

# ESTUDIOS ECONOMICOS

---

Vol. XXV (N.S.)

Enero - Junio 2008

Nº 50

---

## VIDA, PASION Y MUERTE DE LA CONVERTIBILIDAD EN ARGENTINA

*Victor A. Beker\**

*Guillermo J. Escudé\*\**

---

### Resumen

Casi cien años después de la creación de la Caja de Conversión, la Argentina procedió a recrearla, precisamente cuando la gran mayoría de los países del mundo habían optado por regímenes de tipo de cambio más flexibles. A diferencia de lo ocurrido en el siglo XIX, en que el peso se fijaba en términos de oro, la moneda de referencia de la Convertibilidad fue el dólar estadounidense. El presente trabajo explora la naturaleza de este régimen, sus orígenes históricos, su funcionamiento en Argentina, las dificultades que implicó para el aparato productivo, y su traumático final.

---

\* Universidad de Buenos Aires y Universidad de Belgrano, e-mail: victor.becker@ub.edu.ar

\*\* Banco Central de la República Argentina, e-mail: gescude@bcra.gov.ar

Los autores agradecen los comentarios a una versión preliminar de este trabajo presentada en la XLII Reunión Anual de la Asociación Argentina de Economía Política por parte de Horacio A. Aguirre y Juan Verstraete. Las opiniones vertidas en este trabajo son de los autores y no necesariamente coinciden con las de las instituciones en que se desempeñan.

*Clasificación JEL:* N16, E61, F31

*Palabras clave:* tipo de cambio - régimen monetario - depresión económica

### **Abstract**

Almost 100 years after the creation of its Currency Board, Argentina recreated it, at a time when most countries in the world had adopted more flexible exchange rate regimes. Instead of pegging the domestic currency to gold as in the XIXth century, this time the peso was pegged to the U.S. dollar. This paper explores the nature of this regime, its historical origin, its functioning in Argentina, the difficulties it generated in manufacturing, and its traumatic end.

*JEL Classification:* N16, E61, F31

*Keywords:* exchange rate - monetary regime - economic depression

---

## INTRODUCCION

Poco tiempo después de salir de una breve pero muy costosa hiperinflación, en abril de 1991 Argentina adoptó el régimen de Caja de Conversión (*Currency Board*, conocido localmente como Convertibilidad), el cual se mantuvo vigente hasta su final catastrófico a fines de 2001. El presente trabajo explora la naturaleza de este régimen, sus orígenes históricos, su funcionamiento en Argentina y su traumático final.

Casi cien años después de la creación de la Caja de Conversión en 1899, la Argentina procedió a recrearla. Sin embargo, había una diferencia fundamental: en 1899 los países centrales estaban inmersos en el Patrón Oro, por lo cual nuestro país estaba siguiendo la corriente de los países más avanzados. En cambio, cuando se inició la Convertibilidad hacía ya mucho tiempo que la gran mayoría de los países del mundo habían optado por regímenes de tipo de cambio más flexibles. En este caso Argentina estaba remando contra la corriente. ¿Había razones fundadas para hacerlo? En este trabajo se argumenta que no las había y que adoptar esa forma de tipo de cambio ultra fijo a una única moneda fue un error que pudo haberse evitado. Mientras con la Caja de Conversión de fines del siglo XIX el peso se fijaba en términos de oro, como el Patrón Oro indicaba, la moneda de referencia de la Convertibilidad fue el dólar estadounidense. Argumentaremos que fijar

unilateralmente el tipo de cambio a una única moneda que es poco representativa en cuanto a medida de valor de las transacciones comerciales externas de un país presenta una gran vulnerabilidad al fortalecimiento internacional de esa moneda a consecuencia de la inflexibilidad de precios y salarios que dificulta poderosamente los ajustes deflacionarios.

## I. CAJA DE CONVERSION Y BANCO CENTRAL

Las Cajas de Conversión (CC) tienen tres características distintivas: 1) se trata de un régimen de tipo de cambio fijo a la moneda de un país de referencia, 2) conlleva la promesa (a veces implícita) de que la paridad está fijada “para siempre”, y 3) para hacer más creíbles a 1) y 2) se respalda total o casi totalmente la emisión monetaria (de base) mediante reservas internacionales. Seguramente las primeras dos características son las principales: o sea, establecer un tipo de cambio fijo como régimen permanente. El papel moneda del país que adopta una CC es libremente convertible a una moneda determinada (que típicamente ha sido una moneda “fuerte”) a un tipo de cambio fijo e inamovible. La permanencia del régimen (si tiene credibilidad) tiende a anclar las expectativas. Se supone que si la administración de la economía (incluyendo las políticas fiscales, arancelarias, de endeudamiento público, etc.) es lo suficientemente ordenada, el gobierno no necesitará recurrir a la devaluación ni a la apreciación nominal (lo que implicaría un cambio de régimen). Normalmente se espera que el régimen de CC funcione como una restricción que, al atar las manos del gobierno, lo induzca a tener disciplina fiscal.

El funcionamiento de un régimen de tipo de cambio fijo puede ilustrarse de la siguiente manera. Supongase el caso más sencillo, en que hay una ausencia total de fricciones y no hay bienes no transables, en cuyo caso puede suponerse que rige la hipótesis de la paridad del poder adquisitivo, por la cual el nivel de precios del país está determinado por el nivel de precios del resto del mundo y el nivel del tipo de cambio. Es decir:

$$P = SP^* \quad (1)$$

donde P es el nivel de precios internos, P\* es el nivel de precios en el resto del mundo y S es el tipo de cambio. Como ya se insinuó, esta relación puede ser

válida sólo bajo condiciones muy especiales: no debe haber fricciones (como aranceles, subsidios, costos de transporte, rigidez nominal de precios y salarios, *pass-through* imperfecto del tipo de cambio a los precios, etc.) y todos los bienes deben ser transables internacionalmente. Por tanto, el grado en que esta relación se verifique depende del peso relativo que en la economía considerada tengan los bienes transables y de cuánto pesen las diversas fricciones.

Adicionalmente, se supone el caso más sencillo del equilibrio monetario, en el cual rige (una versión simple de) la ecuación cuantitativa del dinero, esto es:

$$M^o = kPY \quad (1)$$

O sea, la oferta monetaria es igual a la demanda de dinero, la cual es proporcional al producto nominal, o sea, al nivel de precios multiplicado por el producto en términos reales, siendo  $k$  el coeficiente que indica la proporción del PIB nominal que el público mantiene en efectivo. Al suponerse que  $k$  es una constante y que el nivel del producto real  $Y$  depende de factores reales, en el equilibrio monetario el nivel general de precios  $P$  resulta determinado por la oferta monetaria. Es decir:

$$P = M^o / (kY) \quad (2)$$

Utilizando (1) y (2) (y una ecuación análoga a (2) para el resto del mundo) se obtiene:

$$S = P/P^* = (M^o/M^{o*}) (k^*/k) (Y^*/Y) \quad (3)$$

Dadas ofertas monetarias y productos constantes y estabilidad en las demandas de dinero (constancia de  $k$  y  $k^*$ ), se concluye que un tipo de cambio fijo asegura la estabilidad de precios si hay estabilidad de precios en el resto del mundo. La única inflación posible es la inflación importada.

Ahora bien, un tipo de cambio fijo requiere de algún mecanismo que ajuste la oferta monetaria ( $M^o$ ) ante cambios en  $M^{o*}$ ,  $Y^*$  o  $Y$ . Supongamos que un aumento en la oferta monetaria extranjera eleva el nivel de precios internacional. Ello se reflejará en un aumento de las exportaciones y una disminución de las importaciones. Habrá un exceso de divisas en el mercado cambiario; para mantener el tipo de cambio, el Banco Central deberá adquirir dicho excedente para lo cual emitirá dinero aumentando  $M^o$ , de modo de compensar el incremento registrado en  $M^{o*}$ . El nivel de precios domésticos  $P$  variará en proporción con  $M^o$ , restableciéndose

así su relación con  $P^*$ . ¿Qué sucede si lo que varía es  $Y$ ? El aumento en el producto interno generará un mayor saldo exportable y el mecanismo será similar al caso anterior. Finalmente, si lo que aumenta es el producto del resto del mundo, se incrementarán las importaciones, habrá un déficit de sector externo, el Banco Central deberá vender divisas para mantener el tipo de cambio y ello se reflejará en una absorción de moneda local.  $M^o$  caerá compensando la variación registrada en  $Y^*$ . Consiguientemente,  $P$  disminuirá en similar proporción. O sea, se tiene el clásico mecanismo de “precios/flujo de especie” ya descrito por Hume hace más de dos siglos en su crítica al mercantilismo.

Claro está que para que todo este mecanismo funcione de la manera prevista se requiere que se cumplan algunos de los supuestos señalados arriba. En particular, es necesario que los precios sean flexibles -tanto hacia arriba como hacia abajo- y que el nivel del producto se determine por obra de los factores que inciden en la economía real sin intervención de los factores monetarios. Ya se verá cómo el hecho que todos estos supuestos no se verifiquen en la realidad hizo que los mecanismos de ajuste en la Argentina de la Convertibilidad fueran otros. Sintéticamente, si bien el sistema tendió tempranamente a generar desequilibrios funcionó razonablemente en tanto el dólar estuvo relativamente débil a nivel internacional. Sin embargo, el hecho de que muy poco del comercio internacional de Argentina se haga con el área del dólar hizo que cuando el dólar se apreciara en términos reales y en forma sostenida (implicando la apreciación real del peso) la pérdida de competitividad fuera tal que lo que comenzó como una recesión se convirtió en depresión, ausentes tanto la flexibilidad descendente de precios y salarios que (teóricamente) podría corregir el desalineamiento cambiario como la posibilidad de depreciar nominalmente el peso (o sea, dejar atrás la convertibilidad).

