

Mateo Villalba
Editor

Dolarización: dos décadas después

Serie Economía y Territorio N° 1



2019

Dolarización: dos décadas después/ editado por Mateo Villalba. Quito : Consorcio de Gobiernos Autónomos Provinciales del Ecuador - CONGOPE : Ediciones Abya Yala : Incidencia Pública del Ecuador : El Instituto de Trabajo y Economía – ITE. 2019

xii, 228 páginas : figuras, gráficos, tablas (Serie Economía y Territorio; 2)

Incluye bibliografía

ISBN: 9789942096616

DOLARIZACIÓN ; ECONOMÍA ; POLÍTICA MONETARIA ; SISTEMA ECONÓMICO ; SOCIOLOGÍA ECONÓMICA ; ECUADOR. I. VILLALBA, MATEO, EDITOR

332.46 - CDD

Primera edición: 2019

© **Consorcio de Gobiernos Autónomos Provinciales del Ecuador – CONGOPE**

Wilson E8-166 y Av. 6 de Diciembre

Teléfono: 593 2 3801 750

www.congope.gob.ec

Quito-Ecuador

Ediciones Abya Yala

Av. 12 de Octubre N24-22 y Wilson, bloque A

Apartado Postal: 17-12-719

Teléfonos: 593 2 2506 267 / 3962 800

e-mail: editorial@abyayala.org / abyayalaeditorial@gmail.com

Quito-Ecuador

Incidencia Pública Ecuador

Calle San Luis Oe8-78

San Francisco de Pinsha, Cumbayá

Teléfono: 593 999 012 226

e-mail: incidenciapublica.ecuador@gmail.com

Quito-Ecuador

El Instituto de Trabajo y Economía - ITE

Carlos Calvo 1378

Ciudad Autónoma de Buenos Aires-Argentina

Coordinador general de la serie: Francisco Enríquez Bermeo

Edición: Mateo Villalba

Corrección: Isángela

Diseño y diagramación: Antonio Mena

Impresión: Ediciones Abya Yala, Quito-Ecuador

ISBN: 978-9942-09-661-6

Tiraje: 1000 ejemplares

Impreso en Quito-Ecuador, septiembre de 2019

Las opiniones de los autores no reflejan la opinión de las instituciones que patrocinan o auspician la publicación.

Este trabajo se llevó a cabo con una subvención del Consorcio de Gobiernos Autónomos Provinciales del Ecuador – CONGOPE

Serie Economía y Territorio

Es un espacio creado por el CONGOPE e Incidencia Pública para debatir entre los gestores de la política pública, la academia y la sociedad civil sobre el desarrollo desde una perspectiva económica y territorial.

Índice

Presentación	VII
<i>Pablo Jurado Moreno</i>	
Prólogo	IX
<i>Francisco Enríquez</i>	
Introducción	1
<i>Mateo Villalba</i>	
Dos décadas de dolarización, ¿qué hemos aprendido sobre este esquema monetario?	7
<i>Mateo Villalba</i>	
La dolarización y el timbre cambiario	43
<i>Alberto Dabik</i>	
Revisión histórica y técnica del uso del dólar en el Ecuador	65
<i>Carlos de la Torre Muñoz</i>	
Dolarización: efectos y riesgos en el caso ecuatoriano	95
<i>Manuel González Astudillo</i>	
Una aproximación sociológica sobre dolarización y cultura en el Ecuador	111
<i>Andrés Chiriboga Tejada</i>	
La dolarización: origen, evolución y futuro <i>Carlos Cordero Díaz</i>	163
La convertibilidad en perspectiva: apuntes sobre su sostenibilidad <i>Mariano Beltrani, Juan Cuattromo y Ariel Lieutier</i>	191

La experiencia de la convertibilidad en perspectiva: apuntes sobre su sostenibilidad

Mariano Beltrani*
Juan Cuattromo**
Ariel Lieutier***

Resumen

En el presente trabajo se realiza una breve reseña de las políticas aplicadas en Argentina durante la vigencia del régimen de convertibilidad en la década de los 90. En particular, se estudian las medidas ejecutadas en tres frentes: la administración de las cuentas fiscales y de la deuda pública, el mercado de trabajo y las regulaciones financieras y cambiarias. El énfasis está puesto en aquellas etapas en las cuales la sostenibilidad del arreglo monetario y cambiario se encontraba seriamente cuestionada, es decir, a finales de los 90. La eficacia de estas medidas, que expost demostraron ser insuficientes para evitar abandonar la convertibilidad, estuvo seriamente condicionada por las decisiones de política tomadas durante esa década, así como también por factores externos y las propias características del régimen.

Palabras claves: tipo de cambio, régimen cambiario, convertibilidad, países emergentes

* Economista de la Universidad de Buenos Aires (UBA), docente de la Universidad Nacional de José C. Paz (UNPAZ) y de la Universidad Nacional Arturo Jauretche (UNAJ). Investigador del Instituto de Trabajo y Economía (ITE). mariano.beltra@gmail.com

** Economista de la Universidad de Buenos Aires (UBA), Director del Instituto de Estudios para el Desarrollo Productivo y la Innovación (IDEPI). Investigador del Instituto de Trabajo y Economía (ITE). juan4mo@gmail.com

*** Economista por UBA y FLACSO, ex Jefe de Gabinete de la Secretaría de Política Económica y Subsecretario de Trabajo (GCBA). Investigador del Instituto de Trabajo y Economía (ITE). ariellieutier@gmail.com

Introducción

Durante las últimas décadas, la administración del tipo de cambio ha sido el eje principal de la política económica y, en buena medida, de la agenda pública en Argentina. En efecto, el debate en torno al desempeño macroeconómico, productivo y distributivo ha estado atravesado indefectiblemente por la discusión respecto de cuál régimen cambiario es el más adecuado para el país.

Como si se tratara de un experimento no controlado, en pocos años Argentina transitó de tener un tipo de cambio fijado por ley a la flexibilidad total, pasando por un esquema de tipo de cambio administrado.

La premisa fundamental del programa económico gubernamental desde fines de 2015 fue que la flexibilidad cambiaria permitiría desacoplar los precios internos y el desempeño económico de las fluctuaciones en el tipo de cambio. Sin embargo, su aplicación pronto derivó en una aceleración de la inflación, reiteradas devaluaciones y una crisis económica que puso en duda la sostenibilidad de la deuda pública.

Esta situación llevó a que en algunas esferas se vuelva a discutir la pertinencia para Argentina de un régimen de paridad fija, como fue el Plan de Convertibilidad en la década de los 90. El carácter volátil de la economía argentina hace que la posibilidad de aplicar este tipo de régimen esté sometida a debate de modo recurrente.

La implementación de la convertibilidad no debe analizarse fuera de contexto. El plan puede pensarse como una respuesta extrema frente a una situación límite que, al menos por el momento, no es asimilable al estado de cosas actual en Argentina.

Cuando el régimen de convertibilidad se puso en funcionamiento, Argentina venía de una experiencia de hiperinflación en los años 1989 y 1990, con incrementos de precios que en ambos casos superaron el 1000% anual. A fines de los 80, los ajustes de los contratos tanto por la inflación pasada como por el tipo de cambio resultaron insuficientes, interrumpiéndose completamente las transacciones y llevando, en algunos casos, a una dolarización de facto, lo cual configuró una situación de extrema gravedad.

Lo cierto es que, como experiencia de estabilización de la economía, puede considerarse que la convertibilidad cumplió su cometido. Tal es así

que, durante casi diez años, Argentina tuvo tasas de inflación muy bajas para sus parámetros históricos. Además, en una primera etapa, la puesta en práctica de la convertibilidad produjo un fuerte crecimiento de la economía y la inversión, aumento de las exportaciones y entrada de capitales.

Sin embargo, a pesar de experimentar períodos de crecimiento, el balance arrojó un deterioro sin precedentes en los indicadores socio-laborales del país. Aunque después de la llamada “crisis del Tequila” en 1994-1995 se retomó una senda de crecimiento, el empeoramiento tanto del mercado de trabajo como de la pobreza y la desigualdad no se revirtió.

Este proceso culminaría con una corrida bancaria, la interrupción del pago (*default*) de deuda pública más importante de la historia de los países emergentes y, finalmente, el abandono de la convertibilidad a principios de 2002, en medio de la crisis económico-social más grave de la historia argentina.

Las causas de este deterioro no son sencillas de abordar. Esto se debe a que la convertibilidad, como arreglo monetario y cambiario, vino acompañada por una serie de reformas que también fueron aplicadas en otros países latinoamericanos en los 90: desregulación cambiaria y liberación del comercio, privatización de empresas públicas, modificaciones en el sistema de la seguridad social, flexibilización del mercado de trabajo, entre otras.

¿Hubiese sido posible una convertibilidad capaz de estabilizar la economía, pero sin los efectos nocivos en el empleo? La forma en que se dieron los acontecimientos sugiere que difícilmente hubiese podido ser así. La convertibilidad necesitaba de un canal fluido para el crédito externo; para acceder al mismo, Argentina debía cumplir con los preceptos del llamado Consenso de Washington.¹

Los estudios indican que las privatizaciones y el ajuste fiscal tuvieron efectos nocivos sobre el empleo, pero que los impactos negativos de mayor potencia tuvieron que ver con la reestructuración y la concentración de la actividad en sectores transables. Estos sectores son aquellos sujetos al intercambio comercial con otros países, sobre todo en la industria manufacturera (Damill et al., 2002).

¹ El Consenso de Washington fue una serie de medidas recopiladas por el economista John Williamson a fines de la década de los 80, orientadas a favorecer la liberalización comercial y financiera y a reducir el tamaño del Estado en los países emergentes, a fin de estabilizar las crisis que varios de ellos atravesaban.

Lo anterior indica que todo intento por aislar los resultados macroeconómicos de la convertibilidad, en tanto arreglo monetario y cambiario, pueden resultar infructuosos. Sin embargo, las circunstancias en las cuales finalizó este régimen brindan algunos elementos para entender sus vulnerabilidades. Este es el objetivo último de este trabajo.

