

# Auge y derrumbe

## de la convertibilidad argentina: lecciones para Ecuador

Saúl Keifman<sup>1</sup>

La violencia de la crisis argentina, causada por el agotamiento y derrumbe de la convertibilidad en Argentina, es de una magnitud poco frecuente, aun en la experiencia macroeconómica altamente inestable de los países latinoamericanos. La crisis argentina no fue producto de catástrofes naturales, guerras entre países ni conflictos civiles. Tampoco encontramos entre sus determinantes fundamentales perturbaciones económicas exógenas como caídas de precios de productos de exportación, cierre de mercados externos o alzas en las tasas internacionales de interés. El origen de la crisis se halla en el terreno de las políticas económicas aplicadas por el país, particularmente, en el régimen de políticas implementado de 1991 a 2001. Para evitar que la tragedia argentina se repita en cualquier lugar del mundo, es muy importante comprender sus raíces. Esto es particularmente relevante para los países que apliquen regímenes monetarios similares, como es el caso de la dolarización en Ecuador.

Keifman, Saul, 2004, "Auge y derrumbe de la convertibilidad argentina: lecciones para Ecuador", en ICONOS No.19, Flacso-Ecuador, Quito, pp.25-34.

### Hechos estilizados de la experiencia argentina

El plan de estabilización y reformas estructurales lanzado en abril de 1991 y conocido como Plan de Convertibilidad tuvo como antecedente una década y media de estancamiento económico y alta inflación que culminó, a su vez, en dos brotes hiperinflacionarios en 1989 y 1990. Este período de inestabilidad macroeconómica estuvo marcado por los intentos de reestructuración económica y social perseguidos por la sangrienta dictadura militar que gobernó el país en 1976-1983, y las contradicciones y limitaciones del primer gobierno civil de la democracia recuperada a fines de 1983.

Los ambiciosos planes de la dictadura de reemplazar el régimen de acumulación basado en la industrialización por sustitución de importaciones con fuerte presencia del estado en la economía, que había predominado en



<sup>1</sup> Doctor en Economía (Universidad de California). Director de la Maestría en Economía y profesor titular de la Universidad de Buenos Aires.

las cuatro décadas anteriores, por un régimen de economía más abierta con mayor peso del mercado, no tuvieron éxito. Los distintos intentos monetaristas de controlar la inflación fracasaron culminando en las crisis cambiarias de 1981. Finalmente, luego de la aventura militar de Malvinas en 1982, la dictadura decidió abandonar el poder dejando la secuela de gravísimas violaciones a los derechos humanos, una distribución del ingreso bastante más regresiva, y una economía estancada al borde de la hiperinflación y agobiada por una pesada deuda externa.

El primer gobierno democrático, presidido por Raúl Alfonsín, debió enfrentar desafíos formidables. La construcción de un nuevo régimen político, la subordinación de las fuerzas armadas al poder civil, la recomposición de las relaciones internacionales del país, la resolución de la cuestión de los derechos humanos, la atención de las demandas sociales y la recuperación de una senda de crecimiento económico eran, a la vez, las tareas ineludibles de la flamante democracia y fuentes de serios conflictos. El clima de fuerte competencia política entre el gobierno con el principal partido de oposición y, en especial, con los sindicatos asociados a éste, agravó la conflictividad. Debido a las dudas del gobierno y la resistencia de los militares, los grandes avances en la investigación de las violaciones a los derechos humanos se vieron limitados en el plano judicial porque el juicio y castigo sólo abarcó a un puñado de los responsables. Al comienzo de su gestión, el gobierno de Alfonsín convocó a otros países latinoamericanos a coordinar acciones por la deuda externa y trató de eludir la aplicación de las recetas ortodoxas del Fondo Monetario Internacional. El fracaso del cártel de deudores, sumado a las presiones de los países desarrollados y el FMI, llevaron al gobierno a encarar un fuerte proceso de ajuste externo y fiscal destinado a no interrumpir el servicio de la deuda externa. A la larga, este ajuste exacerbó el conflicto distributivo y la inestabilidad macroeconómica no pudo evitar la moratoria y culminó con la hiperinflación del segundo trimestre de

1989 y que obligó a adelantar en seis meses el traspaso del poder al nuevo presidente electo (lo que se efectivizó en julio de 1989).