La tercera característica señalada de las CC es la del “respaldo pleno” (*full backing*)<sup>1</sup> como la emisión (o contracción) monetaria se produce a consecuencia de

---

<sup>1</sup> Para rastrear en las ideas que fundamentan el tercer punto que caracteriza a la convertibilidad (el respaldo pleno), hay que remontarse a la corriente bullionista que se desarrolló en Inglaterra a comienzos del siglo XIX y que contó, entre sus principales exponentes, a autores como Henry Thornton, John Wheatley y David Ricardo. El bullionismo sostenía que los bancos debían respaldar totalmente sus pasivos con oro. Argumentando que si no fuera así, aquellos se verían tentados a emitir dinero en exceso, lo cual promovería la inflación. Recordemos que en aquel entonces los bancos emitían papeles que circulaban como dinero y la discusión era sobre qué tipo de respaldo debían tener esos pasivos. Los antibullionistas, en cambio, sostenían la teoría de las letras reales, desarrollada por John Law, Sir James Stewart y Adam Smith. Esta corriente afirmaba que los bancos emitían sus papeles en canje por letras de comercio. Por tanto, la emisión estaba limitada por las necesidades del comercio y nunca podía existir un exceso de emisión. Si, por accidente, se produjera algún exceso, no habría peligro de inflación ya que aquél retornaría a los bancos al pagarse las letras de cambio.

las compras (o venta) de divisas efectuadas para mantener fijo el tipo de cambio, el valor en moneda doméstica de las reservas internacionales de una CC varían en el tiempo en una magnitud equivalente a la variación de la emisión monetaria. Además, como típicamente se ha tendido a inaugurar las CC procurando que las reservas internacionales existentes cubran aproximadamente el papel moneda en circulación, ese “respaldo pleno” inicial necesariamente se mantiene en el tiempo por la forma en que se produce la nueva emisión (comprando reservas).

La importancia de esta característica de las CC es que torna difícil un ataque especulativo exitoso contra el tipo de cambio fijo, ya que aún si todos los agentes que tienen la moneda doméstica quisieran canjearla por moneda fuerte, la CC estaría en situación de facilitarlo. Pero si bien el éxito de un ataque especulativo resulta así dificultado, sigue siendo posible, ya que potencialmente los agentes que tienen depósitos bancarios podrían también querer canjearlos por moneda fuerte si sospechan de la estabilidad del sistema bancario. Y la CC típicamente no estaría en situación de garantizar también el canje de los depósitos bancarios a moneda fuerte. En Argentina había buenas razones para desconfiar de la robustez del sistema bancario ya que el dogma de la paridad eterna con el dólar hacía que el Banco Central no introdujera regulaciones que desincentivaran la dolarización de los depósitos así como los descalses de monedas de los bancos y, fundamentalmente, de los deudores de los mismos. Esa falta de regulaciones tornó crecientemente vulnerables a los bancos a cualquier devaluación a medida que se fueron dolarizando los depósitos.

Un aspecto adicional de las CC es que, a diferencia de un país que directamente utiliza la moneda de otro país en sus transacciones domésticas (como ha sido el caso de Panamá con el dólar de EE.UU. desde sus orígenes, con la excepción de las monedas metálicas, y es actualmente el caso de El Salvador y de Ecuador), el gobierno del país que tiene la CC cobra “señoreaje”, o sea, intereses sobre las reservas internacionales que respaldan a la emisión monetaria, lo cual tiene un impacto fiscal positivo. Como se verá, ésta fue una de las razones históricas de la implantación de Cajas de Conversión en diversas colonias británicas.

La adopción de un régimen de CC implica la renuncia por parte del Banco Central a la política monetaria activa. La oferta monetaria se torna endógena y el nivel de reservas internacionales es determinado por la demanda de dinero. Todo excedente de dinero no deseado se traduce en pérdida de reservas del Banco Central. Según sus mentores, una de las principales ventajas de la CC es precisamente que

la demanda y oferta de dinero se equilibran automáticamente. Sin embargo, esa forma de tener equilibrio monetario puede esconder desequilibrios en la economía real si el resto de las políticas no están coordinadas como para compensar la imposibilidad de tener una política monetaria activa que pueda responder a las diversas perturbaciones que suelen golpear a la economía. Además, en el mundo real las políticas tributarias de gasto público, arancelarias, etc., no suelen tener el grado de flexibilidad y rapidez de ajuste que sí puede tener la política monetaria. Por ello, quienes aboguen por el establecimiento de una CC deben esgrimir fuertes evidencias de que están en condiciones de lograr tal flexibilidad y rapidez en las restantes políticas. Pero, además, deben presentar fuerte evidencia de que la ganancia que puede generar una CC es suficientemente grande como para justificar que otras políticas deban suplantar a la monetaria en lugar de enfocarse en sus ámbitos más naturales.

## II. SURGIMIENTO Y EVOLUCION HISTORICA DE LAS CAJAS DE CONVERSION

Si bien a menudo se ha asociado a las CC (*Currency Boards*) con la doctrina de la Currency School, la relación entre ambas es débil (Schuler (1992)). Cuando en 1844 se aprobó en Gran Bretaña la Bank Charter Act (Ley de carta bancaria), mediante la cual los billetes del Banco de Inglaterra –plenamente respaldados con oro– se hicieron de curso legal, el primer ministro Robert Peel era un adherente a la doctrina de la Currency School. Esta corriente sostenía la deseabilidad de que existiera un monopolio en la emisión monetaria y de que el ente emisor mantuviera reservas por el 100% de la emisión que excediera el núcleo mínimo de la circulación imprescindible. También sostenía que era de mayor importancia regular desde el estado la emisión de billetes que regular la emisión de depósitos.

En aquel entonces, lo usual no era la existencia de un Banco Central que emitiera papel moneda, sino más bien la de múltiples bancos emisores de su propio papel moneda, compitiendo entre sí (“*free banking*”). El Banco de Inglaterra, sin embargo, tuvo durante más de un siglo el privilegio de tener responsabilidad limitada, como contraprestación a su rol en el financiamiento del gobierno, y así mantuvo una influencia fundamental en la emisión monetaria y en la banca de Inglaterra y Gales, análoga a la que tuvo en Banco de Irlanda en Irlanda, y por las mismas razones. Por ello, la Currency School sostenía la deseabilidad de que el departamento de emisión del Banco de Inglaterra estuviera separado de su departamento de banca.

En el caso del Banco de Inglaterra, si bien el departamento de emisión del Banco debía mantener una cobertura del cien por ciento de la emisión monetaria en reservas de oro y plata, el departamento bancario no tenía ningún requerimiento legal en materia de reservas. Por tanto, el Banco en su conjunto podía esterilizar las entradas y salidas de oro al sistema bancario, lo cual no sería posible en una CC *strictu sensu*. Si bien la Bank Charter Act sólo le dio el monopolio de emisión al Banco de Inglaterra en el área de Londres, prohibió que los bancos nuevos emitieran y que los demás bancos existentes aumentaran su volumen de emisión, lo cual en la práctica era equivalente al otorgamiento de un estatuto monopólico. En resumen, la Bank Charter Act transformó al Banco de Inglaterra en un antecesor de un banco central moderno (a pesar de que seguía siendo privado), lo cual tiene significativas diferencias con la (más restringida) institución de la CC. Tras la crisis de la banca Baring, en 1890 también se facultó al Banco de Inglaterra para actuar como prestamista de última instancia, siguiendo una propuesta formulada por Walter Bagehot. Esta facultad es claramente incompatible con una CC.

El sistema de CC se desarrolló en las colonias británicas. Con precedencia a las CC, varias de ellas tuvieron su propia emisión de papel moneda. Sin embargo, de vez en cuando esa emisión se convertía en circulación forzosa de papel moneda depreciado a raíz de su uso en el financiamiento del gobierno. Por ello, la corona británica buscó un instrumento que imposibilitara tal financiamiento inflacionario en sus colonias y no obstante les permitiera obtener señoreaje mediante los intereses ganados a raíz del depósito de sus reservas internacionales en Londres. A diferencia de lo que aconteció en Gran Bretaña a partir del Bank Charter Act, en las colonias que tenían autogobierno los bancos emisores tendían a ser múltiples y a tener suficiente poder de *lobby* como para contrarrestar cualquier intento de establecer un monopolio. De hecho, cuando el gobernador de la Provincia de Canadá, quien era partidario de la *Currency School*, propuso el establecimiento de una CC, fue impedido de llevarlo a cabo por los bancos. En las colonias que no tenían autogobierno, el gobierno imperial no tenía deseo de que pudieran emitir moneda propia, especialmente influenciado por quien fuera secretario financiero del Tesoro británico a partir de 1852 y partidario de la *Banking School*, que tendía a favorecer la competencia en la emisión.

La primera CC tuvo lugar en 1849 en la colonia británica de la isla Mauricio, actualmente perteneciente a la India. En 1850 se lo estableció también en Nueva Zelanda, donde el gobierno imperial consideraba que había una situación ideal para poner a prueba las ideas de la *Currency School*. A diferencia del caso de Canadá, Nueva Zelanda no tenía auto-gobierno sobre el que los bancos emisores pudieran hacer lobby, así que la cuestión podía ser decidida por el gobernador. Sin

embargo, cuando en 1856 Nueva Zelanda obtuvo la facultad de auto-gobernarse, una de las primeras medidas fue abolir la CC y permitir la emisión bancaria competitiva, lo cual prosiguió hasta que en 1934 se estableció un banco central. En 1884, Ceilán –hoy Sri Lanka- adoptó una CC, siguiendo el modelo de Mauricio. En 1899 se implantaron CC en los Estrechos (Singapur, Penang y Malaca), y también en las Islas Malvinas.

Argentina, cuya economía estaba muy integrada a la del *Commonwealth británica*, si bien desde una posición de independencia política, dictó en 1899 la Ley de Conversión por la cual se creó la Caja de Conversión. La misma de hecho ligaba al peso con la libra esterlina, ya que en Gran Bretaña regía el patrón oro. La CC argentina estuvo vigente hasta 1914 (año en que comienza la Primera Guerra Mundial), cuando también Gran Bretaña abandonó el patrón oro para facilitar el financiamiento de sus gastos bélicos. Después de la guerra, Argentina restableció su CC por un corto periodo en 1927, dos años después que Gran Bretaña volviera al patrón oro. Ante la crisis mundial de 1929, Argentina volvió a salir de su CC, esta vez anticipándose al nuevo abandono del patrón oro por parte de Gran Bretaña en 1931 que había estado sufriendo las consecuencias de haber restablecido el mismo con la vieja paridad. Con la inflación que había tenido en el ínterin, su moneda estaba muy sobrevaluada en términos reales.

La Ley de Conversión preveía que “la Caja emitirá y entregará a quien lo solicite, billetes moneda de curso legal por (cada) 44 centavos oro que reciba por este medio”. Es decir, el tipo de cambio se fijaba en 0,44 pesos oro por peso papel o, lo que es lo mismo, 2,2727 pesos moneda nacional por peso oro. La Caja sólo podía emitir billetes a cambio del equivalente en oro sellado y debía entregar pesos oro a cambio del equivalente en pesos moneda nacional.