El documento se divide de la siguiente manera: en la sección 2 se analiza la evolución de las cuentas públicas durante la caja de conversión, las implicancias para la sostenibilidad del régimen y las medidas que se tomaron sobre el final de la convertibilidad para asegurar la solvencia del sector público. En la sección 3 se discute la efectividad de las políticas orientadas a mejorar la competitividad de la economía argentina, en la medida en que una de las principales críticas a la convertibilidad fue su aparente incompatibilidad con el equilibrio externo. En la sección 4 se estudia el marco regulatorio de la convertibilidad y sus consecuencias en términos de sostenibilidad, así como las medidas implementadas al final de los 90 para mantener la paridad cambiaria. En la sección 5 se concluye.

Política fiscal, deuda y sostenibilidad

Como todo esquema de fijación cambiaria, la convertibilidad tenía como requisito fundamental para su sostenibilidad en el tiempo alcanzar un equilibrio en las cuentas públicas. Fanelli y Heymann (2002) argumentan que el rol crítico del modelo de fijación cambiaria fue restringir el uso de las herramientas fiscales.

En esta línea, la denominada Reforma del Estado y las cuentas públicas, instrumentada por el entonces ministro de economía Domingo Cavallo, ocupó un rol central en la discusión de política económica durante la década de los 90. Desde el lanzamiento del plan se llevó a cabo una profunda privatización de empresas públicas, el achicamiento del Estado y una reforma en el sistema de seguridad social para que el esquema de fijación cambiaria fuera consistente en el tiempo.²

2 En los primeros años de la década de los 90, se destaca la privatización de la Empresa Nacional de Telecomunicaciones (ENTEL), la empresa estatal aerocomercial (Aerolíneas Argentinas), la empresa

La “fase inicial” del plan, entre 1991 y 1994, suprimió el financiamiento monetario a través del Banco Central (la sección 4 presenta una discusión al respecto) e incluyó un esquema de venta de empresas públicas. Estas medidas, junto con la recuperación en la actividad económica, elevaron los ingresos fiscales (Damill et. al., 2003 y Cetrángolo y Jiménez, 2003). De este modo, se observó una mejora en las cuentas públicas, en un contexto de modificaciones sensibles en el sistema tributario.³

En esta etapa el superávit primario –cifra que excluye intereses– promedió 1,3% del PIB. El déficit consolidado del sector público –que incluye el resultado de las provincias– superaba levemente el 0,6% del PIB, valor reducido en términos históricos (Damill et al., 2003).

A partir de 1995, simultáneamente al estallido de la crisis del Tequila, se inicia para Argentina un período de moderado deterioro fiscal, que duraría hasta 1997. Durante estos años, que denominaremos “fase intermedia”, la dinámica fiscal quedó signada por el impacto de la reforma en el sistema de jubilaciones promulgada a fines de 1993.

Como se explicó más arriba, para los impulsores de la convertibilidad, el equilibrio fiscal era una condición necesaria para que el esquema funcionara. Teniendo en cuenta que el sistema de jubilaciones se percibía como una pesada carga para el Estado, el Poder Ejecutivo impulsó su privatización parcial.

Históricamente, la principal tensión implícita en el diseño de la seguridad social en Argentina era su carácter híbrido. Por un lado, existía un “contrato intergeneracional” que suponía que la población activa debía sostener a la pasiva, lo cual configuraba un régimen de reparto. Por el otro, se desarrollaban criterios de “proporcionalidad” que vinculaban el haber jubilatorio a los ingresos que obtuvo cada persona en su vida activa, característica propia de los sistemas de capitalización individuales.⁴

dedicada al transporte y la distribución del gas (Gas del Estado), la empresa de generación, transmisión y distribución de electricidad de los grandes centros urbanos (SEGBA) y la paulatina venta de los activos de la principal petrolera estatal (YPF).

³ Entre los principales elementos de la reforma tributaria se encuentran la aplicación de impuestos al consumo y a los ingresos –desde 1989 se había iniciado un proceso de generalización en el cobro del impuesto al valor agregado (IVA)– y la eliminación de los impuestos a las exportaciones. Esta última medida también pertenece a la esfera cambiaria, como se verá más adelante.

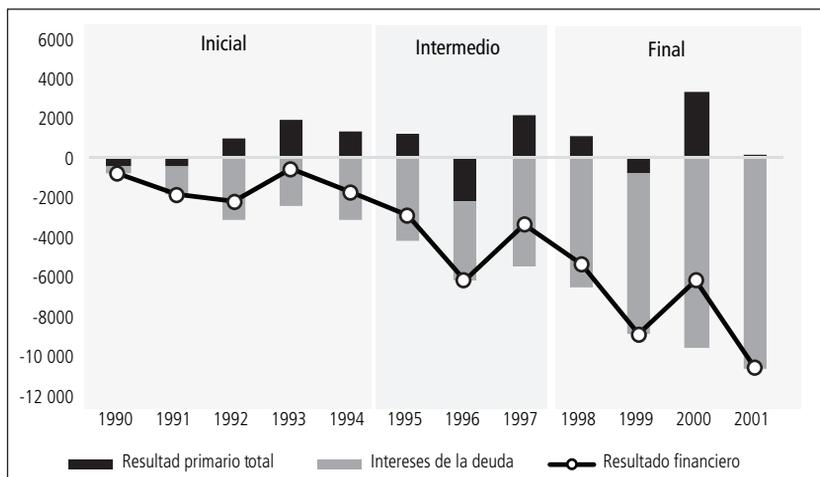
⁴ A diferencia del sistema de reparto, el sistema de capitalización individual consiste en crear una cuenta de ahorro individual, administrada por fondos privados. El trabajador transfiere a esta cuenta

Esta dualidad requería un elevado dinamismo del mercado de trabajo y de los ingresos asalariados para garantizar su sostenibilidad en el tiempo, cuestión que en Argentina entró en crisis a partir de la segunda mitad de la década del 70.

Así, los desequilibrios que comenzaron a presionar en esos años tendieron a profundizarse en los 80, en un contexto de marcado estancamiento económico. Sin embargo, lejos de modificar la trayectoria fiscal, los cambios instrumentados en los 90 profundizaron los problemas.

La reforma previsional de 1994 estableció un sistema jubilatorio mixto, ya que además del régimen de reparto, otorgaba la opción de adherir a un esquema de capitalización individual. Este cambio implicó que una parte considerable de la masa de aportes y contribuciones fuera derivado a las administradoras de fondos privadas, sin un consecuente traslado de las erogaciones. De este modo, el sistema público experimentó un acelerado déficit que se intentó resolver con una nueva reforma en 1995 (Ley 24.463). El resultado de esta reforma fue la transferencia de los desequilibrios a las

Gráfico 1. Resultado de la administración nacional, en millones de dólares



Fuente: elaboración propia en base a Ministerio de Hacienda.

una parte de su ingreso laboral durante sus años de actividad, de modo tal de poder contar con un sustento para su vejez.

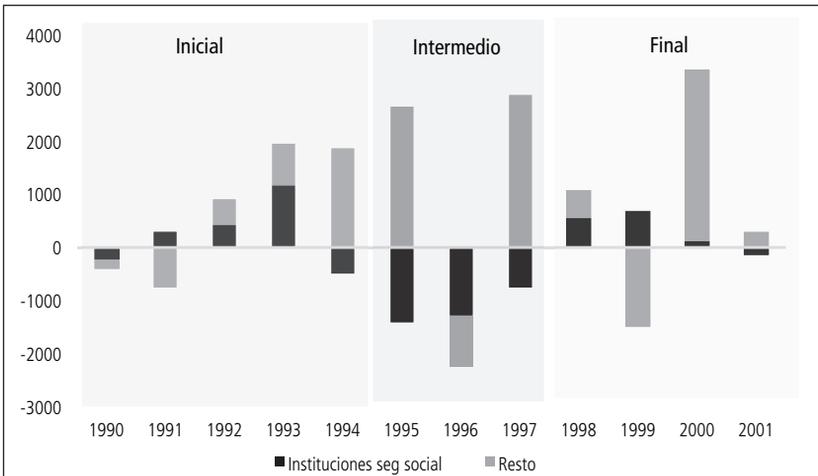
cajas provinciales, lo cual tensionó las cuentas públicas de esas jurisdicciones (Cetrángolo y Jiménez, 2003; Gaggero, 2004).

Las cuentas públicas, como elemento central del modelo de convertibilidad, mostraron una etapa inicial de mejoría temporal, en parte impulsada por ingresos de “una vez” derivados de privatizaciones. Luego se instaló un período de creciente inestabilidad, explicada en gran medida por la referida reforma previsional.

Las cuentas públicas bajo presión

De 1998 en adelante, período al que llamaremos “fase final”, el resultado fiscal muestra un marcado deterioro.⁵ Esta situación coincidiría con el inicio de un escenario recesivo, que se sostendría hasta fines de 2002, principios de 2003. Si bien, el empeoramiento de las cuentas públicas fue

Gráfico 2. Resultado primario, base devengado. Total de la Administración Nacional, en millones de dólares



Fuente: elaboración propia en base a Ministerio de Hacienda. Excluye privatizaciones.

⁵ En esta etapa se registra una nueva oleada privatizadora de carácter “residual”, dado que para 1994 el Estado ya se había desprendido de las empresas más importantes. La nueva ola resulta ser insuficiente para reequilibrar las cuentas públicas.

consecuencia del mayor déficit en el sistema de seguridad social, en esta fase se produjo también un considerable aumento en el pago de intereses de la deuda.⁶

En este contexto, la centralidad de la cuestión fiscal fue mutando en el debate público de la “reforma y modernización del Estado” al problema de sostenibilidad en la deuda pública, en un contexto global que se tornaba más incierto para los países emergentes, a partir de las sucesivas crisis asiática (1997/98), rusa (1998) y brasileña (1998/99).