El gobierno de Carlos Menem eligió desde un principio no confrontar con el poder económico y propuso, en cambio, implementar el programa de reformas neoliberales que la dictadura no había logrado aplicar con éxito, ahora impulsadas por el Consenso de Washington. En una primera etapa, el énfasis estuvo puesto en una notable aceleración de la apertura comercial (que se había iniciado a finales de la administración anterior) y el llamado a licitación para las privatizaciones de la Empresa Nacional de Telecomunicaciones y Aerolíneas Argentinas. Sin embargo, en materia de política de estabilización se sucedieron diversos ensayos infructuosos: maxidevaluación con política de ingresos seguido de tipo de cambio flotante, combinados con distintos paquetes fiscales y hasta una conversión forzada de la deuda pública y los depósitos bancarios de corto plazo en moneda doméstica, a bonos en dólares de largo plazo, para frenar un segundo brote hiperinflacionario.

### **El Plan de Convertibilidad**

Cuando en abril de 1991 se lanzó el Plan de Convertibilidad, ya estaba preparado el terreno para un cambio drástico. El Plan estableció por ley un régimen de caja de conversión (*currency board*) que exigía al Banco Central un respaldo de al menos 100 por ciento de la base monetaria con reservas internacionales, lo obligaba a intervenir en el mercado cambiario para sostener la paridad vigente del peso con el dólar estadounidense en un nivel que (luego de una reforma monetaria) sería de 1 a 1, y prohibía la inclusión de cláusulas de indexación en los contratos privados. El nuevo régimen monetario se vio acompañado por una profundización notable del proceso de reformas económicas anunciado al comienzo de la gestión Menem. Entre éstas se destacaron la privatización masiva de las empresas estatales, la drástica apertura de la eco-

---

nomía tanto en la cuenta corriente como en la cuenta capital, un fuerte ajuste de las cuentas públicas y la desregulación general de la economía. La velocidad y profundidad de las reformas superaron a las del Chile de Pinochet y convirtieron rápidamente a la Argentina en el “alumno modelo” de los organismos multilaterales de crédito y en el “niño mimado” de las finanzas internacionales.

En materia de estabilización, el Plan fue exitoso al lograr una caída muy rápida de la tasa de inflación. Además, indujo un fuerte ingreso de capitales que provocó una baja importante en la tasa de interés, y un aumento del crédito que llevaron a la reactivación de la economía. El ingreso de capitales tiene varias explicaciones. Fue favorecido por la fijación del tipo de cambio gracias al arbitraje de tasas de interés. Además, se vio alentado también por la baja en las tasas de interés dispuesta por la Reserva Federal para combatir la recesión en Estados Unidos. Más adelante, el ingreso de capitales persistió por el desarrollo de la burbuja típica de los mercados emergentes, estimulada primero por el ingreso de Argentina al Plan Brady y luego por la persistencia y profundización de las reformas estructurales, especialmente, las privatizaciones y la apertura irrestricta a la inversión extranjera. El Banco Mundial y el BID también inyectaron capitales a la economía para apoyar el proceso de reforma. El éxito inicial en términos de crecimiento económico (1991-1998) está estrechamente ligado al comportamiento de la cuenta capital.

Uno de los problemas más serios de la convertibilidad fue el nivel del tipo de cambio real que se cristalizó con la estabilización. La moneda argentina se había apreciado significativamente en términos reales meses antes del lanzamiento del Plan. Debido a la inflación inercial, el proceso de apreciación real continuó en los primeros años y se vio reforzado por la avalancha de capitales del exterior. El daño eventual de esta configuración de precios relativos se vio potenciado por la implementación de la liberalización comercial. Argentina eliminó en este período todas las

restricciones no arancelarias a las importaciones (excepto en automotores) y redujo drásticamente la protección arancelaria. Estas medidas exigían un aumento del tipo de cambio real para preservar la competitividad de los sectores productores de bienes comerciables, pero sucedió exactamente lo contrario. En consecuencia, la balanza comercial exhibió un déficit crónico. A su vez, la cuenta de rentas de la inversión sufrió un déficit fuertemente creciente debido a la cuadruplicación de los intereses de la deuda externa y a la duplicación de los giros de utilidades de la inversión extranjera. De tal manera, la cuenta corriente tuvo un déficit persistente por encima del 3% del PIB.

Sin embargo, el daño sufrido por los sectores comerciables no fue tan evidente al principio del Plan, cuando la demanda se expandía. Muchas empresas reaccionaron frente a la pérdida de competitividad causada por la fuerte elevación de los salarios en dólares, endeudándose para comprar bienes de capital, en general importados, lo cual se vio favorecido por las rebajas arancelarias, la apreciación real de la moneda y el aumento inicial del crédito. El componente de insumos importados de los sectores comerciables también se incrementó significativamente. Esto ocurrió tanto en la industria manufacturera como en la agricultura, que adoptó masivamente el paquete tecnológico de granos transgénicos.