La Caja de Conversión argentina fue acorde con el régimen de patrón oro imperante en aquel momento en el mundo y con el hecho que el principal socio comercial argentino era Gran Bretaña, centro de dicho régimen. Presentó las mismas virtudes e inconvenientes que el patrón oro. Con la desaparición del patrón oro dejó de tener sentido y las CC sólo perduraron en las colonias. Efectivamente, durante el siglo XX, el sistema se extendió a muchas colonias británicas. En el caso de la CC del África Occidental, la razón básica de su implementación fue el deseo de cobrar señoreaje. Luego de un largo trámite que comenzó con el pedido al Tesoro británico de que se compartiera el señoreaje, en 1913 finalmente se resolvió crear la CC del África Occidental. Esta tenía su centro en Londres y oficinas en las colonias<sup>2</sup>. Las

---

<sup>2</sup>El West African Currency Board abarcaba las colonias de Gambia, Sierra Leona, Costa de Oro (Ghana) y Nigeria.

reservas internacionales debían estar depositadas en Londres. Hasta la creación de la CC del África Occidental en 1913, las CC canjeaban sus monedas “domésticas” por monedas de oro o plata. El de África Occidental fue el primer caso donde se preveía el canje por libras esterlinas. A partir de entonces, el resto de las cajas de conversión del dominio británico siguieron este modelo.

La colonia británica de Hong Kong estableció su caja de conversión en 1935 y la ha mantenido hasta el presente, con la excepción de un período de unos diez años antes de 1983, en que lo retomó. El sultanato de Brunei se convirtió en protectorado británico en 1888 y dependencia británica en 1905. Después de su ocupación por Japón durante la Segunda Guerra Mundial, Gran Bretaña le otorgó parcial independencia en 1959 (reteniendo la defensa y las relaciones exteriores hasta 1984) y fue coronado el actual sultán en 1967 (a los 22 años de edad). Ese mismo año fue creada la CC de Brunei. A mediados de los años '50 casi todas las colonias británicas subsistentes tenían un régimen de CC.

También hubo colonias o semi-colonias no británicas que adoptaron CC. Filipinas lo adoptó, estando bajo el dominio de Estados Unidos. Otras CC no británicas fueron las de Rusia del Norte (1918, durante la guerra revolucionaria), Danzig (1923), Somalia (1950), Libia (1950), Sudán (1957), Yemen del Norte (1964) y Suazilandia (1974).

En el caso de Libia, el país había estado bajo dominio italiano; concluida la guerra con la derrota de la potencia colonial, el país quedó sujeto a un mandato de Naciones Unidas. Una misión del Fondo Monetario Internacional aconsejó el establecimiento de una CC como primer paso hacia la creación de un banco central, y la CC comenzó a operar en 1950 hasta ser reemplazada en 1955 por un banco central.

A medida que las colonias fueron adquiriendo su independencia de Gran Bretaña optaron por sustituir las CC por bancos centrales. Hacia comienzos de los '90 sólo existían cajas de conversión en Hong Kong, Brunei, islas Cayman, Gibraltar, islas Malvinas e islas Faeroes (Dinamarca). Hong Kong, las islas Cayman, Gibraltar y las Malvinas eran posesiones británicas. Brunei también lo había sido e incluso la CC de las islas Faeroes era de manufactura británica aún cuando la isla era posesión danesa. Fue entonces que Argentina estableció el régimen de Convertibilidad (1991).

### III. CONTEXTO HISTORICO EN QUE SE INSTAURO LA CONVERTIBILIDAD EN LA ARGENTINA

En la Argentina del siglo XX, la década de los '80 comenzó con el fracaso del proceso de estabilización y liberalización de la última fase del gobierno militar establecida en 1976. El intento de reducir la inflación anclando el tipo de cambio a un *crawling peg* (la célebre “Tablita cambiaria”) y de liberalizar el sistema bancario sin regulaciones adecuadas terminó en una aguda crisis cambiaria, bancaria y de deuda. Como en muchos otros países, incluyendo Chile y Uruguay (los otros del “cono Sud”) la crisis se precipitó cuando en EE.UU. se produjo un repentino cambio en la combinación de políticas macroeconómicas hacia una política fiscal expansiva y una política monetaria muy contractiva. La descomposición del régimen militar llevó al absurdo intento de buscar apoyo popular a través de la aventura de las Malvinas. La derrota precipitó la vuelta a la democracia en un contexto económico poco auspicioso si se tiene en cuenta que el gobierno había dejado de pagar la deuda pública externa, engrosada por la socialización de deudas privadas efectuada luego de la devaluación a través de diversos mecanismos, y que estuvo jaqueado tanto por elementos militares como por los sindicatos peronistas.

El fracaso en el intento de fortalecer la situación fiscal y el abuso del financiamiento monetario en un contexto de estancamiento económico, dieron lugar a un proceso de inflación creciente, llegándose a mediados de 1985 a una inflación mensual del 30%, lo que motivó el lanzamiento de un plan de estabilización (“Plan austral”) que incluyó una reforma monetaria que creó el “austral”, la fijación del tipo de cambio, y también controles de precios y salarios con el objetivo de reducir las expectativas de inflación. El componente fiscal del plan se basó en retenciones a las exportaciones, aumentos de aranceles de importación y un impuesto nuevo sobre el ingreso (que se denominó “ahorro forzoso”). Pero se fracasó en aumentar los ingresos fiscales en forma sustancial, en retomar el crecimiento y en producir un cambio sostenido en las expectativas de inflación. Se recurrió en forma creciente al financiamiento mediante encajes no remunerados o parcialmente remunerados en el sistema bancario. Pero luego de diversos intentos infructuosos de estabilizar la situación (como el “Plan Primavera”) el proceso desembocó en una espiral hiperinflacionaria que forzó la renuncia anticipada del primer presidente de la nueva era democrática.

Si bien el proceso hiperinflacionario no fue extendido en el tiempo, puede decirse que constituyó el evento más traumático que la sociedad argentina había experimentado durante el siglo XX, en parte porque sus efectos alcanzaron a todas las capas sociales. La presidencia de Menem comenzó el 9 de julio de 1989, mes

en que la tasa de inflación intermensual alcanzó cerca de 200%. El 26 de diciembre de ese año se implementó el Plan Bonex, mediante el cual se convirtieron a bonos en dólares a 10 años la deuda pública que vencía ese año así como la mayor parte de los depósitos a plazo fijo del sistema financiero. La segunda de estas medidas extremas eliminó el déficit cuasi-fiscal del Banco Central. Ese mismo año comenzó un ambicioso programa de privatizaciones de empresas públicas, que incluyó casi todas las empresas estatales (Aerolíneas Argentinas, Entel, YPF, SEGBA, Obras Sanitarias), la mayoría de los bancos provinciales, el Banco Hipotecario, la concesión de rutas, autopistas, ferrocarriles, empresas militares, etc.

Luego de que tres fugaces ministros de economía intentaran estabilizar la situación experimentando con diferentes regímenes cambiarios y se viviera un segundo brote hiperinflacionario, en abril de 1991 el nuevo ministro (Domingo Cavallo) lanzó el Plan de Convertibilidad. Igual que en otras experiencias hiperinflacionarias, en Argentina el tipo de cambio se había convertido en la variable clave para definir las expectativas de inflación. Por ello, anclar el tipo de cambio era la vía más clara para cortar esas expectativas de cuajo, siempre que esa medida estuviera acompañada por otras complementarias que dieran credibilidad a la duración en el tiempo de esa fijación. Las medidas radicales que ya se habían comenzado a implementar jugaron ese rol, incluyendo la agenda de privatizaciones, la apertura externa unilateral y rápida de la economía, la reforma del sistema financiero y la modificación de la carta orgánica del Banco Central.

#### IV. LA RECIENTE CAJA DE CONVERSION ARGENTINA: LA CONVERTIBILIDAD

Es difícil saber exactamente cómo surgió la idea de introducir una CC en Argentina.<sup>3</sup> Ciertamente, quienes la implementaron son quienes más pueden aportar sobre este tema. La idea de fijar el tipo de cambio para anclar las expectativas era moneda corriente en los círculos académicos. Pero quizás la impronta cultural autóctona de evitar los términos medios y tender al impacto mediático llevó a buscar algo original que, se afirmaba, sería una solución permanente a la dramática historia inflacionaria del país. Algunos pensaban que había un gran beneficio en “atarse las manos”: si se establecía una CC, el gobierno (y sobre todo los futuros gobiernos, pues el que la establecía tenía el beneficio de una sola vez de disponer de los enormes ingresos provenientes de la venta masiva de los activos del estado)

se vería impedido de recurrir al Banco Central para su financiamiento monetario. Por ello, no le quedaría otra salida que poner las cuestiones fiscales en orden. Como veremos, sin embargo, la realidad no tardó en desmentir esta visión simplista.

La Ley de Convertibilidad fue aprobada el 27 de marzo de 1991, cuando la moneda de curso legal era aún el austral. El Artículo 1 declaraba que el austral sería convertible al dólar y fijaba el tipo de cambio con el dólar a razón de 10.000 australes por dólar, desde el 1° de abril de ese año. Una nueva reforma monetaria poco después convirtió cada 10.000 australes en un peso. Los Artículos 2 y 3 de la ley afirmaban que el Banco Central vendería dólares a ese tipo de cambio eliminando de la circulación la moneda nacional que recibiera a cambio, y que podría comprar moneda extranjera con sus propios recursos emitiendo moneda doméstica. Es interesante observar que la Ley sólo fijaba el tipo de cambio al cual el Banco Central compraría dólares, reservándole la posibilidad de que los vendiera a una cotización menor. Esta flexibilidad les daba a las autoridades un instrumento anti-ataque especulativo ya que podía aumentarse el costo de especular contra la moneda local. Si el especulador, por ejemplo, se endeudaba en pesos para comprar dólares (esperando poder repagar su deuda con la venta de dichos dólares a un precio mayor y ganar una diferencia) se introducía la posibilidad de que tuviera que vender a un precio menor al de compra y en lugar de ganar, perder un margen considerable. De hecho, esa flexibilidad fue utilizada a fines de 1992, pudiendo abortarse una incipiente corrida contra el peso. El Artículo 4 afirmaba que el Banco Central tendría reservas en oro y moneda extranjera equivalentes a no menos del 100% de la base monetaria. Sin embargo, se incluía cierta flexibilidad al admitir entre los componentes de las reservas los bonos emitidos por el gobierno nacional denominados en dólares u otras monedas fuertes<sup>4</sup>.

---

<sup>3</sup> La visión de Kurt Schuler es la siguiente: a fines de los 80 él estaba trabajando sobre su disertación doctoral sobre Cajas de Conversión, que terminó en 1992. En el verano (del hemisferio norte) de 1989 trabajó en Hong Kong con John Greenwood, un británico que había impulsado fuertemente el retorno de Hong Kong a su CC en 1983. Y en el verano siguiente comenzó su colaboración con Steve Hanke (de la Johns Hopkins University). Ambos estaban interesados en las CC. También trabajó con George Selgin (de la Universidad de Georgia) diseñando una propuesta de CC para Lituania, a raíz de lo cual el gobierno los invitó a ese país. En 1990, Schuler y Hanke escribieron una propuesta para establecer una CC en Yugoslavia, donde el segundo era asesor del vice-primer ministro. Y “a fines de 1990 o muy temprano en 1991”, el dúo terminó una propuesta similar para Argentina. Según Schuler (2006), la propuesta para Argentina no se tradujo ni publicó hasta después de que la Convertibilidad se estableciera, pero antes de entonces Hanke había hablado con el Presidente Menem sobre la propuesta.