De este modo, el final de la década de los 90 estuvo caracterizado por una sucesión de programas de ajuste fiscal –incremento de impuestos y recortes de gastos– que tenían como objetivo dar sostenibilidad a los pagos de la deuda. A su vez, en esta etapa comenzó una activa búsqueda por reestructurar el perfil de vencimientos del sector público, estrategia que resultaría infructuosa.

En diciembre de 1999 asume el nuevo gobierno. José Luis Machinea ocupa el cargo de ministro de Economía. A través de una nueva propuesta de reforma tributaria, las flamantes autoridades buscan corregir los desequilibrios fiscales. Entre las principales medidas instrumentadas se destacan el aumento del impuesto a las ganancias –equivalente argentino al impuesto a la renta–, el recorte de los haberes jubilatorios más elevados y la ampliación del espectro de aplicación del IVA. Unos meses después, el ajuste fiscal se intensifica y se recortan los salarios de la administración pública.

Sin embargo, la imposibilidad de resolver los problemas fiscales hizo que el gobierno recurra al Fondo Monetario Internacional (FMI). El creciente peso de la deuda llevó a que, en diciembre de 2000, se negocie, con el apoyo del FMI, un paquete de salvataje de cerca de USD 39 700 millones, el denominado “Blindaje”. Además del Fondo, participaron organismos financieros internacionales (Banco Mundial y BID), un grupo de bancos, las administradoras privadas de fondos y el gobierno de España. Como es habitual, el programa de rescate estaba sujeto a la típica condicionalidad del FMI (nueva reforma previsional, reducción del gasto público, etc.).

6 El pago de intereses tuvo una mayor importancia debido al alza del costo de financiamiento que enfrentó la Argentina, producto tanto de factores externos como internos, que discutiremos más adelante.

El Blindaje fue insuficiente para recomponer la confianza, y la Argentina se mantuvo en recesión, enfrentando dudas respecto de su capacidad de pago de la deuda. Ante la ausencia de resultados económicos, Machinea renunció al cargo en marzo de 2001. Tras el fugaz paso por el gobierno del economista Ricardo López Murphy, vuelve asumir Domingo Cavallo como máxima autoridad económica del país.

La propia dinámica de la actividad económica afectaba negativamente los ingresos del fisco. En un contexto en el que los intereses de la deuda pública seguían al alza, se producía una profundización en el déficit fiscal. Cavallo promueve la sanción de la llamada “Ley de Competitividad”. Uno de los principales elementos de esta ley es un impuesto a los movimientos bancarios a través de cuentas a la vista. La recaudación de este impuesto tendría dos destinos a) alimentar las arcas fiscales; b) recuperar la competitividad de la economía.⁷

En mayo de 2001 se pone en práctica un segundo programa de “manejo de pasivos”, en este caso, mediante una reestructuración de la deuda con el sector privado. El denominado “Megacanje” pretendía aliviar la carga fiscal de los vencimientos de corto plazo de la deuda, a costa de intereses elevados y un aumento sustancial en el valor nominal de la deuda. Se canjearon 46 tipos de bonos por solo 5, con vencimientos hasta 2031. Esta operación tampoco iba a alcanzar el objetivo de disipar las dudas sobre la sostenibilidad de la deuda en el corto plazo.⁸

En la misma línea, en julio se sanciona la ley de “Déficit Cero”, que restringía la ejecución del presupuesto del gobierno nacional a los recursos efectivamente recaudados en cada período. En los hechos, este programa implicó una nueva reducción nominal de salarios y jubilaciones.

La continuidad en el tiempo de esta política de ajuste fiscal terminaría afectando seriamente las finanzas de los gobiernos subnacionales. Las provincias, con acuerdo del gobierno nacional, recurrirían a una salida poco ortodoxa para defenderse de la crisis, a saber, la emisión de las llamadas *cuasimonedas* (ver próxima subsección).

7 Más allá del título de la Ley, el objetivo de esta era, al menos en el corto plazo, exclusivamente recaudatorio.

8 El “Megacanje”, en los hechos, fijaba por 30 años una pesada carga de intereses para una deuda que nominalmente se había incrementado de forma significativa.

En noviembre de 2001 se ejecuta un nuevo canje de deuda. Uno de los instrumentos utilizados fueron los llamados “préstamos garantizados”, que se colocaron a los bancos locales a cambios de bonos con legislación extranjera, incrementando la exposición del sistema financiero doméstico a la deuda emitida por el sector público.⁹

En las últimas semanas del año, el colapso de la convertibilidad se volvió inevitable. Con altibajos, la salida de depósitos del sistema financiero se había mantenido en los últimos doce meses, hasta que el 1 de diciembre se instauraron límites para el retiro de efectivo. En medio de una crisis política, el 20 de diciembre de 2001 renuncia el presidente De la Rúa, a la mitad de su mandato. Posteriormente, se declararía el *default* de la deuda pública y se abandonaría la convertibilidad, estableciéndose medidas de control de cambios.¹⁰ Una década de ajuste recurrente en las cuentas públicas, programas de rescate de organismos multilaterales y operaciones de canje de mercado no lograron prevenir esta trayectoria.

Las cuasimonedas

El fenómeno de las cuasimonedas en Argentina merece un párrafo aparte. Debido a las fuertes restricciones de liquidez que atravesaba el país, en general, y las provincias, en particular, en agosto de 2001 el gobierno nacional decidió emitir las llamadas LECOP (Letras de Cancelación de Obligaciones Provinciales).

Estas letras fueron utilizadas inicialmente para pagar sueldos estatales —el volumen a suscribir por parte de las provincias no podía exceder la nómina salarial mensual de cada jurisdicción— y eran admitidas como parte de pago de impuestos. Si bien las LECOP eran formalmente bonos, el hecho de que se emitieran en soporte físico y fuesen de baja denominación

⁹ En este sentido, una de las características de la crisis argentina, que la diferencia de otras crisis emergentes de los 90, es la ausencia de un *boom* de crédito privado previo al colapso. Por el contrario, la exposición creciente de los bancos a la deuda emitida por el sector público era la principal característica del balance del sistema financiero.

¹⁰ Los controles de cambios son límites normativos a la compraventa de moneda extranjera impuestos por parte del gobierno al sector privado.

llevó a que el público comenzara a utilizarlas como medio de pago para sus transacciones cotidianas.

El gobierno nacional no logró regular esta operatoria y varias provincias empezaron a emitir sus propias cuasimonedas. En su momento de auge, cerca de la mitad de los gobiernos subnacionales emitían sus propias cuasimonedas.

Al comienzo, la recesión hizo que las cuasimonedas no operaran con descuento. De hecho, la falta de liquidez de la economía argentina era tal que los comercios aceptaban las cuasimonedas “a la par” A medida que más provincias comenzaron a recurrir a esta práctica, el volumen de cuasimonedas aumentó, y estas comenzaron a perder valor.

Con la salida de la convertibilidad, los problemas de liquidez fueron desapareciendo y, a partir del primer semestre de 2003, las cuasimonedas empezaron a ser rescatadas por las autoridades. Al iniciar el proceso de rescate –que finalizaría alrededor de un año después– las cuasimonedas representaban poco más del 20% del circulante de la economía argentina. Ello evidencia la importancia que tuvo esta alternativa para garantizar un piso de transacciones en los momentos más álgidos de la crisis.

La visión fiscalista de la crisis

Como es usual en economías emergentes, la “irresponsabilidad fiscal” fue una de las principales explicaciones que se dio al colapso de la convertibilidad.¹¹ El propio exministro Domingo Cavallo ha sugerido que: “el origen de la crisis argentina está en el aumento del gasto público y del déficit de las provincias desde 1997 en adelante”.¹²

Sin embargo, debe notarse que las características que asumió este modelo y su posterior caída tienen puntos de contacto evidentes con otras crisis externas y financieras de economías en desarrollo, donde el peso del factor fiscal ha sido considerablemente sobredimensionado en la literatura tradicional.

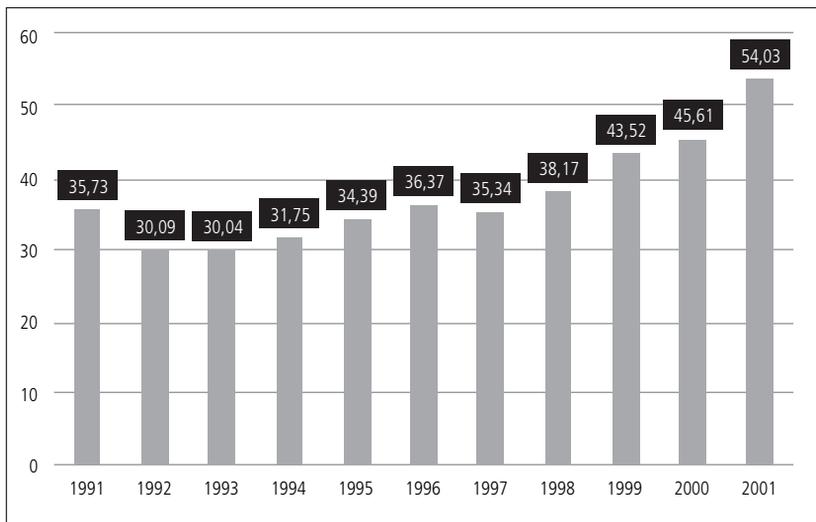
11 Entre los exponentes de esta postura se encuentran por ejemplo Arriazu (2003) y Chudnovsky, López y Pupato (2003).

12 <http://www.cavallo.com.ar/sobre-un-post-de-cachanoski-en-el-que-habla-de-la-convertibilidad-en-su-blog-ecomia-para-todos/>.

Como se mostró, los primeros años de la convertibilidad no se caracterizaron por el desequilibrio fiscal, sino más bien por una primera fase de mejora en las cuentas públicas. Esta situación fue sucedida por una etapa de ligero incremento en el déficit fiscal, aunque sin llegar a una situación explosiva. No debe dejar de destacarse que el empeoramiento que sufrieron las cuentas públicas, promediando la convertibilidad, estuvo inducido en gran medida por una reforma jubilatoria que, al menos en teoría, venía a solucionar los problemas de largo plazo que la Argentina tenía con su sistema previsional y, consecuentemente, con las propias cuentas públicas.