Estas respuestas tuvieron un efecto negativo sobre el empleo, que se sumó a la reducción de personal de las empresas privatizadas y los planes de retiro voluntario de empleados del gobierno central. La consecuencia paradójica fue el crecimiento sistemático de las tasas de desocupación y subocupación desde 1992, aun cuando el nivel de actividad se expandía vigorosamente. Argentina pasó de ser un país con tasas de desocupación bajas de un dígito, a tasas altas de dos dígitos que superaron el 18% en la recesión de 1995. El desempleo, con sus efectos sobre la pobreza y la distribución, se convirtió el principal problema económico y social del país (Beccaria 2002: 5).

Inicialmente hubieron dos factores externos que compensaron parcialmente el daño causado por la apreciación real del peso a los sectores comerciables. La fuerte elevación de los precios internacionales de exportación benefició al sector agropecuario, mientras que la puesta en vigencia del MERCOSUR y el ulterior lanzamiento del Plano Real que apreció fuertemente la moneda brasileña, tuvieron un impacto positivo en la industria argentina.

No obstante, el problema de precios relativos se vio reforzado por otros factores. La privatización de servicios públicos, que son monopolios naturales sin marcos regulatorios adecuados, los encareció significativamente. Por otro lado, la desregulación del sector financiero, la privatización de los bancos de los estados provinciales y los contagios de las sucesivas crisis de los mercados emergentes, favorecieron un proceso de concentración y desnacionalización del sistema financiero que terminó con la otrora importante banca privada nacional y la banca cooperativa, a la vez que redujo el peso de la banca pública. El Banco Central de la República Argentina alentó entusiastamente este proceso alegando que fortalecería al sector. Como resultado, se agravaron los problemas de racionamiento crediticio por información asimétrica, y el costo real del crédito aumentó.

Otro problema serio de la convertibilidad fue la dolarización progresiva del sistema financiero. La participación de los préstamos en dólares en el total se duplicó hasta alcanzar casi el 80%, mientras que la de los depósitos llegó al 70%. En este sentido, la estabilidad de precios no revirtió la dolarización de los ahorros locales (Fanelli 2003:34-36). Al contrario, el gobierno la oficializó y favoreció aún más al reconocer al dólar como moneda de curso legal a la par del peso, facilitar el desarrollo de un mercado financiero de depósitos y préstamos en dólares, y por el seguro de cambio implícito en la convertibilidad. Obviamente, la dolarización del sistema financiero incrementaba dramáticamente los costos de una devaluación eventual; para el gobierno era una forma de “quemar las naves”,

una señal que en su visión debía reforzar la credibilidad del régimen.

Una paradoja importante de la caja de conversión fue el alto nivel de las tasas reales de interés, especialmente, desde 1995 en adelante. Por ejemplo, la tasa real de interés en dólares de empresas de primera línea de tres meses (un piso para las demás tasas de interés) no bajó del 9% anual de 1995 a 1998, y subió luego de manera sostenida hasta niveles del 30% a fines de 2001. Este comportamiento de la tasa de interés debe ser motivo de reflexión ya que la principal promesa de la liberalización financiera con apertura de la cuenta capital ha sido la de asegurar un abaratamiento del crédito.

### La crisis de la convertibilidad

El ciclo económico bajo la convertibilidad estuvo determinado por el comportamiento de la cuenta capital del balance de pagos. La entrada de capitales se revirtió desde 1998. La crisis de Asia Oriental y el *default* ruso cambiaron el humor de los mercados internacionales de capital respecto a los regímenes de tipo de cambio fijo. La reversión del alza de los precios internacionales a partir de 1997 agregó un elemento de desconfianza originado en la economía real. Finalmente, la crisis de Brasil, el principal socio comercial de Argentina, tuvo un efecto devastador, especialmente, en la industria manufacturera. Así, la economía comenzó a mediados de 1998 la recesión más larga que, cuando devino depresión en 2001, arrastró consigo la convertibilidad y dos presidentes (Damil, Frenkel y Maurizio 2002:15-40).