<sup>4</sup> Otros artículos de la ley: 1) obligaban al Banco Central a reflejar en forma transparente el tamaño y la composición de las reservas y de la base monetaria, 2) definían a la base monetaria como los billetes y monedas en circulación más los depósitos a la vista de las entidades financieras en el BCRA, 3) declaraban no embargables a las reservas internacionales y prohibía que fueran utilizadas para otro motivo distinto que lo especificado en esa ley, 4) prohibían la indexación de contratos.

A fin de garantizar la paridad de 10.000 australes (o sea, un peso) por dólar estadounidense, la ley establecía en su artículo 4º que “en todo momento, las reservas de libre disponibilidad del Banco Central de la República Argentina en oro y divisas extranjeras, serán equivalentes a por lo menos el ciento por ciento (100 %) de la base monetaria”. El Banco Central sólo podía emitir moneda doméstica contra dólares y debía suministrar la divisa americana a la paridad establecida. De hecho, el Banco Central se convertía en una CC. A diferencia de una CC, un Banco Central tiene mecanismos adicionales (o sea, aparte de la que se asocia con la fijación del tipo de cambio) de crear dinero: el crédito al sistema bancario doméstico y el crédito al gobierno. En cambio, bajo el régimen de convertibilidad el Banco Central no podía financiar déficit fiscal con emisión monetaria ni actuar como prestamista de última instancia en caso de desatarse una corrida bancaria<sup>5</sup>.

Sin embargo, la reforma de la Carta Orgánica del BCRA (sancionada el 22 de octubre de 1992) estableció varios mecanismos que le otorgaban al Banco Central cierta flexibilidad que una caja de conversión *strictu sensu* no tendría. En particular, el Artículo 33 especificaba que hasta un tercio de las “reservas que son prenda común” podían estar compuestas por títulos públicos valuados a precios de mercado. Y el Artículo 60 afirmaba que en forma transitoria, durante el transcurso del primer directorio del BCRA designado según la nueva Carta Orgánica, el máximo de títulos públicos admitidos en la definición de las reservas internacionales sería un quinto (en lugar de un tercio). El Artículo 20 afirmaba que el Banco Central sólo podía financiar al gobierno nacional a través de la compra, a precios de mercado, de títulos públicos. Además, se especificaba que las tenencias de títulos públicos del BCRA no podían crecer (a valor nominal) más del 10% en cada año calendario. El Artículo 19 prohibía al BCRA otorgar préstamos a los gobiernos municipales, provinciales o nacionales, o a bancos, individuos o empresas. Finalmente, el Artículo 17 le daba potestad al BCRA para otorgar redescuentos o adelantos (con garantías) a las entidades financieras que tuvieran problemas transitorios de liquidez, por montos no superiores a su patrimonio neto<sup>6</sup>.

La posibilidad que los artículos 33 y 60 brindaban de mantener hasta un 20% de las reservas de libre disponibilidad en títulos públicos valuados a precio de mercado (que se elevaba al 33% a partir de la asunción del segundo directorio del BCRA, cosa que ocurrió en septiembre de 1995) significaba que los pasivos monetarios podían aumentar (disminuir) sin que cambiaran las reservas líquidas y viceversa<sup>7</sup>. Es decir, la autoridad monetaria podía financiar tanto al sector público

---

<sup>5</sup> Canavese, A., (2001).

<sup>6</sup> Esta limitación fue relajada en 1995 a raíz de la crisis bancaria.

como al sistema financiero a través de la compra de títulos públicos denominados en divisas sujeta a las limitaciones de los Artículos 19 y 20. Por otra parte, la función de agente financiero del gobierno posibilitaba que el BCRA cancelara compromisos de éste con el exterior sin recibir la contrapartida en pesos por parte de la Tesorería. Finalmente, el BCRA podía afectar la oferta monetaria modificando los encajes legales que el sistema bancario debía mantener. En ocasión de la crisis “del tequila”, en 1995, el BCRA hizo uso de estos mecanismos para hacer frente a la corrida bancaria y cambiaria. La supervivencia del régimen de Convertibilidad a esa crisis generó en sus propulsores la equivocada impresión de que se había visto confirmada la posibilidad y conveniencia de mantener al régimen en forma permanente. Sin embargo, la crisis “del tequila” fue una mera crisis de contagio. Las verdaderas pruebas estaban por venir y las dificultades que el régimen generaba en el aparato productivo se fueron acumulando en los años subsiguientes cuando el dólar se apreció en términos reales contra todas las demás monedas y además se sucedieron diversas crisis financieras.

## V. RESULTADOS INMEDIATOS DE LA CONVERTIBILIDAD

El régimen de Convertibilidad fue exitoso en cuanto a su objetivo inmediato de abatir la inflación: tras alcanzar un pico de casi el 5.000% anual en 1989, la variación del IPC fue 1344% en 1990 y aún del 84% en 1991, el primer año de la Convertibilidad. La inflación siguió bajando en los años siguientes y fue tan solo 3.9% en 1994 y 1,6% en 1995 (aunque éste fue un año de recesión).

---

<sup>7</sup> Broda, C., (1996).

Cuadro 1-Tasas de inflación anual (IPC)

Año	%
1989	4923.5%
1990	1343.9%
1991	84.0%
1992	17.5%
1993	7.4%
1994	3.9%
1995	1.6%
1996	0.1%
1997	0.3%
1998	0.7%
1999	-1.8%
2000	-0.7%
2001	-1.5%
2002	41.0%

*Fuente:* INDEC.

A este resultado contribuyó de manera significativa la apertura económica, al obligar a los precios internos de los bienes transables a alinearse con los internacionales. Sin embargo, la persistencia inflacionaria fue suficiente como para que hubiera una muy significativa apreciación real luego de la fijación del tipo de cambio. Según Garegnani y Escudé (2006) el peso estuvo aproximadamente en su nivel de equilibrio a mediados de 1992, por lo cual la mayor parte de la inflación posterior contribuyó a sobrevalorar al peso. Ese estudio toma en cuenta el movimiento de algunas de las variables “fundamentales” que explicarían el nivel de equilibrio del tipo de cambio real multilateral (TCRM): los Términos de Intercambio y el TCRM de EE.UU. Es teniendo en cuenta tales cambios en variables explicativas que decimos que “la mayor parte” de la inflación posterior contribuyó a generar cierto “atraso cambiario”. Si bien el éxito desinflacionario de la fijación del tipo de cambio es innegable, otra cuestión muy distinta fue la de optar por mantenerlo en forma indefinida. Pues las variables que determinan el TCRM de equilibrio se mueven a veces en forma muy persistente en una misma dirección, lo que implica que sin la posibilidad de utilizar la política monetaria y cambiaria en forma activa, y al no adaptarse otras políticas para estabilizar la economía, las rigideces de precios y salarios pueden implicar que el desalineamiento acumulado en el TCRM

con respecto a su nivel de equilibrio no pueda corregirse en “tiempo y forma” mediante el movimiento de precios y salarios. Ello es particularmente cierto cuando se necesitaría un descenso de salarios y precios, o sea, deflación, pues en Argentina diversas rigideces institucionales y legales lo impiden.

También fue exitosa la política en cuanto a permitir a la economía rebotar de la recesión hiperinflacionaria y retomar el crecimiento económico. Como se ve en el cuadro siguiente, se registraron altas tasas de crecimiento en 1991 y 1992 y también satisfactorias tasas de crecimiento en 1993 y 1994.

Cuadro 2 - Tasas de crecimiento anual

Año	%
1989	-6.9%
1990	-1.8%
1991	10.6%
1992	9.6%
1993	5.7%
1994	5.8%
1995	-2.8%
1996	5.5%
1997	8.1%
1998	3.9%
1999	-3.4%
2000	-0.8%
2001	-4.4%
2002	-10.9%

*Fuente:* Dirección Nacional de Cuentas Nacionales, BCRA.

La acelerada apertura económica se tradujo en un rápido crecimiento de las importaciones que, en muchas ramas de actividad, desplazaron a la producción nacional. El resultado fue el cierre de numerosas empresas y/o el despido de parte importante de su plantilla. Como señala Beker (2000) “la gran destrucción y creación de puestos de trabajo fueron la clave para la supervivencia de las plantas que subsistieron, las cuales tienen la responsabilidad principal en los flujos totales de empleos” (en el periodo 1990-95). Durante este periodo la destrucción del empleo fue sostenidamente elevada y excedió permanentemente a la tasa de creación de empleo entre un 36% y un 65%. En consecuencia, se registró una evolución negativa en materia de ocupación, aún antes de desatarse la sucesión de *shocks* externos que comenzaron con el efecto tequila. En efecto, según puede observarse en el Cuadro 3, la tasa de desocupación creció sostenidamente a partir de 1992; el nivel de 1994 (11.4%) –en vísperas de la crisis mejicana- ya era un 80% mayor al existente en 1991<sup>9</sup>. Por supuesto, la breve pero significativa recesión que siguió a la crisis “del tequila” hizo elevar fuertemente el desempleo (al 17.2%), a pesar de que la caída del PIB fue de “sólo” 2.8%.

Cuadro 3 - Tasas de desocupación\*

Año	%
1989	7.6
1990	7.5
1991	6.5
1992	7.0
1993	9.6
1994	11.4
1995	17.5
1996	17.2
1997	14.9
1998	12.9
1999	14.3
2000	15.1
2001	17.4
2002	19.7

Fuente: INDEC.

\*Promedio simple de las mediciones anuales.

<sup>9</sup> Los aranceles fueron reducidos drásticamente, lo cual contribuyó a una convergencia de los precios domésticos con los internacionales.

Por otro lado, las perspectivas de estabilidad futura, la privatización de empresas públicas y la existencia de un tipo de cambio fijo garantizado por ley alentaron un masivo ingreso de capitales. Ello expandió la demanda agregada, lo cual se tradujo en un fuerte incremento en las importaciones.

