respuesta a esta pregunta requiere analizar la relación entre la convertibilidad, el tipo de cambio fijo y el déficit fiscal.

La recesión iniciada en 1998 tuvo su origen en el aumento del gasto de las provincias que se financió con crédito bancario. Esta política caracterizó al período 1997-1998 cuando Eduardo Duhalde, entonces Gobernador de la Provincia de Buenos Aires, competía con Carlos Menem por la candidatura presidencial del Partido Justicialista en 1999. La gran magnitud asumida por la asistencia bancaria a las Provincias y las altas tasas de interés que éstas estuvieron dispuestas a pagar por préstamos garantizados con los recursos de la Coparticipación Federal de Impuestos, significaron una reducción del crédito al sector privado, manifestado, tanto por el racionamiento crediticio, como por el aumento de la tasa de interés. Este fenómeno se acentuó desde la crisis rusa, cuando comenzó a disminuir la afluencia de capitales hacia todas las economías emergentes

La recesión se hizo más severa y más intratable como consecuencia de la devaluación del Real en Febrero de 1999 y la depreciación sostenida del Euro entre 1999 y mediados del 2001. El tipo de cambio fijo entre el Peso y el Dólar no permitió que el peso se depreciara como habría ocurrido en un régimen de libre flotación y a la recesión se le adicionó un proceso deflacionario imprescindible para reestablecer el equilibrio de largo plazo de los precios relativos entre bienes exportables y bienes domésticos. Una alternativa para atenuar el efecto deflacionario de la posible depreciación del Euro hubiera sido la adopción a partir del 1 de enero de 1999 del patrón Dólar-Euro en reemplazo del patrón Dólar original. Pero de la misma forma como la libre flotación que hubiera sido posible en 1997 no fue ni siquiera considerada, tampoco lo fue la introducción del Euro en el régimen de fijación cambiaria en aquella época. Recién en Marzo de 2001, al asumir nuevamente el Ministerio de Economía propuso e y consiguió la aprobación legislativa para pasar del patrón Dólar al patrón Dólar-Euro, pero la economía ya había soportado durante dos años los efectos deflacionarios de la depreciación del Euro, además de los de la fuerte devaluación del Real.

En síntesis, el déficit fiscal originado en la expansión del gasto provincial y el tipo de cambio fijo entre el Peso y el Dólar, explican la recesión y deflación que sufre la economía argentina desde mediados de 1998. ¿Era entonces imprescindible abandonar la convertibilidad para que algún día se pudiera salir de la recesión? Mi contestación es negativa. Por el contrario, estoy convencido que abandonar la convertibilidad para sacar al país de la recesión fue como demoler la casa para desobstruir una cañería. Lo que había que hacer era encontrar la forma de eliminar el déficit fiscal y corregir los precios relativos sin afectar la protección que la convertibilidad había venido brindando a los derechos de propiedad de ahorristas e inversores en la economía argentina.

La eliminación del déficit fiscal era posible combinando una reducción acotada de los salarios nominales del sector público con una reestructuración de la deuda pública que significara una fuerte reducción de la factura de intereses, particularmente la de las provincias. Con convertibilidad, es decir, sin entorpecer el sistema de intermediación financiera utilizando monedas extranjeras, era más fácil lograr, tanto la reducción salarial

como la reducción de intereses, porque el mantenimiento de un clima de estabilidad monetaria e institucional, permitía una administración ordenada de ambos procesos. De hecho, el Congreso Nacional aprobó la ley que permitía la reducción de salarios nominales y, de no haber sido por el abandono de la convertibilidad, la Corte Suprema de Justicia hubiera avalado esta decisión, tal como lo había hecho con otras reducciones salariales decididas en años anteriores.

Los bancos, los fondos de pensiones y muchos tenedores de bonos argentinos respondieron positivamente a la propuesta de canje de bonos por préstamos garantizados con tasa de interés más baja y plazos más largos, lo que permitió reestructurar nada menos que 55 mil millones de dólares de deuda pública interna y economizar 4 mil millones anuales de intereses. Ello demuestra que, con convertibilidad, era posible concluir un proceso ordenado de reestructuración de deuda. De hecho, el canje de bonos por préstamos garantizados dio al gobierno la mayoría de votos necesaria para imponer las denominadas “cláusulas de salida consensuadas” (en inglés: “exit consent clauses”) en la letra de los contratos de los bonos y alentar así la participación en el canje de la deuda externa.