Finalmente, el fuerte crecimiento de los intereses de la deuda en la última fase de la convertibilidad no puede atribuirse en su totalidad a condiciones domésticas. Se debe considerar que el régimen de tipo de cambio fijo que detentaba el país convivió con una sucesión de crisis externas. Dicha situación incrementó significativamente la aversión al riesgo de los inversores globales, poniendo una cota superior a la posibilidad del gobierno argentino de refinanciar sus deudas.

Gráfico 3. Deuda pública nacional, en % del PIB



Fuente: elaboración propia en base a Ferreres & Asociados.

Hasta 1997, el ratio de deuda a PIB se mantuvo en el orden del 35%, nivel aceptable para los parámetros internacionales. Recién cuando la economía entró en recesión y se incrementaron los pagos de intereses de la deuda, este indicador de sostenibilidad empezó a deteriorarse, y se incrementó casi 20 puntos porcentuales en apenas cuatro años.

El deterioro en la solvencia del sector público ocurrió pese a que el gobierno recortó fuertemente el gasto público a fines de los 90.

Como se verá en la sección 4, una de las implicaciones de la convertibilidad es que la única manera de que aumente la cantidad de dinero de la economía es con un superávit en el balance de pagos. Esto implica que el crédito doméstico está mucho más restringido en comparación a otros arreglos cambiarios, lo cual lleva a una situación de mayor dependencia del financiamiento externo.¹³

Esta situación provoca que el deterioro en las condiciones globales presione sobre las cuentas públicas por la vía de mayores intereses de la deuda. Ello cambia el sentido de la tradicional explicación “fiscalista” de la crisis que, en general, hace hincapié en el exceso de gasto público como determinante último de los desequilibrios. En un escenario como este, las políticas de ajuste recurrente tienden a profundizar las presiones recesivas, lo que a su vez atenta contra el equilibrio fiscal y profundiza la espiral de la crisis.

Este es un tema que ha sido estudiado en la literatura que analiza las crisis de países emergentes. Taylor (1998), por ejemplo, encuentra que los episodios de crisis de balanza de pagos que experimentaron las economías como Argentina no pueden explicarse únicamente por un sector privado eficiente que en un momento dado descubre la insostenibilidad del déficit público (motorizado, en general, por una inconsistente expansión del gasto público). Las crisis se explicarían más bien por una interacción entre régimen cambiario, dinámica del sector externo y contexto internacional, tal como se verá con mayor detalle más adelante.

13 Prueba de las restricciones existentes para el crédito doméstico fue la aparición del fenómeno de las cuasimonedas, descrito más arriba.

Mercado de trabajo y competitividad

La convertibilidad tenía como premisa básica la fijación de una paridad cambiaria “1 peso = 1 dólar”. Esta decisión llevaba implícita la elección de un tipo de cambio real¹⁴ más apreciado que el que había estado vigente en los años previos. Esto se debe a que la inercia inflacionaria¹⁵ de inicios de los 90 implicó una fuerte caída del tipo de cambio real, cuyas consecuencias para el sector externo no demoraron en sentirse, y abrieron otro foco de tensión para el arreglo monetario y cambiario.

Junto con la apreciación cambiaria se dieron una serie de reformas que impactaron en la cuenta corriente del balance de pagos,¹⁶ como la apertura comercial y la recuperación de los ingresos reales, duramente golpeados en años previos.

A pesar del aumento de las exportaciones, desde el primer año de la convertibilidad, el déficit de la cuenta corriente aumentó cada vez más. El sostenimiento de la paridad cambiaria descansaba en la posibilidad de financiar estos desequilibrios. El financiamiento surgía de ingresos de dólares por la cuenta capital del balance de pagos, fuertemente asociados a inversión extranjera que adquiría las empresas públicas en proceso de privatización. Otra fuente de ingresos fue, sobre todo, el endeudamiento en moneda extranjera del sector público, tal como fue descrito en la sección 2.

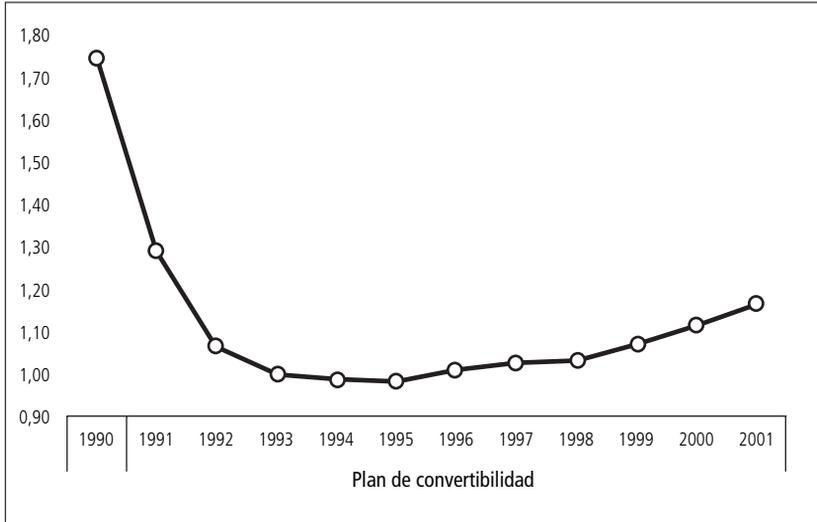
Con los precios de los bienes transables controlados por un tipo de cambio atrasado y apertura comercial, desde el gobierno nacional se apostó a que el mercado corregiría la inflación inercial de los primeros meses del régimen cambiario, mejorando la competitividad del tipo de cambio.

14 El tipo de cambio real es el cociente entre los precios internacionales expresados en moneda local al tipo de cambio nominal y los precios domésticos. Es el indicador más comúnmente utilizado para determinar la competitividad de una economía, aunque no el único. Mientras que un aumento/depreciación implica una mejora en la competitividad, una caída/apreciación conlleva un empeoramiento de la competitividad.

15 La inercia inflacionaria es un fenómeno que se da cuando los contratos de una economía no se ajustan con base en la inflación esperada, sino a la inflación pasada.

16 La *cuenta corriente* del balance de pagos registra las exportaciones e importaciones de bienes y servicios, además de los cobros/pagos de intereses y las transferencias de otras rentas, como las utilidades y dividendos. Por el contrario, la *cuenta capital* del balance de pagos registra todas aquellas operaciones de financiamiento externo de los residentes.

Gráfico 4. Índice de tipo de cambio real bilateral del peso con el dólar norteamericano, base 1993 = 1



Fuente: elaboración propia en base a Ferreres (2010).

Se contaba con que los incrementos de productividad apuntarían a la deflación (caída de precios), y dado el atraso tecnológico existente a principios de la década del 90 –con la inversión en niveles mínimos– se podrían obtener buenos resultados en esta materia.

En tal sentido, y aun cuando la inversión creció y mejoró la productividad, gran parte de estos incrementos no se trasladaron a los precios y, cuando lo hicieron, estas caídas no alcanzaron para compensar la apreciación del tipo de cambio. A poco de andar, quedó claro que la opción de la deflación espontánea no resultaba una alternativa viable (Gerchunoff y Machinea, 1995).

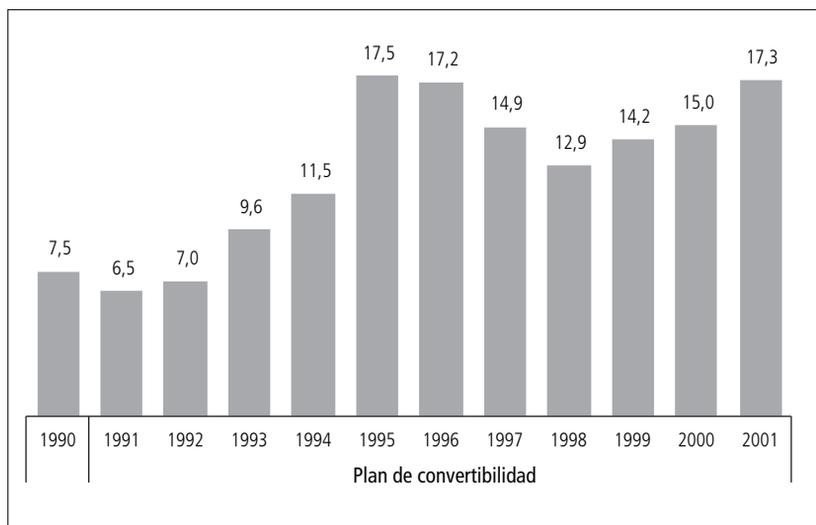
Prácticamente desde sus inicios, el plan de convertibilidad conllevó una elevación de la tasa de desempleo,¹⁷ incluso en años de expansión económica. Durante los primeros años de los 90, el aumento del desempleo estuvo principalmente asociado a un incremento significativo de la tasa de actividad, en un contexto donde además se recuperaron los salarios reales.

¹⁷ La tasa de desempleo se calcula como el cociente entre la cantidad de personas que buscan trabajo activamente y la población económicamente activa de un país.

No obstante, a partir de 1994 el incremento del desempleo se explicó sobre todo por la caída de la tasa de empleo.¹⁸

Como se muestra en el gráfico 5, a pesar de que los primeros años de la convertibilidad implicaron el retorno de la economía a un sendero de crecimiento, el desempleo pasó a ubicarse en niveles históricamente elevados para los parámetros de la economía argentina. Entre 1991 y 1994 la economía creció a una tasa promedio del 8%, mientras que el desempleo aumentó en 5 puntos porcentuales, superando los dos dígitos en 1994. El impacto de la crisis del Tequila en el año 1995 agravó la situación y, aún en los años de recuperación posteriores, en ningún caso el desempleo retornaría a un dígito.