La agresiva competencia de las importaciones hizo erosionar la rentabilidad de las actividades industriales en sectores que compiten con las importaciones y que no pudieron reaccionar a tiempo para elevar su productividad. En cambio, otras empresas hicieron fuertes inversiones para sobrevivir, en buena medida en maquinaria importada. En cambio, los sectores productores de bienes y servicios no transables seguían naturalmente protegidos, por lo cual una parte significativa de las inversiones se realizaron en esos sectores, en particular, los importantes servicios no transables privatizados (como la telefonía, el agua, etc.) pero también empresas mucho más pequeñas. Una parte de esa inversión se financió mediante el endeudamiento con el sistema financiero. Además, gran parte del endeudamiento de los sectores no transables fue en dólares (ver Escudé 2002), ya que los bancos tendían a otorgar préstamos en dólares con los depósitos que recibían en esa moneda, mientras el BCRA no desalentaba los depósitos en dólares ni el otorgamiento de préstamos en dólares a sectores cuyos ingresos eran en moneda nacional. Esta falta en la regulación prudencial se basaba esencialmente en la creencia de que la noción de riesgo cambiario era incompatible con el régimen de convertibilidad (que debía ser eterno).

## VI. LA CONVERTIBILIDAD Y LOS MOVIMIENTOS INTERNACIONALES DE CAPITALES

Como resultado del crecimiento de las importaciones muy superior al de las exportaciones, se produjo un creciente déficit de la cuenta corriente del balance de pagos, financiado por ingresos de capitales cada vez mayores, como se puede apreciar en el Cuadro 4. Es decir, si bien entre 1993 y 1998 se produjo un vigoroso incremento de las exportaciones argentinas, el mismo fue acompañado de un aumento mucho mayor de importaciones que tuvieron el doble efecto de desplazar a crecientes porciones de la producción local –generando cierre de empresas, desempleo en ascenso y, finalmente, recesión- y demandar un progresivo incremento en las entradas de capitales.

Cuadro 4 - Balance de Pagos  
(en millones de dólares corrientes)

Año	Cuenta Corriente	Cuenta Capital y Financiera	Errores y Omisiones Netos	Variación de Reservas Internacionales
1992	-5548	9169	-347	3274
1993	-8206	14196	-1740	4250
1994	-10979	13781	-2120	682
1995	-5118	7701	-2685	-102
1996	-6769	12249	-1598	3882
1997	-12137	17709	-2299	3273
1998	-14482	18354	-434	3438
1999	-11944	13772	-628	1201
2000	-8981	8737	-196	-439
2001	-3780	-5439	-3354	-12083
2002	8668	-11404	-1780	-4516

*Fuente:* Dirección Nacional de Cuentas Internacionales, BCRA.

Es bien sabido que el mantenimiento de una paridad cambiaria se hace mucho más difícil en presencia de apertura a los movimientos internacionales de capital.

El régimen de paridades fijas de Bretton Woods colapsó en 1971, no pudiendo sobrevivir a la liberalización de la cuenta de capital ocurrida en la década de los '60. Los países debieron recuperar la independencia de sus políticas monetarias.

Al instaurar un régimen de extrema rigidez como la Convertibilidad junto con una apertura prácticamente irrestricta a los movimientos internacionales de capital, Argentina dejó de lado la posibilidad de tener una política monetaria

independiente, debiendo en su lugar importar la de EE.UU. Sin embargo, no hay razón alguna para pensar que la política monetaria de EE.UU. pueda ser siempre conveniente para la economía argentina. Argentina tiene escaso comercio con la zona del dólar, aún restringiéndonos a productos manufacturados y el dólar presenta largas fases de apreciación y depreciación (nominal y real) contra las restantes monedas del mundo.

Como se señaló, el seguro de cambio que constituía la Convertibilidad atrajo un importante flujo de capitales en un momento en el cual las tasas de interés en los países industriales habían declinado significativamente. Por el funcionamiento de la CC, este ingreso de capitales se tradujo en un incremento en las reservas internacionales del Banco Central y de las importaciones. La entrada de capitales se frenó súbitamente por la crisis internacional precipitada por la devaluación mejicana, que generó una interrupción de los flujos de capital a los países emergentes, pero sobre todo a aquellos que, como la Argentina, tenían un régimen de paridad fija que podía quebrarse como sucedió con México.

## VII. EL EFECTO TEQUILA Y LA CONVERTIBILIDAD

Como ya se ha dicho, una de las consecuencias principales de la adopción de un régimen de CC es la desaparición del prestamista de última instancia. Si el Banco Central sólo puede emitir pesos contra dólares, se encuentra privado de acudir en ayuda del sistema bancario en presencia de una corrida contra el mismo.

El fenómeno se presentó a comienzos de 1995, cuando luego de la devaluación de México el sistema afrontó retiros masivos de depósitos por parte del público que se apresuraba a convertirlos en dólares en previsión de un abandono de la paridad con el dólar. Si bien el Banco Central poseía reservas en divisas suficientes para canjear el total de la base monetaria –así lo exigía la Ley de Convertibilidad, como hemos visto- los bancos no contaban con activos líquidos para hacer frente a los retiros masivos ni el Banco Central con reservas suficientes para convertir a dólares el total de  $M_3$  (definido como Cuentas Corrientes, Cajas de Ahorro y Plazos Fijos).

La desconfianza de los agentes en el mantenimiento de la paridad cambiaría los llevó a demandar la conversión de los depósitos de corto plazo a pesos (maduración casi automática de la cartera pasiva) para poder así adquirir dólares, pero los bancos no podían recuperar la cartera activa al mismo ritmo

(maduración más lenta de la cartera activa de los bancos). La diferencia de madurez de las carteras, generó la aparición de un faltante de caja en el sistema bancario. La caída de algunas entidades bancarias, imposibilitadas de hacer frente a los retiros masivos de depósitos, agregó a lo que inicialmente fue una corrida sobre el dólar una corrida contra los bancos.

A partir de la crisis de 1930, la enorme mayoría de los sistemas financieros han adjudicado al Banco Central la misión de actuar como prestamista de última instancia para cubrir situaciones temporarias de iliquidez y así evitar que se difunda el pánico, procurando discriminar entre instituciones con problemas de iliquidez e instituciones en situación de insolvencia. Pero esta función fue severamente restringida en Argentina al instituirse el régimen de convertibilidad. No fue eliminada, pues, como hemos visto, en el régimen argentino existía cierta flexibilidad que fue utilizada a fondo durante la crisis. Esa flexibilidad alcanzó para sortear la crisis de 1995, sobre todo cuando la reelección del presidente Menem y el anuncio de un paquete de préstamos internacionales por más de 7.000 millones de dólares contuvieron la corrida bancaria y la hemorragia de reservas por parte del Banco Central, al dar seguridad al público de que no se saldría del régimen.

El hecho que dentro de las reservas de libre disponibilidad se computasen títulos públicos nacionales pagaderos en moneda extranjera le permitió al Banco Central no contraer la oferta monetaria en la misma proporción en que caían sus reservas líquidas. Es que pudo compensar parcialmente dicha caída con la compra de títulos públicos (que podían llegar a representar hasta el 20% de tales reservas).

Por otra parte, en medio de la crisis se modificó por decreto la Carta Orgánica del Banco Central para extender el plazo máximo de los redescuentos que el mismo podía otorgar a las entidades financieras cuando “circunstancias generales y extraordinarias lo hicieran aconsejable”. Dicho plazo, en el texto original, era de tan solo 30 días corridos. La crisis significó una caída cercana al 20% del total de depósitos del sistema financiero, del 2,8% en el PIB (en 1995) y una suba en la tasa de desocupación al 17,5%. Variadas conclusiones fueron extraídas de la crisis por parte de diversos analistas. Por ejemplo, el entonces subdirector gerente del FMI, Stanley Fisher concluyó que:

*“La convertibilidad podría funcionar con mucha mayor facilidad si todos los bancos fueran extranjeros, supervisados por las autoridades monetarias de otros países y con acceso a sus respectivos prestamistas de última instancia”*<sup>10</sup>.

---

<sup>10</sup> Finanzas y Desarrollo, Diciembre 1996, pág. 35.

Y aunque la limitada flexibilidad que tenía el régimen de convertibilidad en la Argentina contribuyó a sortear (no sin fuertes costos) la crisis “del tequila”, dos de los mentores de este sistema –Steve Hanke y Kurt A. Schuler- lo calificaron de “régimen similar a una caja de conversión” (currency board-like system) debido a que no era absolutamente rígido. En un artículo de 1994<sup>11</sup>, además de elogiar su desempeño, habían argumentado a favor de su perfeccionamiento mediante la eliminación de toda flexibilidad de modo de convertirlo así en una CC ortodoxa.

Es significativo que, tras el estrepitoso fracaso del sistema, Schuler argumentara que lo que tuvo la Argentina en los noventa no fue una CC sino un típico sistema de banca central<sup>12</sup>. En igual sentido se pronunció Hanke (2002). La principal crítica que formulan es la capacidad de esterilización que conservaba el Banco Central. El hecho que, ante ingresos de divisas por préstamos del Fondo Monetario Internacional al gobierno nacional, el Banco Central pudiera optar entre monetizar esas divisas o no, constituye para Schuler una de las razones fundamentales para no incluir el régimen argentino entre las CC. Su argumento es que haber mantenido el Banco Central la función de agente financiero del gobierno nacional era incompatible con una CC ortodoxa.

O sea, mientras todo indica que el fracaso de la convertibilidad se debió en gran medida a su falta de flexibilidad para acomodarse a las variables condiciones internas y externas, para Hanke y Schuler la falla estuvo precisamente en la dosis de flexibilidad que el sistema tuvo en Argentina.

## VIII. EL PROBLEMA DEL TIPO DE CAMBIO FIJO, SOBRE TODO CON UNA MONEDA UNICA

En un régimen de tipo de cambio flotante, las curvas de demanda y de oferta de divisas se intersecan donde la cantidad demandada y ofrecida se igualan y ahí queda determinado el tipo de cambio de equilibrio. En la Figura 1 se muestra una línea de pendiente positiva que señala la oferta de divisas compuesta por los ingresos en concepto de exportaciones y de endeudamiento externo. El ingreso por exportaciones varía positivamente con el tipo de cambio real multilateral ( $\epsilon$ ), que

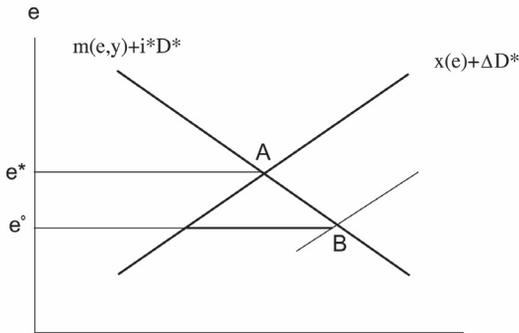
---

<sup>11</sup> Hanke, S. H. y Schuler, K. A. (1994).