La corrección definitiva del desajuste en los precios relativos y la inflexibilidad cambiaria determinada por el tipo de cambio fijo podría haberse conseguido perseverando en la eliminación de impuestos distorsivos, insistiendo con el patrón Dólar-Euro y yendo progresivamente a la libre flotación una vez que la deuda estuviera reestructurada y el déficit fiscal fuera prácticamente eliminado. Estas circunstancias se habrían dado a principios de 2002 de no haberse producido el Golpe Institucional del 20 de Diciembre de 2001.

La destrucción de la convertibilidad mediante la combinación de devaluación, reprogramación generalizada de depósitos, pesificación, default de la deuda interna ya reestructurada y ulterior flotación del Peso, significó la demolición de la base institucional y contractual de la economía y la violación generalizada de los derechos de propiedad. Si bien los precios de los bienes exportables pudieron subir mucho, los precios relativos quedaron más desequilibrados que antes, aunque en la dirección opuesta a la que se había dado desde 1998.

La completa desaparición del crédito y las dificultades para el abastecimiento de insumos importados, no están permitiendo lograr una respuesta positiva en materia de exportaciones. La sustitución de importaciones que se alentó corre el riesgo de ser ineficiente y no sostenible en condiciones normales y, simultáneamente, se ha provocado tal caída de la demanda interna, que el resultado es una profundización de la recesión sin antecedentes en la historia argentina.

### **La discusión política sobre la desocupación y la pobreza**

Durante el primer año de la convertibilidad, cuando se produjo un crecimiento del PBI superior al 10 %, las estadísticas registraron una caída de la tasa de desocupación. A su

vez, la fuerte reducción de la tasa de inflación permitió una significativa disminución de la pobreza. Esta tendencia comenzó a revertirse en 1993 para la desocupación y en 1995 para los índices de pobreza. A partir de entonces, se observó una sostenida tendencia al aumento, tanto de la desocupación como de la pobreza.

La discusión sobre la estrategia que debía seguirse para revertir estos fenómenos continuó a lo largo de la década. Quienes estábamos convencidos de la necesidad de preservar la apertura, la desregulación, las privatizaciones y la protección de los derechos de propiedad como herramientas para asegurar el crecimiento sostenido de la economía, insistimos en que se necesitaban reformas laborales, tributarias y de la administración de las políticas sociales para que el crecimiento de la economía fuera acompañado por la disminución de las tasas de desocupación y de pobreza. En materia laboral insistimos en la introducción de flexibilidad contractual, en materia tributaria propusimos y comenzamos a implementar la eliminación de los impuestos al trabajo y otros impuestos distorsivos y reclamamos una administración menos clientelista y más eficiente de la política social, educación, salud y asistencia alimentaria, por parte de los gobiernos provinciales.

Otros dirigentes comenzaron a hablar de “cambio de modelo” porque sostenían que las reformas económicas de la década, a las que caracterizaban como “neoliberales” eran las responsables del aumento de la desocupación y la pobreza. Por consiguiente, sólo se podrían revertir las tendencias negativas observadas en la segunda mitad de la década anulando aquellas reformas. Como para ellos el símbolo de las reformas “neoliberales” era la Ley de Convertibilidad, comenzaron a sugerir su derogación. Los dirigentes más importantes que abrazaron esta posición son Eduardo Duhalde en el Partido Justicialista y Raúl Alfonsín en el Partido Radical. Ninguno de los dos consiguió éxito electoral con ese discurso en el ámbito nacional, pero ambos creyeron que la evolución de los acontecimientos económicos y sociales durante el año 2001 les estaba dando la razón. Por eso, cuando Eduardo Duhalde asumió la Presidencia de la Nación apoyado por Raúl Alfonsín, creyó que las circunstancias lo habían convocado para eliminar la Ley de Convertibilidad y “cambiar el modelo”. Ambos esperaban contribuir de esa forma a disminuir la desocupación y la pobreza.