Gráfico 5. Tasa de desempleo, como % de la población activa



Fuente: elaboración propia en base a EPH-INDEC.

18 La tasa de desempleo puede sufrir cambios por dos motivos: variaciones en la cantidad de personas que buscan trabajo (tasa de actividad) o modificaciones en la cantidad de personas que se encuentran ocupadas (tasa de empleo). Así, por ejemplo, si se incrementa la cantidad de personas que buscan trabajo y no lo consiguen, se producirá un alza del desempleo, ya que aumentó la tasa de actividad. En cambio, si la tasa de actividad se mantiene constante, pero menos gente tiene trabajo (porque que hubo renunciadas o despidos), se incrementará el desempleo por una caída de la tasa de empleo.

De esta manera, con la competitividad afectada por el atraso cambiario y el desempleo en niveles históricamente elevados, el gobierno nacional implementó una política basada en el siguiente razonamiento: si se eliminaban las “rigideces” que moderaban el comportamiento de los salarios, disminuiría la desocupación y se observaría una deflación que mejoraría la competitividad de los bienes transables.

De este modo, se empezaron a proyectar una cantidad de medidas tendientes a la desregulación de las relaciones laborales. Si bien las primeras modificaciones al régimen laboral datan de 1991, no fue hasta 1995 cuando la mayor parte de las reformas empiezan a implementarse.

Una agenda de reformas pro-competitividad

Entre las primeras reformas implementadas hacia el inicio de la década de los 90 se destaca la creación, en 1991, de cuatro modalidades de empleo de contratación temporaria, con excepción parcial de las contribuciones a la seguridad social: a) fomento de empleo, b) nueva actividad, c) práctica laboral y d) trabajo formación. Se trataba de modalidades de contratación por tiempo determinado, de las cuáles las dos primeras obligaban al empleador a pagar una indemnización a la finalización del contrato, equivalente a medio salario. Por otro lado, las otras dos modalidades estaban eximidas del pago de indemnización. La aplicación de estos esquemas de contratación debía ser autorizada por convenciones colectivas, y no podían utilizarse para reemplazar personal (Altimir y Becaria, 2000).

Además, el mismo paquete de reformas incluía crear el seguro de desempleo. Su objetivo fue cubrir a aquellos trabajadores que habían realizado aportes a la seguridad social durante al menos 12 de los 36 meses previos a la cesantía, y que habían sido despedidos sin justa causa.

A partir de 1995 se profundizó esta línea de acción y se sumaron dos modalidades nuevas de contratación: a) especial de fomento y b) contrato de aprendizaje, ambas a tiempo determinado y sin indemnización. En el caso de los contratos de aprendizaje, se trató de un régimen no laboral, que establecía las proporciones de puestos que podían ser cubiertas con

esta modalidad en las convenciones colectivas. En 1999 se sancionó por Ley 25.165 el régimen de pasantías, contratación que no generaba derechos laborales.

Otro de los cambios importantes de esta segunda oleada de reformas fue la introducción del período de prueba, el cual podía durar hasta 90 días, con la posibilidad de extenderse hasta 180 días, mediante un acuerdo con la organización sindical del sector. El empleador estaba exento de hacer los aportes a la seguridad social y, en dicho periodo, el trabajador no tenía derecho a indemnización.

Hacia fines de los 90, la sostenibilidad del régimen de convertibilidad empezó a estar fuertemente cuestionada. Uno de los motivos era la supuesta falta de competitividad, personificada en una excesiva rigidez tanto de precios y salarios como del mercado de trabajo en general.

Por esta razón, en el año 2000, luego de que el presidente Menem hubiese abandonado el Poder Ejecutivo, se introdujo una nueva modificación al plazo del periodo de prueba, incluyendo la posibilidad de que se extendiera hasta un año para las pequeñas y medianas empresas, aunque se eliminó la excepción de pagos a la seguridad social.

Además, se incorporaron modificaciones en el uso y organización de la jornada laboral: se autorizó al empleador a fraccionar y otorgar vacaciones en cualquier momento del año, a no otorgar en algunas semanas los días de descanso —siempre que se mantuvieran inalteradas la totalidad de las jornadas de descanso en el mes o en el año—. Si bien no se modificaron los topes de horas máximas trabajadas en el año, se autorizaba a que los topes diarios existentes puedan ser excedidos en algunas jornadas (Altimir y Becaria, 2000).

Para implementar gran parte de estas medidas, se requería incluirlas en los convenios colectivos de trabajo, por lo que no es de extrañar que desde el gobierno nacional se haya incentivado la descentralización de la negociación colectiva. En este sentido, la negociación por empresa pasó a ser mayoritaria durante la década de los 90, y el principal contenido negociado fue la flexibilización de la jornada laboral (Novick y Trajtemberg, 2000). Sin embargo, la representación de los trabajadores siguió estando en cabeza del sindicato de rama o actividad.

Otro de los cambios en esta tercera etapa fueron las modificaciones referentes a accidentes del trabajo y enfermedades laborales, creándose a tal fin el sistema de Aseguradoras de Riesgos del Trabajo (ART).

No menos importantes que las anteriores fueron las modificaciones introducidas en las alícuotas de las contribuciones patronales a la seguridad social, es decir la cargas sobre el salario que corren por cuenta del empleador (Cetrángolo y Grushka, 2004). A lo largo de los 90, las alícuotas fueron sufriendo modificaciones en reiteradas oportunidades y, a pesar de las marchas y contramarchas, se estima que en promedio podrían haber implicado una reducción de aproximadamente 10 puntos porcentuales (Altimir y Becaria, 2000), lo que generó una reducción significativa del componente no salarial del costo laboral.

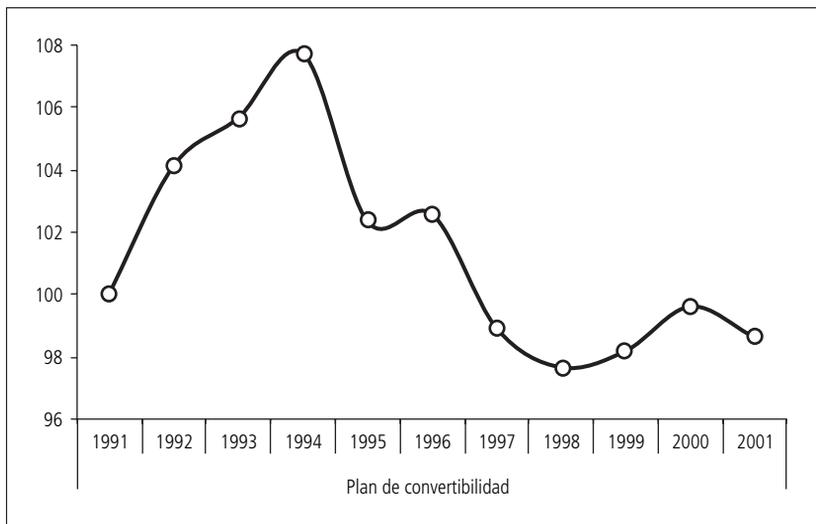
Balance de una década de reformas laborales

De la breve reseña realizada sobre las reformas laborales implementadas, se desprende que el objetivo de las mismas no era otro que el recorte de los derechos con los que contaban los trabajadores, en la inteligencia de que ello permitiría una rebaja del costo laboral, lo cual detendría el deterioro progresivo del mercado de trabajo.

Si bien el componente no salarial del costo laboral tuvo un descenso significativo, también se observó una caída de las remuneraciones tanto nominales como reales. En efecto, a la recuperación del poder adquisitivo de los primeros años de la década de los 90, le siguió, a partir de 1995, una caída sostenida del salario real. Esta caída del poder adquisitivo, sin embargo, no redundó en mejoras en los niveles de desempleo.

Otro hecho relevante del mercado de trabajo argentino de los 90 fue que, como consecuencia de las dificultades que atravesaban las actividades formales, se produjo una significativa precarización del mercado de trabajo. Esta se materializó en un aumento del empleo no registrado y de la cantidad de horas trabajadas, una mayor inestabilidad de los puestos de trabajo, mayor importancia de los contratos a tiempo determinado y una reducción de indemnizaciones, entre otros cambios importantes.

Gráfico 6. Salario real industrial, base 100 = 1991



Fuente: elaboración propia en base a Ferreres (2010).

La precarización del mercado de trabajo y la caída de las remuneraciones se conjugaron con la profunda recesión que tuvo su inicio a fines de 1998. Esto contribuyó a que la menor actividad económica disminuyera la necesidad de divisas, y a que la economía argentina se volviera deflacionaria. Lo anterior implicó una mejora en la competitividad del tipo de cambio real, que de todos modos se reveló insuficiente en virtud de los profundos desequilibrios externos que se habían gestado durante la convertibilidad. El abandono de la convertibilidad y la devaluación finalmente licuaron los salarios reales lo cual, en un contexto fuertemente recesivo, redefinió los términos del mercado de trabajo argentino.

Regulaciones y régimen cambiario

En tanto arreglo monetario y cambiario, la convertibilidad tenía las siguientes características técnicas: fijación de una paridad 10 000 australes = 1 dólar desde el 27 de marzo de 1991,¹⁹ libre movilidad de capitales,²⁰ respaldo de la base monetaria,²¹ con reservas internacionales²² y eliminación de la práctica de indexación.²³

La implementación de la convertibilidad a principios de los 90 convivió con una serie de reformas estructurales consistentes con el denominado “Consenso de Washington”. Además de la privatización de empresas públicas y la reforma tributaria, hubo otras modificaciones importantes en el marco regulatorio, vinculadas con aspectos monetarios y financieros (Pou, 2000).

En lo referente al mercado de cambios, se destaca la eliminación de los impuestos a las exportaciones y la mayor parte de las restricciones cuantitativas a las importaciones, la reducción de los derechos de importación, y la libre entrada y salida de inversiones directas y de cartera. Por otro lado, en 1992 se modificó la Carta Orgánica del Banco Central de la República Argentina (BCRA), instaurando la independencia *de jure* del Banco Central y fijando como principal objetivo de la autoridad monetaria la preservación del valor de la moneda.