<sup>12</sup> Schuler, K. A. (2004).

está en el eje de las ordenadas. La línea con pendiente negativa muestra la demanda de divisas, compuesta por la demanda por importaciones (que varía inversamente con el tipo de cambio real y directamente con el producto  $y$ ) y la demanda para el pago de intereses externos. Bajo un tipo de cambio flotante, el equilibrio en el mercado de divisas es el correspondiente al punto A, o sea,  $e^*$ . Supongamos que ese sea el tipo de cambio fijado inicialmente por el régimen de Convertibilidad.

Gráfico 1 - Oferta y demanda de divisas



Se supone ahora que tiene lugar algún shock exógeno desfavorable que hace descender al tipo de cambio real<sup>13</sup>. Supongamos que la apreciación real del dólar contra todas las restantes monedas internacionales produce una baja en el tipo de cambio real multilateral de Argentina de una sola vez hasta  $e^\circ$ . Se produce un aumento en las importaciones y una caída en las exportaciones, apareciendo un exceso de demanda de divisas.

En un mundo sin rigideces nominales, el tipo de cambio real podría aumentar desde  $e^\circ$  hasta  $e^*$  (o directamente no bajar desde  $e^*$ ) con una simple reducción del nivel de precios internos. Sin embargo, tal flexibilidad de precios

<sup>13</sup> Ese sería el caso, por ejemplo, si estando el tipo de cambio fijado contra el dólar, éste se apreciara fuertemente contra todas las demás monedas del mundo, como ocurrió efectivamente entre mediados de 1995 y 2001). Nótese que la devaluación de Brasil a principios de 1999 fue un incidente de esa apreciación real del dólar. Dada la incidencia del Brasil en el comercio exterior argentino, tuvo un fuerte impacto inmediato. Pero lo mismo estaba ocurriendo, si bien gradualmente, con todos los demás destinos de exportación (y origen de importación) que no fueran el 15% correspondiente al área del dólar. O sea, el 85% del comercio argentino estuvo afectado. Un modelo que formaliza este razonamiento puede verse en Garegnani, L. y Escudé, G., (2004).

-incluidos los salarios- no existe en el mundo real y además la rigidez suele ser significativamente mayor en el sentido descendente que en el ascendente, al menos por restricciones institucionales. La inflexibilidad de los precios nominales hace extremadamente lento y dificultoso el ajuste hacia abajo de los precios y salarios nominales. Por consiguiente, el desajuste persiste.

Veamos cómo puede explicarse el fenómeno depresivo desde un punto de vista teórico. Supongamos para simplificar que los sectores productores de bienes transables (o sea, productores de exportables y de importables) son perfectamente competitivos y tienen precios flexibles, mientras en el sector productor de bienes no transables prevalece la competencia monopolística con precios “pegajosos” (*sticky*), o sea, muy poco flexibles, sobre todo a la baja. Supongamos también que los trabajadores, o los sindicatos que los agrupan, fijan el salario bajo competencia monopolística con salarios “pegajosos”. Una apreciación real producida por un shock exógeno hace que los exportables sean menos competitivos en el exterior y que los importables pierdan competitividad frente a los bienes importados. Como contrapartida del tipo de cambio real demasiado bajo, el salario real es excesivamente elevado. Por ambas razones la rentabilidad en los sectores transables es baja, así como sus niveles de producción y su demanda de trabajo. Supongamos que en el sector no transable, donde prevalece la competencia monopolística, se fijan los precios según una regla que tiende a llevar los precios lentamente hacia los que maximizan beneficios. Como fijan precios, tales empresas aceptan vender las cantidades demandadas a tales precios. Igualmente, los trabajadores fijan el salario según una regla que progresivamente lleva hacia el salario que maximiza su utilidad, aceptando trabajar las horas demandadas según el salario fijado. Debido a que no hay un ajuste descendente rápido de precios no transables y de salarios, la perspectiva de un largo proceso deflacionario hace que disminuya el valor presente de los balances comerciales futuros. O sea, hay fuertes disminuciones en la riqueza del agregado de las familias, por lo cual disminuyen las demandas “efectivas” de bienes en el mercado doméstico. Luego, hay subempleo de recursos laborales y bajo nivel de actividad en todos los sectores. Tal es el tipo de mecanismo que tiene lugar durante las depresiones como la que tuvo lugar en Argentina durante la segunda fase de la Convertibilidad.<sup>14</sup>

---

<sup>14</sup> Véase Escudé (2008), donde se presenta un modelo que funciona de la manera descripta. El modelo también se aplica allí para explicar las presiones inflacionarias durante la pos-Convertibilidad. Se trata del reverso del mecanismo descrito en el texto. Un peso subvaluado en términos reales con tipo de cambio (cuasi) fijo con el dólar genera un nivel de actividad excesivo en todos los sectores y sobre-empleo. Pero al haber mayor flexibilidad de precios y salarios hacia el alza, la economía responde más con mayor inflación que con niveles de actividad y empleo por encima de los de equilibrio. En la fase depresiva, en cambio, la economía responde menos con deflación que con caída en el nivel de actividad y empleo.

Una forma mecánica pero muy peligrosa de “solucionar” el exceso de demanda de divisas es aumentar el endeudamiento externo. Al elevar el término  $D^*$ , ello desplaza la línea de pendiente positiva hacia la derecha y el nuevo punto de equilibrio pasa a ser  $B^{15}$ . En cierta medida eso ocurrió en Argentina, aumentando la vulnerabilidad de la economía a un cambio repentino en la disposición de los inversores externos de financiar el problema de falta de competitividad de la economía. La economía sigue funcionando aunque vayan dejando de funcionar muchas empresas industriales y aumentando el desempleo.

Si se opta por conseguir divisas mediante endeudamiento aumenta la vulnerabilidad al humor de los mercados financieros. Cuando hay un mero tipo de cambio fijo, el país opta normalmente por devaluar. Pero bajo una CC (aún una flexible, como en nuestro caso) el impedimento para devaluar es mucho mayor. Esto fue así no sólo por razones institucionales (la promesa de que el régimen sería eterno) sino fundamentalmente porque se permitió que los sectores productores de no transables se endeudaran fuertemente con los bancos. Una devaluación impactaría adversamente sobre este sector y su capacidad de cumplir con su deuda bancaria, afectando así la solvencia del sistema bancario. Pero el país debe devaluar su moneda para que se pueda restaurar la competitividad perdida en gran medida por razones puramente exógenas (la apreciación internacional del dólar y, por consiguiente, del peso). Al postergarse la devaluación, la variable de ajuste pasó a ser inicialmente el endeudamiento público externo y, cuando se produjo finalmente la parada en seco en el financiamiento externo, las variables de ajuste fueron una vez más el nivel del producto y de los ingresos de la gran mayoría de la población (pero ahora en forma repentina), así como la reasignación de la propiedad sobre la riqueza financiera (pérdidas de ahorros de algunos y licuación de deudas de otros).

La persistente revaluación experimentada por el dólar desde mediados de 1995 implicó una similar revaluación del peso contra el resto de las monedas. Entre julio de 1995 y marzo de 2001, el peso se apreció sustancialmente en términos reales: 40,8% contra la zona del euro (que representa el 22,8% de las exportaciones en bienes no básicos), 55,8% con respecto a Brasil (30,2%) y 5,4% con respecto a los 26 países restantes que agrupan el 31,1% de las exportaciones argentinas. Por lo tanto, aún cuando hubo cierta deflación en Argentina durante parte del período bajo consideración, el peso tuvo una apreciación real muy considerable, implicando una fuerte pérdida de competitividad de la producción argentina:

---

<sup>15</sup> Es evidente que el gráfico estático no toma en cuenta la dinámica. Al aumentar la deuda, en el período siguiente son mayores los intereses a pagar, por lo cual también se desplaza a la derecha la línea de pendiente negativa, lo que exige mayor endeudamiento, etc. Esta dinámica puede ser explosiva y llevar al ceso del financiamiento externo. (Ver Schuler (2004)).

Gráfico 2 – Tipo de cambio real multilateral de Argentina con E.E.U.U, Area del Euro Area y Brasil 1975/2002 (Promedio = 100)

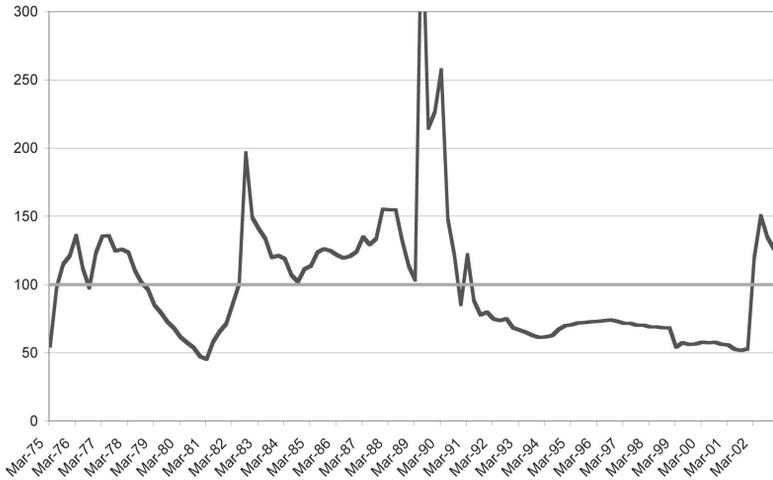
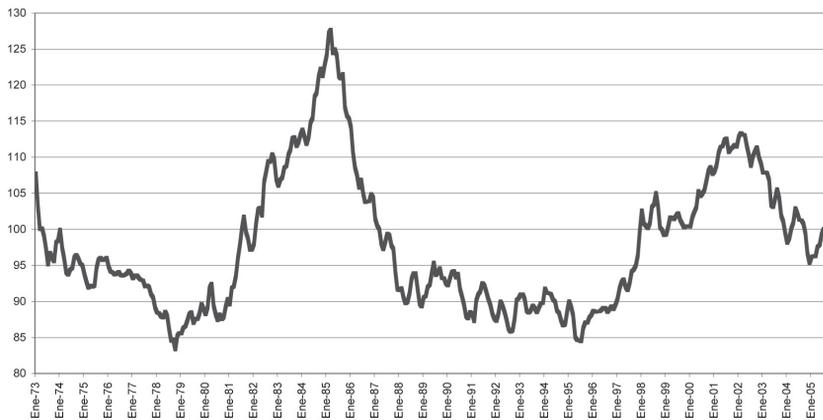


Gráfico 3 – Tipo de cambio real multilateral de EEUU  
Suba = apreciación real del dólar



Fuente: Reserva Federal de EE.UU.