### **La discusión profesional sobre la deuda pública y el régimen cambiario**

Mientras en el plano político las posiciones tendían a diferenciarse a causa de las diferencias de diagnóstico y de estrategia para revertir el aumento de la desocupación y la pobreza, los economistas profesionales discutían sobre la sustentabilidad de la deuda pública y del régimen cambiario.

Las posiciones más enfrentadas se daban entre los defensores de la dolarización, que en general argumentaban que luego de adoptar ese régimen monetario, la disciplina fiscal bastaría para asegurar el cumplimiento de la deuda y los partidarios de la flotación cambiaria, la mayoría de los cuales estaban a su vez convencidos de la inevitable necesidad de reestructuración compulsiva de la deuda, previa declaración del default. Los

primeros argumentaban básicamente que la perseverancia en el sostenimiento de un clima de estabilidad monetaria y cumplimiento estricto del servicio de la deuda recrearía la confianza permitiendo la baja de la tasa de interés y, por consiguiente, la recuperación del crecimiento económico. Los segundos argumentaban que mientras no se corrigieran los precios relativos a favor de los bienes exportables, la economía seguiría estancada y eso llevaría, inexorablemente, a la imposibilidad de seguir pagando normalmente los servicios de la deuda.

Si bien yo compartía la mayoría de los argumentos de los partidarios de la libre flotación, y así lo había manifestado al lanzar el Plan de Competitividad, en marzo de 2001, estaba tan convencido como los partidarios de la dolarización, que una afectación gravosa de los derechos de propiedad de quienes habían ahorrado y confiado en el país haría imposible la recuperación del crecimiento, por más rápido y contundente que fuera el reajuste de los precios relativos a favor de los bienes exportables. Por eso busque un camino intermedio, consistente en utilizar todas las herramientas no monetarias posibles para corregir el desajuste de precios relativos, aún a costa de demorarlo, pero preservando el régimen monetario, es decir la convertibilidad. En materia de régimen cambiario la idea era avanzar hacia un régimen más flexible, pero solo después de haber reasegurado el equilibrio fiscal con la reducción de intereses de la deuda que se conseguiría a través de una reestructuración ordenada de la deuda.

Lamentablemente, la idea de mantener la libre elección de la moneda y no imponer desde el gobierno alteración alguna a los contratos, ni para dolarizar ni para pesificar, no tuvo suficiente apoyo profesional, posiblemente porque tanto dolarizadores como pesificadores razonaron más sobre el régimen cambiario (es decir sobre la discusión tipo de cambio fijo versus tipo de cambio flotante) antes que sobre el régimen monetario y de protección a los derechos de propiedad en contratos a mediano y largo plazo. La Ley de Convertibilidad había creado el sistema monetario deseado por la gente, pero era compatible con los dos regímenes cambiarios extremos y cualquier variante intermedia, siempre que se dieran las condiciones fiscales necesarias.

### **Una desafortunada coincidencia táctica**

Desde el 1 de noviembre de 2001, día en que anunciamos la reestructuración de la deuda pública en dos etapas, comenzó a gestarse una desafortunada coincidencia táctica entre los dirigentes políticos que querían “cambiar el modelo” y los economistas y empresarios que pregonaban la devaluación. Esta virtual “alianza táctica” fue abonada por importantes medios de comunicación que creyeron que “el cambio de modelo” a partir de la devaluación, brindaría el marco para encontrar una solución al problema de su excesivo endeudamiento. Esta alianza táctica fue capaz de movilizar detrás de sí a todos los deudores, fueran éstos públicos o privados. Al fin y al cabo, las acciones iban a concluir en una suerte de default simultáneo y generalizado que terminaría provocando una fuerte quita en el valor real de las deudas.

Lo que los dirigentes, economistas y empresarios que integraron esta alianza táctica no tuvieron en cuenta, es que los acreedores no eran sólo “inversores financieros del exterior” sino millones de ahorristas que habían confiado en el sistema financiero argentino y millones de trabajadores que aportan mensualmente para tener un ingreso en la vejez. La gravísima afectación de sus derechos de propiedad que resultaría de la reprogramación forzosa y generalizada de depósitos, la pesificación de los contratos en dólares y la devaluación seguida de flotación del Peso haría prácticamente desaparecer la inversión y la compra de bienes de consumo durables, además de crear un clima de inseguridad jurídica dentro del cual se torna ilusorio pensar en canalización de ahorros hacia la inversión.