Como señala Canavese (2001), cualquier banco central tiene, en principio, tres vías fundamentales de expansión de la base monetaria: la externa (compraventa de moneda extranjera), la pública (financiamiento monetario del banco central al fisco) y la financiera (las llamadas “operaciones de

19 En enero de 1992 se introdujo una nueva moneda, el peso, con una relación de 10 000 australes = 1 peso.

20 La libre movilidad de capitales implica ausencia total de controles de cambio.

21 La base monetaria está conformada por la totalidad de billetes y monedas en circulación y los depósitos en cuenta corriente de los bancos en el banco central. Es la definición más restringida posible de la cantidad de dinero de una economía.

22 La convertibilidad argentina tenía la particularidad de que la autoridad monetaria tenía autorizado integrar hasta un 30% de la base monetaria con títulos públicos, lo que dotaba al banco central de cierto margen de maniobra.

23 La indexación es la causa principal de la inercia inflacionaria, tal como fue descrita con anterioridad.

mercado abierto”).²⁴ Los esquemas como la convertibilidad, por definición, solo cuentan con la primera de estas fuentes de expansión.

Tomando en cuenta lo anterior, los prerequisites necesarios para implementar exitosamente una caja de conversión son: 1) capacidad de financiar el déficit público a una tasa de interés similar a la que rinden las reservas internacionales; 2) un sistema financiero saludable, ya que deberá funcionar sin prestamista de última instancia.

En lo que hace a la implementación de la convertibilidad, el problema 1 fue atacado en gran medida con el proceso de privatizaciones de principios de los 90.²⁵ El problema 2, en los hechos, se empezó a solucionar a partir de la reforma monetaria de 1989,²⁶ aunque las adecuaciones normativas continuaron durante el resto de la década de los 90.

Las regulaciones bancarias

Quizás una de las reformas menos estudiadas tiene que ver justamente con las modificaciones en las regulaciones a los bancos. Entre las más importantes se destacan la libre entrada para bancos extranjeros y menores restricciones para la apertura de sucursales. Es un hecho no menor que durante la década de los 90 Argentina experimentó una visible internacionalización del capital de su banca.

24 Las operaciones de mercado abierto son las transacciones que el banco central lleva a cabo con los bancos comerciales para administrar la liquidez de las entidades financieras. Estas operaciones suelen estar respaldadas, o directamente tener como contrapartida, títulos valores emitidos por el gobierno o por el propio banco central.

25 Ver sección 2 para más precisiones sobre el proceso de las privatizaciones.

26 En 1989 se implementó en Argentina el denominado “Plan Bonex”, mediante el cual se canjearon compulsivamente los depósitos a plazo por títulos públicos. Esta fue una medida de emergencia, cuyo objetivo era deducir la liquidez de los pasivos bancarios, en vista de la situación hiperinflacionaria que enfrentaba el país en ese momento.

Tabla 1. Estructura del sistema bancario y extranjerización

	Dic-94	Dic-98	Dic-00
Número total de bancos	166	104	89
Bancos extranjeros			
Números de bancos	31	39	39
Número de sucursales	391	1535	1863
Participación en el activo (%)	15	55	73
Número de bancos públicos	32	16	15

Fuente: Perry y Servén (2002).

Por otro lado, el país adecuó su normativa en materia de capitales mínimos siguiendo los criterios de Basilea, además de implementar un esquema de encajes bancarios elevados para los estándares internacionales.²⁷ Cabe recordar que la propia lógica de la caja de conversión implica una severa limitación del banco central como prestamista de última instancia. Sin embargo, para reforzar esta condición, en los comienzos de la convertibilidad se eliminó el sistema de garantía de depósitos, debido a consideraciones de “riesgo moral”.²⁸ Este nuevo esquema regulatorio convivió algunos años con un entorno macroeconómico benigno.

La crisis del Tequila configuró un antes y un después en lo que hace a las regulaciones prudenciales. Durante el período 1994-1995, en un contexto marcadamente recesivo y signado por la fuga de capitales, la Argentina experimentó una fuerte caída en las reservas internacionales (-30%) y en los depósitos bancarios (-20%), lo que puso en alerta a las autoridades regulatorias. A partir de estos hechos se implementan una serie de cambios en las regulaciones, entre los que se destacan un sistema de redescuentos

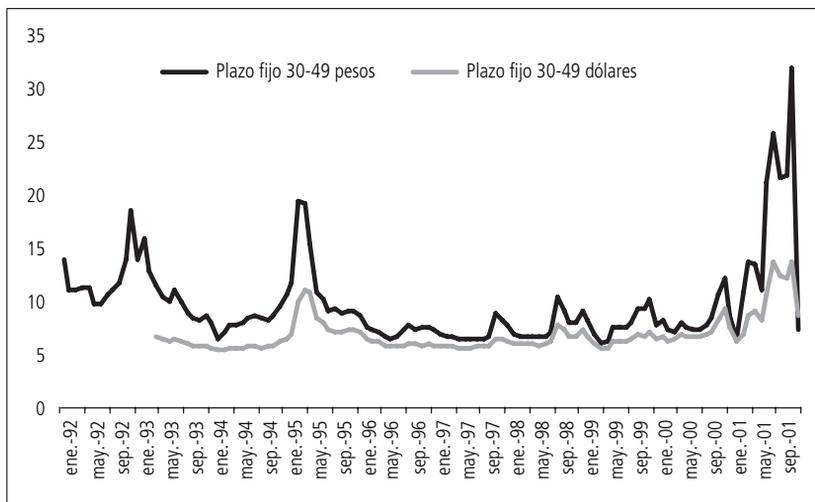
27 El encaje hace referencia a la liquidez que los bancos deben mantener de modo precautorio por exigencia del banco central. Se define como porcentaje de los depósitos que tienen los bancos en su pasivo.

28 En este caso en particular, el concepto de riesgo moral se refiere a una situación en la cual los bancos toman riesgos excesivos basados en el conocimiento de que, en el caso de que sus decisiones resulten erróneas, el fondo de garantía estará obligado a rescatarlos.

“extraordinarios”,²⁹ un esquema limitado de garantía de depósitos y el reemplazo del sistema de encaje legal por un requisito de liquidez remunerado.

Como señalan Perry y Servén (2002), hacia 1998, luego de las reformas motivadas por la crisis del Tequila, el sistema bancario argentino era considerado de los más sólidos del mundo: estaba bien capitalizado, provisionado y era altamente líquido, a pesar de que a partir de ese año comenzaría a sufrir pérdidas y a aumentar el nivel de morosidad. A su vez, el alto grado de extranjerización que alcanzó la banca local hizo pensar que, eventualmente, las casas matrices responderían en caso de dificultades en sus filiales.³⁰

Gráfico 7. Tasas de interés, en % nominal anual



Fuente: elaboración propia en base a BCRA.

29 Los redescuentos son préstamos que el banco central otorga a las entidades financieras en el caso de que estas acrediten problemas de solvencia/liquidez.

30 Más adelante, se demostró que esta creencia estaba alejada de la realidad, ya que el rescate por parte de las matrices nunca se materializó, y los problemas tuvieron que ser solucionados por las autoridades monetarias y bancarias locales.

La sucesión de crisis en países emergentes empeoró las condiciones externas para Argentina, tanto en términos de acceso al crédito como a partir de peores términos de intercambio. A partir de esta época se empieza a poner seriamente en duda la continuidad de la convertibilidad. Uno de los síntomas que revelaba que el régimen cambiario no era totalmente creíble era la diferencia persistente entre las tasas de interés en pesos y las tasas de interés en dólares.³¹

Como señalan Galiani et al. (2003), el diferencial entre tasas en pesos y en dólares seguía al denominado “riesgo país”,³² ya que el esquema de convertibilidad tenía una cláusula de salida implícita.³³ La percepción del mercado era que la devaluación llevaría al rompimiento de los contratos y al *default* de la deuda, tanto pública como privada. Es por esto que, a medida que se acercaban las elecciones de 1999, comenzó a discutirse de manera más seria la alternativa de la dolarización.

Debate sobre la sostenibilidad del régimen

A mediados de 1999, cuando estaba por terminar su segundo mandato, el entonces presidente Menem empezó a promover la idea de la dolarización. Incluso, los funcionarios del Ministerio de Economía llegaron a tener reuniones con las autoridades de EEUU para evaluar la posible puesta en práctica de esta alternativa.

Respecto de la convertibilidad, la dolarización tenía la virtud de eliminar casi completamente el riesgo de devaluación, dado que los costos de salida de este régimen eran muy elevados –en la práctica, volver a emitir una moneda propia de curso legal–. Lo anterior auguraba una menor inflación y menores tasas de interés. Según la visión de las autoridades, ello alentaría

31 Según autores como Calvo et al. (2002), el régimen de tipo de cambio fijo fue un elemento fundamental en la crisis de 2001.

32 Se conoce como riesgo país a la diferencia entre el rendimiento de los bonos de deuda domésticos y el correspondiente a los bonos del Tesoro de EEUU.

33 El sostenimiento de la convertibilidad en el tiempo rara vez estuvo descontado por el mercado. Como sostienen Perry y Servén, además del diferencial de tasas de interés, la valuación de los *non deliverable forward* (futuros de tipo de cambio), también contenía una expectativa de devaluación positiva.

las inversiones y el crecimiento económico. Por su parte, la mejora de la confianza en el régimen ayudaría a moderar el riesgo país, cuya magnitud estaba aumentando “endógenamente” el déficit del sector público, debido al fuerte incremento en la carga de intereses (ver sección 2).

Como contraparte, la opción de la dolarización tendría como consecuencia el abandono del señoreaje³⁴ y la cesión absoluta de la soberanía monetaria, así como también la pérdida definitiva de un prestamista de última instancia. Por otro lado, también implicaría mayores riesgos de deterioro y precarización del mercado de trabajo y de las condiciones de vida de buena parte de la población.