La recesión llevó a un progresivo deterioro de la situación fiscal. En 2000-2001, el presidente De la Rúa implementó subas de tasas impositivas y recortes de salarios y jubilaciones que profundizaron la recesión pero no alcanzaron a restablecer la “confianza”. En 2001, el financiamiento externo se interrumpió abruptamente y la fuga de capitales llevó a una caída de 12 mil millones de dólares de



*Convertibilidad y dolarización son similares, no idénticos: ambas comparten la visión de que una economía de mercado librada a sí misma tiende automáticamente al equilibrio con pleno empleo. El problema es que esta visión ha sido desmentida por la historia y refutada por la teoría económica.*

las reservas internacionales del Banco Central. La drástica contracción monetaria causada por la evaporación de las reservas internacionales llevó a la depresión y la crisis del sistema financiero. La depresión incrementó sustancialmente el desempleo y la pobreza.

La crisis bancaria se originó en la mora creciente en las carteras de préstamos y la fuga de depósitos que se convertían en dólares. El papel del Banco Central como prestamista en última instancia estaba severamente limitado por el régimen de caja de conversión. El FMI suspendió el apoyo a la Argentina, inaugurando el enfoque Krueger-Rogoff de no intervención en las crisis financieras para evitar el “riesgo moral”. En este cuadro, los bancos extranjeros solicitaron al gobierno la imposición de severas restricciones al retiro de depósitos, en lugar de recurrir al respaldo de sus casas matrices. A comienzos de diciembre de 2001, el gobierno accedió implementando el “corralito”, un feriado cambiario de duración indefinida y restricciones a la compra de divisas. Así terminó *de facto* no sólo la convertibilidad de pesos en dólares sino también la de depósitos en efectivo (Rapetti, 2003).

Las medidas generaron un masivo rechazo que a través de los “cacerolazos” que condujeron a la caída de De la Rúa y el reclamo “que se vayan todos”. En su fugaz paso por la presidencia, Rodríguez Saá decretó lo que los “mercados” habían anticipado y precipitado varios meses antes: la moratoria de la deuda externa con los acreedores privados.

### **La salida de la convertibilidad**

A principios de enero de 2002, el presidente interino Duhalde oficializó el fin de la convertibilidad devaluando la moneda y elimi-

nando el requisito de respaldo en reservas internacionales para la base monetaria. Sin embargo, la crisis política y económica heredadas, el abandono de la comunidad financiera internacional, sumados a la falta de preparación de una salida ordenada de la convertibilidad, llevaron a un proceso de ajuste caótico que tuvo un costo social enorme.

Inicialmente, se desdobló el mercado cambiario. El gobierno fijó en \$1,40 la cotización del dólar oficial y creó un mercado de flotación libre. Paralelamente, se congelaron en pesos las tarifas de los servicios públicos privatizados que estaban fijadas en dólares. El problema más serio era qué hacer con los contratos financieros formulados en dólares, es decir, la mayoría de los préstamos y depósitos del sistema. El gobierno decidió pesificar los depósitos y préstamos en dólares a la cotización de \$1,40, ajustarlos ulteriormente por el índice de costo de vida, y fijarles una tasa de interés baja. Los préstamos hipotecarios, de consumo personal o de PYMEs, de montos menores otorgados por los bancos, se pesificaron a \$1 y se ajustaron según un índice de salarios nominales. Las restricciones al retiro se generalizaron a todos los depósitos, se prohibió la transferencia de depósitos entre bancos y cuentas, (presumiblemente por presión de los bancos que se encontraban en situación más frágil) y se anunció un cronograma de devolución de depósitos que llegaba hasta 3 años y medio (Rapetti 2003).

Los ahorristas rechazaron estas restricciones conocidas como “corralón” y la pesificación de sus depósitos a \$1,40 mientras el dólar libre se cotizaba a \$2. Por otro lado, un grupo de grandes empresarios presionó con éxito al gobierno para lograr la pesificación de sus deudas a \$1. La resultante pesificación asimétrica de préstamos y depósitos tuvo un