### **El aumento de la desocupación y la Pobreza**

Las medidas adoptadas por el Gobierno de Duhalde apoyado por Alfonsín<sup>12</sup> desde enero de 2002 han acentuado la recesión de manera extrema y, peor aún, han creado un clima de gran escepticismo sobre la posibilidad de que la economía recupere el crecimiento. Esto provocó un importante aumento de la desocupación y la pobreza. ¿Era esto previsible?

Por supuesto que sí, y de ahí que a lo largo de todo el año 2001, quienes teníamos la responsabilidad de gobernar luchamos para evitar el default y la devaluación.<sup>13</sup> Pero, ¿había realmente alguna alternativa mejor a la que finalmente se aplicó?, ¿No era inexorable que la Argentina cayera en cesación de pagos y crisis cambiaria?, Es más, ¿No se habían producido ambas, el 1 de Diciembre, cuando se introdujo el “corralito” financiero?

La alternativa era perseverar en la eliminación del déficit fiscal de la Nación y de las Provincias, extendiendo a éstas los recortes salariales ya implementados por el Gobierno Nacional desde julio de 2001 y reforzar esta política con una fuerte reducción del gasto de intereses de la deuda pública y postergación de vencimientos de capital a obtener mediante un proceso ordenado de reestructuración de deuda como el que había comenzado el 1 de noviembre. Sin duda, la alternativa implicaba una cierta compulsión en la reprogramación y atenuación de los pagos financieros y una mayor flexibilidad posterior en la determinación del cambio de pesos a dólares, pero ambos procesos debían ser ordenados y afectar lo menos posible a los derechos de propiedad de los ahorristas, inversores y trabajadores.

---

<sup>12</sup> Para una descripción del origen de este gobierno ver: Cavallo, Domingo Felipe (2002) “El Golpe Insitucional”. No Publicado. Disponible on-line: <http://www.cavallo.com.ar/papers/golpe.html>.

<sup>13</sup> Para una descripción de esta experiencia ver: Cavallo, Domingo Felipe (2002) “La Lucha por Evitar el Default y la Devaluación”. No Publicado. Disponible on-line: <http://www.cavallo.com.ar/papers/lalucha.html>.

Para frenar la salida vertiginosa de los depósitos del sistema bancario, el 1 de diciembre se introdujo lo que popularmente se llamó “corralito” que no era otra cosa que un control transitorio de los cambios, como el que tantas veces se había dado en distintos países entre 1870 y 1930, la época del patrón oro, a través de la entonces denominada “suspensión de la convertibilidad”. Pero el “corralito” de Diciembre sólo limitaba las transferencias financieras al exterior y el retiro de dinero en efectivo de los bancos. Los depositantes mantenían tanto el valor como la disponibilidad de sus ahorros para pagos internos, los que podían hacerse con tarjetas de débito, cheques o transferencias entre cuentas bancarias. Simultáneamente, se promovía la bancarización de los pagos, algo que era necesario para mejorar la administración tributaria. Pero el “corralito”, lejos de significar la cesación de pagos y el abandono de la convertibilidad en el sentido de libre elección de la moneda, fue establecido para preservar el valor y la disponibilidad de los ahorros durante el proceso de reestructuración de la deuda pública y de reajuste fiscal de la Nación y las provincias, que era naturalmente complejo.

¿Por qué el Gobierno de Duhalde apoyado por Alfonsín siguió entonces un camino tan equivocado? Nuestra respuesta es que la discusión profesional de los economistas y la prédica de los medios fuertemente endeudados los confundió, a tal punto que creyeron sinceramente que lo que estaban implementando era un “cambio de modelo” que reactivaría la economía, generaría crecimiento y disminuiría la desocupación y la pobreza. En este trabajo quiero enfatizar el aporte de los economistas profesionales a la confusión de los dirigentes políticos.