Con el cambio de gobierno, el empuje oficial a la opción de la dolarización perdió fuerza. Sin embargo, esto no quiere decir que no se discutiera la posibilidad de llevar a la práctica salvaguardas para sostener la paridad cambiaria.

En marzo de 2001, en un contexto en el cual el gobierno ya había negociado el acuerdo con el FMI (el llamado “Blindaje”, ver sección 2), asume nuevamente como ministro de economía Domingo Cavallo. Casi inmediatamente, Cavallo puso sobre la mesa la posibilidad de modificar la convertibilidad para pasar a un régimen de “canasta de monedas”, bajo el cual el peso estaría atado no solo a la cotización del dólar, sino también a la del euro.³⁵

La idea básica era pasar de un esquema “1 peso = 1 dólar” a uno que fuese de “1 peso = ½ dólar + ½ euro”, de modo tal de ganar algo de flexibilidad en el tipo de cambio sin abandonar, al menos desde lo simbólico, la idea de que se estaba respetando una paridad cambiaria. En la práctica, la prioridad era en ese momento moderar la sobrevaluación cambiaria,³⁶ que la economía venía procesando a través de un lento y doloroso proceso deflacionario (ver sección 3).

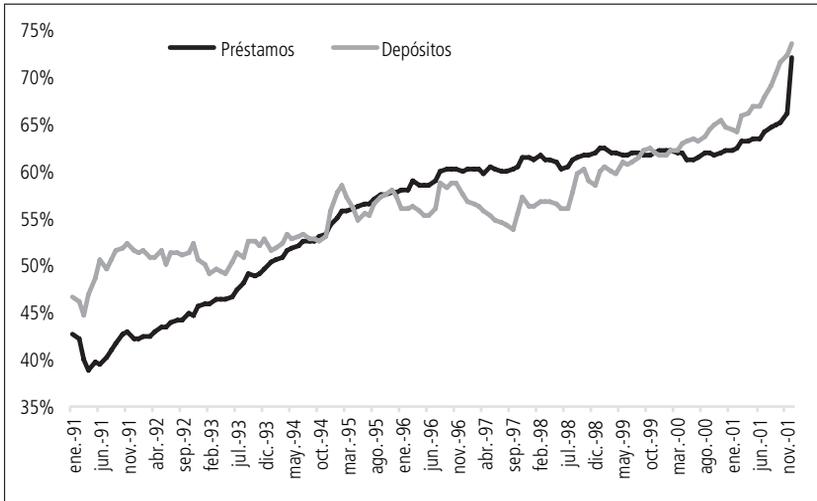
34 El señoreaje es la capacidad de generar poder adquisitivo que tiene el Estado por encima de la recaudación de impuestos, debido a la potestad de emitir moneda.

35 <https://www.lanacion.com.ar/60947-cavallo-busca-que-en-lugar-de-atarse-a-uno-solo-el-peso-pueda-correr-un-maraton-junto-a-dos-gigantes> y <https://www.pagina12.com.ar/2001/01-04/01-04-07/pag06.htm>.

36 Por ejemplo, para un tipo de cambio de 0,85 dólares por euro, la paridad peso dólar se determinaría haciendo $0,5 + 0,5 \times 0,85 = 0,925$ dólares por peso, o lo que es lo mismo, 1,08 pesos por dólar. Esto implicaría una devaluación equivalente al 8% respecto del tipo de cambio vigente antes de la medida.

Lo cierto es que ni la dolarización ni la canasta de monedas llegaron a ser implementados, y el fin de la convertibilidad se presentó de manera traumática. La dolarización y la canasta de monedas representaban dos alternativas que, dentro del abanico de políticas tendientes a sostener el arreglo cambiario, se encontraban en las antípodas. La primera buscaba atacar la desconfianza en el sostenimiento del régimen vía un refuerzo del compromiso, mientras que la segunda conllevaba la materialización de los temores (una devaluación) que disipara esos mismos temores.

Gráfico 8. Dolarización de activos y pasivos bancarios, en % del total



Fuente: elaboración propia en base a BCRA.

Para fines de los 90, los costos de salida de la convertibilidad habían aumentado exponencialmente, de la mano de un fuerte incremento en la participación tanto de los depósitos como del crédito en moneda extranjera. Esto último implicaba que la economía argentina había estado avanzando *de facto* hacia una dolarización.

Aunque en el 2001 el desempleo llegó a afectar a casi un 20% de la población activa, para que Argentina abandone la convertibilidad, primero

tuvo que ocurrir una crisis bancaria, que precipitó en diciembre del 2001 una serie de medidas orientadas a restringir el retiro de depósitos, y el anuncio de la cesación de pagos de la deuda pública el día 23 de ese mismo mes. A la derogación de la Ley de Convertibilidad, ocurrida el 6 de enero de 2002, le siguió una sucesión de controles de cambios, feriados cambiarios y bancarios, la reprogramación de los depósitos y la llamada “pesificación asimétrica”,³⁷ entre otras medidas de emergencia.

Lo anterior intenta transmitir que, dada la historia de alta inflación de la Argentina, la convertibilidad tenía tal arraigo social que, a pesar del contexto fuertemente recesivo, solo se la abandonó cuando se pusieron en riesgo los ahorros de una porción de la población.

Los costos de salida

Una pregunta recurrente en el análisis de la crisis argentina es si se hubiesen podido evitar, o al menos si se hubiesen podido minimizar, los costos de salida. En este debate, el descalce de moneda ocupa un rol importante. El descalce de moneda es un problema muy habitual en las economías bimonetarias como Argentina, ya que los movimientos bruscos del tipo de cambio pueden generar grandes cambios en el patrimonio de los agentes económicos. Esto último, en algunos casos extremos, conlleva modificaciones sistémicas en las condiciones de solvencia, que pueden tener impactos no despreciables en la economía real.

La economía argentina no estuvo exenta de este fenómeno, aunque fue atacado por las autoridades por medio de la mencionada “pesificación asimétrica” únicamente cuando la devaluación ya era un hecho, y no de modo preventivo.

37 A través del Decreto 214/02, se estipuló la pesificación de los préstamos a una relación 1 peso = 1 dólar, y de los depósitos en una relación de 1,4 pesos = 1 dólar, junto con el establecimiento de un esquema de compensación con títulos públicos a los bancos, y la autorización al banco central para emitir descuentos en una mayor escala a la vigente hasta el momento. Esta medida estuvo orientada a prevenir las probables quiebras masivas que el *descalce de moneda* (la diferencia entre los activos y pasivos en moneda extranjera de los individuos y las empresas) iba a generar luego de la devaluación.

Escudé (2002) señala que el objetivo de dotar a la convertibilidad de una pátina “largoplacista” hizo que en los 90 las regulaciones no estuviesen en condiciones de diferenciar entre pesos y dólares. Esto se basaría en la idea de que cualquier señal regulatoria que pusiese en duda la paridad “1 peso = 1 dólar” hubiese socavado la propia credibilidad del arreglo cambiario, no solo en el ocaso del régimen, sino también en su apogeo. En otras palabras, las regulaciones que podrían haber prevenido un descalce de moneda capaz de morigerar los efectos de una eventual devaluación, hubiesen sido contradictorias con la idea de darle continuidad al régimen.

Sin embargo, como muestra Arteta (2002), algunas economías dolarizadas –como México, Bolivia y Perú– mostraron en los 80 restricciones significativas a los depósitos y los créditos en dólares, y en algunos casos esto ocurrió con regímenes de tipo de cambio fijo. Esto indicaría que las regulaciones de descalce de moneda podrían tener un rol en la reducción de los costos de salida.

Lo anterior enfrenta al hacedor de política con un dilema de difícil solución, aunque los problemas de la caja de conversión no se agotan aquí. Como señalan Perry y Servén *op. cit.*, aun tomando como dado el sostenimiento en el tiempo de la paridad, en Argentina existieron otros problemas vinculados a la vulnerabilidad de las “hojas de balance”: a) los efectos sobre las deudas de la deflación necesaria para que se ajuste el tipo de cambio real apreciado; b) la elevada exposición del sector bancario al sector público; c) el hecho de que encajes generales altos pueden no ser suficientes para proteger al sistema financiero.

Los elementos mencionados en el párrafo anterior pueden configurar factores de riesgo, al menos en lo que hace a las condiciones de solvencia del sector privado, a pesar de que la conservación de la paridad cambiaria esté totalmente fuera de duda. Esto quiere decir que los regímenes de tipo de cambio fijo no están exentos de problemas de sostenibilidad, incluso en aquellos escenarios en los que la opción de la devaluación parece, a priori, totalmente descartada.

Conclusiones

En la literatura que estudia la experiencia de la convertibilidad, existe un consenso bastante difundido respecto de que una serie de factores exógenos –en particular, las crisis asiática, rusa y brasilera de fines de los 90– fueron cruciales para explicar la agudización de los desequilibrios que marcaron el fin del régimen cambiario.

Sin embargo, era ineludible que tarde o temprano la economía argentina estuviese sujeta a shocks adversos y, en tanto arreglo monetario y cambiario que pretende ser de largo plazo, la convertibilidad tenía que estar preparada para absorberlos. Esto debía ser así a menos que se pueda sostener, sin ningún tipo de dudas, que el régimen tuvo serios problemas de implementación, es decir, que no se respetaron las reglas que conlleva la implementación de un tipo de cambio fijo.

No obstante, es difícil aseverar que eso haya sido realmente así. Mientras que la convertibilidad existió, se respetó la paridad peso/dólar y la cobertura de la base monetaria. El andamiaje regulatorio parecía adecuado para una caja de conversión: se modificó la Carta Orgánica del Banco Central, se liberalizó el mercado de cambio y se instrumentó una reforma bancaria; sobre todo, hubo un comportamiento fiscal que en la mayor parte de los 90 fue bastante disciplinado.