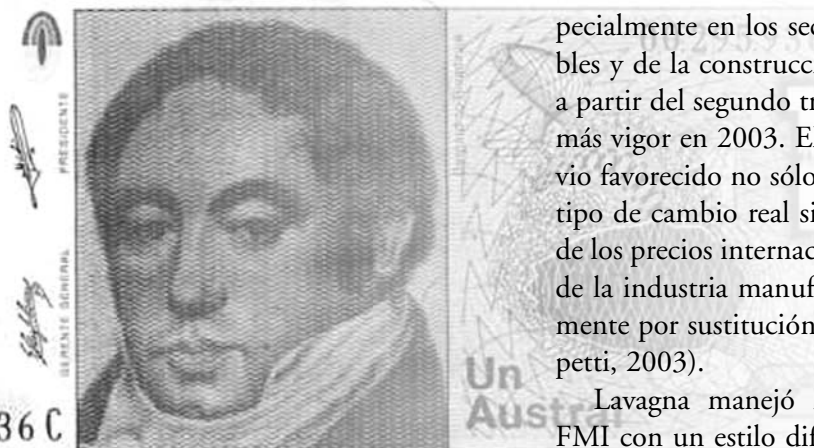
gran costo fiscal y un impacto político muy negativo, porque fue percibida como injusta y transmitió la imagen de un gobierno débil. En esta situación muchos ahorristas presentaron recursos de amparo para hacer efectivo sus depósitos o para recuperar los dólares originalmente depositados. En numerosos casos sus reclamos fueron reconocidos por la Justicia. Esto complicó el manejo de la política monetaria que debió incrementar fuertemente los redescuentos a los bancos que habían devuelto depósitos por orden judicial. Entretanto, los depósitos del sistema seguían cayendo por los resquicios del “corralito” y el “corralón”, mientras que las reservas internacionales del Banco Central disminuían por la persistencia de la fuga de capitales (Rapetti 2003).

Ante la carrera ascendente del dólar, el gobierno impuso impuestos a las exportaciones de productos primarios. La fuerte suba del dólar se realimentó por dos factores: la renuencia de los exportadores a liquidar divisas, y la actitud del FMI y los países desarrollados que dejaron a la Argentina librada a su propia suerte. Mientras el gobierno mostraba la disposición a tomar cualquier medida con tal de alcanzar un acuerdo con el FMI, el organismo multilateral agregaba progresivamente nuevas condiciones previas a la discusión del acuerdo. Por ejemplo, a pedido de los bancos extranjeros el Fondo demandó la derogación de la ley de subversión económica y la modificación de la ley de quiebras; estos cambios fueron finalmente aprobados por el Congreso. Mayores consecuencias tu-

vo la exigencia del Fondo de unificar y liberar totalmente el mercado cambiario en el peor momento de la crisis, sin otorgar a cambio respaldo alguno cuando el gobierno no contaba aún con instrumentos de manejo de la política monetaria debido a la situación del sistema financiero. El resultado de cumplir con la exigencia del Fondo fue provocar una escalada del dólar que llegó a \$3,85 en marzo de 2002. Así Argentina se hundía en su peor depresión mientras el secretario del Tesoro de Estados Unidos y la principal economista del Fondo deploraban la falta de un programa sostenible, lo cual obviamente no era independiente del apoyo que retaceaban (Frenkel 2003). La disparada del dólar, la persistencia de la crisis económico-financiera y la falta de apoyo del Fondo, precipitaron la caída del ministro de economía Remes Lenicov.

Su sucesor, Lavagna, adoptó medidas que aliviaron la presión sobre el mercado de cambios, forzando la liquidación de divisas de los exportadores e imponiendo algunas restricciones a la compra de dólares. También logró normalizar la situación financiera levantando el “corralito” (diciembre de 2002) y el “corralón” (marzo de 2003). En el delicado caso de los depósitos en dólares, los ahorristas pudieron disponer del valor pesificado a \$1,40 e indexado por el IPC, mientras que la diferencia entre este valor y la cotización de mercado del dólar se canjeó por bonos del gobierno a 10 años. Por su parte, los depósitos del sistema financiero se empezaron a recuperar desde mediados de 2002. Entretanto, el nivel de actividad económica empezó a recuperarse, especialmente en los sectores de bienes transables y de la construcción, de manera gradual a partir del segundo trimestre de 2002, y con más vigor en 2003. El sector agropecuario se vio favorecido no sólo por la inédita suba del tipo de cambio real sino también por el alza de los precios internacionales. La reactivación de la industria manufacturera operó principalmente por sustitución de importaciones (Rapetti, 2003).

Lavagna manejó la negociación con el FMI con un estilo diferente. Cuando en no-



---

viembre de 2002, en medio de una impasse en las tratativas con el Fondo, vencieron 805 millones dólares adeudados al Banco Mundial, el gobierno argentino sólo desembolsó los 79 millones correspondientes a intereses. El mensaje fue claro: Argentina estaba dispuesta a extender la moratoria a los organismos multilaterales de crédito si no llegaba a un acuerdo con el organismo. La decisión argentina no afectó a las variables financieras locales. El Fondo cambió de postura y en enero de 2003 se firmó un acuerdo “puente” hasta el próximo gobierno que permitió reprogramar hasta agosto de 2003 vencimientos de capital del FMI, el Banco Mundial y el BID por un total de 11 mil millones de dólares. El acuerdo no incluía dinero fresco, y contenía metas inconsistentes típicas: generar un superávit primario muy importante, de 2,5% del PIB, en una economía que sólo crecería en 2003 entre 2 y 3% desde el pozo de la depresión, combinado con una política monetaria contractiva y previsiones de inflación de 22%. Para sorpresa de los funcionarios del Fondo, el PIB creció 8%, la inflación fue de 3,7%, se alcanzó la meta fiscal, y la base monetaria creció más del 50%. Paradoja del Fondo: si se hubiera cumplido la meta monetaria, no se habría podido alcanzar la meta fiscal, porque aquella hubiera abortado la recuperación.