### ***“Prices right” versus “Property rights”***

Quienes enfatizaban los efectos recesivos y deflacionarios del desajuste en los precios relativos de los bienes exportables y los bienes domésticos propusieron el reemplazo del régimen de tipo de cambio fijo por la flotación del Peso. Pensaban que dejando que los precios relativos se realinearan ( *“set the prices right”*) la economía dejaría de requerir deflación y podría reactivarse a través del aumento de la producción de bienes exportables y sustitutos de importaciones<sup>14</sup>. Lo que no tuvieron en cuenta es que; en la medida que el reajuste de precios relativos implicara el abandono definitivo de la convertibilidad, es decir, de la libre elección de la moneda por la gente, se produciría tal destrucción de los derechos de propiedad (*“property rights”*). Simultáneamente, se harían imposibles los contratos de mediano y largo plazo, con lo que en la práctica desaparecerían, tanto el ahorro en el país, como la inversión empresarial y familiar.

Al mismo tiempo, los que proponían la defensa irrestricta de los derechos de propiedad de ahorristas e inversores financieros, criticaban cualquier intervención gubernamental

---

<sup>14</sup> Joseph Stiglitz acaba de decir en un artículo que era obvio que ello iba a ocurrir, y que ya esta ocurriendo! Ver: Stiglitz, Joseph (2002) “La Recuperación Argentina. Diario El Pais de España. Edición Impresa del 20 de Septiembre de 2002.

destinada a corregir la precios relativos sin abandonar la convertibilidad.<sup>15</sup> Como todas eran críticas, es entendible que dirigentes políticos como Duhalde y Alfonsín, que siempre habían propuesto el “cambio de modelo”, hayan creído que había llegado el momento de hacerlo.

## **El futuro**

El abandono de la convertibilidad, en el sentido de la libre elección de la moneda y el respeto de la moneda original de los contratos, va a impedir que exista la inversión y el aumento de productividad imprescindibles para cualquier proceso de crecimiento sostenible. La reactivación de la economía por aliento a las exportaciones y la sustitución de importaciones se darán en la medida que no requiriera nuevas inversiones importantes, dado que éstas serán muy difíciles de financiar. Además, pasará mucho tiempo antes que el aumento de la producción de bienes exportables y sustitutos de importaciones compense la enorme caída del mercado interno originada en el deterioro de los ingresos reales de la población provocado por la fuerte devaluación del peso.

Este pronóstico desalentador puede cambiar en la medida que se avance en los siguientes frentes:

1. Reestablecimiento del Estado de Derecho en materia económica mediante la declaración de nulidad de la reprogramación forzosa de depósitos y la pesificación de los contratos. El efecto de estas decisiones sobre la inflación dependerá de la reacción del Poder Ejecutivo a esas decisiones judiciales.
2. Elección de un gobierno capaz de ofrecer un nuevo liderazgo que la gente vea como protector de los derechos de propiedad y comprometido en la recreación de las condiciones para que vuelva a haber inversión y aumento de la productividad como durante buena parte de la década del ‘90.
3. Claro compromiso de transformación de las políticas sociales para erradicar la corrupción, el clientelismo y la ineficiencia y conseguir que la inversión en capital humano no sólo aumente sino se distribuya en beneficio de las familias más pobres.

Se trata, sin dudas, de un desafío monumental para el pueblo y la dirigencia argentina.

Si el Gobierno aprovecha la oportunidad que le brindan las decisiones judiciales adversas a las normas que afectaron los derechos de propiedad para comenzar a recrear la confianza de los ahorristas y los compromete a no retirar sus ahorros del sistema financiero argentino, cosa que es perfectamente posible manteniendo los depositantes la disponibilidad de sus fondos para pagos internos a través de transferencias entre cuentas

---

<sup>15</sup> Ver las múltiples críticas de quienes pregonaban la “dolarización” a los planes de convertibilidad, a la introducción del euro y a los sucesivos intentos de reprogramación de deudas. Archivos Diarios Clarín y La Nación (entre otros).

bancarias, empezará a verse la salida. En ese caso, se produciría una apreciación gradual del Peso conducente al equilibrio de los precios relativos a un nivel compatible con la recuperación simultánea de exportaciones y demanda interna.

Si, por el contrario, el Gobierno resiste la declaración judicial de inconstitucionalidad o no logra el apoyo de los ahorristas para mantener los fondos dentro del sistema bancario, el Banco Central se verá obligado a emitir pesos, o aparecerán todo tipo de bonos nacionales, provinciales o privados, no confiables para la gente, que alimentarán un proceso descontrolado de inflación. Eventualmente, los precios relativos volverán a equilibrarse, pero luego de un proceso inflacionario que puede ser largo, impredecible y muy costoso.