El dólar se aprecia y deprecia en términos reales en fases que pueden ser muy largas y muy pronunciadas, como se advierte en el Gráfico 2, que muestra el tipo de cambio real multilateral de EE.UU. en los últimos 30 años<sup>16</sup>. Fijar en forma permanente el tipo de cambio a una moneda que tiene esos vaivenes implicaba generar enormes fluctuaciones en la competitividad de la producción doméstica, especialmente si se tiene en cuenta que el 85% de las exportaciones e importaciones argentinas tenían (y aún tienen) por destino y origen países fuera del área del dólar<sup>17</sup> y que, a nivel financiero, la gran mayoría de la deuda externa, tanto pública como privada, era denominada en dólares. Esto significa que cuanto más se aprecia el dólar internacionalmente mayor esfuerzo comercial debe hacer el país para cumplir con el servicio de la deuda externa<sup>18</sup>. Mientras los mercados financieros internacionales estuvieran dispuestos a financiar los desequilibrios, el proceso podía continuar. Pero en un mundo donde las crisis financieras son bastante frecuentes, tampoco eso era viable durante un tiempo prolongado. Esto se evidenció en el caso argentino. La crisis mejicana de fines de 1994, la crisis del sudeste asiático de 1997, la crisis rusa de 1998 y la devaluación brasileña de enero de 1999 fueron episodios que impactaron fuertemente en los mercados financieros y en la evaluación del riesgo argentino. Esto fue dificultando progresivamente la posibilidad de seguir financiando la falta de competitividad externa con endeudamiento. La crisis rusa, seguida pocos meses después por la brasileña, marcaron el inicio de una profunda depresión de la economía argentina. Mientras el PIB cayó un 8,4% entre 1998 y 2001, el índice de precios al consumidor sólo disminuyó un 3,1% en igual periodo, evidenciando que no era dable esperar que una baja generalizada de precios y salarios permitiera compensar los efectos de los *shocks* externos y de la acumulación de vulnerabilidades generadas para “financiar” la economía hasta tanto cambiara la coyuntura internacional (o sea, se depreciara el dólar y se recuperaran los términos de intercambio).

---

<sup>16</sup> Para una muy buena modelación econométrica ver Engel y Hamilton (1990).

<sup>17</sup> Téngase presente que lleva décadas cambiar sustancialmente la composición geográfica (y por monedas) del comercio exterior, por lo cual es en vano esperar que un cambio de ese tipo hubiera podido cambiar las cosas para las posibilidades de supervivencia de la Convertibilidad.

<sup>18</sup> Para un modelo teórico al respecto, ver Garegnani, L. y Escudé, G., (2004), op.cit.

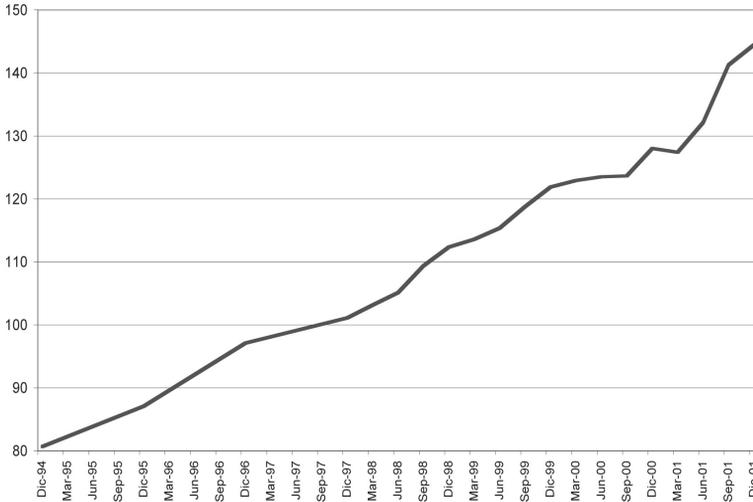
Cuadro 5 - Evolución de precios de bienes y servicios

Período	Precios implícitos de sectores productores de bienes	Precios implícitos de sectores productores de servicios	Relación de precios implícitos entre sectores productores de bienes y de servicios
1993	100.0	100.0	100.0
1994	100.7	103.2	97.5
1995	104.4	106.7	97.9
1996	106.6	105.1	101.4
1997	106.5	104.1	102.3
1998	102.9	102.7	100.2
1999	98.7	102.1	96.6
2000	102.1	101.8	100.3
2001	99.0	102.8	96.3
2002	178.2	110.8	160.8
2003	197.4	119.2	165.6
2004	210.4	130.0	161.8
2005	223.5	145.2	153.9

*Fuente:* Elaboración propia en base a INDEC.

Como se ve en la Figura 4, los precios relativos domésticos entre sectores transables (bienes) y no transables (servicios), si bien fluctuaron durante la Convertibilidad, no tuvieron cambios muy pronunciados a nivel agregado. Sin embargo, la salida de la Convertibilidad sí implicó un descenso de enorme magnitud del precio relativo de los no transables, que sólo ha ido corrigiéndose muy gradualmente. Pero el análisis de este fuerte cambio de precios relativos escapa a los límites del presente trabajo.

Gráfico 4 – Evolución de la Deuda Pública del Gobierno Nacional  
Miles de millones de dólares



*Fuente:* Ministerio de Economía.

## IX. LA DEUDA PUBLICA

Uno de los objetivos proclamados del Plan de Convertibilidad fue el de eliminar el crónico déficit fiscal, financiado usualmente en Argentina mediante emisión monetaria. La reforma de la Carta Orgánica del Banco Central prohibía a esta institución financiar al gobierno nacional, si bien dejó la posibilidad de financiarlo en forma limitada mediante la compra de bonos del gobierno a precios de mercado. Uno de los logros iniciales del Plan fue la eliminación del déficit fiscal en 1993. Pero muy pronto se comprobó que la intención del gobierno era recurrir al endeudamiento masivo del sector público.

Ya en 1994 volvió a generarse un déficit de las cuentas públicas de la mano de la privatización del sistema de seguridad social que transfirió buena parte de los ingresos previsionales al sector privado (las AFJP) mientras mantuvo los gastos jubilatorios en el sector público. Los aportes individuales de todos los que optaron

por el sistema privado se dejaron de percibir como ingreso fiscal para pasar a engrosar las cuentas de capitalización y a financiar la actividad de las AFJP y las empresas de seguro asociadas. En 1997, un estudio del Banco Mundial señalaba que “después del desempeño notable de las finanzas públicas durante los primeros tres años del Plan de Convertibilidad, el desempeño fiscal trastabilló en 1994, y se deterioró durante 1995 y 1996. Ese deterioro se debió, entre otros factores, al descenso de ingresos basado en la recesión, y a gastos incrementales/menores ingresos relacionados con reformas estructurales (incluyendo la reforma de la seguridad social y la reducción en las tasas de las contribuciones patronales a los impuestos al trabajo)”. Continuaba señalando que los principales factores que contribuían a que el déficit fiscal del período 1991-1996 fuera mayor al generalmente reconocido eran 1) los gastos fiscales tratados en forma extra-presupuestaria, mayormente relacionados con reformas estructurales y 2) el tratamiento de la reconciliación de deudas mediante la emisión de bonos.

Hubo un gran caudal de endeudamiento público que, con la excusa de que en buena medida tenía que ver con deudas generadas en el pasado, no se contaban como déficit fiscal. Teijeiro y Espert (1996) hicieron un cómputo de la magnitud de la discrepancia entre el déficit fiscal oficial y una versión ajustada, llegando a la suma de \$40 mil millones en el período 1991-1995. El 62% de esta diferencia (\$26 mil millones) se componía de pagos realizados mediante emisión de bonos. El resto se debía fundamentalmente a diferencias en el cómputo de los déficits provinciales, de los intereses ganados, y de los ingresos por privatizaciones. La Figura 4 muestra cómo aumentó la deuda pública del Gobierno Nacional desde fines de 1994 y fines de 2001. Si se tiene en cuenta el atraso cambiario generado durante este período debido al funcionamiento de la Convertibilidad en un contexto de fuerte apreciación real del valor internacional del dólar, se aprecia la magnitud de la vulnerabilidad de las cuentas públicas a perturbaciones que dificultaran o imposibilitaran el *rollover* de la deuda.

Paradójicamente, la fortaleza aparente que a corto plazo ofrecía el régimen de convertibilidad se transformó en su talón de Aquiles al tentar al gobierno a usar y abusar de la reapertura del crédito externo hacia la Argentina. La crisis de la deuda fue el resultado natural e inevitable cuando el mercado externo de capitales, al comprobar el empecinado estancamiento de la economía argentina, se negó a seguir refinanciando los crecientes vencimientos de capital e intereses, aún en presencia de ofertas a tasas de interés realmente tentadoras.

El *default* de la deuda pública, el colapso bancario, y la megadevaluación fueron la lógica e inevitable culminación de la instauración de un régimen

cambiario defectuoso como institución fundamental del país junto con políticas fiscales y de regulación del sistema bancario que lejos de atenuar sus defectos los exacerbaban.

## X. ¿FLEXIBILIDAD O RIGIDEZ?

Uno de los dilemas que se presentan en el diseño de la política económica es la elección entre políticas flexibles y discrecionales que pueden gozar de poca credibilidad si no se confía en la capacidad de usarlas adecuadamente y esquemas rígidos, de difícil adecuación ante los cambios en la realidad, pero que presentan el atractivo de que su misma rigidez los tornen fuertemente creíbles. Buchanan, por ejemplo, ha señalado la conveniencia de que aquellas cuestiones que la sociedad considera necesario dotar de un alto nivel de irreversibilidad sean incluidas en la Constitución. Un menor grado de irreversibilidad tienen las sancionadas por ley y así sucesivamente.

El haber aprobado la Convertibilidad por ley perseguía el objetivo de poner en evidencia que sería muy difícil abandonar la relación de un peso por un dólar. El objetivo buscado se logró. Pero luego, cuando se hizo evidente el daño que su rigidez podía generar en la economía y la necesidad de flexibilizar el mecanismo, el alto costo de hacerlo dejó de ser una virtud y se convirtió en un obstáculo insalvable para una salida no traumática de la convertibilidad.

El punto de no retorno se produjo a partir del momento en que se optó por un sistema bimonetario pleno. La posibilidad de prestar y tomar prestado en dólares sin tomar en consideración la vulnerabilidad a una depreciación real del peso implicó duplicar la apuesta: de un régimen destinado a revertir las expectativas inflacionarias se pasó a uno destinado a durar eternamente sin mediar un debate serio sobre lo que tal decisión implicaba.