Sin embargo, a pesar del reordenamiento de la situación macroeconómica y la rápida reactivación de la economía, debe destacarse que la situación social sigue siendo muy grave. Esto se debe a dos razones: la profundidad de la caída de la producción y el empleo causada por la depresión, y la dramática caída de los salarios reales, que es la contracara de la hiperdevaluación que resultó de la salida caótica de la convertibilidad. El PIB per cápita de 2002 retrocedió al nivel de 1991, el año de inicio de la convertibilidad, pero con tasas de desempleo del triple, y salarios reales muy inferiores. En consecuencia, no es de extrañar que la incidencia de la pobreza y la indigencia se haya multiplicado por factores de 2 y 5, respectivamente, en relación a 1991. A fin de paliar esta situación, el gobierno lanzó en 2002

el Plan de Jefes y Jefas de Hogar que consiste en un subsidio para jefes de hogar desocupados con hijos, con contrapartida de tiempo parcial en trabajo o capacitación. A pesar de su carácter extendido, su impacto en términos de disminución de la pobreza y la indigencia ha sido muy limitado, probablemente por su reducido monto (50 dólares mensuales). La terrible herencia de la convertibilidad y su trágico final, plantea desafíos formidables en términos de crecimiento y equidad al nuevo gobierno de Néstor Kirchner.

### **Hipótesis alternativas sobre las causas de la crisis**

Los economistas ortodoxos han propuesto distintas explicaciones sobre las causas de su colapso. La discusión nos parece pertinente también para anticiparse a los problemas de países con regímenes de dolarización. La hipótesis más importante propuesta ha sido la que sostiene que la convertibilidad fracasó por un excesivo déficit fiscal incompatible con la sostenibilidad de la paridad cambiaria. La hipótesis fiscalista ha sido refutada por Damill, Frenkel y Juvenal (2003). El déficit fiscal promedio durante la Convertibilidad fue de 2% del PIB, el nivel más bajo de las últimas décadas en Argentina, y también pequeño en términos de comparaciones internacionales (cumpliría con Maastricht). Además, el promedio oculta una dinámica reveladora, ya que el déficit fiscal promedio en 1991-1994 fue de 1% del PIB, en 1995-1997 de 3% y en 1998-2001 de 4%. Los aumentos posteriores a 1994 son de naturaleza endógena al régimen de convertibilidad y sus reformas, ya que se explican primero por la privatización del régimen de seguridad social y luego por la suba de los intereses sobre la deuda pública. A su vez, la factura de intereses se explica tanto por el endeudamiento creciente causado primero por el déficit de la seguridad social y luego por la suba de las tasas de interés, alimentada por las crecientes primas de riesgo país originadas primero por



*Las lecciones de la experiencia argentina: a) los regímenes monetarios rígidos son insostenibles, b) mientras duran sólo aseguran estabilidad de precios, c) tienen altos costos sociales, d) tales costos son mayores cuanto mayor es su duración y e) los efectos distributivos de una salida caótica pueden ser muy elevados.*

las crisis de los mercados emergentes y luego por el deterioro endógeno así desencadenado. Podría agregarse, la baja en la recaudación tributaria provocada por la caída del nivel de actividad desde 1998 en adelante, causada a su vez por los problemas de competitividad y fuga de capitales originados en la convertibilidad.

En nuestra opinión, el régimen de convertibilidad colapsó porque en su misma esencia era insostenible. El argumento de la insostenibilidad se desarrolla en la última sección. Lo sorprendente fue que el régimen durara casi once años, tal vez porque se había lanzado en una etapa de la economía internacional muy favorable al mismo: el auge de la globalización financiera.