Los economistas profesionales podrán ayudar a encontrar el camino correcto en la medida que no insistan en la búsqueda del equilibrio de los precios relativos a costa de la destrucción de los derechos de propiedad de ahorristas, inversores y trabajadores. En el diseño de reglas de juego e instituciones capaces de conciliar el reequilibrio de los precios relativos con el respeto de los derechos de propiedad, radica el aporte que pueden hacer los economistas a la recuperación institucional y moral de la Argentina. Lamentablemente no es éste el camino que están adoptando los organismos financieros internacionales en su labor de asesoramiento a las economías emergentes en general.

### **La opinión de las instituciones financieras internacionales**

La opinión de las instituciones financieras internacionales en materia de política cambiaria ha ido cambiando.

Desde que ocurrieran la crisis mexicana y la brasileña, han aconsejado a los países latinoamericanos inclinarse hacia tipos de cambio más flexibles y dar mayor independencia a sus Bancos Centrales para que estos puedan enderezar su política monetaria a una determinada meta de inflación. Este consejo tiene buenos fundamentos.

Luego de la crisis en la Argentina, estas mismas instituciones y economistas empezaron a rechazar la convertibilidad o libre elección de la moneda, así como la dolarización parcial y total. Si bien no han sido demasiado específicos al respecto, han comenzado a promocionar la nueva alquimia monetaria: la "pesificación" forzada.

En nuestra opinión, están haciendo una lectura equivocada de la crisis argentina. Están perdiendo de vista el efecto muy negativo que el cambio en las instituciones monetarias tuvo sobre la profundidad y gravedad de la crisis.

Ellos no advierten la importancia que el dólar posee en cada una de estas economías emergentes al actuar como anclaje de sus instituciones monetarias y como protección del derecho de propiedad privada de los ahorristas.

## **La pesificación forzosa es una mala idea**

Forzar cambios en las instituciones monetarias para facilitar el ajuste en los precios relativos es una mala idea porque deja a la economía sin reaseguros de protección legal para los ahorros y destruye los mecanismos que permiten la movilización de los mismos hacia el financiamiento de la inversión local.

El consejo de transformar los contratos en dólares en contratos en pesos según el tipo de cambio previo a la flotación intenta evitar que los deudores en dólares se tornen insolventes luego de una gran devaluación. Pero como consecuencia de la pesificación forzada, los acreedores, incluidos los depositantes en los bancos, se encontrarán de improviso con que la composición monetaria de su cartera no es la deseada. Su intento por reconstruir dicha composición aumenta abruptamente la demanda de dólares y provoca una devaluación del peso mucho mayor que la que se requería para ajustar los precios relativos.

Además, la mayor parte de los acreedores demandarán a los deudores y al Estado con el fin de recuperar sus dólares. Este hecho agrega incertidumbre al resultado final, incluyendo el impacto presupuestario de la pesificación.

El caso de la Argentina 2002 demuestra claramente que el intento por realinear los precios relativos cambiando las instituciones monetarias de los años '90 ha agravado la recesión y ha destruido el derecho a la propiedad privada de los ahorristas.

No se debería aconsejar a ninguna economía emergente seguir esta estrategia si lo que se desea es preservar la posibilidad de renovar el crecimiento a través del aumento de la inversión y la productividad. La Argentina deberá trabajar mucho y pronto para reconstruir sus instituciones monetarias y así volver a asegurar a los ahorristas que su riqueza financiera se verá protegida de los cambios arbitrarios en las reglas de juego.

En lugar de prohibir la utilización de dólares en la economía nacional y de intentar forzar el ahorro en pesos, las nuevas reglas de juego deberían aumentar las opciones de elección monetaria de los argentinos. Facilitar el uso del Euro le otorgará al Banco Central argentino la posibilidad de utilizar tanto al Euro como al Dólar como tutores de la moneda argentina. Es imprescindible permitir el ajuste monetario basado en índices de precios apropiados. El peso volvería a ser utilizado para la realización de contratos a mediano y largo plazo si se permitiera la indexación financiera.