Paradójicamente, el “pecado fiscal” más importante del gobierno del presidente Menem fue la Reforma previsional de 1994. La creación de un sistema mixto, bajo el cual a la opción de reparto se sumaba la alternativa de capitalización individual, hizo que aquellas personas que se trasladaron al sistema de capitalización lo hicieran con sus aportes. Ello ocasionó que los ingresos de la seguridad social cayeran visiblemente. Como comentamos en la sección 2, el esquema que se suponía iba a solucionar los problemas de sostenibilidad del sistema previsional de Argentina fue la piedra en el zapato de las cuentas fiscales de la segunda mitad de los 90.

Sin embargo, durante la mayor parte de la convertibilidad, el resultado primario se mantuvo en terreno positivo. El deterioro financiero a partir de 1998 se produjo a raíz del aumento de los intereses de la deuda pública, debido a la mayor desconfianza en la sostenibilidad del régimen. La caída del

nivel de actividad que acompañó a este fenómeno hizo que los indicadores de sostenibilidad empezaran a empeorar, a pesar de la mejora en el resultado primario del Tesoro observada en los últimos años de la convertibilidad.

Lo anterior sugiere que la convertibilidad no se desvió de modo significativo de lo que indican los manuales de economía. En este punto, una pregunta que se vuelve relevante es si la convertibilidad podría haber sobrevivido como arreglo monetario cambiario de largo plazo en otras circunstancias, o si ésta configuraba un régimen intrínsecamente inestable. Las opiniones respecto de este punto son variadas.

Aquellos que sostienen que la convertibilidad era viable, argumentarán que esta cayó por problemas fiscales. Según esta postura, la principal dificultad vino dada por la imposibilidad del gobierno de mostrar que su capacidad de pago era suficiente. Si hay una percepción de que el gobierno es insolvente, la salida de capitales se vuelve en un momento dado tan fuerte que precipita el abandono de la paridad. En estas circunstancias, lo único que garantizaría la convertibilidad es la dolarización total de la economía.

Aquellos que afirman que la convertibilidad no era viable, sostendrán que el problema no era fiscal sino externo. Esto quiere decir que la apreciación real que conlleva el régimen, combinada con la apertura externa, sería el principal problema. Bajo esta visión, la apreciación cambiaría deriva en un déficit de cuenta corriente del balance de pagos que, en un momento dado es percibido como insostenible. La “devaluación interna” –caída nominal de los ingresos– necesaria para reequilibrar la cuenta corriente y las reformas tendientes a flexibilizar el mercado de trabajo terminan siendo demasiado costosas en términos de actividad y empleo como para ser económica y políticamente viables. Si a esto se le suman los costos reales del ajuste fiscal, el futuro de este régimen cambiario se vuelve todavía más incierto.

Ambas posturas tienen sus inconvenientes. La primera porque, llegado el caso, supone que en el corto plazo será necesario deprimir la demanda agregada a niveles y durante plazos difícilmente sostenibles, como lo ha demostrado la experiencia argentina. En otras palabras, las ganancias de productividad que promete la estabilidad de precios en el largo plazo parecen insuficientes para soportar los costos en el corto plazo.

El problema de la segunda postura es que supone que la dificultad de fondo de la convertibilidad fue que los ingresos en dólares eran demasiado elevados. El correlato de esta segunda postura es que, dependiendo del contexto internacional, eventualmente será necesario licuar estos ingresos para garantizar la sostenibilidad macro, lo cual puede ser un problema en economías altamente dolarizadas como Argentina.

Una tercera posición, que puede llegar a tener algún punto de contacto con la segunda, aunque no compartir completamente sus conclusiones, es que Argentina debería haber programado una salida ordenada de la convertibilidad una vez que esta cumplió con su papel de estabilización.

Como vimos, los distintos gobiernos argentinos estuvieron lejos de buscar esta salida ordenada. De hecho, los costos de salida del régimen cambiario se fueron elevando progresivamente a lo largo de la década. En efecto, a medida que la convertibilidad se fue afianzando, los contratos en dólares hicieron lo propio. Cuando empezaron a observarse tensiones hacia fines de los 90, aparecieron quienes proponían redoblar la apuesta y dolarizar formalmente la economía.

El hecho de que los costos de salida se fueran incrementando era coherente con la idea de mostrar a la convertibilidad como un arreglo monetario y cambiario de largo plazo. Esto último fue importante para estabilizar la economía y promover un rápido crecimiento durante algunos años, pero también fue lo que eventualmente volvería más traumático el abandono del régimen.

Como advertimos al principio de este documento, la convertibilidad debe entenderse en contexto. Argentina implementó este régimen para enfrentar un episodio hiperinflacionario, arrastrando además una historia de elevada volatilidad macroeconómica, al igual que otros países de la región. En un escenario como el descrito, las opciones pueden parecer escasas.

En este sentido, además del balance muy negativo en materia de empleo y capacidades productivas del plan de convertibilidad, el caso argentino deja como enseñanza que un determinado régimen cambiario puede ser una herramienta de estabilización eficaz en el corto plazo, pero que tarde o temprano las autoridades enfrentarán un dilema. El tiempo se vuelve entonces una variable fundamental, ya que demorar una salida

—potencialmente ordenada— puede incrementar los ya de por sí elevados costos en materia de bienestar. Sin embargo, si la decisión es sostener el régimen, no sólo se debe conocer el momento preciso de llevar a cabo las reformas necesarias para que esto sea posible, sino que también se debe ponderar adecuadamente su impacto social.

Referencias

- Altimir, Oscar y Luis Beccaria (2000). “El mercado de trabajo bajo el nuevo régimen económico en Argentina”. En *La Argentina de los noventa. Desempeño económico en un contexto de reformas*, Daniel Heymann y Bernardo Kosacoff (Ed.): 331-424. Buenos Aires: CEPAL / EUDEBA.
- Arriazu, Ricardo Héctor (2003). *Lecciones de la Crisis Argentina: Bases programáticas para un esquema de desarrollo sustentable*. Buenos Aires: El Ateneo.
- Arteta, Carlos Oscar (2002). *Exchange Rate Regimes and Financial Dollarization: Does Flexibility Reduce Bank Currency Mismatches?* California: Department of Economics University of California.
- Calvo, Guillermo, Alejandro Izquierdo y Ernesto Talvi (2003). *Sudden Stops. The Real Exchange Rate and Fiscal Sustainability: Argentina's Lessons*. Massachusetts: National Bureau of Economic Research.
- Canavese, Alfredo (2001). *Convertibilidad en Argentina: Funcionamiento de una caja de conversión anclada al dólar*. Buenos Aires: Universidad Torcuato Di Tella.
- Cetrángolo, Oscar y Carlos Grushka (2004). *Sistema previsional argentino: crisis, reforma y crisis de la reforma*. Santiago de Chile: CEPAL.
- Cetrángolo, Oscar y Juan Pablo Jiménez (2003). *Política fiscal en Argentina durante el régimen de Convertibilidad*. Buenos Aires: Instituto Latinoamericano y del Caribe de Planificación Económica y Social (ILPES) / CEPAL.
- Chudnovsky, Daniel, Andrés López y Germán Pupato (2003). *Las recientes crisis sistémicas en países emergentes: las peculiaridades del caso argentino*. Buenos Aires: Departamento de Economía de la Universidad de San Andrés.

- Damill, Mario, Roberto Frenkel y Luciana Juvenal (2003). “Las cuentas públicas y la crisis de la convertibilidad en la Argentina”. *Desarrollo Económico*, N°170, Vol. 43: 203-230.
- Damill, Mario, Roberto Frenkel y Roxana Maurizio (2002). “Argentina, una década de convertibilidad. Un análisis del crecimiento, el empleo y la distribución del ingreso”. Disponible en: www.oit.org/wcmsp5/groups/public/---americas/---ro-lima/---ilo-buenos_aires/documents/publication/wcms_bai_pub_9.pdf [visitada 20 de agosto de 2018].
- Escudé, Guillermo (2002). “Lecciones de la Crisis Argentina”. *Revista de Economía Segunda Época* N° 2, Vol. IX: 15-25. Disponible en: www.researchgate.net/profile/Guillermo_Escude/publication/43235849_Lecciones_de_la_Crisis_Argentina/links/5693cc2808aeab58a9a2ad83/Lecciones-de-la-Crisis-Argentina.pdf [visitada 20 de noviembre de 2018].
- Fanelli, José María y Daniel Heymann (2002). *Monetary dilemmas: Argentina in Mercosur*. Santiago de Chile: United Nations Publications.
- Ferreres, Orlando (2010). *Dos siglos de economía argentina (1810-2010). Edición bicentenario*. Buenos Aires: El Ateneo.
- Gaggero, Jorge (2004). “La cuestión fiscal bajo la convertibilidad (Argentina 1991-2001)”. *Realidad Económica*, N° 207: 24-48.
- Galiani, Sebastián, Daniel Heymann y Mariano Tomassi (2003). *Expectativas frustradas: el ciclo de la convertibilidad*. Santiago de Chile: CEPAL.
- Gerchunoff, Pablo y José Luis Machinea (1995). “Un ensayo sobre la política económica después de la liberalización”. En *Más allá de la estabilidad: Argentina en la época de la globalización y la regionalización*, Pablo Bustos (comp.): 39-92. Buenos Aires: Fundación Friedrich Ebert.
- Novick, Marta y David Trajtemberg (2000). *La negociación colectiva en el periodo 1991-1999*. Buenos Aires: Secretaría de Trabajo del Ministerio de Trabajo.
- Perry, Guillermo y Luis Servén (2002). “La anatomía de una crisis múltiple: que tenía Argentina de especial y qué podemos aprender de ella”. *Desarrollo Económico*, Vol. 423: 323-375.
- Pou, Pedro (2002). “La reforma estructural argentina en la década de 1990”. *Finanzas y Desarrollo: publicación trimestral del Fondo Monetario Internacional y del Banco Mundial*, N° 1, Vol. 37: 1-13.

Taylor, Lance (1998). *Lax public sector, destabilizing private sector: Origins of capital market crises*. Nueva York: Centro Schwartz para el Análisis de Políticas Económicas.