A partir de ahí el descalce entre la moneda en que se realizaban los préstamos y aquella en que se percibían los ingresos convirtió a los deudores en dólares en rehenes del régimen de Convertibilidad. Es así como en las elecciones de 1995 se habló del “voto licuadora”, para referirse al voto de aquellos que habían contraído deudas denominadas en dólares para la compra de electrodomésticos, automóviles o viviendas.

La decisión de autorizar las cuentas y los créditos en dólares fue vista por las autoridades como una forma de “quemar las naves” asegurando que no habría

vuelta atrás del régimen de Convertibilidad, dejando como única alternativa la dolarización plena. Efectivamente, frente a cada crisis que enfrentó el régimen desde la crisis del Tequila en adelante, la respuesta fue avanzar un paso más hacia la dolarización de la economía, agravando así la contradicción entre un régimen monetario sustentado en el dólar y el sistema de ingresos de la mayoría de los habitantes basado en el peso. Los sectores no transables, responsables del 80% del empleo, se endeudaron fuertemente con el sistema bancario, tanto en pesos como en dólares. Ello generaba una gran vulnerabilidad en el sistema bancario a un cambio de régimen. La creencia equivocada de que los altos costos así generados a un cambio de régimen impedirían que tuviera lugar implicó poner en grave riesgo los ahorros de un segmento importante de la población y finalmente licuarlos considerablemente. Pues cuando quedó lastimosamente en evidencia que, a pesar de múltiples y desesperadas maniobras por mantener el régimen de Convertibilidad, se producía una corrida masiva contra el peso, contra la deuda pública y contra el sistema bancario que resultaba imposible frenar, los altos costos se hicieron realidad, no sólo para los ahorristas sino para los ingresos de la mayoría de la población.

Los que continuaron defendiendo el régimen de Convertibilidad hasta el final buscaron infructuosamente un arreglo especial con EE.UU. que permitiera hacer digerible políticamente una dolarización total (o sea, la eliminación de la moneda nacional) mediante el reconocimiento, al menos parcial, del señoreaje que se perdería. El gobierno de EE.UU. debía remitir a Argentina tales ingresos perdidos, avalando así su uso del dólar como moneda de curso forzoso. Si bien el proyecto de ley del Senador Mack existió (y era general, no específico para Argentina), nunca obtuvo el apoyo necesario en el Congreso de EE.UU. para su aprobación.

Curiosamente, la Convertibilidad fue adoptada como régimen permanente a pesar de los reparos iniciales de organismos internacionales como el FMI. Pero la conversión gradual de Argentina en un modelo de reforma económica por la devota disposición de su gobierno a “operar sin anestesia” aunque ello implicara fuertes costos sociales a través del desempleo y vulnerabilidad a costos sociales aún mayores si se fracasaba, generó las presiones políticas de los gobiernos que tienen peso decisivo en el accionar del FMI. Estas presiones llevaron a que el FMI no sólo aceptara la Convertibilidad sino que se convirtiera en entusiasta impulsor de un nuevo paradigma según el cual sólo las “esquinas” podían ser eficaces en el nuevo mundo de mercados de capitales abiertos: flexibilidad cambiaria total o bien fijación cambiaria extrema (como las CC, la dolarización plena o la adhesión a una moneda regional al estilo del euro). Tan es así que con posterioridad al caso de Argentina, Estonia (1992), Lituania (1994), Bulgaria (1997) y Bosnia-Herzegovina (1997), tuvieron sus respectivas CC, diseñadas bajo la tutela y por recomendación

del FMI<sup>19</sup>. Tan lejos fue el apoyo posterior del FMI al experimento argentino que luego del colapso del mismo se encomendó una investigación a fondo de todo el proceso, creándose para ello una oficina independiente.

## CONCLUSIONES

El objeto de este trabajo ha sido fundamentalmente señalar las características del régimen monetario existente en Argentina durante la década de los noventa así como su evolución y final catastrófico. La adopción del régimen de convertibilidad en la Argentina supuso renunciar, supuestamente para siempre, a la política monetaria activa. Se pasó así básicamente a importar la política monetaria de EE.UU., la cual obviamente se diseñó para que facilite el funcionamiento de esa economía y no tenía por qué ser adecuada para la economía argentina. En particular, renunciar a la política monetaria autónoma significaba renunciar al uso del tipo de cambio nominal como instrumento de política. Tal renuncia limitaba seriamente la posibilidad de utilizar en tiempo y forma políticas económicas anti-cíclicas, ya que otras políticas, como la fiscal, tienen un ritmo mucho más lento de decisión e implementación. Renunciar al uso de la política monetaria/cambiaria requería una consistencia absoluta del resto de las políticas económicas para lograr lo que la política monetaria y cambiaria normalmente logra. A poco de iniciarse la Convertibilidad se hizo evidente que esa consistencia escaseaba. Por el contrario, diversos sesgos de la política, como el endeudamiento fiscal progresivo y la acumulación de riesgo cambiario en el sistema bancario, tornaban a la economía vulnerable a las perturbaciones externas. Tales perturbaciones no podían ser amortiguadas en forma adecuada por la respuesta de la política económica. Cuando se produjo la fuerte y prolongada apreciación del dólar, la producción doméstica perdió competitividad con la mayor parte de los destinos y orígenes del comercio exterior, lo que redundó en depresión económica, con todos los costos sociales que ello significa. Era evidente que no podía contarse con una deflación de precios y salarios que corrigiera el desequilibrio cambiario. Se sintió con fuerza la ausencia de la política monetaria y cambiaria.

¿Era posible prever las dificultades que el régimen de Convertibilidad podía generar ante un escenario externo adverso como el que se dio en la segunda

---

<sup>19</sup> Hanke, S. H., (2002) enfatiza el rol del FMI en estos casos para señalar que, a su entender, no son verdaderas CC debido a la superficial comprensión de los especialistas fondomonetaristas en el tema.

mitad de los 90? Nuestra presunción es que sí, pero que ello hubiera requerido un debate más amplio y profundo que el que se dio. La Convertibilidad se instauró poco después de la experiencia hiperinflacionaria. Se dio prioridad a un objetivo de corto plazo -anclar las expectativas inflacionarias- sin prestar mayor atención a lo que la medida significaba para el largo plazo. La decisión, de enorme envergadura, se tomó en forma acelerada. No hubo un debate público general, ni siquiera entre economistas que no fueran los allegados al equipo económico, sobre las virtudes, defectos, vulnerabilidades y características del régimen que se instauraba. Los legisladores que aprobaron la Ley que lo puso en vigencia entendían muy poco sobre teoría monetaria y sobre la experiencia internacional con este régimen. El sólo hecho de que fuera en esencia un régimen diseñado para pequeñas colonias debía despertar sospechas sobre la conveniencia de instaurarlo en un país relativamente grande como Argentina que, como vimos, tiene una fracción pequeña de su comercio internacional con EE.UU. Sólo hubo artículos periodísticos de algunos de los economistas que impulsaron al régimen y, si hemos de creer a Schuler, algún viaje al país de un asesor internacional adepto a las Cajas de Conversión como cura de todos los males inflacionarios de los países en desarrollo.

Seguramente la lección más importante que puede extraerse de la malograda experiencia argentina con la Convertibilidad es la necesidad del debate abierto y lo más objetivo posible sobre las políticas públicas que se han de aplicar, particularmente cuando se trata de reformas de gran magnitud y de difícil reversibilidad. Por una casualidad del destino ocurrió en Argentina algo poco frecuente en la historia política. Es común que quienes toman decisiones políticas sólo presten atención a las implicancias de corto plazo, ya que las consecuencias de largo plazo serán soportadas por otros actores. "*Après moi, le déluge*" parece ser la máxima con que operan muchos de los tomadores de decisiones políticos. En el caso de la Convertibilidad, el artefacto explosivo estalló en manos de quien lo había construido. Es de desear que la experiencia sirva de lección para que en el futuro se sopesen las consecuencias no sólo inmediatas sino también las de largo plazo de las medidas que se adoptan.

## REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

- Beker, V. A., (2000), Globalización y desempleo: el caso de la Argentina, *Enoikos*, N° 15.
- Beker, V.A., (2005), *Trade liberalization, inequality and unemployment*. World Congress of the IEA. Marrakesh. ,

- Broda, C.,(1996), “*La flexibilidad del sistema de convertibilidad argentino*”. Departamento de Economía, Universidad de San Andrés. Mimeo.
- Canavese, A. (2001), “*Convertibilidad en Argentina: Funcionamiento de una Caja de Conversión anclada al dólar*”. Instituto de Economía Internacional (IEI) Universidad de Valencia.
- Catao, L. A. V. y Solomou, S. N., (2005), “Effective Exchange Rates and the Classical gold Standard Adjustment”, *The American Economic Review*, Vol. 95,(4), September, pps. 1259-1275.
- Engel Ch. y Hamilton, J.D., (1990), “Long swings in the dollar: are they in the data and do markets know it? *The American Economic Review*. Vol. 80, (4), , September, pps. 689-713
- Escudé, G. J., (2002), “Lecciones de la Crisis Argentina”, *Revista de Economía*, Banco Central de Uruguay, Vol. IX, No. 2.
- Escudé, G. J., (2005), “¿*Quo vadis* Argentina? Estrategia de desarrollo, tipo de cambio real y régimen de política monetaria y cambiaria”, XL Reunión Anual de la Asociación Argentina de Economía Política, La Plata.
- Escudé, G. J., (2008), “Fixed exchange rate policy, inflation, external shocks, and income distribution in Argentina”, Reunión Anual de la Asociación Argentina de Economía Política, Córdoba.
- Garegnani, L. y Escudé, G. J., (2004), “An estimation of the multilateral real exchange rate of Argentina: 1975-2005”, actualización del trabajo presentado en la Reunión Anual de la AAEP, Buenos Aires.
- Hanke, S.H. y Schuler, K. A., (1994), *Currency Boards for Developing Countries: A Handbook*. ICS Press, San Francisco.
- Hanke, S.H., (2002), *On Dollarization and Currency Boards: Error and Deception. Policy Reform, 2002*, Vol. 5(4), pp. 203–222
- Schuler, K.A., (1992), “Currency Boards: a dissertation submitted in partial fulfillment of the requirements for the degree of Doctor of Philosophy in Economics in George Mason University”.
- Schuler, K.A., (2004). *The Collapse of Argentina’s “Convertibility” System: A Failure of Central Banking*. Puede consultarse en <http://users.erols.com/kurrency/convertibility.pdf>.
- Schuler, K. A. ,(2006), “About me”, sitio de internet de Kurt Schuler.
- Teijeiro, M. O. y Espert, J. L., (1996), “*La política fiscal durante la Convertibilidad*”, Centro de Estudios Públicos, Buenos Aires.
- The World Bank, (1997), “Argentina: The fiscal dimension of the Convertibility Plan: A background report, Vol. I.