### **Lecciones para Ecuador**

La convertibilidad (o caja de conversión) y la dolarización son regímenes monetarios similares aunque no idénticos. Calvo (2000:4) los llama “fijaciones cambiarias rígidas” (*hard pegs*). En ambos, el gobierno renuncia a la soberanía monetaria, abandona la facultad de realizar política monetaria activa y desaparece el prestamista local en última instancia. La cantidad de dinero depende del resultado del balance de pagos y el estado nacional pierde el “señoraje”. En la dolarización desaparecen formalmente la moneda nacional y el tipo de cambio; en consecuencia, el país pierde además los intereses que los dólares en circulación podrían ganar si se invirtieran en títulos como ocurre con las reservas internacionales en la convertibilidad.

Ambos regímenes se sustentan en una visión común y simple: el único problema ma-

croeconómico es la inflación y esta se origina en el financiamiento del déficit fiscal con emisión monetaria. Por lo tanto, eliminando la soberanía monetaria se impondrá la disciplina fiscal y se alcanzará la estabilidad de precios. ¿Qué pasará con la balanza de pagos? Las “fijaciones cambiarias rígidas” implican un mecanismo monetario automático de ajuste del balance de pagos, explicado por Hume para el caso del patrón oro, otro miembro de la familia. ¿Qué pasará con el empleo, la reducción de la pobreza y el crecimiento económico? Con disciplina fiscal y monetaria, en una economía abierta y de mercado, todo lo demás vendrá por añadidura, pues la estabilidad monetaria generará confianza, lo cual atraerá inversiones.

Lo que subyace a la convertibilidad y la dolarización es la visión de que una economía de mercado librada a sí misma tiende automáticamente al equilibrio con pleno empleo. El problema es que esta visión ha sido desmentida por la historia y refutada por la teoría económica.

En primer lugar, habría que decir la que inflación no es un fenómeno meramente monetario como ya ha sido señalado por la escuela estructuralista latinoamericana. Como en una economía monetaria los precios son rígidos a la baja, cambios importantes en los precios relativos vinculados al propio proceso de desarrollo, llevan a las autoridades monetarias al dilema de elegir entre mayor inflación sin recesión o privilegiar la estabilidad de precios con un costo recesivo. El estructuralismo latinoamericano enfatizaba la necesidad de anticiparse a estos cambios con políticas transformadoras que aliviaran las rigideces estructurales de las economías latinoamericanas. Una política de estabilización que ignore estos determinantes podría tener éxito en el



corto plazo pero no en el largo. Dicho de otra manera, una economía que no resuelve sus problemas de desarrollo no puede asegurar la estabilidad monetaria. La crítica estructuralista entonces dirigida al monetarismo, sigue siendo válida en relación a la convertibilidad y la dolarización, que constituyen su versión más extrema (Olivera, Sunkel, 1967).

En segundo lugar, habría que recordar la amplia experiencia histórica de un régimen monetario afín intelectualmente a los que estamos discutiendo y que fue abandonado por su patente fracaso: el patrón oro. Este régimen guardaba, sin embargo, una importante ventaja en relación a la convertibilidad y la dolarización: era un sistema monetario internacional de paridades fijas. En contraste, en un mundo donde las principales divisas flotan, la competitividad de los países dolarizados depende en buena medida de los avatares del dólar. La lección principal del patrón oro, de acuerdo a los textos de historia económica es que fue uno de los principales determinantes de la Gran Depresión debido a su extrema rigidez para acomodarse a los cambios que se habían producido en la economía mundial luego de la Primera Guerra Mundial (Eichengreen, 1992, Temin, 1989).

En tercer lugar, las razones de la rigidez del patrón oro (y sus émulos actuales) han sido bien comprendidas por la teoría económica y constituyen las raíces de la macroeconomía desde la Teoría General de Keynes. En una economía monetaria, los contratos, entre los que se destacan los salariales y financieros, se establecen en términos nominales. Una pérdida de competitividad causada, por ejemplo, por una baja en los precios de exportación, implicaría un desequilibrio del balance de pagos, que idealmente se corregiría con el abaratamiento de los precios en moneda extranjera de los bienes nacionales. En un régimen cambiario rígido, la única manera de lograrlo es a través de la deflación generalizada. La salida de dólares desencadena un proceso de ajuste externo por la caída en la cantidad de dinero, pero a diferencia del mecanismo de Hume, el equilibrio externo se restablece

por la caída en las importaciones causada por la recesión por suba en la tasa de interés, ya que el carácter nominal de los contratos dificulta la deflación. El restablecimiento del pleno empleo por deflación podría operar muy lentamente pues se precizaría aumentar significativamente el desempleo para inducir reducciones salariales. La ventaja de contar con moneda propia y un tipo de cambio variable radica en que se pueden corregir los precios en dólares de los bienes nacionales, sin causar una recesión y sin necesidad de alterar los contratos monetarios, simplemente devaluando la moneda, como ha sido señalado por Milton Friedman.