Si el Banco Central dicta políticas monetarias de modo tal que con el tiempo los argentinos se convenzan de que el peso brinda una protección tan buena para sus ahorros como el dólar y el Euro, probablemente terminarán utilizando pesos en la mayoría de las ocasiones. Para ese entonces, Argentina habrá conseguido el sistema monetario que prevalece en las economías con una larga historia de estabilidad monetaria.

Por el contrario, si los argentinos se ven obligados a ahorrar en pesos y de tanto en tanto las políticas monetarias son utilizadas para hacer desaparecer deudas, como ya ha

ocurrido en el pasado, el país continuará perdiendo las instituciones monetarias y financieras que nutren el crecimiento económico.

### **Lecciones de la experiencia Argentina para las economías emergentes**

Este recorrido de la experiencia Argentina en materia de régimen monetario y financiero, política cambiaria y sus respectivas crisis permite extraer lecciones que tienen relevancia para las economías emergentes en general:

1. En economías emergentes en las que durante el período de alta inflación la moneda local no llegó a degradarse de manera extrema y el grado de dolarización de facto nunca fue alto, es posible que la utilización de mecanismos indexatorios permita que existan contratos financieros de mediano y largo plazo sin tener que recurrir a la utilización de monedas extranjeras. Chile es el mejor ejemplo de esta alternativa. Pero cuando la historia ha determinado que en una economía haya de hecho un alto grado de dolarización y para permitir la expansión de la intermediación financiera y del crédito se haya decidido integrar un área monetaria o permitir la libre elección de la moneda, cualquier decisión posterior de pesificación forzosa sólo provocará demoras en la consecución del objetivo de tener una moneda local confiable que pueda ser utilizada para llevar adelante una política monetaria soberana.
2. Cuando no existe la posibilidad de integrar un área monetaria que le permita a la economía disponer de una moneda única de alta calidad, la utilización simultánea de la moneda local con una o más monedas extranjeras de alta calidad permite la existencia de todo tipo de contratos financieros, en particular de los de mediano y largo plazo. Esto significa que puede lograrse una gran expansión de la intermediación financiera y de los mercados de capitales, con su consecuente beneficio en materia de creación de crédito y fuentes de financiamiento para la inversión.
3. Si para que funcione este sistema de libre elección de la moneda y exista demanda para la moneda local es necesario crear una Caja de Conversión, es decir, adoptar un régimen de tipo de cambio fijo con respaldo para la moneda local, éste régimen debe ser transitorio y es muy importante aprovechar las primeras circunstancias favorables para introducir flexibilidad cambiaria. Estas se manifiestan en una fuerte tendencia a la entrada de capitales capaz de determinar una apreciación inicial de la moneda que comienza a flotar.
4. Para reducir el riesgo de vulnerabilidad de la economía frente a shocks externos que demanden un cambio en el tipo de cambio real cuando aún se mantiene el tipo

de cambio fijo, es muy importante evitar la acumulación de deuda pública por déficits fiscales persistentes.

5. Cuando se produce un shock externo que requiere flexibilidad cambiaria se deben extremar los recaudos para lograr equilibrio fiscal y desconcentración de vencimientos de la deuda pública, de tal manera de limitar la magnitud de la devaluación nominal sobreviviente.
  
6. En ningún caso debe cambiarse el régimen monetario y financiero en la dirección de una menor protección de los derechos de propiedad de ahorristas y acreedores en general. La pesificación forzosa debe descartarse como instrumento para hacer frente a la crisis. Cualquier ayuda que sea necesario brindar a los deudores debe encararse desde la administración presupuestaria pero cuidando de no destruir la riqueza financiera de los ahorristas que confiaron en las instituciones monetarias y financieras del país.
  
7. A partir de que la moneda local comience a tener una valuación flexible, es indispensable que se admita la indexación en los contratos de mediano y largo plazo. La combinación de existencia de indexación y manejo responsable de la política monetaria por parte de un Banco Central independiente puede acortar los plazos necesarios para que la moneda local pueda adquirir niveles de calidad capaces de provocar el desplazamiento de las monedas extranjeras en la preferencia de los agentes económicos. Esta en definitiva es la prueba ácida del éxito de cualquier régimen monetario.