Un punto frecuentemente olvidado es que la flexibilidad de precios y salarios no es una condición suficiente para evitar fuertes recesiones en caso de regímenes cambiarios rígidos. Las significativas deflaciones salariales en las depresiones de la época del patrón oro son la mejor prueba. Los contratos financieros son al menos tan importantes como los salariales. Ya Irving Fisher, uno de los grandes arquitectos de la teoría cuantitativa del dinero, había señalado en la década del treinta que la deflación deprimía el nivel de actividad, al transferir riqueza real de individuos con mayor propensión a gastar, los deudores, a individuos con menor propensión a gastar, los acreedores, y proponía, por la tanto, combatirla. El fuerte incremento de los costos de transacción derivado de la liquidación y reorganización de empresas en quiebra, agrega otro efecto depresivo de la deflación al anterior.



En cuarto lugar, los desarrollos aportados por premios Nobel recientes como George Akerlof (2001), Daniel Kahneman (2003) y Joseph Stiglitz (2001), refuerzan la idea de que las rigideces macroeconómicas arriba discutidas tienen una fuerte base empírica, no son producto de regulaciones gubernamentales, mientras que las teorías económicas más recientes enfatizan su persistencia ya que tienen una sólida base en el comportamiento de los agentes económicos.

De acuerdo a estos antecedentes afirmamos que las principales lecciones de la historia y la teoría económicas, confirmadas por la experiencia argentina reciente, son las siguientes: a) los regímenes monetarios rígidos son insostenibles, b) mientras duran sólo aseguran estabilidad de precios, c) tienen altos costos sociales en materia de empleo, distribución y pobreza, porque el precio al que aseguran la estabilidad monetaria es que incrementan la volatilidad macroeconómica de las variables reales, d) sus costos sociales son mayores cuanto mayor es su duración, e) los efectos distributivos de una salida caótica pueden ser muy elevados por las crisis políticas que suelen acompañarlos y la dificultad de manejar las transferencias de riqueza entre acreedores y deudores en la transición a un sistema basado en la moneda nacional.

### Bibliografía

Akerlof, George, 2001, "Behavioral Macroeconomics And Macroeconomic Behavior", *Conferencia Nobel*, 8 diciembre, Estocolmo.  
 Beccaria, Luis, 2002, "Reformas, ciclos y deterioro distributivo en la Argentina de los noventa", *mimeo*, Universidad Nacional de General Sarmiento, San Miguel.  
 Calvo, Guillermo, 2000, "The Case for Hard

Pegs in the Brave New World of Global Finance", *mimeo*, University of Maryland.  
 Damill, Mario, Roberto Frenkel y Luciana Juvenal, 2003, "Las cuentas públicas y la crisis de la Convertibilidad en Argentina", *Documento de Trabajo No. 4 CESPA*, Universidad de Buenos Aires, Buenos Aires.  
 Damill, Mario, Roberto Frenkel y Roxana Maurizio, 2002, *Argentina. Una década de convertibilidad*, OIT, Santiago.  
 Eichengreen, Barry, 1992, *Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression*, Oxford University Press, New York.  
 Fanelli, José María, 2003, *Una mirada estratégica a la reconstrucción monetaria y financiera en la Argentina*, Fundación OSDE/CEDES, Buenos Aires.  
 Frenkel, Roberto, 2003, "Los errores del FMI", *La Nación*, 18 de mayo, Buenos Aires.  
 Kahneman, Daniel, 2003, "A Psychological Perspective on Economics", *American Economic Review*, Vol. 93, I 2.  
 Olivera, Julio H. G., 1967, "La inflación estructural y el estructuralismo latinoamericano", en *Inflación y estructura económica*, Paidós, Buenos Aires.  
 Rapetti, Martín, 2003, "Síntesis de medidas de política económica y acontecimientos económicos relevantes previos y posteriores al colapso del régimen de convertibilidad (octubre 2000-mayo 2003)", *mimeo*, Banco de la Provincia de Buenos Aires, Buenos Aires.  
 Stiglitz, Joseph, 2001, "Information and the Change in the Paradigm in Economics", *Conferencia Nobel*, 8 de diciembre, Estocolmo.  
 Sunkel, Osvaldo, 1967, "La inflación chilena: un enfoque heterodoxo", en *Inflación y estructura económica*, Paidós, Buenos Aires.  
 Temin, Peter, 1989, *Lessons from the Great Depression*, MIT Press, Cambridge.